

Медленный разворот

■ Курс на постепенное восстановление глобальной экономики реализуется медленно, но верно. США и Китай могут с надеждой глядеть в будущее, и впервые за долгое время появилась надежда на воскрешение Японской экономики. Слабым звеном в цепи глобального роста остается Еврозона



РЕЗЮМЕ 04

МЕДЛЕННЫЙ РАЗВОРОТ

США 05

К ВЗЛЕТУ ГОТОВЫ

ЕВРОЗОНА 08

ВЯЛОЕ ОЖИВЛЕНИЕ

Россия 13

ЦБ РФ ПЕРЕД ВЫБОРОМ

КИТАЙ 16

АДАПТАЦИЯ К НОВОЙ РЕАЛЬНОСТИ

НЕФТЬ 19

ЦЕНЫ ПОЛЗУТ ВВЕРХ

Цифры

Ключевые показатели ...	21
Процентные ставки	22
Курсы валют	22

Редактор

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

Дата публикации

19 Марта 2013

Nordea в Internet

www.nordeamarkets.com
www.nordea.ru

Источники

Источник данных: Reuters EcoWin, национальные службы статистики и расчеты банка, если не указано иного.

■ Резюме	
Медленный разворот	4

Развитые рынки

■ США	
К взлету готовы	5
■ Еврозона	
Вялое оживление	8
■ Германия	
Большие надежды	11
■ Франция	
Нет легкого выхода	12

Развивающиеся рынки

■ Россия	
ЦБ РФ перед выбором	13
■ Китай	
Адаптация к новой реальности	16

Сырьевые рынки

■ Нефть	
Цены ползут вверх	19

Медленный разворот

Тренд роста глобальной экономики продолжает восстанавливаться. США и Китай могут претендовать на лидерство в восстановлении темпов роста в ближайшие годы. Со временем компанию этим странам вполне может составить Япония, которая способна сломать дефляционную спираль. Слабым звеном в мировой экономике остается Еврозона, где в конце 2012 года еще сильнее обострилась ситуация вслед за ослаблением внутреннего спроса и снижением экспорта. В итоге мы пересмотрели с понижением прогноз по восстановлению зоны евро, но все же ожидаем продолжение роста в ближайшие годы на фоне сверхмягкой денежной политики и общего восстановления мировых площадок. Мы ожидаем рост глобальной экономики составит 3.3% в этом году и 4% в 2014.

Helge J. Pedersen, Global Chief Economist

helge.pedersen@nordea.com

+45 3333 3126

К взлету готовы

- радужные перспективы, несмотря на жесткую экономию бюджетных средств ...
- ... благодаря улучшению основных показателей частного сектора экономики
- Инфляционное давление усилится только в 2014 году
- Ждем первое повышение ставки ФРС в начале 2015 года

Согласно последним данным, экономика США продолжает расти примерно в соответствии с нашим прогнозом. Таким образом, реальный ВВП находится на пути к целевым темпам роста около 2% в 2013 году, что соответствует среднему темпу роста США после окончания депрессии в 2008-2009 гг. На самом деле такие темпа развития экономики вполне удовлетворительны, учитывая постоянное давление со стороны фискальной политики. Мы считаем, что в текущем году ужесточение налогово-бюджетной политики скрадет порядка 2% роста ВВП. Это означает, что в отсутствие фискального «тормоза», наш прогноз по росту был бы 3 ½ -4% роста в 2013 году.

В 2014 году консолидация налогово-бюджетной политики будет по-прежнему выступать в качестве «тормоза» для роста. Тем не менее, благодаря значительному улучшению основных экономических показателей частного сектора мы ожидаем, что в следующем году восстановление получит больший импульс, а темп роста ВВП увеличится почти до 3%.

По сравнению с нашим ноябрьским прогнозом новая оценка роста ВВП в 2013 год несколько ниже (1,9% против 2,1%). Тем не менее, пересмотр в сторону понижения отражает исключительно более слабые, чем ожидалось, данные по ВВП за 4-й квартал 2012 года и, следовательно, менее благо-

приятный переходящий эффект на текущий год. Замедление роста реального ВВП в прошлом квартале связано, скорее, с ухудшениями погодных условий, вызванными засухой на Среднем Западе и ураганом Сэнди, а также временным снижением расходов на оборону. Все это временные факторы. Имеющаяся информация позволяет сделать вывод, что в текущем году темпы экономического роста снова ускорятся.

Более того наш прогноз на 2014 год сейчас несколько более оптимистичен. Пересмотр прогноза в сторону повышения темпов роста отражает наше убеждение, что первое повышение от ФРС выйдет в начале 2015 года, а не к середине 2014 года, как ожидалось ранее. С учетом последних сигналов о том, что ФРС на данный момент готов принять более высокую инфляцию, мы также пересмотрели темпы повышения ставок после первого повышения в 2015 году – темпы будут менее агрессивными.

Ухабистая дорога к восстановлению

В целом, мы считаем, что создана платформа для устойчивого восстановления экономики, хотя безоблачным его не назовешь. При создавшемся положении кажется, что темпы роста ВВП замедлятся с 2 ¾% в текущем квартале практически до 1% во 2-м квартале. Ожидаемое временное замедление связано с эффектом отмены льгот в отношении налога на заработную плату, недавним повышением цен на бензин и значительным сокращением федеральных расходов, которое началось с 1 марта. Тем не менее, с исчезновением влияния упомянутых факторов экономика, вероятно, получит больший импульс во второй половине 2013 года, который сохраниться и в 2014 году.

Прогноз основан на том предположении, что конгресс согласится продлить действующий закон о финансировании государственных операций, срок действия которого, в противном случае, истекает 27

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

	2009 (USDbn)	2010	2011	2012	2013E	2014E
Private consumption	9,846	1.8	2.5	1.9	1.9	2.7
Government consumption and investment	2,967	0.6	-3.1	-1.7	-2.3	-1.1
Private fixed investment	1,703	-0.2	6.6	8.5	7.2	8.7
- residential investment	354	-3.7	-1.4	12.1	14.7	13.3
- equipment and software	898	8.9	11.0	6.9	5.7	7.7
- non-residential structures	451	-15.6	2.8	10.1	4.4	6.1
Stockbuilding*	-154	1.5	-0.2	0.1	0.0	0.0
Exports	1,587	11.1	6.7	3.3	2.7	5.0
Imports	1,976	12.5	4.8	2.4	1.8	4.9
GDP		2.4	1.8	2.2	1.9	2.8
Nominal GDP (USDbn)	13,974	14,499	15,076	15,715	16,248	16,951
Unemployment rate, %		9.6	8.9	8.1	7.6	6.8
Industrial production, % y/y		5.4	4.1	3.8	3.7	5.4
Consumer prices, % y/y		1.6	3.1	2.1	1.6	2.4
Consumer prices ex. energy and food, % y/y		1.0	1.7	2.1	2.0	2.4
Hourly earnings, % y/y		1.8	2.0	1.9	2.3	2.8
Current account (USDbn)		-442.0	-465.9	-471.4	-519.9	-593.3
- % of GDP		-3.0	-3.1	-3.0	-3.2	-3.5
Federal budget balance (USDbn)		-1,293.5	-1,295.6	-1,089.4	-820.5	-610.2
- % of GDP		-9.0	-8.7	-7.0	-5.1	-3.6
Gross public debt, % of GDP		95.2	99.5	106.5	111.6	115.2

* Contribution to GDP growth (% points)

марта. Поскольку угроза дефолта правительства исключается в качестве политического оружия для республиканцев для достижения более глубокого сокращения расходов, теперь мы гораздо больше уверены, что Конгресс достигнет соглашения о постоянном повышении потолка госдолга (окончательный срок - конец июля или начало августа).

Значительное улучшение основных экономических показателей

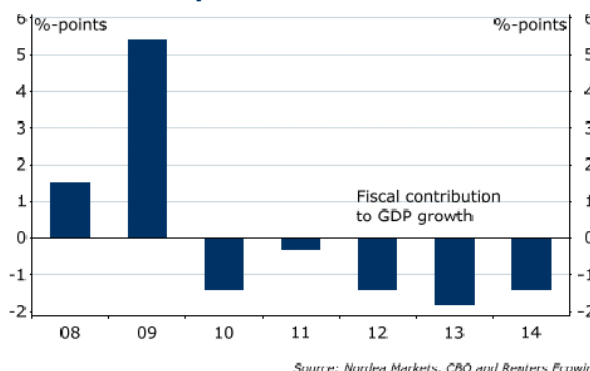
Значительный импульс экономике ожидается со стороны производственного и частного секторов. Представляется, что процесс замещения заемных средств собственным капиталом в частном секторе почти закончился. Тем не менее, прирост совокупного спроса главным образом будет обусловлен сильной инвестиционной деятельностью и продолжающимся укреплением инвестиций в жилищное строительство.

Резкое замедление в сфере инвестиций коммерческих предприятий во второй половине 2012 года, по-видимому, в значительной степени обусловлено политической неопределенностью, связанной с фискальным обрывом и дебатами вокруг размера госдолга США. Тем не менее, на настоящий момент с уменьшением финансовой неопределенности в США, очень высоким уровнем корпоративной прибыли, повышением конкурентоспособности и продолжением постепенного смягчения условий кредитования перспективы капиталовложений выглядят довольно обнадеживающе.

