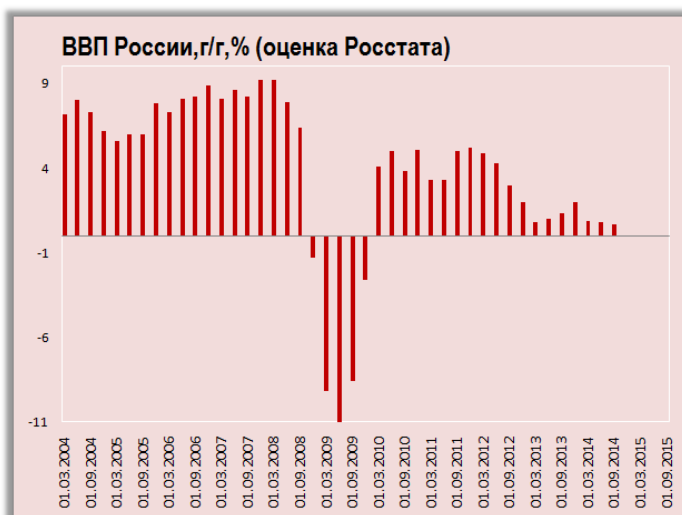


Обзор российской экономики перед самым сложным этапом развития за последние 6 лет

Макроэкономические риски

Рост ВВП, являющийся ключевым показателем экономического развития страны, по оценке Росстата составил в третьем квартале всего 0,7% , что немного меньше показателей первой половины года и является минимумом с конца 2009 года, когда экономика уже выходила из кризиса. Сохранение динамики прироста ВВП менее 1% на протяжении 2014 года не позволяет говорить о начале рецессии, но характеризует ситуацию как стагфляцию, пока не сопровождающуюся увеличением безработицы.



Основной вклад в замедление ВВП, по-прежнему, вносит спад в инвестициях, объём которых к концу 2014 года сокращается на 2,5% в годовом выражении. Динамика потребительского спроса пока остаётся положительной, но прирост сократился до 1% по сравнению с 2,7% в 2013 году и 6% в 2012 году. Сохранять общий положительный результат позволял экспорт, который в первом полугодии рос в среднем на 2%, но после значительного снижения цен на нефть фактор внешней торговли вместо поддержки может стать причиной падения ВВП в следующем году.



Помимо этого, глобальные макроэкономические риски, которые угрожают России переходом из состояния стагнации в рецессию заключаются в усилении спада в инвестициях после удорожания стоимости фондирования (рост процентных ставок, закрытие доступа на иностранный рынок капитала) и увеличении издержек, выраженных в иностранной валюте (ослабление рубля). Обещание правительства не увеличивать налоги в течение четырёх лет позволяет на данный исключить еще одну потенциальную угрозу - рост фискального бремени.

Еще одним ударом в следующем году может стать ослабление наиболее устойчивого компонента ВВП последних лет - конечного потребления. Основу негативного тренда составит опасное сочетание ускоряющейся инфляции и падение темпов роста номинальной заработной платы, грозящее сокращением реальных доходов населения.



Денежная и бюджетная политика в подобной ситуации могут служить инструментами поддержки экономики, однако, как это будет показано дальше, их гибкость в текущих российских экономических реалиях является ограниченной. Более того монетарные власти вынуждены идти на ужесточение кредитных условий, а правительство сокращать бюджетные расходы.

Денежная политика

Одним из ярких моментов в российской макроэкономике в этом году стало активное изменение Центральным банком денежно-кредитной политики. Повышение ключевой процентной ставки с 5,5% в начале года до 17% к его завершению стало предметом для критики регулятора, который объясняет решение необходимостью сдерживать инфляцию после ослабления курса рубля.

Каким образом действия ЦБ могут привести к ограничению роста цен? Основной механизм, воздействия ключевой ставки на инфляцию, имеет монетарную основу. Рост стоимости денег должен вести к падению темпов кредитования и, соответственно, к сокращению прироста денежной массы. Уменьшение притока новых денег в экономику и низкая потребительская активность позволяют снизить рост цен и инфляционные ожидания.



На текущий момент высокие процентные ставки и замедляющиеся темпы кредитования (рост на 16% в 2014 г., 20% - в 2013 г., 25% - в 2012 г.) создают условия для снижения темпа роста цен в долгосрочной перспективе, поэтому инфляционный ориентир ЦБ в 4% к 2017 году не кажется фантастическим.

