



Тенденции российской экономики

Финиш без стимуляторов

Февраль 2014

Оглавление

Финиш без стимуляторов	3
От «топорика» до «баттерфляя»: полный курс по освоению среды FOREX.....	5
Конкурируй, а то проиграешь!	8
Промышленная сенсация. Правда или подвох?.....	14
Инвестиции не вытянул и Газпром	16
На Новый год без подарков	18
Вовремя, как на заказ	20
Под гнетом ФРС.....	22
Неукротимая инфляция	24



Финиш без стимуляторов

Российская экономика в конце года не обрела второе дыхание

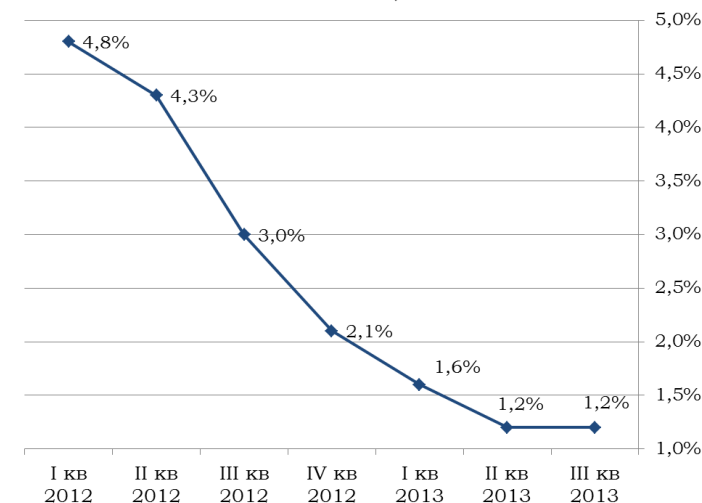
Последний этап годовой гонки дался с трудом. По оценкам Минэкономразвития, в декабре прирост ВВП, с исключением сезонного и календарного факторов, оказался равен нулю. Экономика стагнировала на достигнутых уровнях, остановив ход после осеннего пробуждения (+0,3% в октябре и +0,1% в ноябре). А ведь можно было рассчитывать на большее: в декабре при расчете некоторых макропоказателей подводятся итоги за весь год. В поддержку этого еще и невысокая база прошлого года. Но окончательный результат вновь огорчил прогнозистов. По предварительной оценке Росстата, из-за слабой концовки за весь год ВВП вырос на 1,3%, что оказалось ниже на 0,1% нашего прогноза и ожиданий правительства.

Не помогло ни расширение инвестиционной программы Газпрома, ни пересмотр в худшую сторону динамики объема промпроизводства за 2012 год, который привел к неожиданному скачку этого индикатора в декабре. Причины носят вполне объективный характер. Сюрприз только один — конец года оказался провальным еще и в строительстве. Если теплую погоду, из-за которой углубился спад в выработке коммунального сектора, в остановке роста экономики винить не пристало, то другие неутешительные данные являются следствием накопленных ранее проблем.

Наша экономика утратила конкурентоспособность и вступила в транзитный этап: повысилась неопределенность, что сказалось вначале на поведении бизнеса, а впоследствии уже и на потребителях. Основной двигатель, потребительский спрос, перегрелся и стал остывать. Дополнительные — промышленное производство и инвестиционный спрос, — пока так и не были запущены. Выжидательные настроения были закреплены ослаблением национальной валюты, которое достигло своего апогея в январе.

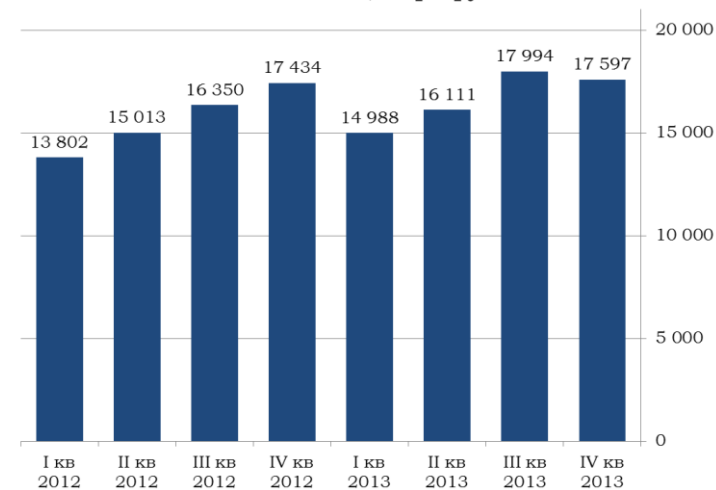
Последние конъюнктурные опросы подтверждают нашу точку зрения: прежде чем экономика сможет вновь набрать обороты, ей предстоит пройти полосу непростых испытаний. Первые оценки того, насколько обоснован наш оптимизм (мы ждем ускорения роста ВВП в этом году до 2,0%), можно будет сделать по итогам I квартала. Валютный шок повышает риски его невыполнения, с другой стороны — нас не может не радовать активная работа правительства по переходу на новую модель экономики.