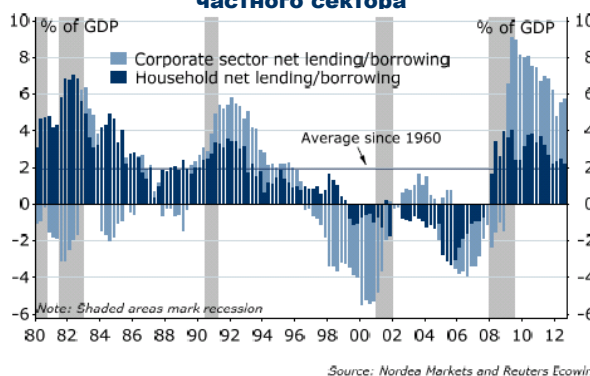
Основные показатели деятельности в сфере жилищного строительства указывают на дальнейшее улучшение в ближайшие пару лет. В связи с массивным сокращением объемов строительства во времена спада, избыточное предложение жилья в значительной степени было устранено. В результате жилищное строительство резко наращивает объемы в течение последних полутора лет. Однако даже на этом уровне объемы строительства являются слишком низкими. Учитывая прирост населения «нормальная» скорость, с которой должны создаваться новые домашние хозяйства, должны быть на 50% выше текущей скорости жилищного строительства.

Рост цен на жилье в США, как ожидается, превысит 5% как в 2013, так и в 2014 годах, продолжая восходящую тенденцию, зародившуюся год назад. С ростом цен на жилье и акции, балансовые отчеты домашних хозяйств продолжают улучшаться. Увеличение чистых активов, в сочетании с низкими процентными ставками, улучшение на рынке труда и продолжающееся смягчение условий кредитования, в будущем должны способствовать также росту частного потребления.

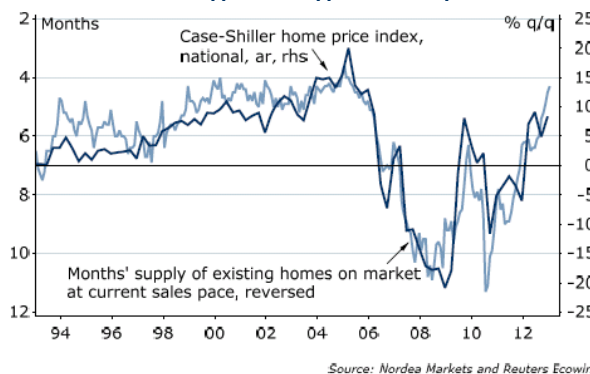
Основное влияние фискального «тормоза» приходится на 2013



Улучшаются экономические показатели частного сектора



Оживление в жилищном строительстве выглядит обнадеживающе



Улучшение на рынке труда вероятно продолжится



Улучшение на рынке труда и более высокое инфляционное давление

На рынке труда наблюдаются явные улучшения, и только в государственном секторе в настоящее время идет сокращение рабочих мест. Мы ожидаем, что рост занятости в этом году составит в среднем 200 тыс. в месяц, в соответствии с тенденцией прошлого года, и 225 тыс. в месяц в 2014 году. Безработица, по прогнозам, достигнет 7 ¼% к концу 2013 года и 6 ½% к концу 2014 года.

Учитывая новые рекомендации ФРС по численному пороговому значению уровня безработицы, первое повышение ставок, таким образом, приходится на 1 квартал 2015 года.

При более или менее видимом завершении корректировки экономического цикла в конце 2014 года, в последней части прогнозируемого периода ожидается появление признаков более сильного инфляционного давления - и, возможно, новых пузырей на финансовых рынках.

Johnny Bo Jakobsen

johnny.jakobsen@nordea.com

+45 3333 6178

Вялое оживление (ударение на обоих словах)

- Рецессия должна закончиться в первом полугодии 2013 года
- На фоне улучшения фундаментальных показателей растёт политический риск
- В 2013-2014 годах инфляция не будет ключевой экономической проблемой
- Центральный Банк ЕС не проявляет активности, но готов вмешаться, если потребуется

Мы кардинально пересмотрели наш прогноз по ВВП на 2013 год: с +0,4% на -0,4%. От общей величины этого пересмотра примерно половина стала следствием не оправдавших ожидания результатов развития экономики еврозоны в 4 квартале 2012 года. Еще настолько же прогноз был понижен из-за менее оптимистичной, чем ранее, оценки того, как быстро и решительно верх возьмут силы, выступающие за стимулирование экономического роста. Несколько снижен прогноз и на 2014 год, однако мы всё же ожидаем, что к этому времени рост экономики станет реальностью.

Положение в еврозоне по-прежнему остаётся тяжёлым. Падение объёма ВВП наблюдалось всё время, начиная с 4 квартала 2011 года вплоть до 4 квартала 2012 года. За этот период уровень безработицы вырос на один процентный пункт до 11,7%. Однако, в последние несколько месяцев индикатор настроений инвесторов начал расти, свидетельствуя о том, что в первом квартале мы стали свидетелями, по меньшей мере, не столь стремительного, как в предыдущий период, спада. Для нас главным аргументом стала июльская речь председателя Центрального Банка ЕС Марио Драги, в которой он заявил о готовности действовать «чего бы это ни стоило». Следует отметить, что это выступление успокоило финансовые рынки. Центральный Банк ЕС выиграл время, необходимое правительствам стран еврозоны, получившими возможность реформировать национальные экономики и разработать новые модели стимулирования роста. Был достигнут очевидный прогресс по структурным вопросам: в странах, охваченных кризисом, величина

бюджетных дефицитов уменьшилась и состояние счёта по текущим операциям улучшилось.

Результаты выборов в Италии – смена вех?

Преодоление последствий кризиса – дело тяжёлое, а в ситуации, когда совсем недавно лопнул финансовый пузырь перейти от спада к экономическому росту трудно, тем более в условиях, когда новые законы и другие документы, регулирующие деятельность финансового сектора, затрудняют выполнение этой задачи. Политическая стабильность и последовательная экономическая политика – главные условия движения вперёд. Политическая неопределённость, возникшая в Италии после недавних парламентских выборов, привела к росту политического риска и вызвала резкие колебания на финансовых рынках. Учитывая тот факт, что по ёмкости рынок итальянских государственных облигаций является третьим в мире, сейчас нет места благодущию и самоуспокоению. Уже дан старт новой дискуссии о том, в каких масштабах нужно применять меры жёсткой экономии. Что касается выборов в Италии, то, по нашему мнению, их результатом станет не столь уж краткий период жёсткой экономии, причём не только в Италии. Принимая во внимание ту поддержку, которую оказал Центральный Банк ЕС, и фундаментальные экономические показатели Италии (которые намного лучше, чем в Греции и на Кипре), мы не видим угрозы повторения полномасштабного кризиса евро. Однако это впечатление может быть испорчено, если формирование нового правительства затянется или же произойдёт новое обострение политических противоречий (например, в отношениях между Германией, с одной стороны, и Францией и Италией, с другой).

В разных странах еврозоны темпы выхода из кризиса будут разными

Значительные различия между странами-участницами по-прежнему характерны для макроэкономической ситуации в еврозоне, и эти различия в ближайшем будущем никуда не денутся. Доверие было достаточно быстро восстановлено в Ирландии, но в Греции и в Испании картина иная. Безработица по-прежнему бьёт в этих странах все рекорды, а во Франции она недавно достигла самого высокого уровня за последние 15 лет. При этом в

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

	2009 (EURbn)	2010	2011	2012	2013E	2014E
Private consumption	5,134	0.9	0.1	-1.2	-0.5	0.8
Government consumption	1,988	0.7	-0.1	-0.1	0.0	0.5
Fixed investments	1,731	-0.3	1.6	-3.9	-1.0	5.7
Exports	3,285	11.0	6.5	2.9	2.5	7.3
Imports	3,167	9.5	4.3	-0.9	2.0	8.0
Net exports*	118	0.7	0.9	1.6	0.2	-0.1
GDP		2.0	1.5	-0.5	-0.4	1.4
Nominal GDP, EUR bn	8,920	9,176	9,421	9,483	9,578	9,770
Unemployment rate, %		10.1	10.2	11.4	11.7	11.4
Consumer prices, % y/y		1.6	2.7	2.5	1.6	1.6
Current account, % of GDP		0.3	0.2	1.5	2.2	2.3
General government budget balance, % of GDP		-6.2	-4.1	-3.6	-2.8	-2.7
General government gross debt, % of GDP		85.6	88.1	93.1	95.1	95.2

* Contribution to GDP growth (% points)

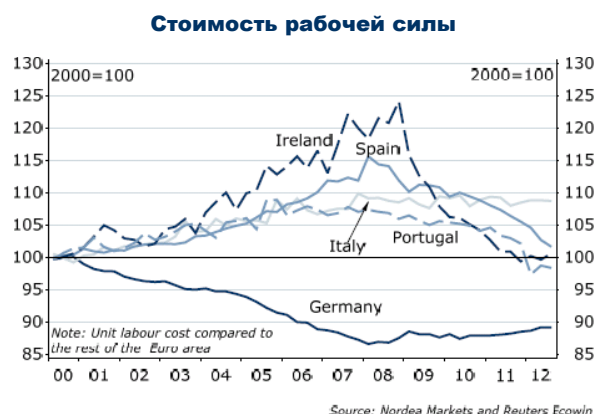
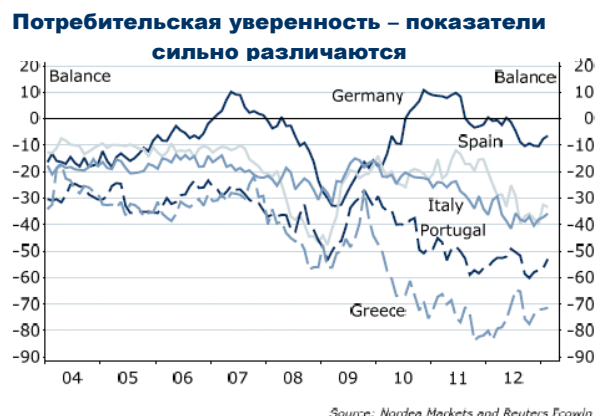
Германии число занятых, наоборот, достигло исторического максимума. Подобное положение можно объяснить различиями в налогово-бюджетной политике, тем насколько успешно дешёвые кредиты доходят до реальных секторов экономики, а также разной конкурентоспособностью разных стран. Мы по-прежнему полагаем, что экономическое оживление в разных странах еврозоны будет проходить разными темпами, и по этому показателю они разделятся на две или даже на несколько групп: видимо, Германия и ряд малых стран (например, Ирландия) будут двигаться по этому пути быстрее; южная периферия ЕС окажется в числе отстающих, при том что Франция займёт некое промежуточное положение.