С другой стороны, представители регулятора в своих выступлениях подчёркивают, что ЦБ не способен повлиять на текущий рост цен, так как он носит немонетарный характер. Это справедливо в отношении таких политических факторов, как эмбарго на импорт ряда иностранной продукции и ослабления курса рубля в результате санкций, вынуждающих российские компании погашать внешний долг.

Однако свою роль в ослаблении российской валюты регулятор все же имеет. Из последнего обзора банковского сектора следует, что Центральный банк продолжает снабжать ликвидностью коммерческие банки, то есть способствовать росту предложения рубля. К ноябрю кредиты ЦБ составили 6,1 трлн. рублей или 9,2% всех пассивов банковской системы.



Без дополнительного финансирования в российском банковском секторе наблюдался бы серьёзный дефицит рублевой ликвидности, вызванный превышением объемов выданных кредитов над притоком депозитов. ЦБ предпочитает не рисковать стабильностью банковской системы и предоставлять деньги банкам в рамках операций РЕПО и под залог нерыночных активов.

Исторически рост финансирования банков со стороны ЦБ совпадает с периодом сильной девальвации российской валюты и ускорением чистого оттока капитала.



Таким образом, одновременно с ужесточением финансовых условий (повышение ставки) происходит их смягчение (предоставление ликвидности). Если ЦБ прекратит второй процесс, то это может привести к резкому росту ставок за счет рыночных механизмов, что может привести к масштабному финансовому кризису. Регулятор предпочитает не бороться с ними, а сделать замедление более плавным.

Постепенное повышение ставок - попытка достичь баланса между устойчивостью банковской системы и сдерживанием инфляции. Без внешних факторов в виде санкций и импортного эмбарго Россия вполне могла бы достичь уровня роста цен в 6% в 2014 году.

Рост ставок по депозитам, следующий за повышением ключевой ставки, призван вернуть сбережения граждан в банковскую систему. В начале декабря Сбербанк объявил о резком росте ставок по рублевым депозитам приблизительно на 2%, увеличив их максимальные значения до 8,75%-9,3%. Средневзвешенные ставки по депозитам физических лиц сроком до одного года с начала года к ноябрю выросли с 7,3% до 8%, в будущем году эта тенденция продолжится.

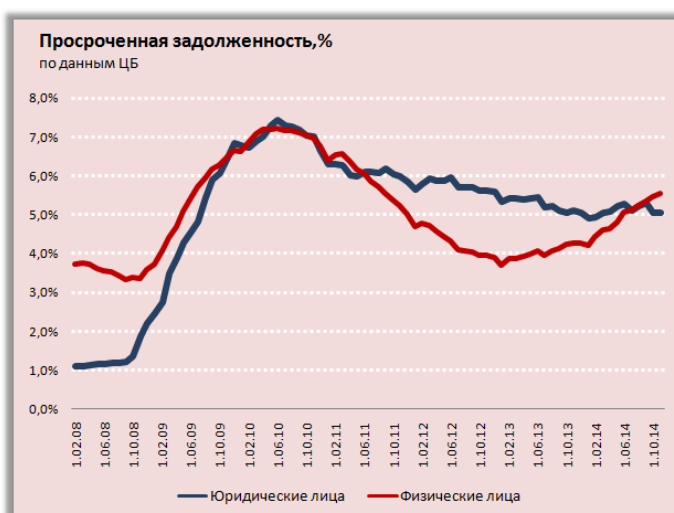
Столкнувшись с удорожанием финансирования банки, также будут повышать ставки по кредитам - процесс, несущий существенную опасность деловой активности стране, но являющийся "необходимым злом" для долгосрочной стабильности банковской системы. К ноябрю мы уже могли наблюдать процесс роста средних ставок по кредитам корпоративному сектору, который достиг максимума за несколько лет. Интересно, что в кредитовании физических лиц присутствует противоположная тенденция и ставки до декабря даже снижались.



Рост стоимости кредита для корпоративных клиентов в условиях недоступности внешних рынков может оказать негативный эффект на инвестиции, которые в 2014 году уже падают примерно на 3%. После ослабления рубля значительное ухудшение финансовой ситуации испытают компании, имеющие кредиты в иностранной валюте и работающие преимущественно на внутренний рынок. Отметим, что согласно статистке ЦБ, почти четверть кредитов в банковской системе России выдана в иностранной валюте.

