

Поворотный момент

Устойчивый рост развитых рынков

■ Глобальная экономика стоит на пороге устойчивого роста. Впервые за долгое время появились сигналы роста экономической активности в «старых» развитых экономиках. С другой стороны развивающиеся рынки разочаровывают своим скромным ростом.

ОБЗОР 04

ПОВОРОТНЫЙ МОМЕНТ

США 8

МНОГООБЕЩАЮЩИЕ ПЕРСПЕКТИВЫ

ЕВРОЗОНА 10

СЛОЖНЫЙ ПУТЬ ВОССТАНОВЛЕНИЯ

Россия 12

БОРЬБА С ЗАМЕДЛЕНИЕМ ОБОСТРЕАЕТСЯ

КИТАЙ 13

НЕЦИКЛИЧЕСКИЙ СПАД

НЕФТЬ И СЫРЬЕ 15

ТРЕХЗНАЧНЫЕ ЦИФРЫ НАДОЛГО

Прогнозы

Макро	6
Ставки	7
Валюта	7

Редактор

Helge J. Pedersen,
Global Chief Economist
helge.pedersen@nordea.com
Tel +45 3333 3126

Дата редактирования

30 Августа 2013

Читайте нас на:

www.nordeamarkets.com

Источники данных:

Reuters EcoWin, национальные статистические агентства и собственные данные

■ Обзор	
Поворотный момент	4

■ США	
Многообещающие перспективы	8

■ Еврозона	
Длительный и сложный путь восстановления	10

■ Россия	
Борьба с замедлением обостряется	12

■ Китай	
Нециклический спад	13

Сырье

■ Нефть	
Трехзначные цифры надолго	15

■ Металлы	
Проблеск оптимизма	16

Поворотный момент

Глобальная экономика находится на пороге оздоровления. Впервые за много лет наблюдаются признаки оживления экономической активности в «старых» индустриализованных странах при снижении динамики в новых развивающихся странах Азии и Латинской Америки.

США продвигаются к цели на устойчивый экономический подъем, а страны еврозоны воспрянули от рецессии во главе с Германией. Агрессивное ужесточение фискальной политики в еврозоне подходит к концу. Это позволит укрепить возможности роста в южных европейских странах, которые медленно, но верно прокладывают себе путь к освобождению от рецессии в рамках прогнозного плана, тогда, когда и Великобритания, наконец, совладеет с экономическим спадом. Кажется, что и Япония на верном пути. Экономическая политика, характеризующаяся чрезмерным стимулированием роста, известная как Абеномика, способствовала появлению надежд на то, что Япония завершит этап слабого экономического роста и дефляции, длящийся последние несколько лет.

Китай, с другой стороны, пока проявляет существенную слабость. Неиспользуемые производственные мощности и неопределенность по поводу стабильности финансового рынка и рынка недвижимости привели к экономическому спаду, который, учитывая важность Китая как ведущего покупателя сырьевых товаров, распространился в такие страны производители сырьевых товаров, как Бразилия. Однако мы ожидаем, что рецессия в Китае носит временный характер, т.к. власти будут стимулировать экономику, подгоняя рост под контрольный показатель - 7,5%.

В этом году экономика России также демонстрирует слабый рост, который основывается только на сильных показателях потребительских расходов населения. Однако более высокие цены на нефть и фискальная политика, направленная на стимулирование роста, позволят вывести экономику на новый, более высокий уровень в течение прогнозного периода. Это будет способствовать стимулированию роста экономик балтийских стран, которые пострадали в секторе экспорта, но, с другой стороны, демонстрируют стабильный рост внутреннего спроса – тренд, который, как мы ожидаем, сохранится в ближайшие годы.

Устойчивый рост

Мы ожидаем, что зарождающиеся признаки улучшения в экономиках «Старого Света» приведут к устойчивому росту, однако, в предстоящие годы рост не будет ярко выражен. Многие факторы свидетельствуют о том, что экономический кризис привел к более низким потенциальным темпам роста в связи с низкой инвестиционной активностью и безработицей. На этом фоне в этом году тем роста глобальной

экономики достигнет 3,1%, в 2014 и 2015 гг. показатель вырастет до 4%, см. таблицу далее.

Real GDP growth, %

	2011	2012	2013E	2014E	2015E
World	4.0	3.3	3.1	3.8	4.0
G3	1.3	1.5	0.8	2.0	2.3
BRIC	7.6	6.0	5.8	6.1	6.0
Nordics	2.5	1.0	1.0	1.9	2.1
Denmark	1.1	-0.4	0.3	1.3	1.7
Finland	2.7	-0.8	-0.5	1.5	2.3
Norway	2.5	3.4	2.0	2.3	2.4
Sweden	3.7	0.7	1.3	2.5	2.5

Note: For a description of the methodology behind the World GDP, see page 6

Ужесточение мер денежно-кредитной политики

Учитывая перспективу восстановления глобальной экономики в среднесрочной перспективе, в денежной политике также будут наблюдаться положительные изменения. Для властей, занимающихся разработкой денежной политики в Европе и США, вопрос стоит или нет ужесточать монетарную политику не стоит, на повестке дня стоят вопросы, когда и в какой мере должны применяться эти меры.

США будет занимать передовое положение в том, что касается денежной политики. Одной из основных тем на рынках этим летом стала - когда Б. Бернанке, председатель ФРС США, объявит о том, что Федеральный резерв приступит к сокращению объемов ежемесячной покупки казначейских ценных бумаг и ипотечных закладных, что в настоящий момент позволяет удерживать процентные ставки на низком уровне. Скорее всего, это произойдет на совещании Комитета по операциям на открытом рынке в сентябре. Обращаем внимание на то, что тенденция денежной политики сохранится (чрезвычайно) мягкой, а фактическое ужесточение произойдет не ранее момента, когда ФРС поднимет ставку рефинансирования. Мы ожидаем, что это произойдет не ранее 2015 г., когда ставки будут повышены на 100 б.п. за четыре приема по 25 б.п. каждый. В нашем базовом сценарии мы предполагаем, что место председателя ФРС США в конце января 2014 г. займет более снисходительная Д. Йеллен.

Позднее и меньше в Европе

В Европе Европейский центральный банк будет реализовывать аналогичную политику и поднимет ставку рефинансирования к концу 2015 г., когда экономический подъем станет более стабильным в этой части мира. Однако ставка рефинансирования будет повышена лишь на 50 б.п.. Учитывая низкий уровень инфляции, слабые перспективы рынка труда на протяжении большей части прогнозного периода и относительно стабильные цены на сырьевые товары, у Европейского центрального банка нет оснований применять более радикальный подход.

ЕЦБ неоднократно подчеркивал, что он будет поддерживать реальную экономику и само существование еврозоны всеми средствами и что средства, которыми он располагает, весьма обширны. В последнее время банк внес коррективы в свою коммуникационную стратегию, сделав словосочетание «упредительное руководство» нарицательным. Однако заявление ЕЦБ о том, что «Совет управляющих ожидает, что процентные ставки сохранятся на текущем уровне или снизятся в течение более длительного времени», говорит о том, что его политика разительно отличается от открытой модели, известной в Норвегии и Швеции, в которой излагается механизм определения ставки с учетом ожидаемых тенденции в экономике. Ожидаемое ужесточение денежной политики также приведет к более высоким рыночным ставкам на длинном конце кривой доходности. Однако в случае США это уже до некоторой степени отразилось в текущих ценах - когда летом доходность по десятилетним US Treasuries поддерживались почти до 125 базисных пунктов. Эта тенденция также вызвала повышение доходности европейских государственных ценных бумаг. На наш взгляд, доходы US Treasuries вырастут почти до 4% в течение прогнозного периода, в то время как европейские аналоги сохранятся на уровне ниже 3%.

Время для оценки США

Принцип денежной политики также имеет ключевое значение для тенденций на валютных рынках. Недавно это было очевидно для целого ряда валютных рынков развивающихся стран, которые сильно пострадали просто в связи с ожиданиями ужесточения денежной политики в США. Более этого, валюты стран, производящих сырьевые товары, были подвержены воздействию экономического спада в Китае, что вызвало снижение спроса на основную экспортную продукцию. Обесценивание валюты привело к увеличению инфляции, и, так как многие страны используют таргетирование инфляции для определения характера своей денежной политики, центральные банки были вынуждены повысить свои процентные ставки. Это одна из причин, которая вызвала ослабление динамики роста в настоящий момент. Однако в ногу с темпами восстановления глобальной экономики также прогнозируется развитие экономики и в странах-производителях сырьевых товаров.

Мы длительное время утверждали, что в основе укрепления доллара США в отношении к ЕВРО стоят экономические условия. Однако развитие ситуации по текущий момент показывает, что это утверждение не имеет ничего общего с действительностью: возможно, это связано с тем, что в еврозоне все еще наблюдается крупный циклический профицит счета текущих операций. Однако одновременно с его снижением и увеличением разницы между процентными ставками в пользу США, изменение ситуации приближается. Таким образом, мы ожидаем, что в про-

гнозный период соотношение евро к доллару США приблизится к 1.20.