Почему мы полагаем, что в 2014 году можно ожидать начала экономического роста

Если продолжить выискивать в текущем положении всё новые и новые слабые места и впасть в скептицизм, то в результате можно глубоко погрязнуть в проблемах еврозоны. Однако несмотря на множество преград и замедление темпов выхода из экономического кризиса после введения нового законодательства по вопросам регулирования банковской деятельности, мы полагаем, что было бы неверно полностью исключать возможность экономического оживления и вот почему: 1) по нашему мнению, кредитно-денежная политика по-прежнему будет оставаться очень мягкой, а механизм воздействия этой политики на плановые затраты со временем начнёт функционировать лучше по мере устранения дисбалансов и постепенного восстановления доверия; 2) в этом году налогово-бюджетная политика будет очень жёсткой, но уже в следующем положении может заметно измениться; 3) падение курса евро, значимый экономический рост в США и во многих развивающихся странах должны благоприятно сказаться на экспорте; 4) структурные реформы и усилия, направленные на восстановление конкурентоспособности, когда-нибудь должны дать результат, хотя приходится признать, что мы не знаем, когда же это произойдёт.

Фоновое инфляционное давление по-прежнему ничтожно

Уж о чём не надо беспокоиться в 2013-2014 годах, так это об инфляции. В феврале 2013 года инфляция (в годовом исчислении) составила 1,8% и продолжает снижаться. Если вычесть влияние цен на энергоносители и не прошедшее переработку продовольственное сырьё, то эта цифра составит 1,5%, из которых 0,25% приходится на рост косвенных налогов. В Испании, Греции и Португалии влияние дефляционных факторов привело к тому, что инфляция, рассчитанная исходя из предположения о неизменности налогов, оказалась близка к нулю.



Различные источники по-разному оценивают глубину спада производства (показывающего насколько ждалась экономика). Мы, со своей стороны, исходим из того, что для еврозоны этот показатель можно принять равным 2%. Следовательно, несмотря на то, что в долгосрочной перспективе в том случае, если восстановление экономики пойдёт быстрыми темпами, а Центральный Банк ЕС вовремя не нажмет на педаль тормоза, инфляция, возможно, и будет представлять проблему, она, без сомнения, не будет вызывать серьёзных опасений в ближайшие несколько кварталов в сравнении с беспокойством в связи с отсутствием экономического роста и необходимостью проведения структурных изменений в еврозоне.

ЕЦБ оставит ставки неизменными до конца 2014 года

По нашим оценкам, до конца 2014 года процентные ставки, устанавливаемые Центральным Банком ЕС, останутся на нынешнем уровне, хотя по-прежнему существует опасность того, что в ближайшие месяцы – в том случае, если экономические показатели будут оставаться неудовлетворительными – ставка рефинансирования будет всё же снижена. Однако, мы полагаем, что Центральный Банк ЕС скорее всего посчитает выгоды от дополнительного снижения ставки рефинансирования слишком незначительными, учитывая тот факт, что рыночные процентные ставки и так находятся на очень низком уровне. Таким образом, рост рыночных процентных ставок и, следовательно, рост курса евро при неудовлетворительных показателях развития экономики может подтолкнуть Центральный Банк ЕС к дальнейшему снижению ставки рефинансирования.

Очевидно, что риск, связанный с неудачным выбором времени для первого *повышения* процентных ставок, очень велик, учитывая тяжёлое состояние экономики стран еврозоны. С нашей точки зрения, наиболее вероятным сценарием развития событий является следующий: Центральный Банк ЕС будет готов поднять устанавливаемые им процентные ставки после того, как экономический рост окажется достаточно существенным для того, чтобы начала расти инфляция (или инфляционные ожидания). По нашему мнению, это произойдёт в конце 2014 года и думается, наше мнение довольно консервативно.

Однако наиболее вероятным сценарием развития событий будет продолжение Центральным Банком ЕС его нынешней политики неограниченного предложения денег в течение всего прогнозного периода в расчёте на то, что банки сами решат, сколько денег им надо. Сегодня мы полагаем, что оздоровление экономики затянется. Поэтому банкам потребуется больше времени для того, чтобы в пол-

ной мере воспользоваться деньгами, предлагаемыми Центральным Банком ЕС. Следовательно, излишняя ликвидность будет находиться в распоряжении банков дольше, чем ожидалось ранее, что приведёт к тому, что рыночные процентные ставки будут оставаться очень низкими.

Holger Sandte

holger.sandte@nordea.com

+45 3333 1191

Anders Svendsen

anders.svendsen@nordea.com

+45 3333 3951

Большие надежды

В настоящее время экономика Германии создает массу надежд и ожиданий. Германия хорошо известна как мощный экспортер, но импорт товаров и услуг также составляет 46% его номинального ВВП. Следовательно, развивающаяся экономика Германии обеспечивала бы некоторую доброжелательную поддержку странам-партнерам.

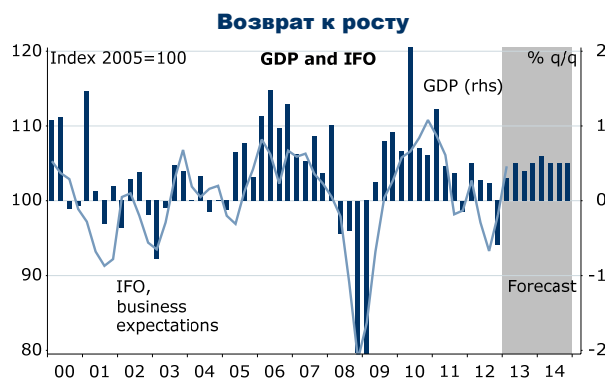
По некоторым причинам мы ожидаем, что Германия превзойдет экономику других крупных Европейских стран в темпах роста в 2013/14 годах. Во-первых, финансовые условия благоприятны. Во-вторых, влияние фискальной политики на экономику ожидается нейтральным, и не так сильно ограничивающим, как в Италии и Испании, В-третьих, рынок рабочей силы за последние месяцы устойчив. Это должно быть здоровой основой для дальнейшего расширения личного потребления в этом году. Наконец, промышленность Германии с ее большой долей основного капитала может получить значительные выгоды от устойчивого роста на развивающихся рынках. Мы ожидаем роста реального ВВП на 0,7% в этом году (1,7% по сравнению с прошлым годом в IV квартале 2013 года). Основываясь на предположении, что: 1) по меньшей мере, у некоторых находящихся на периферии европейских стран возобновляется рост, и что 2) возрождение доллара США продолжается, мы ожидаем рост экономики Германии на 2,1% в 2014 году.

Однако, в наших прогнозах имеются также и риски. Экономика Германии значительно зависит от экспорта, как в хорошие, так и в плохие времена. И хотя доля экспорта готовой продукции в другие страны Европейского экономического и валютного союза за последние годы сократилась, она все еще составляет около 40%. Углубление кризиса в Южной Европе и/или Франции, которое приведет к серьезному спаду, может заметно ослабить рост. Рост стоимости Евро, однако, поставит перед немецкими производителями меньше проблем, чем перед некоторыми их конкурентами. Это происходит потому, что степень сложности немецкой экспортной продукции выше и эластичность ее цен довольно низкая. Много будет зависеть от всеобщих выборов 22 сентября. Мы вернемся к данной теме в следующем выпуске Экономического Обозрения.