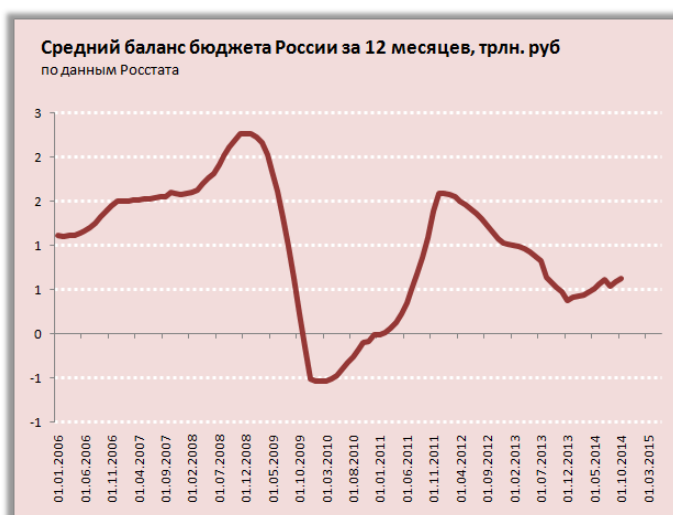


Таким образом, банки России сейчас находятся под ударом в виде закрытия внешних рынков капитала, увеличением стоимости финансирования. Инфляция, падение реальных зарплат и спад в деловой активности также приведут к росту просроченной задолженности. Ее совокупный уровень с начала года вырос с начала года с 4% до 4,5%, более активно растёт в сфере розничного кредитования, приближаясь к уровню середины 2009 года.



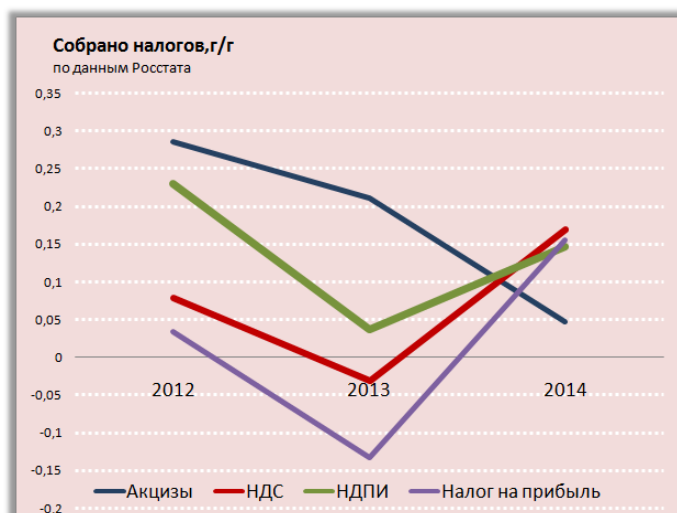
Бюджетная политика

Резкое падение цен во втором полугодии не помешало российскому бюджету показать ощутимый профицит. За 10 месяцев текущего года он составил порядка 1,1 трлн. рублей или около 2% от ВВП. Последний месяц года традиционно является дефицитным, поэтому итоговый показатель окажется гораздо ниже и составит около 0,3-0,5% от ВВП.



Во многом этому способствовало то, что рубль в этом году падает гораздо быстрее стоимости барреля нефти, поэтому стоимость рублевого эквивалента сырья не только не упала, но даже выросла. С октября по ноябрь 2014 года рост поступлений от налога на добычу полезных ископаемых составил 14,7%, тогда как за аналогичный период год назад он составил всего 3%.

Отметим, что несмотря на явные признаки стагнации российской экономики, в текущем году также наблюдалось увеличение поступлений от налога на прибыль компаний и НДС. Резкое замедление темпов роста демонстрируют акцизы (с 22% до 4%), в чем можно усмотреть так называемый эффект Лаффера. Рост ставок акцизов привел к удорожанию продукции и спаду в потреблению подакцизных товаров. В итоге после очередного их увеличения в 2015 году поступления могут не только не вырасти в 2015 году, но даже сократиться.