Сценарии рисков

Несколько рисков нашего базового сценария могут влиять на перспективы развития в положительном и отрицательном направлении.

Риски положительного развития ситуации:

- Снижение цен на нефть – может произойти в результате превышения объемами добычи сланцевого газа прогнозных показателей
- Ускорение сдвига в общем индексе доверия в экономике
- Сокращение программы по покупке облигаций ФРС США осуществляется позднее ожидаемых сроков, что позволяет направить всю кривую доходности в сторону понижения
- В странах еврозоны принимается менее жесткая фискальная политика для поддержки роста
- Успешное внедрение структурных мер в программе реформирования Японии
- КНР получает преимущества от более уверенного (по сравнению с прогнозом) роста объемов экспорта с позитивными последствиями для остальных стран мира.

Риски отрицательного развития ситуации:

- Конфликт в Сирии и волнения, охватившие регион Ближнего Востока и Северной Африки, приводят к значимым увеличениям цен на нефть
- Резкое снижение экономических показателей в Китае
- США объявляет о дефолте на фоне отказа Конгресса повысить максимальный уровень задолженности
- Более агрессивное ужесточение мер денежной политики в США и Европе по сравнению с прогнозируемыми показателями, что в существенной мере негативно сказывается на рынке недвижимости и финансовых рынках
- Разгорается кризис в странах еврозоны в связи с неопределенностью по поводу нестабильности фискальной политики или срыва переговоров с банковской ассоциацией
- Замедление динамики роста в экономиках развивающихся стран

По нашему мнению, текущий риск-сценарий представляется сбалансированным в отношении факторов позитивного/негативного воздействия.

Helge J. Pedersen, Global Chief Economist

helge.pedersen@nordea.com

+45 3333 3126

Growth, %

	2011	2012	2013E	2014E	2015E
World ¹⁾	4.0	3.3	3.1	3.8	4.0
USA	1.8	2.8	1.7	2.9	3.2
Euro area	1.5	-0.5	-0.5	1.0	1.5
China	9.3	7.8	7.5	7.3	7.0
Japan	-0.6	2.0	1.6	1.3	1.0
Denmark	1.1	-0.4	0.3	1.3	1.7
Norway	2.5	3.4	2.0	2.3	2.4
Sweden	3.7	0.7	1.3	2.5	2.5
UK	1.1	0.2	1.2	1.8	2.0
Germany	3.4	0.9	0.5	1.6	2.0
France	2.0	0.0	0.2	1.0	1.5
Italy	0.5	-2.4	-1.5	0.6	1.0
Spain	0.1	-1.6	-1.6	0.8	1.5
Finland	2.7	-0.8	-0.5	1.5	2.3
Estonia	8.3	3.2	1.9	3.6	3.7
Poland	4.5	1.9	1.4	2.5	3.5
Russia	4.4	3.4	2.4	2.7	2.8
Latvia	5.5	5.6	3.9	4.4	3.2
Lithuania	5.9	3.6	4.0	3.8	4.0
India	7.5	5.1	5.0	6.0	6.5
Brazil	2.8	0.9	2.0	2.7	2.6
Rest of World	4.5	3.7	3.6	4.1	4.3

¹⁾ Weighted average of 184 countries. Weights for all countries and data for Rest of World are from the most recent World Economic Outlook, by the IMF. The weights are calculated from PPP-adjusted GDP-levels

Inflation, %

	2011	2012	2013E	2014E	2015E
World ¹⁾	5.0	4.0	3.5	3.7	3.8
USA	3.1	2.1	1.6	2.1	2.3
Euro area	2.7	2.5	1.4	1.3	1.7
China	5.4	2.6	3.0	3.5	4.0
Japan	-0.3	0.0	0.2	0.8	1.3
Denmark	2.8	2.4	0.9	1.3	1.7
Norway	1.2	0.8	2.2	1.6	2.0
Sweden	3.0	0.9	0.1	1.3	2.1
UK	4.5	2.8	2.3	1.7	1.9
Germany	2.5	2.1	1.6	1.7	2.0
France	2.3	2.2	1.1	1.5	1.3
Italy	2.9	3.3	1.5	1.5	1.7
Spain	3.1	2.4	2.0	1.2	1.6
Finland	3.4	2.8	1.6	1.8	2.0
Estonia	5.0	3.9	3.3	2.8	3.1
Poland	4.3	3.7	1.1	2.5	2.5
Russia	8.5	6.6	6.4	6.0	5.8
Latvia	4.4	2.3	0.7	3.0	2.3
Lithuania	3.4	2.8	1.7	2.5	2.8
India	9.5	7.5	6.0	6.5	7.0
Brazil	6.6	5.2	6.2	5.8	5.6
Rest of World	6.8	6.4	5.7	5.5	5.3

Public finances, % of GDP

	2011	2012	2013E	2014E	2015E
USA	-8.4	-6.8	-3.9	-3.1	-2.4
Euro area	-4.1	-3.7	-2.9	-2.7	-2.5
China	-1.1	-1.6	-2.3	-2.0	-2.0
Japan	-10.0	-10.2	-10.0	-9.5	-9.0
Denmark	-2.0	-4.2	-1.4	-1.6	-2.0
Norway	13.6	14.3	11.5	12.1	11.1
Sweden	0.0	-0.6	-1.4	-1.4	-0.6
UK	-7.8	-6.3	-6.5	-5.0	-3.0
Germany	-0.8	0.2	0.2	0.4	0.2
France	-5.3	-4.9	-4.0	-3.8	-3.0
Italy	-3.7	-2.9	-2.7	-2.3	-2.0
Spain	-9.4	-10.6	-6.5	-5.5	-4.1
Finland	-0.7	-1.8	-2.2	-2.0	-1.5
Estonia	1.2	-0.3	-0.6	-0.1	0.0
Poland	-5.0	-3.9	-4.4	-3.3	-2.9
Russia	7.0	-0.2	-0.3	-0.4	-0.4
Latvia	-3.5	-1.5	-1.0	-0.5	0.0
Lithuania	-5.5	-3.0	-2.8	-2.4	-2.0
India	-6.7	-5.5	-5.3	-5.5	-5.0
Brazil	-2.6	-2.1	-3.3	-3.6	-3.0

Current account, % of GDP

	2011	2012	2013E	2014E	2015E
USA	-2.9	-2.7	-3.0	-3.0	-3.0
Euro area	0.3	1.8	2.5	2.7	2.3
China	2.8	2.6	2.2	1.5	1.0
Japan	2.0	1.0	1.5	1.0	0.5
Denmark	5.6	5.6	5.7	4.8	3.8
Norway	12.8	14.2	11.4	12.4	11.8
Sweden	7.3	6.7	6.2	6.3	6.3
UK	-1.5	-3.8	-3.9	-3.5	-2.5
Germany	5.6	6.4	6.3	6.1	5.0
France	-2.6	-1.8	-1.6	-1.7	-1.5
Italy	-3.1	-0.5	1.0	1.1	1.3
Spain	-3.7	-0.9	1.6	2.9	3.5
Finland	-1.5	-1.8	-1.5	-1.4	-1.2
Estonia	2.1	-1.2	-0.8	-1.2	-1.3
Poland	-4.8	-3.5	-0.8	-1.9	-2.5
Russia	5.4	4.3	2.5	2.0	1.7
Latvia	-2.2	-1.7	-1.5	-2.2	-2.7
Lithuania	-3.7	-0.5	-0.5	-1.5	-2.0
India	-3.4	-5.1	-5.5	-5.3	-4.5
Brazil	-2.1	-2.6	-3.5	-3.2	-2.7

Monetary policy rates

	30.8.13	3M	30.06.14	31.12.14	31.12.15
US	0.25	0.25	0.25	0.25	1.25
Japan	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10
Euro area	0.50	0.50	0.50	0.50	1.00
Denmark	0.20	0.20	0.35	0.50	1.25
Sweden	1.00	1.00	1.25	1.50	2.00
Norway	1.50	1.50	1.75	1.75	2.25
UK	0.50	0.50	0.50	0.50	1.25
Switzerland	0.00	0.00	0.00	0.00	0.75
Poland	2.50	2.50	2.50	3.50	4.50
Russia	8.25	8.00	7.75	7.50	7.50
China	6.00	6.00	6.00	6.50	6.50
India	7.25	7.00	6.75	6.75	7.00
Brazil	9.00	9.00	9.50	9.50	9.50

3-month rates

	30.8.13	3M	30.6.14	31.12.14	31.12.15
US	0.26	0.30	0.35	0.55	1.60
Euro area	0.23	0.20	0.30	0.35	1.00
Denmark	0.28	0.30	0.45	0.50	1.20
Sweden	1.22	1.25	1.60	1.85	2.35
Norway	1.71	1.70	1.95	1.96	2.45
UK	0.52	0.50	0.50	0.60	1.40
Poland	2.71	2.75	2.80	3.75	4.70
Russia	6.80	6.75	6.55	6.45	6.50
Latvia	0.27	0.20	0.30	0.35	1.00
Lithuania	0.40	0.50	0.50	0.35	1.00