Динамика ВВП, % кв/кв



Источник: Росстат

Объем ВВП, млрд руб.



Источник: Росстат



Исполнительная власть перешла на «военный режим»: совещания президента и кабинета министров стали проводиться с завидной частотой. Взят курс на разгосударствление экономики и улучшение инвестиционного климата. На Гайдаровском форуме в начале января первый вице-премьер Игорь Шувалов убеждал присутствующих, что фокус будет на качестве роста, а не на его темпах. «Качество», синонимом которому является эффективность, стало лейтмотивом и выступления Дмитрия Медведева. Многие заявления председателя правительства перекликались с тем, что ранее прозвучало в Послании президента к Федеральному собранию.

За основу будет взят доклад ОЭСР, специалисты которого рекомендовали заняться устранением институциональных барьеров и развитием человеческого потенциала — тем, что потенциально может помочь вырваться из пут нефтяного проклятья и ловушки средних доходов. Реализация первого шага по реформатированию экономики внушает надежды: несмотря на лоббизм, тарифы на услуги естественных монополий для всех кроме населения удалось заморозить, а объем их программ капитальных вложений оставить практически в первоначальных рамках. Работы впереди — непочатый край, бизнес должен увидеть, что слова не расходятся с делом. Только в этом случае вернется доверие, а вместе с ним экономика покончит с «больничным».



От «топорика» до «баттерфляя»: полный курс по освоению среды FOREX

Январь для национальной валюты стал наихудшим с мая 2012 года

Рубль вспомнил времена острой фазы европейского долгового кризиса. В январе события на внутреннем валютном рынке развивались в том же ключе, что и в ту памятную пору. Старт поэтапного отказа ФРС от количественного смягчения стал катализатором массированного вывода капиталов из рынков развивающихся стран. Банк России вмешиваться не стал — цель перейти к концу года к политике контроля над инфляцией и полностью «отпустить» курс осталась без изменений. Поддержка рубля продолжит слабеть, а вместе с этим будет расти его восприимчивость к внешним шокам. В январе рубль по темпам ослабления к американскому доллару оказался в первых рядах — своеобразная плата за его относительную устойчивость в прошлом году. В феврале мы не ждем потрясений. Бегство инвесторов примет более упорядоченный характер — помогут Олимпиада и снижение спекулятивной составляющей.

Курс на таргетирование инфляции и гибкое курсообразование к концу 2014 года был взят еще в конце 2011-го. Но только в январе инвесторы смогли сполна почувствовать на своей шкуре, что означает «вольная» для рубля. Банк России и ранее расширял допустимые границы коридора бивалютной корзины, постепенно доведя их до семи рублей. Но только три недели назад он полностью отказался от целевых интервенций. Месяцем ранее был снижен с \$400 млн до \$350 млн порог накопленных интервенций, приводящих к сдвигу коридора бивалютной корзины на пять коп, и новые шаги в этом направлении не заставят себя ждать. Таким образом, в глазах спекулянтов защитные барьеры стали не такими уж и неприступными, а тень регулятора перестала быть «пугалом».

Так уж сложилось, что этот переход совпал с разворотом в политике ФРС. Сворачивание количественного смягчения является предвестником повышения процентных ставок — сигнал для инвесторов пересмотреть свои ориентиры. Процесс сокращения взятых с «плечом» позиций на emerging markets и уход в «качество» начался и будет продолжен.

Рублю «попало по первое число», и, на наш взгляд, не совсем заслуженно. Участники рынка «перестарались», воспользовавшись не отлаженной до идеала коммуникационной политикой регулятора. ЦБ отреагировал не сразу, подхлестнув спекулятивную волну.