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

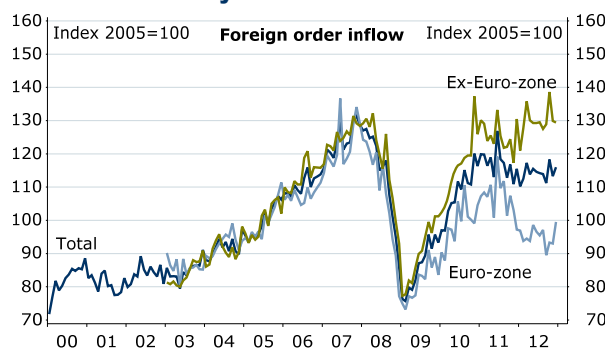
	2009 (EURbn)	2010	2011	2012	2013E	2014E
Private consumption	1,392	0.8	1.7	0.6	0.5	1.0
Government consumption and investment	475	1.7	1.0	1.4	1.3	1.0
Fixed investment	409	5.6	6.4	-1.9	3.2	6.7
Exports	1,007	13.4	7.9	4.3	2.4	6.0
Imports	890	10.9	7.5	2.2	3.6	6.7
Net exports*	117	1.6	0.6	1.2	-0.4	0.2
GDP		4.0	3.1	0.9	0.7	2.1
Nominal GDP (EURbn)	2,375	2,496	2,593	2,644	2,697	2,764
Unemployment rate, %		7.7	7.1	6.8	6.8	6.5
Consumer prices, % y/y		1.2	2.5	2.1	1.5	1.7
Current account, % of GDP		6.1	5.6	6.3	6.0	5.6
General government budget balance, % of GDP		-4.1	-0.8	0.2	-0.5	0.2
Gross public debt, % of GDP		82.5	80.5	81.6	80.7	78.3

* Contribution to GDP growth (% points)



Source: Nordea Markets and Reuters Ecowin

Иностраннные заказы из-за пределов зоны Евро увеличиваются



Source: Nordea Markets and Reuters Ecowin

Стабильный рынок рабочей силы содействует личному потреблению



Source: Nordea Markets and Reuters Ecowin

Holger Sandte

holger.sandte@nordea.com

+45 3333 1191

Нет легкого выхода

В последнее время в экономике Франции складывается неблагоприятная ситуация: за последние три квартала наблюдалось снижение ВВП; в январе уровень безработицы достиг своего 15-летнего максимума (несмотря на то, что в результате изменений принципов подсчетов последние данные изменились в сторону роста); французские политики вынуждены признать, что государственный дефицит не достигает целевого уровня в 3% в условиях невыполнения оптимистичного (+0,8%) прогноза роста экономики.

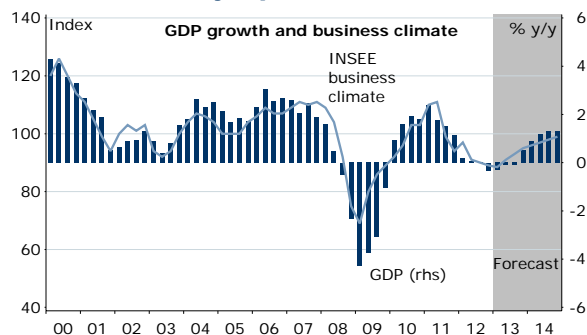
Рост сдерживается вследствие циклических и структурных факторов. Налогово-бюджетная политика носит сдерживающий характер. Экспорт в важные для экономики Франции, но подверженные рецессии Италию и Испанию - сокращается. Если эти страны вернуться хотя бы к медленному росту, начиная со 2-го полугодия 2013, это, безусловно, позитивно отразится и на экономике Франции. При этом существуют и другие причины отставания французской экономики. Промышленное производство составляет лишь 10% валовой добавленной стоимости. Во Франции отсутствует большое количество экспортно-ориентированных средних компаний как, например, в Германии и Италии. Кроме того, экспорт лишь в малой степени ориентирован на быстро растущие азиатские рынки.

Похоже, что Франция отстает и по показателю условий ведения бизнеса. Существенную роль в этом играют нормативные постановления, затраты на оплату труда и налоги. В то время, когда в других странах пытаются улучшить условия для инвестиций и создать рабочие места, реформы, принятые во Франции часто носят вялотекущий характер. Многие политики придерживаются мнения об уникальном пути французской экономики, в то время как другие страны могут принять такую позицию как грубые правила конкуренции.

Уже не вызывает удивления информация о падении ВВП Франции в текущем квартале. Наиболее вероятные стимулы экономического роста, придут из-за рубежа: дальнейшее уменьшение неопределенностей, связанных с кризисом евро и продолжающееся восстановление мировой экономики. С точки зрения

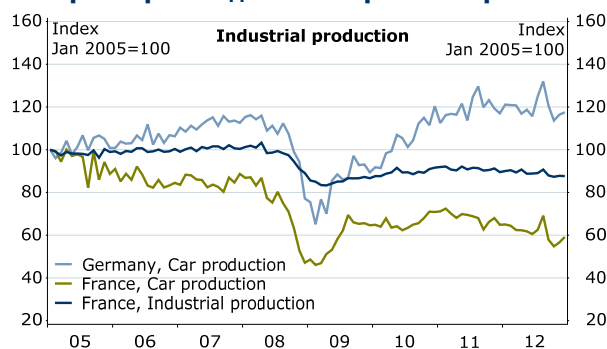
бюджетной политики, ожидается, что при консолидированной позиции со стороны французского правительства, в Брюсселе могут поднять потолок бюджетного дефицита. В целом, в 2013 году не ожидается роста ВВП, при этом возможно мы увидим зачатки восстановления, которые в 2014г. выльются в более оптимистичные результаты.

Рост: умеренные ожидания



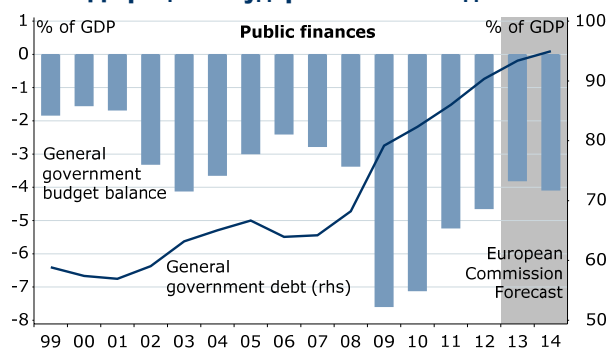
Source: Nordea Markets and Reuters Ecowin

Пром. производство: осторожный прогноз!



Source: Nordea Markets and Reuters Ecowin

Дефицит государственного бюджета



Source: Nordea Markets and Reuters Ecowin

Holger Sandte

holger.sandte@nordea.com

+45 3333 1191

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

	2009 (EURbn)	2010	2011	2012	2013E	2014E
Private consumption	1,392	1.5	0.3	0.0	0.0	0.8
Government consumption and investment	475	1.7	0.2	1.4	1.0	0.5
Fixed investment	409	1.0	3.5	0.0	-0.7	2.4
Exports	1,007	9.2	5.5	2.3	1.0	4.3
Imports	890	8.4	5.2	-0.3	0.5	4.0
Net exports*	117	0.0	0.0	0.7	0.2	0.1
GDP		1.6	1.7	0.0	0.0	1.2
Nominal GDP (EURbn)	1,886	1,936	1,995	2,028	2,048	2,089
Unemployment rate, %		9.7	9.6	10.3	10.7	10.3
Consumer prices, % y/y		1.7	2.3	2.2	1.6	1.7
Current account, % of GDP		-2.0	-2.6	-1.9	-1.6	-1.8
General government budget balance, % of GDP		-7.1	-5.2	-4.6	-3.8	-4.1
Gross public debt, % of GDP		82.3	86.0	90.3	93.4	95.0

* Contribution to GDP growth (% points)

ЦБ РФ перед выбором

- Временное замедление или торможение экономики?
- ЦБ РФ стоит перед непростым выбором
- Курс рубля в долгосрочной перспективе сохраняет потенциал, ...
- ... в краткосрочной перспективе риски возрастают

В 2012 году ВВП России вырос на 3,4%, что несмотря ни на что вселяет определённый оптимизм. И всё же фактические темпы роста оказались ниже прогнозных, при том, что главным тормозом на пути развития экономики стала низкая инвестиционная активность бизнеса. Как и прогнозировалось, основным мотором оставался потребительский спрос со стороны населения, что было вызвано низкой по историческим меркам безработицей и заметным ростом реальной заработной платы. Более 50% в структуре ВВП приходится на расходы населения. В конце 2012 года наблюдалось замедление темпов прироста заимствований населения, хотя в годовом выражении рост этого показателя превысил 40%.

С другой стороны, серьёзное беспокойство вызывает низкий объём инвестиций в основной капитал. В 2012 году темпы роста капиталовложений в основные фонды замедлились и составили 6,7% в годовом исчислении. Высока вероятность того, что в начале текущего года эта тенденция сохранится, что может стать одной из основных причин замедления экономики в 2013 году в целом.

Мы понизили до 3,5% наш прогноз темпов роста экономики России в текущем году. Это реалистичный сценарий, но ни в коем случае не инерционный и для достижения таких темпов роста придется «попотеть». По нашему мнению, спрос со стороны потребительского сектора по-прежнему будет оставаться мотором экономического развития страны на фоне низкого объёма капиталовложений, падения сальдо внешней торговли и практически неизменного уровня госрасходов.

Точки экономического роста

Правительство сохраняет достаточно высокий уровень поддержки населения. Ряд реформ, направленных на развитие инфраструктуры финансового рынка и улучшение экономической обстановки в целом может улучшить инвестиционную привлекательность страны. Быстрого прогресса никто не ждет, но в целом вектор обнадеживает.

Летом прошлого года Россия вступила в ВТО, и с тех пор продолжается приведение национального законодательства и практики внешней торговли в соответствие с правилами ВТО, а также интеграция российской экономики в мировую. Положительные последствия вступления в ВТО проявятся нескоро, однако в долгосрочной перспективе этот шаг может, согласно консервативным оценкам, привести к повышению темпов роста экономики на 0,5-1,0% ВВП в год.