10-year government benchmark yields

	30.8.13	3M	30.6.14	31.12.14	31.12.15
US	2.77	2.55	2.90	3.25	3.90
Euro area	1.83	1.75	2.10	2.40	2.75
Denmark	2.02	1.90	2.20	2.50	2.85
Sweden	2.44	2.15	2.85	3.15	3.50
Norway	2.98	2.84	3.29	3.50	3.59
UK	2.76	2.60	2.80	3.00	3.50
Poland	4.43	4.50	4.80	5.00	5.20

Monetary policy rate spreads vs Euro area

	30.8.13	3M	30.6.14	31.12.14	31.12.15
US	-0.25	-0.25	-0.25	-0.25	0.25
Japan ¹	-0.15	-0.15	-0.15	-0.15	-1.15
Euro area	-	-	-	-	-
Denmark	-0.30	-0.30	-0.15	0.00	0.25
Sweden	0.50	0.50	0.75	1.00	1.00
Norway	1.00	1.00	1.25	1.25	1.25
UK	0.00	0.00	0.00	0.00	0.25
Switzerland	-0.50	-0.50	-0.50	-0.50	-0.25
Poland	2.00	2.00	2.00	3.00	3.50
Russia	7.75	7.50	7.25	7.00	6.25
China	5.50	5.50	5.50	6.00	5.50
India	6.75	6.50	6.25	6.25	6.00
Brazil	8.50	8.50	9.00	9.00	8.50

3-month spreads vs Euro area

	30.8.13	3M	30.6.14	31.12.14	31.12.15
US	0.04	0.10	0.05	0.20	0.60
Euro area	-	-	-	-	-
Denmark	0.05	0.10	0.15	0.15	0.20
Sweden	1.00	1.05	1.30	1.50	1.35
Norway	1.49	1.50	1.65	1.61	1.45
UK	0.29	0.30	0.20	0.25	0.40
Poland	2.49	2.55	2.50	3.40	3.70
Russia	6.58	6.55	6.25	6.10	5.50
Latvia	0.05	0.00	0.00	0.00	0.00
Lithuania	0.18	0.30	0.20	0.00	0.00

10-year yield spreads vs Euro area

	30.8.13	3M	30.6.14	31.12.14	31.12.15
US	0.94	0.80	0.80	0.85	1.15
Euro area	-	-	-	-	-
Denmark	0.18	0.15	0.10	0.10	0.10
Sweden	0.61	0.40	0.75	0.75	0.75
Norway	1.15	1.09	1.19	1.10	0.84
UK	0.92	0.85	0.70	0.60	0.75
Poland	2.60	2.75	2.70	2.60	2.45

Exchange rates vs EUR

	30.8.13	3M	30.6.14	31.12.14	31.12.15
EUR/USD	1.32	1.30	1.25	1.25	1.20
EUR/JPY	129.9	125.6	131.3	137.5	132.0
EUR/DKK	7.46	7.46	7.46	7.46	7.46
EUR/SEK	8.73	8.45	8.20	8.20	8.20
EUR/NOK	8.09	7.80	7.80	7.75	7.70
EUR/GBP	0.85	0.83	0.82	0.82	0.80
EUR/CHF	1.23	1.25	1.25	1.30	1.35
EUR/PLN	4.27	4.15	4.05	4.00	3.95
EUR/RUB	44.0	42.7	41.0	40.8	39.0
EUR/LVL	0.70	0.70	0.70	0.70	0.70
EUR/LTL	3.45	3.45	3.45	3.45	3.45
EUR/CNY	8.11	7.90	7.50	7.44	7.02
EUR/INR	88.2	77.7	75.0	72.5	63.6
EUR/BRL	3.12	2.91	2.88	2.94	2.88

Exchange rates vs USD

	30.8.13	3M	30.6.14	31.12.14	31.12.15
-					
USD/JPY	98.1	97.0	105.0	110.0	110.0
USD/DKK	5.63	5.76	5.96	5.96	6.21
USD/SEK	6.59	6.53	6.56	6.56	6.83
USD/NOK	6.11	6.02	6.24	6.20	6.42
GBP/USD	1.55	1.56	1.52	1.52	1.50
USD/CHF	0.93	0.97	1.00	1.04	1.13
USD/PLN	3.23	3.2	3.2	3.2	3.3
USD/RUB	33.2	33.0	32.8	32.6	32.5
USD/LVL	0.53	0.54	0.56	0.56	0.59
USD/LTL	2.61	2.67	2.76	2.76	2.88
USD/CNY	6.12	6.10	6.00	5.95	5.85
USD/INR	66.6	60.0	60.0	58.0	53.0
USD/BRL	2.36	2.25	2.30	2.35	2.40

Многообещающие перспективы

- Рост устойчив несмотря на ужесточение мер фискальной политики
- Потребители наращивают активность
- Инфляция ускорится в 2014 и 2015 гг.
- Повышение ставок ФРС ожидается в начале 2015 года

Данные, полученные из США летом, вселили в нас оптимизм относительно экономических перспектив США. Так рост ВВП на 1,7%, который превысил прогнозируемый показатель во втором квартале года, стал максимальным значением роста за три квартала. Тот факт, что экономический рост ускоряется несмотря на сокращения бюджетных расходов, более высокие ставки налогов для наиболее состоятельных налогоплательщиков и прекращение налоговых каникул свидетельствует об оживлении экономики во второй половине 2013 года.

Однако переоценки роста ВВП в меньшую сторону за предыдущие периоды снижают общий прогноз роста на 2013 год на 20 базисных пунктов до 1,7%, несмотря на то, что мы все еще ожидаем роста на 2½-3% во втором полугодии 2013 года.

В 2014 и 2015 гг. фискальная политика будет препятствовать росту, однако, в 2013 году это противодействие прекратится. Более этого, благодаря улучшению ситуации в частном секторе мы ожидаем, что экономическое оздоровление будет идти более быстрыми темпами на протяжении последующих нескольких лет. Отложенный спрос в виде более внутренних потребительских расходах поддержит экономику. Поэтому наш прогноз роста ВВП на 2014-2015 гг. весьма оптимистичный - 2,9% и 3,2% соответственно.

Мы не видим оснований беспокоиться по поводу того, что сокращение программы стимулирования QE ФРС окажет существенное негативное влияние на

экономику. Во-первых, Федеральная резервная система США четко заявила о том, что она будет снижать объемы выкупа активов только если экономика продолжит восстанавливаться уверенными темпами. Во-вторых, даже если Федеральная резервная система прекратит увеличивать свой баланс, банки США будут купаться в ликвидности, которая уже была зачтена в банковскую систему.

И, наконец, увеличение ипотечных процентных ставок после начала сокращения программы количественного смягчения не приведет к закату восстановления на рынке недвижимости. Более высокие ипотечные ставки, конечно, будут выступать как фактор торможения роста. Таким образом, для ипотеки на дом для одной семьи по средней цене (около 200 000 долларов США) при условии оплаты 20% в качестве первоначального платежа, недавнее повышение ипотечных ставок приведет к увеличению ежемесячной ипотечной выплаты на ~3% от среднего дохода семьи. Однако в сложившихся условиях негативное влияние этого фактора будет, по крайней мере, частично компенсировано стимулированием банков предоставлять ссуды, так как недавно выросшие цены на жилую недвижимость и ситуация на рынке труда несут в себе существенно более низкий риск дефолта заемщика по ипотеке. Более этого, в связи с отложенным спросом на жилую недвижимость, мы видим потенциал накопившегося спроса, который может активироваться до того, как ставки и цены вырастут.

Потребитель США возвращается на рынок

В отсутствие новых потрясений мы полагаем, что в США на протяжении нескольких последующих лет будет проходить более сильное циклическое восстановление, если сравнивать с другими развитыми странами. Основная причина состоит в том, что уменьшению долговой нагрузки в частном секторе приходит конец. Соотношение задолженности к личному доходу в семьях страны достигло

США: Макроэкономические индикаторы (% реального изменения г/г, если не указано иного)

	2010 (USD млрд)	2011	2012	2013E	2014E	2015E
Личное потребление	10 201.9	2.5	2.2	2.0	2.8	2.9
Государственные расходы и инвестиции	3 174.0	-3.2	-1.0	-2.4	-0.7	-0.2
Инвестиции в основной капитал	2 039.3	6.2	8.3	4.7	7.8	8.0
- в жилищное строительство	381.1	0.5	12.9	13.3	12.4	12.6
- оборудование и программное обеспечение	731.8	12.7	7.6	3.7	7.5	7.4
- коммерческое (нежилое) строительство	362.0	2.1	12.7	0.7	7.3	7.2
- объекты интеллектуальной собственности	564.4	4.4	3.4	3.0	5.0	5.7
Создание запасов*	61.5	-0.2	0.2	0.0	0.0	0.0
Экспорт	1 843.5	7.1	3.5	2.5	5.2	5.5
Импорт	2 362.0	4.9	2.2	1.6	4.8	5.3
ВВП		1.8	2.8	1.7	2.9	3.2
ВВП, номинальный (USD млрд)	14 958.3	15 533.8	16 244.6	16 764.1	17 545.4	18 465.6
Безработица, %		8.9	8.1	7.4	6.5	5.6
Промышленное производство, % г/г		3.4	3.6	2.5	3.5	3.8
Инфляция, % г/г		3.1	2.1	1.6	2.1	2.3
Базовая инфляция (инфляция за искл. энергоносители и продукты питания), % г/г		1.7	2.1	1.8	2.2	2.4
Часовая заработная плата, % г/г		2.0	1.9	2.0	2.5	2.8
Сальдо текущего счета (USD млрд)		-457.7	-440.4	-502.9	-526.4	-554.0
- % от ВВП		-2.9	-2.7	-3.0	-3.0	-3.0
Баланс федерального бюджета (USD млрд)		-1 295.6	-1 087.0	-650.0	-550.0	-450.0
- % от ВВП		-8.4	-6.8	-3.9	-3.1	-2.4
Государственный долг, % от ВВП		98.2	101.3	105.2	108.3	110.8

минимального значения за десятилетие, при этом при все еще низких процентных ставках резкое снижение объемов задолженности привело к снижению коэффициента обслуживания долга до минимального уровня с начала ведения статистики в 1980 году.