Динамика стоимости бивалютной корзины с начала 2012 года



Источник: Bloomberg



Неосторожные комментарии про устойчивость банков при двухзначной девальвации и пришедшиеся не вовремя шаги по либерализации валютного курса добавили агрессии валютным «быкам». В отличие от других стран, схожих по восприятию рыночным сообществом, у России остаются свои «козыри» (пока еще положительное сальдо платежного баланса, небольшой объем «горячих денег»), которые в феврале должны сыграть в пользу рубля. Раунд самоподдерживающихся продаж валют развивающихся стран близок к своему завершению. После того, как осядет пыль, рубль окажется в числе фаворитов. На чрезмерность продаж укажет не только поклонник России, известный любитель товарных рынков, миллиардер Джим Роджерс.

Стартовавшая Олимпиада и изменившаяся в лучшую сторону тональность комментариев политиков и СМИ Запада стала спусковым крючком для фиксации прибыли по парам «доллар/рубль» и «евро/рубль». С точки зрения фундаментальных факторов эффект был бы более очевидным для той же Италии и Греции, но не для России — не тот масштаб. Куда более важным является то, что цены на нефть остаются стабильными, а состоявшийся отток капитала, вероятно, вовлек в себя весомую часть тех горячих средств, которые только ждали сигнала, чтобы покинуть пределы России. Так, по данным EPFR, объем средств, вложенных в российские акции, сократился к февралю уже более чем вдвое (на 56%) с пика апреля 2011 года. Ставки реального сектора, сыгравшего на ослабление рубля, уже не будут так же весомы. А подключение к этому процессу населения, которое с задержкой ринулось в обменники в надежде также заработать на валютной рулетке, может говорить о близости завершения волны ослабления рубля.

Отток капитала постепенно будет уравновешен сохраняющимся пусть и в уменьшающемся размере профицитом текущего счета: платежный баланс в I кв. традиционно оказывается позитивным в разрезе года. Мы разделяем ожидания замглавы МЭР Андрея Клепача, что по итогам года отток капитала составит \$30-35 млрд. Это означает, что в дальнейшем амплитуда изменений потоков капитала будет носить более сдержанный характер. Одним из факторов этого станет улучшение ожиданий по экономике. После вялого старта к концу года активность наберет ход благодаря увеличению объема промпроизводства и инвестиций. Базой для их расширения будут служить слабая динамика предыдущего года, укрепление экономики еврозоны и предпринимаемые

Динамика пары USD/RUB с начала 2012 года



Источник: Bloomberg



правительством меры по возвращению утраченной конкурентоспособности. Подробнее об этом — в нашей [годовой стратегии](#).

Также мы считаем, что с высокой вероятностью можно рассчитывать и на изменение восприятия нашей страны иностранными инвесторами, что должно развернуть капитальные потоки обратно в Россию. На оценку нерезидентов должны повлиять меры по улучшению инвестиционного климата. На Гайдаровском форуме были намечены первые контуры по переходу на новую модель экономики. Высокая частота встреч президента и правительства, а также появляющиеся чуть ли не в ежедневном формате заявления высоких должностных лиц о том, что предпринимается на текущий момент, говорят о том, что в правительстве от правильных слов перешли к делу. Мы надеемся, что этот импульс будет устойчивым, принятые решения вернут предпринимателям утраченный дух, а инвесторам — прежнюю оценку России как одной из стран, ответственных за рост мировой экономики.

Подытоживая, мы склонны считать, что у рубля в феврале есть неплохие шансы на то, чтобы сломить негативный тренд и перейти в контрнаступление. Исходя из технической картины, мы полагаем, что рубль в ближайшие недели может укрепиться. Курс доллар/рубль после [реализации нашей цели в 35,40 руб.](#) при благоприятном стечении обстоятельств опустится вплоть до уровня в 32,40 руб. Курс евро/рубль также прервет свой затяжной рейд вверх и скорректируется к уровню в 43,12 руб. Наша цель в 50,80 руб., озвученная в декабре, не была выполнена из-за изменения расстановки сил на рынке FOREX: пара EUR/USD не преодолела рубеж в 1,40, что не позволило курсу евро/рубль достичь обозначенных нами высот. Стоимость бивалютной корзины, таким образом, может понизиться до отметки в 37,22 рубля.

Динамика пары EUR/RUB с начала 2012 года



Источник: Bloomberg



Конкурируй, а то проиграешь!

На российском Давосском форуме правительство подтвердило, что оно готово повышать эффективность экономики

Прошедшие в начале года пятый Гайдаровский форум и семинар-презентация экономического обзора ОЭСР по России вернули импульс экономическим преобразованиям после новогодних каникул. В стенах РАНХиГС и ВШЭ ведущие ученые-экономисты, бизнесмены и политики попытались наметить контуры посткризисного мира и определить в нем место России. Лейтмотивом дискуссий стал переход от восстановительного роста к траектории полноценного экономического развития. Если отечественные специалисты были в основном скептически и осторожны, то зарубежные – сулили нашей экономике благоприятное будущее.