Это показывает насколько опасной могла быть инициатива властей увеличить налоговую нагрузку в 2015 году за счет увеличения НДС, налога на прибыль или введения налога с продаж. Мы с оптимизмом отмечаем, что после бурных дискуссий власти ограничились лишь принятием торгового сбора в Москве, Санкт-Петербурге и Севастополе, эффективность которого находится под большим вопросом. В стагнирующей экономике рост налоговой нагрузки почти наверняка привел бы к результату, продемонстрированного в случае увеличения акцизов. Обещание министра финансов не повышать налоги в течение ближайших четырех лет является правильным решением.

Несмотря на то, что падение рубля оказало благоприятный эффект на поступления в бюджет в текущем периоде, в дальнейшем он может испытать трудности из-за необходимости индексировать пенсии и социальные расходы темпом сравнимым с ускорением инфляции. В противном случае, падение начнут не только реальные зарплаты, но и реальные доходы населения. Напомним, что частью успешной антикризисной политики во время предыдущего финансового кризиса 2008-2009 годов стал рост социальных расходов темпом гораздо выше инфляции (на пенсии он составлял до 40%). В долгосрочной перспективе такая политика создаёт ощутимый негативный эффект в виде необходимости увеличивать налоги, однако в период рецессии способно поддерживать потребительский спрос.

Бюджетная политика в 2015 году будет значительно отличаться от антикризисных мер 2008 года. Планируемое увеличение социальных расходов составит около 14%, то есть немного выше инфляции, основной упор сделан на расходы на национальную оборону, траты на которые должны увеличиться на 22%. Таким образом, он скорее окажет поддержку инвестициям, а потребительская активность испытает спад сильнее чем пять лет назад. Общий рост расходов консолидированного бюджета запланирован на уровне 9,3%, то есть ниже ожидаемой инфляции, что дает повод назвать его относительно аскетичным.

Внешний сектор

Сохранение стоимости нефти на уровне 65-70\$ за баррель способно привести к потерям экспорта России в размере 100 млрд. \$ в течение следующего года и является не менее серьезной угрозой для экономики, чем введение санкций, обеспечив чистый вклад в падение ВВП на уровне 4% (без учета прочих эффектов).

Отметим, что слабеющий рубль при этом может служить встроенным стабилизатором замедления экономики. Для этого россияне должны были бы сократить импорт подорожавшей продукции и переключиться на отечественные товары. В результате внутреннее производство увеличивается, компенсируя потери от снизившегося экспорта.

Главным условием при этом является гибкость и диверсификация экономики, которая позволяет начать замещение импорта без дополнительных долгосрочных инвестиций, в противном случае страну ожидает ускорение инфляции и в конечном итоге спад в потребительском спросе.

В полной мере девальвация рубля и падение нефти еще не отразились на показателях внешней торговли, так как существует временной разрыв в пересмотре контрактных и конечных потребительских цен. Последняя статистика говорит о том, что сокращение экспорта и импорта в октябре составило около 12%, но так как абсолютное значение первого показателя выше, торговый баланс сократился до минимума с середины 2012 года. Ускорение падения показателей должно продолжиться в ближайшие месяцы.



Отметим, что сокращение импорта на внутреннее производство все же оказало благоприятный эффект. Например, промышленное производство в октябре выросло на 2,9%, что ещё ниже среднего темпа роста за последнее десятилетие, но является максимумом с конца 2013 года. Оживление фиксируется индексом производственной активности PMI, который впервые в этом году превысил отметку в 51 пункт. Однако аналогичный показатель в сфере услуг, опустившись до 44,5 пунктов, наоборот, демонстрирует многолетние минимумы. Напомним, что значения индикатора PMI выше 50 пунктов сигнализируют об ожиданиях роста экономики, ниже - об ожиданиях спада. Несмотря на небольшой осенний оптимизм, в среднесрочной перспективе индикаторы безусловно будут показывать негативные тенденции



Перспективы и угрозы

Ближайшие несколько кварталов станут самым сложным периодом в экономической жизни страны за последние шесть лет. Помимо негативного влияния низких цен на нефть, способных сократить экспорт на 4% ВВП, мы наблюдаем закрытие внешних рынков капитала в результате западных санкций. С учетом того, что российским компаниям в течение следующего года придется сократить долговую нагрузку на сумму около 100 млрд. \$, это может стоить около 4% от ВВП.