Ожидается, что рост цен на жилую недвижимость составит 5% в год на протяжении двух последующих лет после роста в размере 10%, который наблюдался на протяжении прошлого года. Повышение цен на жилую недвижимость, сопровождаемое увеличением биржевых курсов, низкими процентными ставками, улучшением ситуации на рынке труда, а также продолжающимся послаблением условий выдачи ссуд банками, предположительно, приведут к более уверенному росту потребления в дальнейшем.

Первое повышение ставок ФРС видится в начале 2015 г.

Тот факт, что ситуация на рынке труда явно улучшается, обнадеживает. Мы ожидаем, что во второй половине 2013 года рост числа трудоустроенного населения составит около 200 000 человек в месяц, что ориентировочно совпадает с тенденцией, наблюдавшейся с начала года, а в 2014 и 2015 гг. этот показатель составит около 225 000 человек. Учитывая стабильную долю экономически-активного населения, безработица к концу 2013 года составит 7%, к концу 2014 г. – 6% и к концу 2016 года – 5,2%.

Ожидается, что Федеральная резервная система США приступит к снижению объемов ежемесячной покупки облигаций в сентябре текущего года, при этом политика монетарного стимулирования будет завершена в 1-ом квартале 2014 года. Первое повышение ставок ожидается в начале 2015 года, а к концу 2015 года ставка финансирования Федеральным резервом составит 1,25%.

Во втором полугодии 2013 года возвращаются фискальные риски

В дополнение к глобальным рискам, обеспокоенность вызывают фискальные риски в США. Очевидно, что потолок госдолга – это большая проблема, которая может обостриться во второй половине 2013 года. Если не будет достигнуто согласия по поводу повышения потолка госдолга, правительство США объявит дефолт. Критический срок для повышения долгового потолка - последние числа октября или начало ноября.

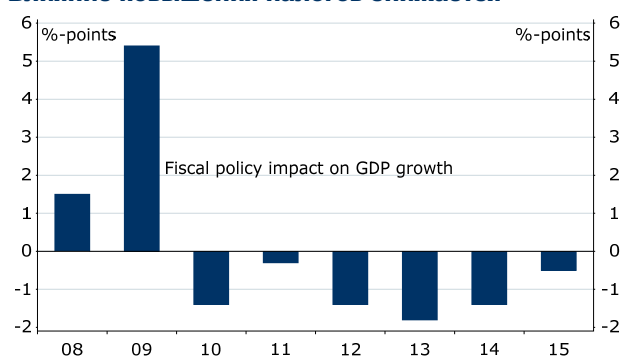
Однако в связи с тем, что, исходя из практики предыдущих обсуждений, борьба вокруг потолка госдолга несет в себе потенциальные риски, как для демократов, так и для республиканцев, то мы прогнозируем, что Конгресс на этот раз решит эти фискальные проблемы менее драматично. В итоге влияние на рынок может быть минимальными.

Johnny Bo Jakobsen

johnny.jakobsen@nordea.com

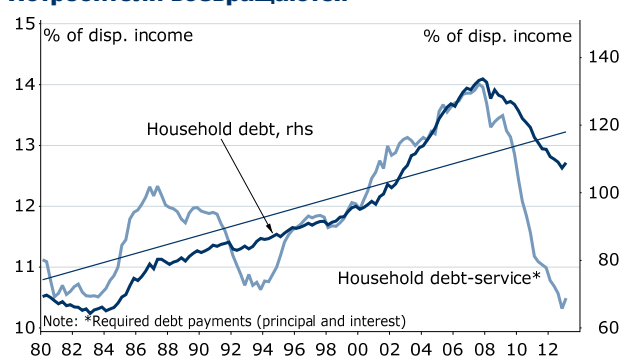
+45 3333 6178

Влияние повышения налогов снижается



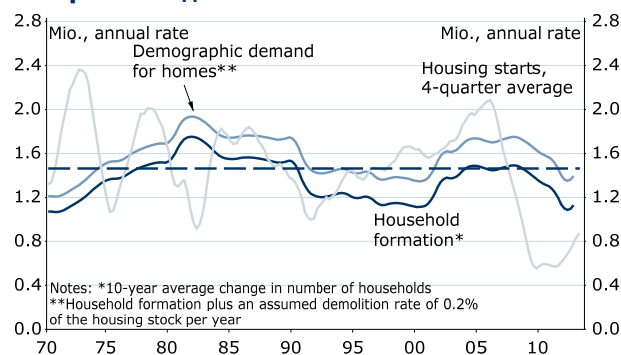
Source: Nordea Markets, CBO and Reuters Ecowin

Потребители возвращаются



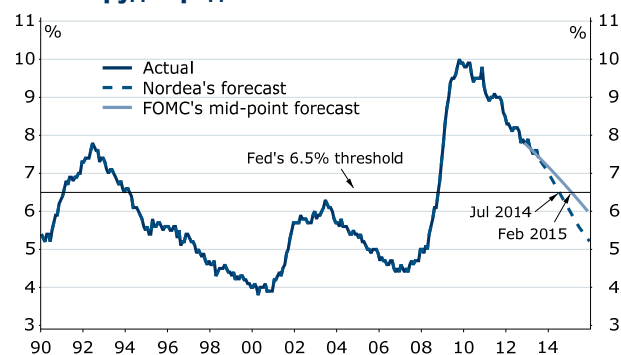
Source: Nordea Markets and Reuters Ecowin

Рост рынка недвижимости только начинается



Source: Nordea Markets and Reuters Ecowin

Рынок труда продолжит восстановление



Source: Nordea Markets and Reuters Ecowin

Длительный и сложный путь восстановления

- Рецессия завершена, кризис - нет
- Сокращение денежного стимулирования в периферийных странах
- ЕЦБ в режиме ожидания, при этом готов продолжить мягкую политику

Хорошая новость – рецессия в зоне евро завершена. Плохая новость заключается в том, что кризисные явления остались, а условия для уверенного роста промышленного производства или устранения безработицы все еще не сложились. Экономическое восстановление постепенно будет набирать силу, однако, экономика сохраняет свою чувствительность к различным потрясениям, и ей потребуются поддержка в виде денежного стимулирования на протяжении длительного времени.

Производство наконец то выросла на 0,3% во 2-м квартале 2013 года. Этому способствовал рост в Германии и Франции, а также тот факт, что объем производства в Италии и Испании сократился меньше прогнозов. Объемы личного потребления выросли. Многие финансовые показатели дают основание сделать вывод о повышении темпов роста, однако, к сегодняшнему моменту возникает много «но» и «если».

Рост ВВП в Еврозоне начался раньше чем мы ожидали. В итоге мы повысили прогноз роста экономики на текущий год до -0,5% с -0,8%. Мы все еще ожидаем роста около 1% на следующий год, чему, главным образом, будет способствовать внутренний спрос, менее ограничительная фискальная политика, дальнейшее уменьшение долговой нагрузки, структурные реформы и увеличение объемов экспорта.

Но в отличие от США, уменьшение долговой нагрузки в частном секторе Еврозоны не завершено. Соответственно частные хозяйства будут неохотно увеличивать объемы потребления, учитывая очень высокий процент безработицы и снижение цен на объекты жилой недвижимости в нескольких странах. Компании продолжают неохотно занимать средства для финансирования инвестиций. Одновременно государ-

ственный долг все еще неприемлемо большой для некоторых стран Еврозоны. Поэтому ощущается потребность в ограничительной фискальной политике, а также в структурных реформах, направленных на стимулирование роста. Однако на наш взгляд, повышение налоговых ставок и сокращение госрасходов будут тормозить рост экономики в следующем году в меньшей степени, чем в этом, что можно расценивать как хорошую новость.

Политические риски никуда не делись

Политическая стабильность особенно важна для стран, которые вынуждены проводить болезненные реформы. Несколько правительств, например, правительства Италии, Португалии и Греции, выглядят весьма шатко и могут быть распущены. Греции также может потребоваться дополнительная поддержка с ее государственным долгом. И сможет ли Португалия возвратиться на рынки облигаций – все еще остается под вопросом. Небольшие страны могут вызывать беспокойство на финансовых рынках. Но они, скорее всего, не смогут стать преградой для восстановления Еврозоны, если кризисное управление, реализуемое ЕЦБ, правительствами европейских стран, МВФ и Еврокомиссией продолжатся своим чередом.