Макроэкономические показатели и прогнозы ОЭСР по России

	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Реальный рост ВВП	4,5	4,3	3,4	1,5	2,3	2,9
Инфляция, среднее значение за период	6,9	8,4	5,1	6,6	5,7	4,5
Бюджетный баланс федерального правительства (в процентах ВВП)	-3,40%	1,50%	0,40%	-0,70%	-1,00%	-0,90%
Баланс счета текущих операций (в процентах ВВП)	4,40%	5,10%	3,60%	2,50%	2,40%	2,20%

Источник: *Economic Outlook 94 projections*

Так, глава ОЭСР Анхель Гурриа, который представил доклад по экономике России, был довольно оптимистичен. По его мнению, миру предстоит наверстывать упущенное, внедрять инновации, усердно работать и осторожно принимать решения. В этой среде Россия, при всех имеющихся сложностях, готова к новой стадии развития, к очень конкурентной экономике. Столь приятные для Кремля оценки базируются на высоком потенциале, который может быть реализован после снятия структурных барьеров. Специалисты «клуба богатых стран» считают, что российское правительство может сосредоточить свои усилия по трем направлениям: укрепить основы макроэкономической политики, создать прозрачную, благоприятную и предсказуемую среду для ведения бизнеса, а также заняться совершенствованием профессиональной подготовки кадров и



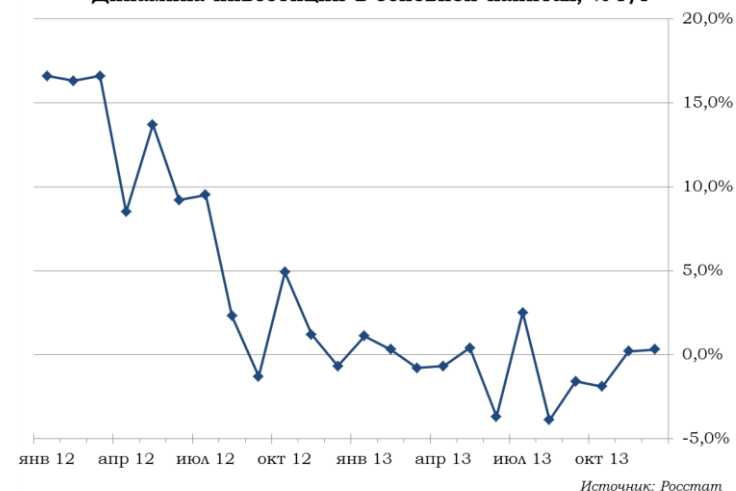
Генеральный секретарь ОЭСР Анхель Гурриа:
«Россия готова к новой стадии развития»

развитием инноваций. В этом случае удастся облегчить бремя «нефтяного проклятия», создав более устойчивую и сбалансированную структуру экономики.

От слов к делу предстоит пройти непростой путь, но, как мы уже отметили в [годовой стратегии](#), «лед тронулся». Пока же у некоторых, как у Олега Вьюгина, может вполне резонно возникнуть ощущение, что у власти еще нет четкого представления о парадигме экономического развития. В качестве примера председатель совета директоров МДМ Банка привел Китай (см. [Командный полукапитализм: вынужденный тюнинг экономики КНР](#)). Сейчас, по словам бывшего главы Банка России, нужно заниматься формулировкой этой парадигмы, а не отвлекаться на решение краткосрочных проблем (офшоры, анонимные транзакции). В подобном ключе высказался и экс-министр экономики, ныне научный руководитель ВШЭ Евгений Ясин. Он призвал мыслить среднесрочными категориями и уже сейчас заниматься заложением основ долгосрочного устойчивого роста. Коллега Ясина Наталья Акиндинова, которая в ВШЭ является директором Института «Центр развития», отметила, что пока властям удалось добиться прогресса только в укреплении макроэкономической стабильности. По другим же предложенным ОЭСР направлениям прорыва нет. Одной из причин является текущая структура расходов федерального бюджета. Она «заточена» под реализацию совершенно других задач, поэтому не обойтись без ее коренной перестройки.