На 2013 год запланирована реализация программы приватизации государственной собственности России на сумму 8,5 млрд. долларов США, притом, что всего до конца 2016 года будут приватизированы активы на общую сумму примерно 100 млрд. долларов США. Приватизация позволит продолжить улучшать инвестиционный климат в стране и повышать конкурентоспособность экономики.

Ещё одной точкой роста может стать либерализация финансового рынка. Создание центрального депозитария и принятие новых правил дают возможность клиринговым компаниям из стран ЕС (Euro clear и Clearstream) получить прямой доступ к рынку государственных ценных бумаг РФ. Новая инфраструктура финансового рынка делает Россию более привлекательной для иностранных инвестиций в государственные ценные бумаги РФ, объём которых в 2013 году может значительно вырасти. Также западные инвесторы с нетерпением ждут либерализации рынка корпоративного долга.

Инфляционное давление вновь растёт

Инфляция продолжает расти по сравнению с историческим минимумом мая 2012 года (когда в годовом выражении рост индекса CPI опустился ниже 4%). Рост тарифов и акцизов в начале 2013 года привёл к тому, что темпы инфляции в январе превысили 7%, а

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

	2009 (RUBbn)	2010	2011	2012	2013E	2014E
Private consumption	21 203	5,5	6,4	6,6	6,4	6,5
Government consumption	8 067	-1,5	1,2	0,0	0,3	0,5
Fixed investment	8 536	6,0	8,3	6,7	6,5	6,5
Exports	10 842	7,0	0,3	1,8	1,8	1,5
Imports	7 954	25,8	20,3	8,7	8,5	8,2
GDP		4,5	4,3	3,4	3,5	3,6
Nominal GDP (RUBbn)	38 807	46 322	55 799	62 357	70 993	79 432
Unemployment rate, %		7,5	6,6	5,5	5,7	5,7
Consumer prices, % y/y		8,8	6,1	6,6	6,4	5,9
Current account, % of GDP		5,0	5,4	4,3	3,0	2,5
Central govt budget balance, % of GDP		-3,9	0,8	-0,2	0,3	0,2

в феврале оказались на самом высоком уровне за последние 18 месяцев (7,3%), выйдя за пределы целевого коридора, утверждённого ЦБ РФ на 2013 год (5,0-6,0%). Факторами, подстегнувшими инфляцию, стали рост транспортных тарифов, акцизов и подорожание продовольственных товаров.

По нашим оценкам, в апреле-июне 2013 темпы инфляции замедлятся (в частности, потребительская инфляция будет колебаться в пределах 6,0-7,0% год к году). Отложенное на июль повышение коммунальных тарифов приведёт к новому всплеску инфляции. Однако, надежды на замедление инфляции остаются. Многое зависит от цен на продовольствие к концу лета. Хороший урожай может снизить инфляционное давление благодаря дефляционному эффекту от снижения цен на С/Х продукцию в конце лета.

В настоящее время темпы роста денежного агрегата М2 снижаются, что также будет способствовать ослаблению инфляционного давления (см. график). И всё же удержать инфляцию в рамках, установленных ЦБ РФ на этот год, т.е. в пределах 6%, будет очень непросто. По нашим оценкам, инфляция в 2013 году составит 6,4%.

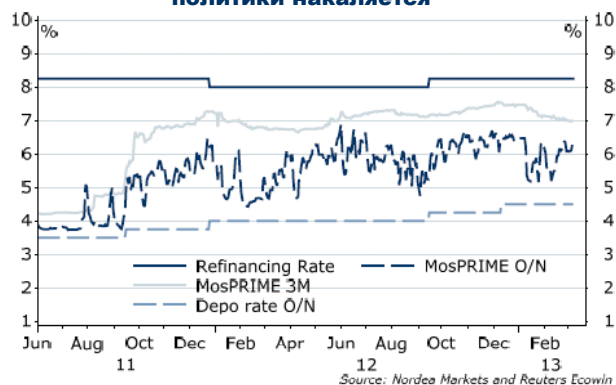
ЦБ РФ предстоит работа в непростых условиях

ЦБ РФ продолжает таргетировать инфляцию. В сентябре 2012 года ЦБ РФ поднял ключевые процентные ставки с целью сдерживания растущей инфляции, а в декабре сузил коридор колебания процентных ставок, подняв свою процентную ставку по депозитам на 0,25%. ЦБ РФ оказывает решающее влияние на денежный рынок России и продолжает оставаться основным источником ликвидности на этом рынке. В начале 2013 года ЦБ РФ сохранил жесткую антиинфляционную риторику. Однако, несмотря на то, что ЦБ РФ по-прежнему уделяет основное внимание сдерживанию инфляции, обеспокоенность в связи с необходимостью стимулирования российской экономики в последнее время начинает занимать всё более заметное место в текущей повестке дня. Растущая опасность замедления экономического роста оказывает определённое давление на ЦБ РФ. Таким образом, регулятор стоит перед дилеммой. По нашему мнению, в ближайшие месяцы ЦБ РФ, скорее всего, продолжит держать ставки на текущих отметках, ставки «овернайт» вероятно будут колебаться на уровне, близком к верхней границе коридора ЦБ РФ (6,5%). При этом если, следуя нашим прогнозам, инфляционное давление начнет отступать, а взятое направление на снижение темпов роста экономики сохранится, то во втором полугодии ЦБ РФ может рассмотреть возможность снижения процентных ставок.

Инфляция может снизиться с локальных максимумов



Интрига относительно будущей монетарной политики накаляется



ЦБ может расширить коридор бивалютной корзины в ближайшее время



Рост реальной заработной платы поддерживает потребительский сектор



В долгосрочной перспективе рубль сохранит потенциал

Курс рубля по-прежнему чутко реагирует на колебания цен на нефть. Однако серьёзная обеспокоенность в связи с необходимостью стимулирования экономики может сделать рубль более уязвимым.

В начале 2013 года курс рубля к американскому доллару вернулся к своим рекордно высоким значениям второго квартала 2012 года, однако затем вновь пошёл вниз вслед за ценами на нефть, равно как и курс прочих валют, зависящих от мировой конъюнктуры на рынке углеводородов. Если сравнить рубль с этими валютами, то российская валюта смотрится достаточно привлекательно: в прошлом году колебания курса рубля мало чем отличались от динамики новозеландского, канадского и австралийского долларов.

Велика вероятность того, что ЦБ РФ продолжит минимизировать своё присутствие на локальном валютном рынке. В настоящее время коридор колебания бивалютной корзины ЦБ РФ установлен Центробанком в диапазоне 31,65 – 38,65 рубля. Сейчас рубль торгуется в середине этого диапазона, интервенции ЦБ минимальны. По нашим оценкам, в течении первого полугодия текущего года ЦБ РФ может расширить границы коридора на один рубль, действуя в соответствии со своей политикой полной либерализации курса рубля к 2015 году.

Нет сомнения в том, что обеспокоенность в связи с необходимостью стимулирования экономики и неопределённость в связи с тем, какую политику будет в дальнейшем проводить ЦБ РФ, способны оказать определённое давление на курс рубля в среднесрочной перспективе, однако мы по-прежнему придерживаемся своего оптимистического для рубля прогноза, согласно которому цены на нефть в 2013 году будут колебаться в диапазоне 109-113 долларов США за один баррель. В долгосрочной перспективе, несмотря на ограниченность потенциала роста российской валюты против доллара, сохраняется пространство для роста курса рубля против евро.

Dmitry Savchenko, CFA

dmitry.savchenko@nordea.ru

+7 495 777 34 77 4194

Адаптация к новой реальности

- Прочное, но несимметричное восстановление в этом году
- Новые намеченные темпы роста – за пределами достигнутого роста
- Коррупция – препятствие № 1 для экономической реформы
- Зарубежные рынки RMB расширяются

Небольшое изменение в нашей истории восстановления

Подобно тому, как змея пришла на смену дракону в качестве животного-символа года в китайском календаре, вторая по величине экономика в мире продолжает получать поддержку, и в нашей истории восстановления имеется небольшое изменение. У нас все еще положительный взгляд на темп роста, особенно в I полугодии этого года, благодаря государственным инвестициям в инфраструктуру и оживлению на рынках недвижимости. Эти две силы успешно поднимают промышленный сектор из спада.

В течение II полугодия этого года проблемы повышения цен и перегрева рынка недвижимости повлияет на экономическую политику. Как и в конце февраля, Комиссия по национальному развитию и реформам подняла цены на светлые нефтепродукты и расходы на транспортировку, что, несомненно, усилит инфляцию. С перемещением производства во внутренние регионы и увеличением недостатка квалифицированной рабочей силы в стране, мы, несомненно, ожидаем, что двузначный рост заработной платы за последнее десятилетие продолжится и в будущих годах, внося свой вклад в базисные темпы инфляции. Таким образом, весьма вероятно, что Народный банк Китая повысит ставки, возможно, в IV квартале. Кроме того, власти не желают увеличивать зависимость экономики от инвестиций, сокращая финансовые стимулы во II полугодии. Это – главная причина, почему мы предполагаем, что экономика остынет к

концу года, что выразится в росте в 2013 году около 8% в год по сравнению с прошлым годом.