Ответные меры в сфере экономической политики изменились несущественно ...

Ответные меры в сфере экономической политики в этом году изменились, хотя и несущественно. Строгие ограничительные меры в бюджетной политике, структурные реформы и действия центрального банка – все это было необходимо рынку и он это получил. Однако, некоторым странам было позволено замедлить темпы снижения бюджетного дефицита, а ЕЦБ сделал гораздо больше, чем от него ждал рынок.

Что же изменилось? Существенное падение базовой инфляции в первом полугодии 2013 года можно рассматривать как признак того, что темпы роста экономики замедлились по сравнению с темпами, которые ранее предполагали политические деятели. Разрыв между фактическим и потенциальным объемом производства составляет от 1%, при использовании про-

Еврозона: Макроэкономические индикаторы (%/г, если не указано иного)

	2010 (EURbn)	2011	2012	2013E	2014E	2015E
Личное потребление	5 272	0.2	-1.3	-0.5	0.5	0.7
Государственные расходы и инвестиции	2 017	-0.1	-0.4	0.0	0.2	0.3
Инвестиции в основной капитал	1 740	1.5	-4.2	-2.5	3.5	4.5
Экспорт	3 769	6.5	2.9	1.0	4.0	5.0
Импорт	3 648	4.3	-0.7	1.2	3.8	4.8
Нетто-экспорт*	121	0.9	1.5	0.0	0.3	0.2
ВВП		1.5	-0.5	-0.5	1.0	1.5
ВВП, номинальный (EUR млрд)	9 425	9 490	9 674	9 761	9 986	10 309
Безработица, %		10.2	11.4	12.1	11.9	11.6
Инфляция, % г/г		2.7	2.5	1.4	1.3	1.7
Сальдо текущего счета, % от ВВП		0.3	1.8	2.5	2.7	2.3
Баланс федерального бюджета, % от ВВП		-4.1	-3.7	-2.9	-2.7	-2.5
Государственный долг, % от ВВП		88.0	92.7	95.5	96.0	96.5

* вклад в рост в % ВВП

стой модели тенденций, до 4% - в соответствии с оценкой ОЭСР. Очень непросто определить и структурный уровень безработицы, принимая во внимание отличия в уровне безработицы внутри Еврозоны (от 25% в Испании до 6,8% в Германии). Все же, если недавнее снижение инфляции рассматривать как признак увеличения разницы между фактическим и потенциальным объемом производства, то это позволит объяснить, почему меры экономической политики изменились, при этом большее внимание уделялось мерам фискальной и кредитно-денежной либерализации.

Вероятно возврат инфляции к целевым показателям (чуть меньше 2%) и, как следствие, повышение ставок ЕЦБ могут произойти позднее прогноза. Мы пересмотрели наш прогноз развития инфляции на следующий год и сейчас полагаем, что первое повышение ставок ЕЦБ может произойти только во втором полугодии 2015 года. Это также означает, что индикаторы базовой инфляции и рынка труда будут гораздо более важными в будущем. Если показатели инфляции снизятся, ЕЦБ следует начать серьезно беспокоиться о рисках дефляции и заторженности в своей политике.

Низкий барьер для смягчения монетарной политики

Мы ожидаем, что ЕЦБ сохранит свои основные процентные ставки без изменений до второго полугодия 2015 года. Однако мы не исключаем снижения ставки рефинансирования до 25 базисных пунктов в случае ухудшения ключевых макроэкономических показателей. Также смягчение монетарной политики может стать ответом ЕЦБ на слишком стремительный рост ставок денежного рынка.

Президент ЕЦБ Марио Драги (Mario Draghi) в июле предоставил рынку прогноз по ставкам. ЕЦБ планирует удерживать ставки рефинансирования на действующих уровнях или на более низком уровне «в течение длительного периода». ЕЦБ пытается своей риторикой сдерживать ставки от роста, при этом избегает каких либо обязательств перед рынком, чем напротив не гнушается ФРС. В этом свете у ЕЦБ большой запас прочности. Самый простой способ расширения спектра обязательств перед рынком – это указание временных рамок, в течение которых ставки рефинансирования будут удерживаться на низких уровнях. Целевые пороги безработицы, которые установила Федеральная резервная система США и Банк Англии, маловероятны, однако, могут быть внедрены, особенно, если ЕЦБ начнет беспокоиться по поводу дефляции. Мы ожидаем, что ЕЦБ со всеми своими инструментами будет припятствовать повышению рыночных ставок на протяжении нашего прогнозного горизонта.

Holger Sandte

holger.sandte@nordea.com

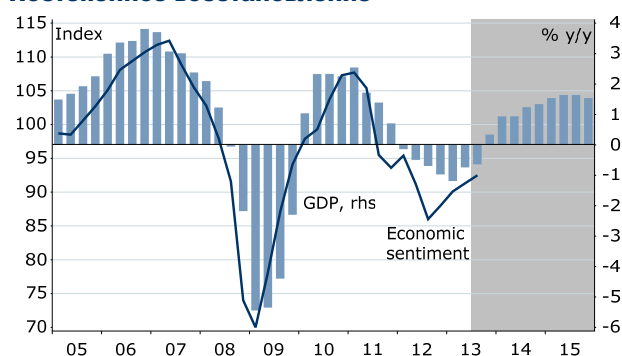
+45 3333 1191

Anders Svendsen

anders.svendsen@nordea.com

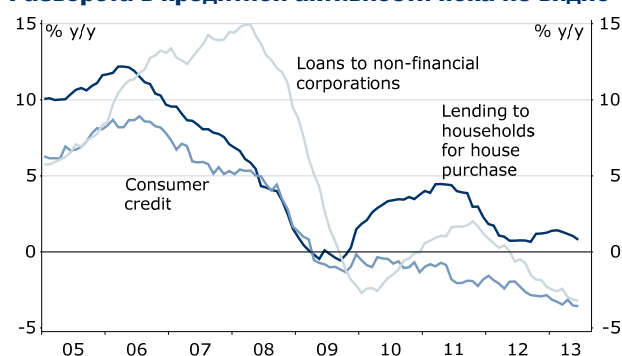
+45 3333 3951

Постепенное восстановление



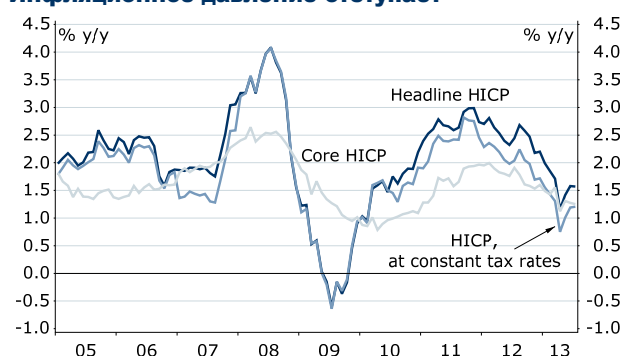
Source: Nordea Markets and Reuters Ecowin

Разворота в кредитной активности пока не видно



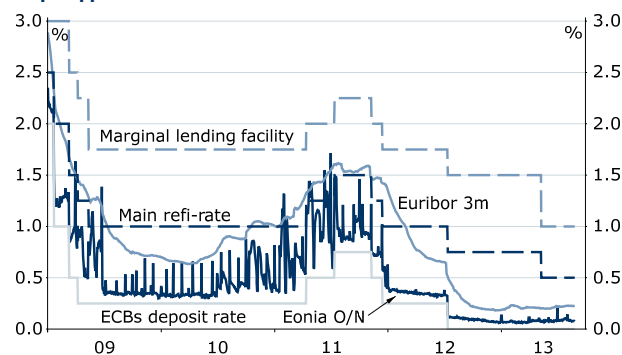
Source: Nordea Markets and Reuters Ecowin

Инфляционное давление отступает



Source: Nordea Markets and Reuters Ecowin

Еще одно снижение ставок не исключено



Source: Nordea Markets and Reuters Ecowin

Борьба с замедлением обостряется

Рынки и инвесторы неохотно привыкают к замедлению экономического роста в России. Личное потребление все еще остается основным фактором экономического роста. Рост заработных плат и низкие показатели безработицы стимулируют рост потребления. Однако устойчивость роста потребления весьма неопределенная в свете слабой деловой активности и снижения потребительского доверия.

Основную обеспокоенность вызывает низкая инвестиционная активность, которая уже стала основным фактором торможения. Показатели роста капитальных инвестиций замедлились до нуля. Крупные компании неохотно инвестируют в связи с высокими процентными ставками и вялой динамикой рынка сырья.

Согласно нашим прогнозам, рост ВВП в 2013 году составит 2,4%, а в 2014 году этот показатель вырастет на 2,6%. В конце 2013 года экономический рост будет стимулировать С/Х сектор, а также скажется положительный эффект низкой базы второго полугодия 2012 года. В первом полугодии 2014 года свою лепту могут внести Олимпийские игры, однако, общие темпы роста, скорее всего, будут скромными.