Реакцию российских властей на стоящие перед ней вызовы нельзя назвать панической. От ответственных за внешнеэкономическую политику лиц мы не видим стремления добиться отмены санкций, которые сейчас являются главной причиной ускорения оттока капитала во втором полугодии и способны объяснить минимум половину движения ослабления рубля.

Повышение процентных ставок со стороны ЦБ выглядит совершенно нелогичным решением с точки зрения антикризисной политики. Тем не менее, наблюдая действия регулятора в совокупности, мы замечаем одновременный рост ликвидности, предоставляемой банковскому сектору, что нужно рассматривать как смягчение денежных условий. В таких обстоятельствах увеличение ставок нужно рассматривать как попытку вернуть вклады в банковскую систему, не позволяя коммерческим банкам полагаться исключительно на средства ЦБ. Регулятор действительно работает на снижение инфляции в долгосрочной перспективе, однако в краткосрочном периоде политика ухудшит деловую активность через недоступность кредитования. Заметим, что ЦБ мог бы не повышать ставки, ограничив предоставление ликвидности, но тогда они бы выросли естественным путем - из-за дефицита средств. Если ЦБ будет продолжать предоставлять деньги, не повышая ставок, то это будет угрожать значительными инфляционными последствиями.

Наконец, бюджет в 2015 году, скорее всего, также не станет антикризисным, каким он был в 2009 году. Тогда рост социальных расходов выше темпов инфляции привел к дополнительному росту дефицита, но смог поддержать потребительский спрос. На этот раз проект бюджета предполагает общий рост расходов, сравнимый с темпом инфляции. При этом социальные расходы увеличатся всего на 7-8%, а главной статьёй роста станут расходы на национальную оборону (около 20%).

Резко улучшить макроэкономический прогноз в новом году может только внешний торговый сектор за счет увеличения стоимости нефти. Если этого не случится, нас вполне может ожидать сценарий с падением ВВП на 5-6%, что сравнимо с кризисом 2009 года.

Контактная информация

Отдел по работе с клиентами

главный офис

+7 812 635-68-65

Ирина Ларионова, зам.
руководителя отдела

Ольга Михайлова, клиент-менеджер

Елена Фирсова, клиент-менеджер



Адреса:

Санкт-Петербург

Главный офис

наб. канала Грибоедова, д. 6/2,
лит. А

ст. м. "Невский проспект"

Телефон: (812) 635-68-62

Факс: (812) 635-68-64

e-mail: info@dohod.ru

Аналитическая служба

+7 812 635-68-62

Всеволод Лобов, руководитель

Владимир Киселев

Артем Антипов

Настоящий бюллетень подготовлен специалистами аналитической службы Финансовой группы «ДОХОДЪ», является интеллектуальной собственностью Компании и предназначен для использования на территории России в соответствии с российским законодательством. При подготовке бюллетеня были использованы материалы из источников, которые, по мнению специалистов Компании, заслуживают доверия. При этом бюллетень предназначен исключительно для информационных целей, не содержит рекомендаций и является выражением частного мнения специалистов аналитической службы Компании. Не взирая на осмотрительность, с которой специалисты Компании отнеслись к составлению бюллетеня, Компания не дает никаких гарантий в отношении достоверности и полноты содержащейся в бюллетене информации. Никто ни при каких обстоятельствах не должен рассматривать бюллетень или содержащуюся в нем информацию в качестве предложения о заключении договора на рынке ценных бумаг или иного юридически обязывающего действия, как со стороны Компании, так и со стороны ее специалистов. Ни Компания, ни ее агенты, ни аффилированные лица не несут никакой ответственности за любые убытки или расходы, связанные прямо или косвенно с использованием информации, содержащейся в бюллетене. Информация, содержащаяся в бюллетене, действительна на момент его публикации, при этом Компания вправе в любой момент внести в бюллетень любые изменения. Распространение, копирование, изменение, а также иное использование бюллетеня или какой-либо его части без письменного согласия Компании не допускается. Компания, ее агенты, работники и аффилированные лица могут в некоторых случаях участвовать в операциях с ценными бумагами, упомянутыми в бюллетене, или вступать в отношения с эмитентами этих ценных бумаг. Компания предупреждает, что операции с ценными бумагами связаны с различными рисками и требуют соответствующих знаний и опыта.