В 2014 году восстановление мировой экономики улучшит перспективу для китайских экспортеров. Однако, реальным преобразователем ситуации будет внутреннее потребление, которое, как ожидается, резко возрастет при политической поддержке и меняющейся культуре. Статистические и единичные случаи наблюдения предполагают, что постоянные расходы на отдых и путешествия становятся нормой в Китае. В середине февраля около 250 миллионов человек решили провести недельный праздник Весеннего фестиваля в свободном путешествии, повысив доходы внутреннего туризма на 15% по сравнению с тем же периодом прошлого года. Средний класс быстро расширяется, это символизирует начало потребительского бума в Китае, который будет продолжаться в течение последующего десятилетия. В то же время, мы убеждены, что инвестиции будут незначительно замедляться. Поэтому рост в 2014 году, как ожидается, превысит свой потенциал и прогноз в 7,5% и мы ожидаем рост в 8,5% за год по сравнению с прошлым годом.

Будущее Китая, конечно, не предстает в безрисковых, радужных, розовых тонах. В течение двух предстоящих лет мы все еще видим риски для экономики, которые могут быть спровоцированы пузырем на рынке жилья и активами за балансами банков. Ключевым средством от этих угроз является тщательный мониторинг и осмотрительная политика. Отрадно, что Пекин уже заставляет провинции ограничивать рост цен на жилье. Мы ожидаем, что будут предприняты дополнительные меры.

Новая метла чисто метет

С конструктивной стороны мы считаем коррупцию и неравенство доходов серьезными препятствиями для эффективности экономических реформ. В недавнем онлайн-опросе анкетировании государственного агентства новостей Чинхуа, 71% респондентов отметили коррупцию как крупнейшую проблему Китая. С тех пор, как новая команда национальных лидеров, возглавляемая Си Цзиньпином, пришла к власти в ноябре прошлого года, борьба с коррупцией усилилась и

Китай: Макроэкономические показатели (% реального изменения г/г, если не указано иного)

	2009 (CNY bn)	2010	2011	2012E	2013E	2014E
Private consumption	12,113	8.3	9.4	8.9	9.1	10.0
Government consumption	4,569	11.0	9.7	8.7	8.7	9.0
Fixed investment	15,668	11.6	9.5	8.4	9.2	8.9
Stockbuilding*	778	0.5	0.2	-0.4	-0.1	0.2
Exports	9,106	27.7	8.8	8.0	8.2	8.9
Imports	7,603	20.1	4.8	8.4	9.8	11.0
GDP		10.4	9.3	7.8	8.1	8.5
Nominal GDP (CNY bn)	34,090	40,151	47,288	50,655	56,986	64,394
Unemployment rate, %		4.1	4.1	4.1	4.1	4.1
Consumer prices, % y/y		3.3	5.4	2.6	4.0	4.2
Current account, % of GDP		4.0	2.8	2.3	2.2	1.5
General government budget balance, % of GDP		-1.7	-1.1	-1.6	-2.3	-1.9

* Вклад в темпы роста ВВП (% пункты)

около 30 коррумпированных должностных лиц были наказаны. Кратковременно ли это явление *xin guan shang ren san ba huo* (старая китайская поговорка, эквивалентная «новая метла чисто метет»), говорить еще слишком рано. По крайней мере, сейчас отношение изменилось. Согласно проведенным неофициальным опросам, за последние несколько месяцев правительственные чиновники и члены правления корпораций значительно уменьшили количество обильных банкетов, деловых поездок а также дорогих подарков. Во время 12-го Всекитайского собрания народных представителей в первой половине марта, продолжающегося во время написания данной статьи, мы ожидаем объявления дополнительных антикоррупционных мер, особенно в отношении так называемых голых чиновников, которые являются партийными работниками, живущими в Китае, в то время как их жены и дети проживают за рубежом. По слухам, Си Цзиньпин пытается подать пример, заставляя свою дочь прервать обучение в Гарвардском университете и возвратиться домой в Китай.

Математика в Китае: 1 + 1 > 2

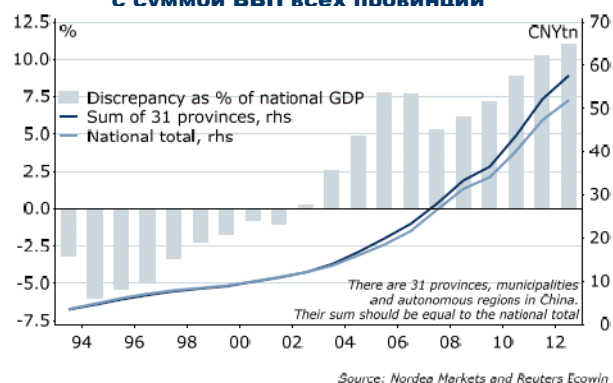
Один из наиболее часто задаваемых вопросов о китайской экономике - заслуживают ли доверия цифры ВВП. Наилучшим ответом является цитирование премьера, Ли Кэцянга, который однажды сказал, что китайский ВВП был «искусственным» и «недостоверным». Имеется растущее противоречие в подсчете ВВП между центральным и местными правительствами, заставляющая людей в экономических кругах относиться к цифрам со скептицизмом. В 2012 году 31 провинция, муниципалитет и автономный регион страны похвастались общим номинальным ВВП в сумме 57,7 триллионов китайских юаней (7,1 триллионов Евро). Это было на 5,8 триллионов китайских юаней (или 11% от ВВП) выше, чем цифры по стране, сообщенные Национальным бюро статистики.

Приписки в отчетах по региональному ВВП были давнейшей проблемой, потому что это была единственная мера оценки работы местных чиновников, на которой основывалось решение об их продвижении. Новые намеченные темпы роста, объявленные в ноябре прошлого года, нацелены на удвоение чистого национального дохода к 2020 году, и изменили менталитет провинциальных бюрократов. В прошлом месяце 31 регион объявил о своем намечаемом ВВП на 2013 год. 13 из них уменьшили свои экономические амбиции, и на первый раз по отчетам ни одна из провинций не пожелала предложить более высокие темпы роста. Наоборот, только 5 провинций снизили свои темпы роста в 2012 году, а 10 фактически увеличили их. Мы полагаем, что возник новый стандарт, поэтому ВВП стал менее важным при определении соответствия провинциальных лидеров занимаемым должностям. В дальнейшем, равномерный рост доходов и снижение загрязнения окружающей среды будет значительно более решающим для местных

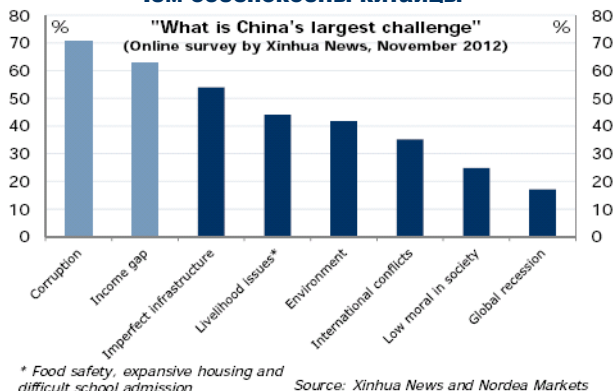
Рост у психологически важной отметки в 8%



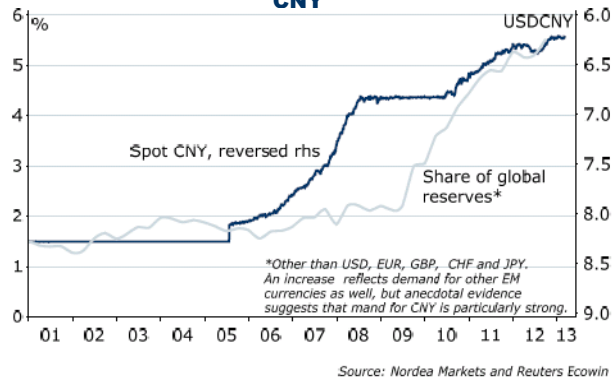
Совокупный страновой ВВП не сходится с суммой ВВП всех провинций



Чем обеспокоены китайцы



Возрастающий глобальный спрос поддерживает CNY



чиновников, пытающихся взобраться по политической карьерной лестнице.

Женьминьби становится мировой валютой

С апреля прошлого года, когда формулировка «двусторонней гибкости» была включена в официальную риторику в отношении валюты Китая, колебания спот-курса женьминьби носили изменчивый характер (в сопоставлении с историческими данными) и затрагивали как верхний, так и нижний 1% валютный коридор. Это – не случайное стечение обстоятельств. Женьминьби все еще в значительной мере навязывается Пекином и самые последние колебания показывают, что слова сопровождаются действиями. Волатильность сохранится.

Со времени своего зарождения в 2012 году китайский рынок CNH (offshore) быстро развивается. К декабрю 2012 года, число банков в Гонконге, участвующих в сделках с женьминьби более чем удвоилось, а депозиты, размещаемые в юанях, увеличились в десять раз. Валюта Китая приобретает популярность не только у ее ближайших соседей, но и по всему миру. В настоящее время 16% всей внешней торговли с Китаем осуществляется в китайских юанях и все больше центральных банков начинают добавлять номинированные в юанях активы к своим резервам. Интернационализация женьминьби будет, без сомнения, продолжаться до 2016 года, когда как мы ожидаем, китайский юань станет валютой с плавающим курсом.