С целью стимулирования экономического роста государство может увеличить расходы. Уже планируется выделить около 40 млрд. долларов США (почти 2% ВВП) из резервного фонда на финансирование долгосрочных инфраструктурных проектов. Более этого, ЦБР, скорее всего, до конца 2013 года приступит к снижению базовых процентных ставок, что все же будет способствовать повышению оптимизма в деловых кругах и частично стимулирует рост объема инвестиций. Высокие цены на сырье на наш взгляд продолжают поддерживать рост экономики.

Давление на российский рубль может сохраниться в краткосрочной перспективе, учитывая обеспокоенность относительно экономического роста и перспективы снижения ставок. Несмотря на то, что в ближайшие месяцы на мы ожидаем высокую волатильность курса рубля, на долгосрочном горизонте российская валюта может остаться стабильной. Основные игроки рынка и расклад сил между ними не изменится.

Dmitry Savchenko

dmitry.savchenko@nordea.ru

+7 495 777 34 77 4194

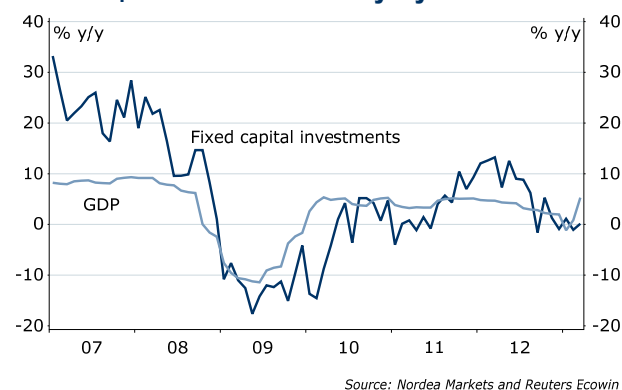
ЦБ сдвигает коридор бивалютной корзины вверх



Потребление домохозяйств все еще сильно



Инвестиционная активность буксует



Россия: Макроэкономические индикаторы (% год к году, если не указано другое)

	2010 (RUB млрд)	2011	2012	2013E	2014E	2015E
Личное потребление	23 843	6.4	6.6	4.3	4.5	4.7
Государственные расходы и инвестиции	8 671	1.2	0.0	0.3	0.4	0.3
Инвестиции в основной капитал	10 014	8.3	6.7	2.5	3.0	3.0
Экспорт	13 679	0.3	1.8	1.5	2.0	2.1
Импорт	9 790	20.3	8.7	3.6	4.0	5.0
ВВП		4.4	3.4	2.4	2.7	2.8
ВВП, номинальный (RUB млрд)	46 309	55 799	62 599	68 668	75 459	82 924
Безработица, %		6.6	5.5	5.7	5.6	5.5
Инфляция, % г/г		8.5	6.6	6.4	6.0	5.8
Сальдо текущего счета, % от ВВП		5.4	4.3	2.5	2.0	1.7
Баланс федерального бюджета, % от ВВП		7.0	-0.2	-0.3	-0.4	-0.4

Нециклический спад

- Стабилизация роста во втором полугодии
- Новый премьер-министр нацелен на реформы
- Снижение потенциальной динамики роста в связи со структурными факторами
- Продолжается либерализация юаня (CNY)

Неожиданно радикальные изменения в Пекине

Развитие экономики КНР в I полугодии года не соответствовало нашим прогнозам. Внутренний и внешний спрос не были активными. При этом власти приняли решение не применять стимулирующих мер, используя, в основном, подогрев инвестиционной активности. Это отражает допущение ими менее активных темпов роста в угоду стабилизации экономики.

Радикальное изменение отношения Пекина было сложно предугадать. Экономическая политика Китая под управлением В. Джибао, предыдущего премьер-министра, уделяла особое внимание поддержанию экономической стабильности и достижению целей экономического роста. Ли Кекианг, новый премьер-министр, в течение пяти лет был правой рукой Джибао. Считали, что он будет придерживаться той же осторожной политики и не будет проводить жестких реформ, однако на деле вышло иначе.

Мы полагаем, что «Ликонномика» будет направлена на стимулирование роста, контроль объема кредитной задолженности и снижение перепроизводства, только если темпы роста не будут ниже пороговых значений (на текущий год - 7,5%). В настоящий момент мы находимся у этого тревожного порога, поэтому правительство заявляло о мерах стимулирования на протяжении всего лета, чтобы не допустить дальнейшего спада экономической активности.

Новая позиция Китая временно усложняет возможность предоставления точных прогнозов в отношении экономики страны. Остается выяснить, какое снижение роста допустимо в предстоящие два года, когда цель, вероятнее всего, будет понижена до 7,0%, и смогут ли местные власти следовать новому курсу. Дело в том, что ранее наблюдалось неисполнение местными властями центральных политик.

Улучшение циклической модели в обозримом будущем

Благодаря циклическому улучшению и мерам стимулирования (налоговые льготы для небольших компаний, облегчение получения кредитов экспортерами) маловероятно, что в экономике Китая будет наблюдаться сильный спад во 2 полугодии. Мы ожидаем, что недавняя пауза в укреплении юаня и благоприятные перспективы для экономически развитых стран приведут к более динамичному росту экспорта. Импорт в Китай также получит толчок к росту, учитывая, что его большая часть используется для экспортного производства. С учетом того, что уровень товарных запасов снижался в I полугодии, производители начнут восполнять исходные объемы.

Мы видим только стабилизацию, а не восстановление по структурным причинам. После нескольких лет стремительного роста эффект «наверстывания» становится менее существенным, т.о. потенциал роста снижается.

Структурные проблемы снижают потенциал роста

По расчетам МВФ, половина потенциального роста производства Китая на протяжении последних 20 лет основывается на обеспечении основными фондами, большая часть которых была приобретена гос. компаниями за небольшую сумму. Это вызвало ситуацию излишка производственных мощностей, особенно в отраслях тяжелой промышленности (производство стали, кораблестроение, добыча полезных ископаемых), в которых доминирующие позиции занимают гос. компании. МВФ оценил степень загрузки производственных мощностей в КНР на уровне 60% в 2011г. (в сравнении 76% - США, 86% - Германия). Негативным отражением переизбытка производственных мощностей является дефляция, которая отражает отрицательный рост индекса цен производителей, несмотря на двузначный рост трудозатрат. Ряд исследований показали, что некоторые промышленные гос. предприятия перестают быть рентабельными, после потери поддержки со стороны государства. В 2012г. прибыль гос. предприятий составила 6% от ВВП, при этом в них было занято 10% населения, что подразумевает относительно низкую производитель-

Китай: Макроэкономические индикаторы (% год к году, если не указано другое)

	2010 (CNY млрд.)	2011	2012**	2013E	2014E	2015E
Личное потребление	14 076	9,4	8,3	8,0	8,2	8,5
Государственные расходы и инвестиции	5 336	9,7	8,2	8,0	7,0	7,0
Инвестиции в основной капитал	18 362	9,5	9,2	8,5	7,5	7,3
Создание запасов*	999	0,7	-0,1	-0,6	0,0	-0,1
Экспорт	12 292	8,8	7,0	7,5	7,5	7,0
Импорт	10 720	4,8	10,4	9,0	10,0	10,0
ВВП		9,3	7,8	7,5	7,3	7,0
ВВП, номинальный (CNY млрд.)	40 151	47 310	51 932	56 606	61 418	66 331
Безработица, %		4,1	4,1	4,1	4,1	4,1
Инфляция, % г/г		5,4	2,6	3,0	3,5	4,0
Сальдо текущего счета, % от ВВП		2,8	2,6	2,2	1,5	1,0
Государственный долг, % от ВВП		-1,1	-1,6	-2,3	-2,0	-2,0

* вклад в рост в % ВВП

ность. К несчастью, нет безболезненного решения, которое могло бы снизить избыток мощностей. Результатом реализации любого потенциально может стать более высокий процент банкротств предприятий и рост количества безнадежных кредитов. Пекину требуется ограничить монополию гос. компаний и стимулировать развитие конкуренции за счет частного бизнеса. Это единственный способ обеспечить эффективное распределение капитала, стимулировать инвестиционную активность.

Другой острый вопрос - это теневая банковская деятельность. По отдельным оценкам совокупный объем кредитов в Китае составляет 220% ВВП по состоянию на конец 2012г., из них неофициальные кредиты ~50%. В то же время риск финансового краха низок в силу того, что гос. активы составляют 300% ВВП, а ЗВР крупнейшие в мире ~\$3,5 трлн.

Избыточные производственные мощности и теневая банковская деятельность – причины, по которым мы ожидаем ужесточения условий выдачи кредитов, особенно в неофициальных финансовых секторах. Ухудшающаяся демографическая ситуация также выступает в качестве фактора торможения. Рост производственного сектора замедлится по мере того, как дешевый труд более не будет доступен. Производительность также должна быть увеличена для того, чтобы поддерживать высокий потенциальный рост.

Китайский юань держится вдали от валютной войны

В отличие от большинства валют развивающихся стран, китайский юань сильно не пострадал на фоне размышлений по поводу ослабления кредитно-денежной либерализации Федеральной резервной системы США. Китайский юань вырос на 5,7% с начала года по текущий момент (последние данные по состоянию на июнь), в то время как японская иена потеряла 20%. Нежелание Пекина ослаблять китайский юань по отношению к доллару США можно толковать как желание продолжить либерализацию женминьби.

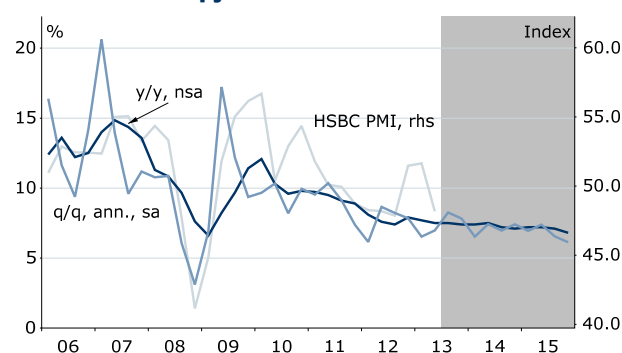
Некоторые официальные и неофициальные сообщения весной показали, что необходимо принять ряд реформ перед тем, как станет возможным снятие контроля над основными фондами. Государственный совет в мае заявил, что квоты на иностранные инвестиции во внутренние финансовый рынок Китая будут повышены, чтобы обеспечить Китайским компаниям лучший доступ к иностранному финансированию. Заместитель управляющего Народного банка Китая заявил, что валютный коридор для китайского юаня в ближайшем будущем может быть увеличен с действующего +/- 1%. В конце июля была предпринята первая мера либерализации процентных ставок - индикативный диапазон ставок рынка кредитования был упразднен. В целом, мы ожидаем продолжения финансовой либерализации и укрепления китайского юаня.

Amy Yuan Zhuang

amy.yuan.zhuang@nordea.com

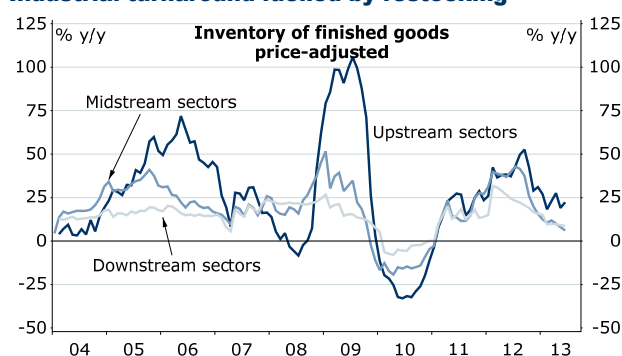
+45 3333 5607

Рост стабилизируется



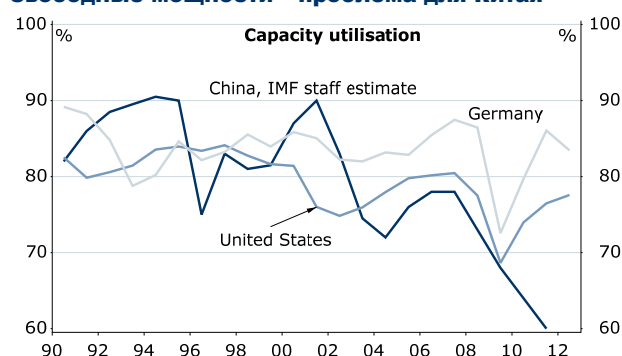
Source: Nordea Markets and Reuters Ecowin

Industrial turnaround fuelled by restocking



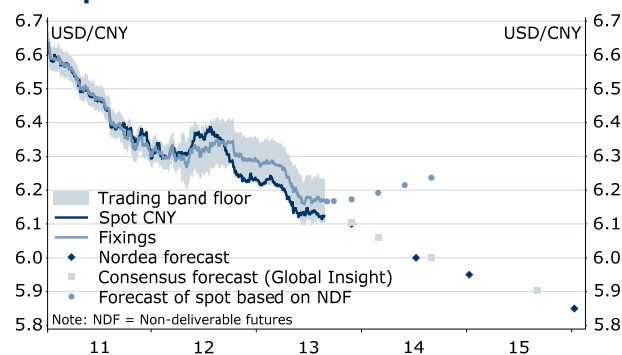
Source: Nordea Markets and Reuters Ecowin

Свободные мощности – проблема для Китая



Source: Nordea Markets and Reuters Ecowin

Юань растет



Source: Reuters Ecowin and Nordea Markets

Трехзначные цифры надолго

В 2013г. цены на нефть сохраняются высокими, по мере того, как перебои поставок из стран MENA (Ближний Восток и Северная Африка), превзошли объемы добычи трудноизвлекаемой нефти в США. В прогнозном периоде мы ожидаем смягчения соотношения глобального спроса/предложения и уменьшения роста цен, в основном, за счет увеличения добычи в Северной Америке и экономического спада в КНР. Риск перебоев в поставках сохраняется после возобновления волнений в странах MENA. Дальнейшие перебои могут повысить цены и достичь уровня выше прогнозных, при этом резкое снижение экономики в Китае может привести к снижению цен.

В последние несколько лет глобальный нефтяной рынок претерпел существенные изменения. В то время как высокие цены привели к росту добычи трудноизвлекаемой нефти в Северной Америке, обеспокоенность политическим положением после Арабской весны размыла перспективы добычи ряда стран (Ливия, Египет, Ирак). Естественный спад объемов добычи из более зрелых месторождений (области Северного моря), в основном был замещен добычей из более дорогостоящих областей: нефтеносные пески в Канаде, сланцевая нефть в США и, в меньшей степени, нефтью Среднего Востока. Это привело к росту восстановительной стоимости нефти. Продолжение данной тенденции может стать преградой для увеличения добычи и/или приостановке реализации новых проектов, в случае если будущие прибыли станут под вопросом и/или будет снижена рентабельность.

Мы ожидаем, что спрос на нефть в странах ОЭСР будет снижаться в долгосрочной перспективе, что обусловлено изменением выбора потребителей и требований к топливной эффективности на фоне высоких цен. При этом спрос в странах, не входящих в ОЭСР, превысит спрос стран ОЭСР, чему будет способствовать повышение доходов, экономическая активность и рост населения. Новые правила регламентирующие содержание серы в топливе для морских судов, оперирующих в зоне SECA (зоны мореплавания где контролируется содержание серы в выбросах/выхлопах), вступающее в силу с 2015г., могут вызвать рост цен на газойль/дизельное топливо.

Тогда как сланцевый газ, трудноизвлекаемая нефть, геополитика, развитие в транспортном секторе стали факторами роста за последние несколько лет, вопросы о глобальном климате снова будут широко обсуждаться в ходе переговоров в 2015г. И хотя мы не ожидаем значительных изменений ни в инвестициях, ни в потреблении, однако данные переговоры могут изменить перспективы и цены на нефтяном рынке в более долгосрочной перспективе.

Thina M. Saltvedt

thina.margrethe.saltvedt@nordea.com

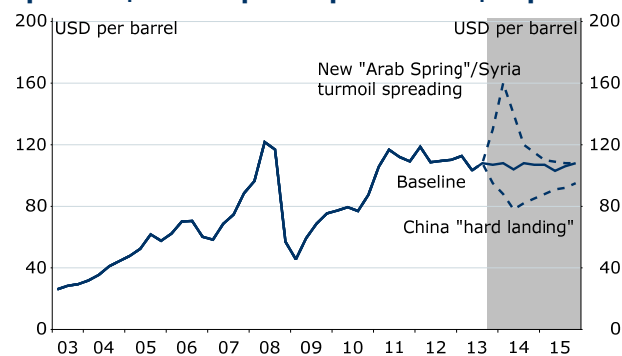
+47 2248 7993

Прогнозы цен на нефть Brent – базовый сценарий (\$/баррель)

	Q1	Q2	Q3	Q4	Year
2012	118	109	109	110	112
2013E	113	103	108	107	108
2014E	108	104	108	107	107
2015E	107	103	106	108	106

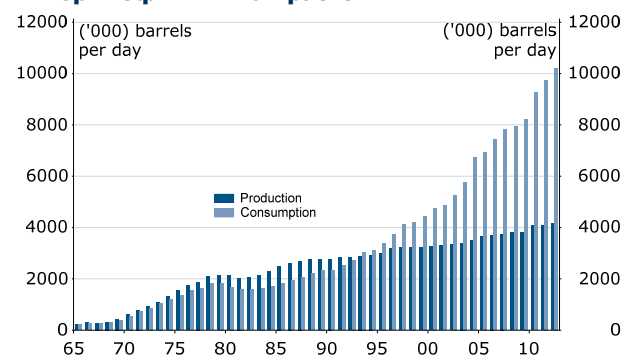
Source: Nordea Markets

Прогноз цен на нефть – стрессовые сценарии



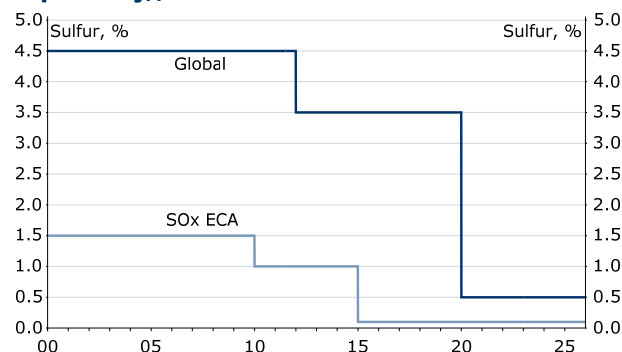
Source: Nordea Markets and Reuters Ecowin