Amy Yuan Zhuang, CFA

amy.yuan.zhuang@nordea.com

+45 3333 5607

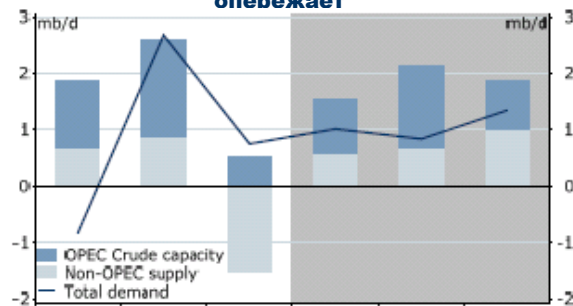
Цены на нефть поползли вверх

Цены на нефть останутся высокими на протяжении всего прогнозируемого периода. Прирост объема предложения, как ожидается, опередит темп роста спроса в текущем году, тем не менее, восстановление роста мирового спроса на нефть в связи с улучшением состояния мировой экономики в 2014 году ограничит наращивание буферных запасов мирового предложения. Цены на нефть, вероятно, сохраняют волатильность в диапазоне высоких значений, поскольку степень риска перебоев в предложении остается высокой, а в развивающихся странах наблюдается неуклонный рост спроса.

Рост доходов, деловая активность и рост численности населения остаются важнейшими стимулами спроса на нефть. Темп роста мирового спроса на нефть, как ожидается, немного замедлится в первой половине 2013 года, до тех пор, пока постепенное увеличение темпов роста глобальной экономики не окажет позитивного влияния на спрос во второй половине 2013 года. Спрос на нефть, как ожидается, увеличится на 0,9 млн. барр./сутки в 2013 году и на 1,35 млн. барр./сутки в 2014 году, пересмотр нашего декабрьского прогноза в сторону небольшого повышения вслед за более высоким, чем ожидалось, спросом в 2012 году и более позитивным прогнозом в отношении экономик США и Японии. Потребление нефти странами, не входящими в ОЭСР, превысит значение аналогичного показателя для стран, входящих в данную организацию в 2014 году, в то время, как спад потребления в странах – членах ОЭСР, по крайней мере, замедлится. В Азиатско-Тихоокеанском регионе, а также Ближнем и Среднем Востоке увеличение роста спроса, обусловлено структурно более высоким экономическим ростом, повышением уровня доходов и растущим населением. Спрос на транспортное топливо, как ожидается, останется основным стимулом мирового потребления нефти, составляя около 52% от общего спроса на нефть.

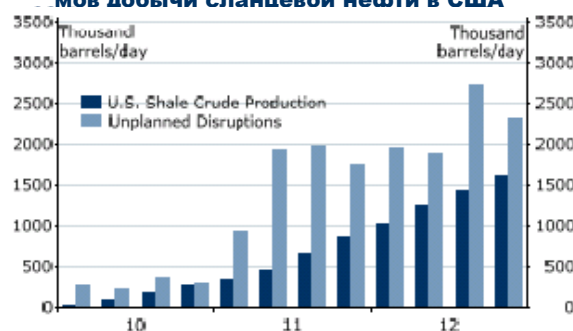
В начале текущего года мировое предложение на рынке нефти сложилось более скудным, чем ожидалось, тем не менее в прогнозируемом периоде ситуация должна измениться к лучшему. Дефицит со стороны предложения обусловлен в основном неожиданным снижением производства в Ливии, Ираке, Нигерии и странах Северного моря. Данный спад превышает уровень сужения предложения возникший вследствие введения санкций США/ЕС в отношении Ирана и беспорядков в Йемене, Сирии, Судане/Южном Судане. В краткосрочной перспективе мы не видим перспектив решения сложившейся политической ситуации и ожидаем

Предложение неуклонно растет, однако спрос опережает



Source: International Energy Agency, Nordea Markets and Reuters Ecowin

Перебои в предложении опередили рост объемов добычи сланцевой нефти в США



Source: EIA, Nordea Markets and Reuters Ecowin

Базовый уровень цен на нефть, сценарии с высокой и низкой степенью риска



Source: Nordea Markets and Reuters Ecowin

лишь небольшого возобновления производства в данных регионах. Тем не менее, если переговоры между Западом и Ираном по поводу ядерной программы последнего неожиданно возымеют успех, то «замороженные» баррели появившись на рынке могут обрушить цены на нефть ниже нашего прогноза. Наблюдавшийся в недавнее время рост добычи в Северной Америке, как ожидается, продлится в течение всего прогнозируемого периода, и остается сдерживающим фактором для роста предложения со стороны как стран - членов ОПЕК, так и стран - экспортеров не входящих в картель. Несмотря на впечатляющий рост предложения нетрадиционной и трудноизвлекаемой нефти в США, перебои в глобальных поставках компенсировали влияние данного фактора. В прошлом году резервные мощности ОПЕК практически исчерпались, однако мы ожидаем улучшения ситуации, главным образом за счет впечатляющего роста предложения иракской нефти и реализации новых проектов в Саудовской Аравии. Несмотря на то, что ситуация с объемом нефтедобычи выглядит более здоровой, чем в последние годы, мы полагаем, что опасения по поводу перебоев в предложении заметно возросли, особенно в странах, расположенных на Ближнем Востоке и в Северной Африке.

**Прогноз цен на базовый сорт нефти «Брент»
(долл. США/барр.)**

	Q1	Q2	Q3	Q4	Year
2012	118	109	109	110	112
2013E	113	110	113	113	112
2014E	114	113	115	116	115

Bjørnar Tonhaugen

bjornar.tonhaugen@nordea.com

+47 2248 7959

Thina M. Saltvedt

thina.margrethe.saltvedt@nordea.com

+47 2248 7993

Growth, %

	2010	2011	2012	2013E	2014E
World1)	4.7	3.9	3.0	3.3	4.0
USA	2.4	1.8	2.2	1.9	2.8
Euro area	2.0	1.5	-0.5	-0.4	1.4
China	10.4	9.3	7.8	8.1	8.5
Japan	4.7	-0.5	2.0	1.4	1.1
Denmark	1.6	1.1	-0.6	0.5	1.5
Norway	1.7	2.5	3.5	2.6	2.5
Sweden	6.6	3.7	0.8	1.3	2.6
UK	1.8	0.9	0.2	0.6	1.5
Switzerland	3.0	1.9	0.8	1.4	1.8
Germany	4.0	3.1	0.9	0.7	2.1
France	1.6	1.7	0.0	0.0	1.2
Italy	1.7	0.5	-2.4	-1.2	0.8
Spain	-0.3	0.4	-1.4	-1.5	0.9
Finland	3.3	2.8	-0.2	0.5	2.2
Estonia	3.3	8.3	3.2	3.2	3.8
Poland	3.9	4.3	2.0	1.8	2.8
Russia	4.5	4.3	3.4	3.5	3.6
Latvia	-0.9	5.5	5.6	3.7	4.4
Lithuania	1.5	5.9	3.6	4.0	4.2
India	9.8	7.3	5.1	5.9	6.6
Brazil	7.6	2.7	1.5	3.5	4.2

Inflation, %

	2010	2011	2012	2013E	2014E
World1)	2.9	4.2	3.0	2.9	2.9
USA	1.6	3.1	2.1	1.6	2.4
Euro area	1.6	2.7	2.5	1.6	1.6
China	3.3	5.4	2.6	4.0	4.2
Japan	-0.7	-0.3	0.0	0.4	0.8
Denmark	2.3	2.8	2.4	1.4	1.7
Norway	2.5	1.2	0.8	1.6	1.7
Sweden	1.2	3.0	0.9	0.2	1.5
UK	3.3	4.5	2.8	2.2	2.0
Switzerland	0.7	0.2	-0.5	0.5	1.0
Germany	1.2	2.5	2.1	1.5	1.7
France	1.7	2.3	2.2	1.6	1.7
Italy	1.6	2.9	3.3	2.0	1.7
Spain	2.0	3.1	2.4	1.8	1.2
Finland	1.2	3.4	2.8	2.0	2.5
Estonia	3.0	5.0	3.9	3.5	3.3
Poland	2.6	4.3	3.7	1.6	2.5
Russia	8.8	6.1	6.6	6.4	5.9
Latvia	-1.1	4.4	2.3	1.6	2.7
Lithuania	3.8	3.4	2.8	3.0	3.4
India	9.6	9.5	7.5	6.8	6.7
Brazil	5.0	6.6	5.2	5.6	5.8

Public finances, % of GDP

	2010	2011	2012	2013E	2014E
USA	-9.0	-8.7	-7.0	-5.1	-3.6
Euro area	-6.2	-4.1	-3.6	-2.8	-2.7
China	-1.7	-1.1	-1.6	-2.3	-1.9
Japan	-9.5	-10.0	-10.2	-9.8	-9.3
Denmark	-2.7	-2.0	-3.9	-1.6	-1.6
Norway	11.1	13.4	13.6	13.3	13.0
Sweden	-0.1	0.1	-0.7	-1.2	-1.5
UK	-10.2	-7.8	-6.5	-6.5	-5.0
Switzerland	0.2	0.4	0.5	0.5	0.8
Germany	-4.1	-0.8	0.2	-0.5	0.2
France	-7.1	-5.2	-4.6	-3.8	-4.1
Italy	-4.3	-3.8	-2.8	-2.0	-1.9
Spain	-9.7	-9.4	-10.2	-6.7	-7.2
Finland	-2.5	-0.8	-1.9	-1.9	-1.5
Estonia	0.2	1.1	-0.2	-0.3	-0.1
Poland	-7.8	-5.0	-3.5	-3.8	-3.2
Russia	-3.9	0.8	-0.2	0.3	0.2
Latvia	-8.2	-3.5	-1.5	-1.2	-1.0
Lithuania	-7.2	-5.5	-3.0	-2.8	-3.0
India	-4.0	-7.2	-5.8	-5.3	-5.5
Brazil	-2.7	-2.6	-2.1	-2.1	-2.0