Импорт нефти в Китай растет



Source: Nordea Markets and Reuters Ecowin

Регулирование содержания серы в топливе для морских судов



Source: International Maritime Organization, Nordea Markets and Reuters Ecowin

Проблеск оптимизма

Как и ожидалось, повышение цен на цветные металлы в течение предыдущих месяцев было ограничено низким спросом и увеличением предложения. После низких показателей динамики роста в Китае, зарегистрированных в первом полугодии 2013г., прогнозы на цены на цветные металлы были несущественно снижены. Однако к концу года ожидается стабилизация экономики Китая, при этом темпы роста будут умеренными. Улучшение ситуации в экономике США и последние положительные статистические данные, полученные из стран Евразии, дают основания предполагать, что рынки в 2014г. будут выглядеть привлекательнее, что обусловит рост цен. На протяжении года ожидается, что предложение будет более или менее постоянным, при этом вероятно его снижение в 2014 и 2015 гг.

На рынке алюминия все еще наблюдается перепроизводство. При этом краткосрочно снижение объемов производства мы не ожидаем, т.к. со стороны спроса сохраняется устойчивый рост (в первую очередь от производителей авиатехники). В силу того, что на рынке сохраняется переизбыток, мы прогнозируем умеренное снижение цен текущей осенью до тех пор, пока спрос не уравнивается с предложением, далее ситуация стабилизируется, после чего ожидаем постепенного роста цен.

В связи с сохраняющейся тенденцией увеличения складских запасов ожидаем роста спроса на медь во второй половине 2013г., в связи с чем цены должны вырасти к концу года. В течение последующих 2 лет прогнозируем, что цены будут колебаться у отметки \$7 500. Ощутимое снижение цен в предыдущие периоды формирует дополнительный потенциал для роста цен в будущем.

Рыночная конъюнктура остается слабой, поэтому ожидается, что цены на никель сохранятся пониженными, по крайней мере, в 1 полугодии 2014г. Прогнозируются высокие объемы предложения в связи с низкими производственными затратами в Китае, а также ослабление спроса на нержавеющую сталь будут способствовать увеличению переизбытка.

Ожидается, что предложение на рынке цинка сохранится на высоком уровне до 1 полугодия 2014г., в силу этого цены в краткосрочной перспективе будут низкими. Однако далее сочетание потребности для нескольких крупных проектов и одновременный вывод из эксплуатации ряда мощностей, позволяют прогнозировать недостаточное снабжение уже во 2 половине 2014г., что приведет к постепенному повышению цен.

Marte Andresen

marte.andresen@nordea.com

+47 2248 7993

Thina M. Saltvedt

thina.margrethe.saltvedt@nordea.com

+47 2248 7993

Цены снижаются на LME, но это не обвал



Source: Nordea Markets and Reuters Ecowin

Медь относительно стабильна, алюминий на дне



Source: Nordea Markets and Reuters Ecowin

Цинк перспективен, никель напротив



Source: Nordea Markets and Reuters Ecowin

Economic Research Nordea

Denmark:

Helge J. Pedersen, Global Chief Economist
helge.pedersen@nordea.com, +45 3333 3126

Johnny Bo Jakobsen, Chief Analyst
johnny.jakobsen@nordea.com, +45 3333 6178

Anders Svendsen, Chief Analyst
anders.svendsen@nordea.com, +45 3333 3951

Holger Sandte, Chief Analyst
holger.sandte@nordea.com, +45 3333 1191

Jan Størup Nielsen, Senior Analyst
jan.storup.nielsen@nordea.com, +45 3333 3171

Amy Yuan Zhuang, Senior Analyst
amy.yuan.zhuang@nordea.com, +45 3333 5607

Aurelija Augulyte, Senior Analyst
aurelija.augulyte@nordea.com, +45 3333 6437

Deanie Haugaard Jensen, Assistant Analyst
deanie.jensen@nordea.com, +45 3333 3161

Heidi Østergaard, Assistant Analyst
ostergaard.heidi@nordea.com, +45 3333 6102

Henrik Lorin Rasmussen, Assistant Analyst
henrik.l.rasmussen@nordea.com, +45 3333 4007

Daniel Freyr Gustafsson, Assistant Analyst
daniel.freyr.gustafsson@nordea.com, +45 3333 5115

Finland:

Aki Kangasharju, Director, Head of Research
aki.kangasharju@nordea.com, +358 9 165 59952

Pasi Sorjonen, Chief Analyst
pasi.sorjonen@nordea.com, +358 9 165 59942

Annika Lindblad, Analyst
annika.lindblad@nordea.com, +358 9 165 59940

Norway:

Steinar Juel, Chief Economist Norway
steinar.juel@nordea.com, +47 2248 6130

Erik Bruce, Chief Analyst
erik.bruce@nordea.com, +47 2248 4449

Thina M. Saltvedt, Chief Analyst
thina.margrethe.saltvedt@nordea.com, +47 2248 7993

Katrine Godding Boye, Senior Analyst
katrine.godding.boyen@nordea.com, +47 2248 7977

Bjørnar Tonhaugen, Senior Analyst
bjornar.tonhaugen@nordea.com, +47 2248 7959

Marte Andresen, Assistant Analyst
marte.andresen@nordea.com, +47 2248 7969

Sweden:

Annika Winsth, Chief Economist Sweden
annika.winsth@nordea.com, +46 8 614 8608

Torbjörn Isaksson, Chief Analyst
torbjorn.isaksson@nordea.com, +46 8 614 8859

Andreas Wallström, Senior Analyst
andreas.wallstrom@nordea.com, +46 8 534 910 88

Bengt Roström, Senior Analyst
bengt.rostrom@nordea.com, +46 8 614 8378

Lena Sellgren, Senior Analyst
lena.sellgren@nordea.com, +46 8 614 88 62

Siri Pettersson, Assistant Analyst
siri.pettersson@nordea.com, +46 8 614 80 03

Rickard Bredeby, Assistant Analyst
rickard.bredeby@nordea.com, +46 8 614 80 03

Markus Adolfsson, Assistant Analyst
markus.adolfsson@nordea.com, +46 8 614 80 03

Estonia:

Tõnu Palm, Chief Economist Estonia
tonu.palm@nordea.com, +372 628 3345

Latvia:

Andris Strazds, Chief Economist, Latvia
andris.strazds@nordea.com, +371 67 096 096

Lithuania:

Zygmantas Mauricas, Chief Economist Lithuania
zygmantas.mauricas@nordea.com, +370 5 2657 198

Russia:

Dmitry A. Savchenko, Chief Economist Russia
dmitry.savchenko@nordea.ru, +7 495 777 34 77 4194

Dmitry S. Fedenkov, Head of Research, Russia
dmitry.fedenkov@nordea.ru, +7 495 777 34 77 3368

Denis A. Davydov, Senior Analyst, Russia
denis.davydov@nordea.ru, +7 495 777 34 77 3385

Poland:

Piotr Bujak, Chief Economist Poland
piotr.bujak@nordea.com, +48 22 521 36 51

Nordea Markets is the name of the Markets departments of Nordea Bank Norge ASA, Nordea Bank AB (publ), Nordea Bank Finland Plc and Nordea Bank Danmark A/S.

The information provided herein is intended for background information only and for the sole use of the intended recipient. The views and other information provided herein are the current views of Nordea Markets as of the date of this document and are subject to change without notice. This notice is not an exhaustive description of the described product or the risks related to it, and it should not be relied on as such, nor is it a substitute for the judgement of the recipient.

The information provided herein is not intended to constitute and does not constitute investment advice nor is the information intended as an offer or solicitation for the purchase or sale of any financial instrument. The information contained herein has no regard to the specific investment objectives, the financial situation or particular needs of any particular recipient. Relevant and specific professional advice should always be obtained before making any investment or credit decision. It is important to note that past performance is not indicative of future results.

Nordea Markets is not and does not purport to be an adviser as to legal, taxation, accounting or regulatory matters in any jurisdiction.

This document may not be reproduced, distributed or published for any purpose without the prior written consent from Nordea Markets.

Nordea, Markets Division
Nordea Bank Norge ASA
17 Middelthuns gt.
PO Box 1166 Sentrum
N-0107 Oslo
+47 2248 5000

Nordea AB (publ)
10 Hamngatan
SE-105 71 Stockholm
+46 8 614 7000

Nordea Bank Finland Plc
Aleksis Kiven katu 9, Helsinki
FIN-00020 Nordea
+358 9 1651

Nordea Bank Danmark A/S
3 Strandgade
PO Box 850
DK-0900 Copenhagen C
+45 3333 3333