Current account, % of GDP

	2010	2011	2012	2013E	2014E
USA	-3.0	-3.1	-3.0	-3.2	-3.5
Euro area	0.3	0.2	1.5	2.2	2.3
China	4.0	2.8	2.3	2.2	1.5
Japan	3.7	2.0	1.6	2.0	2.1
Denmark	5.9	5.6	5.3	4.6	4.2
Norway	11.9	12.8	14.2	13.8	13.5
Sweden	6.8	7.0	6.2	6.4	6.7
UK	-2.5	-1.3	-3.7	-3.0	-1.8
Switzerland	14.4	14.2	10.1	10.0	9.8
Germany	6.1	5.6	6.3	6.0	5.6
France	-2.0	-2.6	-1.9	-1.6	-1.8
Italy	-3.5	-3.3	-0.7	0.6	0.8
Spain	-4.4	-3.7	-1.9	1.0	2.5
Finland	1.6	-1.3	-1.6	-1.2	-1.0
Estonia	3.2	2.1	-1.5	-2.1	-2.2
Poland	-5.1	-4.9	-3.5	-2.5	-3.1
Russia	5.0	5.4	4.3	3.0	2.5
Latvia	3.0	-2.2	-1.7	-2.3	-3.0
Lithuania	0.1	-3.7	-0.9	-2.5	-3.0
India	-3.2	-3.4	-4.0	-4.5	-5.0
Brazil	-2.2	-2.1	-2.6	-2.7	-2.6

1) Weighted average of countries in this table. Accounts for 72.7% of world GDP. Weights calculated using PPP adjusted GDP levels for 2011 according to the IMF's World Economic Outlook

Monetary policy rates

	18.3.13	3M	31.12.13	30.06.14	31.12.14
US	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25
Japan	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10
Euro area	0.75	0.75	0.75	0.75	1.00
Denmark	0.30	0.30	0.50	0.60	1.00
Sweden	1.00	1.00	1.00	1.25	1.50
Norway	1.50	1.50	1.50	1.75	2.00
UK	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50
Switzerland	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Poland	3.25	3.25	3.25	3.25	4.50
Russia	8.25	8.25	8.00	8.00	8.00
China	6.00	6.00	6.25	6.50	6.50
India	7.75	7.75	8.00	8.00	8.00
Brazil	7.25	7.50	8.00	8.25	10.50

Monetary policy rate spreads vs Euro area

	18.3.13	3M	31.12.13	30.6.14	31.12.14
US	-0.50	-0.50	-0.50	-0.50	-0.75
Japan ¹	-0.15	-0.15	-0.15	-0.15	-0.15
Euro area	-	-	-	-	-
Denmark	-0.45	-0.45	-0.25	-0.15	0.00
Sweden	0.25	0.25	0.25	0.50	0.50
Norway	0.75	0.75	0.75	1.00	1.00
UK	-0.25	-0.25	-0.25	-0.25	-0.50
Switzerland	-0.75	-0.75	-0.75	-0.75	-1.00
Poland	2.50	2.50	2.50	2.50	3.50
Russia	7.50	7.50	7.25	7.25	7.00
China	5.25	5.25	5.50	5.75	5.50
India	7.00	7.00	7.25	7.25	7.00
Brazil	6.50	6.75	7.25	7.50	9.50

3-month rates

	18.3.13	3M	31.12.13	30.6.14	31.12.14
US	0.28	0.30	0.35	0.35	0.60
Euro area	0.20	0.20	0.30	0.40	0.75
Denmark	0.28	0.30	0.50	0.65	1.00
Sweden	1.25	1.25	1.25	1.75	1.85
Norway	1.84	1.80	1.78	2.03	2.27
UK	0.51	0.60	0.60	0.60	0.65
Poland	3.46	3.50	3.50	3.50	4.70
Russia	7.14	7.20	7.00	7.00	7.00
Latvia	0.47	0.45	0.30	0.40	0.75
Lithuania	0.47	0.50	0.50	0.50	0.75

3-month spreads vs Euro area

	18.3.13	3M	31.12.13	30.6.14	31.12.14
US	0.08	0.10	0.05	-0.05	-0.15
Euro area	-	-	-	-	-
Denmark	0.08	0.10	0.20	0.25	0.25
Sweden	1.05	1.05	0.95	1.35	1.10
Norway	1.64	1.60	1.48	1.63	1.52
UK	0.31	0.40	0.30	0.20	-0.10
Poland	3.26	3.30	3.20	3.10	3.95
Russia	6.94	7.00	6.70	6.60	6.25
Latvia	0.27	0.25	0.00	0.00	0.00
Lithuania	0.27	0.30	0.20	0.10	0.00

10-year government benchmark yields

	18.3.13	3M	31.12.13	30.6.14	31.12.14
US	2.03	2.20	2.65	2.80	3.25
Euro area	1.49	1.55	2.00	2.25	2.60
Denmark	1.66	1.90	2.10	2.35	2.70
Sweden	1.96	2.05	2.50	2.85	3.25
Norway	2.31	2.32	2.85	3.25	3.42
UK	1.98	2.05	2.40	2.55	2.85
Poland	3.92	3.90	4.00	4.00	4.50

10-year yield spreads vs Euro area

	18.3.13	3M	31.12.13	30.6.14	31.12.14
US	0.54	0.65	0.65	0.55	0.65
Euro area	-	-	-	-	-
Denmark	0.17	0.35	0.10	0.10	0.10
Sweden	0.47	0.50	0.50	0.60	0.65
Norway	0.82	0.77	0.85	1.00	0.82
UK	0.49	0.50	0.40	0.30	0.25
Poland	2.43	2.35	2.00	1.75	1.90

Exchange rates vs EUR

	18.3.13	3M	31.12.13	30.6.14	31.12.14
EUR/USD	1.29	1.37	1.25	1.20	1.20
EUR/JPY	124.8	130.2	125.0	126.0	132.0
EUR/DKK	7.46	7.46	7.46	7.46	7.46
EUR/SEK	8.35	8.35	8.35	8.10	8.10
EUR/NOK	7.50	7.55	7.50	7.50	7.70
EUR/GBP	0.87	0.89	0.87	0.83	0.80
EUR/CHF	1.24	1.26	1.25	1.25	1.30
EUR/PLN	4.14	4.05	3.95	3.90	3.85
EUR/RUB	39.9	42.5	37.5	35.4	34.8
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	8.05	8.56	7.56	7.08	6.84
EUR/INR	70.2	74.0	66.9	62.4	60.0
EUR/BRL	2.56	2.63	2.34	2.22	2.10

Exchange rates vs USD

	18.3.13	3M	31.12.13	30.6.14	31.12.14
-	-	-	-	-	-
USD/JPY	96.4	95.0	100.0	105.0	110.0
USD/DKK	5.76	5.44	5.96	6.21	6.21
USD/SEK	6.45	6.09	6.68	6.75	6.75
USD/NOK	5.79	5.51	6.00	6.25	6.42
GBP/USD	1.49	1.54	1.44	1.45	1.50
USD/CHF	0.95	0.92	1.00	1.04	1.08
USD/PLN	3.20	3.0	3.2	3.3	3.2
USD/RUB	30.8	31.0	30.0	29.5	29.0
USD/LVL	0.54	0.51	0.56	0.59	0.59
USD/LTL	2.67	2.52	2.76	2.88	2.88
USD/CNY	6.22	6.25	6.05	5.90	5.70
USD/INR	54.2	54.0	53.5	52.0	50.0
USD/BRL	1.97	1.92	1.87	1.85	1.75

Международная команда 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

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:

Roger Wessman, Chief Economist Finland
roger.wessman@nordea.com, +358 9 165 59930

Pasi Sorjonen, Chief Analyst
pasi.sorjonen@nordea.com, +358 9 1655 9942

Annika Lindblad, Analyst
annika.lindblad@nordea.com, +358 9 1655 9940

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

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 Jonsson, Senior Analyst
andreas.w.jonsson@nordea.com, +46 8 534 910 88

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

Linus Lauri, Assistant Analyst
linus.lauri@nordea.com, +46 8 614 80 03

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

Estonia:

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

Latvia:

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

Lithuania:

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

Russia:

Dmitry Savchenko, Chief Economist
dmitry.savchenko@nordea.ru, tel. +7 495 777 3477
ex. 4194

Dmitry Fedenkov, Head of Research
dmitry.fedenkov@nordea.ru, tel. +7 495 777 3477 ex.
3368

Denis Davydov, Chief Analyst
denis.davydov@nordea.ru, tel. +7 495 777 3477 ex.
3385

Valery Evdokimov, Chief Analyst
valery.evdokimov@nordea.ru, tel. +7 495 777 3477
ex.1451

Evgeniya Borisova, Senior Analyst
egeniya.borisova@nordea.ru, tel. +7 495 777 3477 ex.
3452

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