Бюджет же сейчас, как верно подметил Михаил Абызов, «диетический». Госфинансам была посвящена целая секция «Может ли бюджет быть “здоровым”». По мнению министра РФ по вопросам Открытого правительства, в условиях «бюджетного правила», динамики доходов и взятых обязательств, у правительства нет «свободы для творчества». Остается возвращаться к проблеме эффективности госрасходов. В этом году вводится Федеральная контрактная система (см. [Фристайл по-русски: пошаговая стратегия возвращения конкурентоспособности](#)), которая станет инструментом их рационализации распорядителями бюджетных средств. В обстановке предполагаемого уменьшения доли государства в экономике (по словам первого вице-премьера Игоря Шувалов, к концу политического цикла она должна составить не более четверти, очень хороший сигнал) возникает вполне резонный вопрос, а что придет на смену сужающимся госинвестициям? Ответ уже есть — в разработанном законе о госрасходах предполагается привлечь

Динамика инвестиций в основной капитал, % г/г



частные инвестиции через механизм ЧП, стимулирование процентных ставок и формирование благоприятных условий инфраструктурного характера. Кирилл Дмитриев, глава РФПИ, в свою очередь указал на иностранные инвестиции, суверенные фонды, приватизацию и инфраструктурные облигации.

В контексте траектории изменения параметров бюджета и растущих пенсионных обязательств вопрос, кто заменит государство, отнюдь не праздный. Так, Татьяна Голикова, глава Счетной палаты, в очередной раз подвергла критике принятый бюджет на 2014–2016 годы, посчитав его исполнение без дальнейших корректировок нереалистичным. Об актуальности этой проблемы говорит название одного из круглых столов форума, который был посвящен «бюджетному разрыву». Его центральной темой стало выводы исследования Бостонского университета, нерадостные для российских властей: в долгосрочной перспективе, чтобы сбалансировать российский бюджет, придется либо поднять налоги на 29%, либо сократить расходы на 22%. Резервы по повышению эффективности есть и тут. Так, Евсей Гурвич, руководитель Экономической экспертной группы, отметил высокую долю расходов на силовой блок и чрезмерное число государственных служащих. Решением может стать поэтапный переход к идеальной долгосрочной структуре. Более очевидный «рецепт» — повышение пенсионного возраста — также прозвучал в рамках форума.

В ходе панельной дискуссии «Устойчивое развитие в период нестабильности» также поднимался вопрос планирования бюджета. Ответственный за это глава Минфина Антон Силуанов отметил, что бюджет должен базироваться на консервативном прогнозе экономической конъюнктуры. При этом правительство готово заняться реформативанием бюджетной системы — дать регионам больше прав в определении собственной политики, уменьшить общий объем распределяемых через бюджет ресурсов. Важное заявление прозвучало из уст министра и об источниках пополнения бюджета. Правительство не планирует повышать налоговую нагрузку, а видит необходимый ресурс реализации государственных задач в снижении теневого сектора (по мнению г-жи Акиндиновой составляющего чуть ли не треть экономики), деофшоризации и создании в России благоприятных условий.

В отношении налоговой политики мнения участников соответствующей экспертной дискуссии, где обсуждались основные направления налоговой политики на 2015–2017



годы, разделились. В сухом остатке — у участников нет понимания, что войдет в окончательный вариант документа, а что будет отброшено за ненадобностью. Остается надеяться, что подобные опасения будут услышаны и учтены, ведь вторым направлением ОЭСР для действий российских властей является создание прозрачной, благоприятной и предсказуемой среды для ведения бизнеса.

Осознание необходимости шагов в этом направлении у властей есть. Выступление председателя правительства Дмитрия Медведева на пленарной дискуссии «Контурь посткризисного мира» это полностью подтвердило. Попав в ловушку уровня средних доходов, когда из-за высокой стоимости рабочей силы происходит торможение темпов роста, правительство задумалось о «качестве» — не только о качестве труда, выпускаемых товаров и услуг, но и о качестве управленческих решений. Создание гибкой системы управления с сильными институтами на всех уровнях считает ключевым Герман Греф, председатель правления Сбербанка России.

Одним из блоков поставленных задач является принципиальное изменение качества предпринимательской среды. Помимо продвижения в рейтинге Doing business Дмитрий Медведев указал на снятие инфраструктурных и институциональных ограничений для деловой активности и создание системы действенных стимулов для инвестиций в реальный сектор, в том числе на региональном и местном уровне — все для того, чтобы сделать пребывание капитала в российской юрисдикции комфортным. Зеленый свет будет дан инвестициям, которые связаны с внедрением передовых технологий, современного менеджмента и созданием высокотехнологичных рабочих мест — что коррелирует с еще одним направлением рекомендованных ОЭСР шагов, совершенствованием профессиональной подготовки кадров и развитием инноваций (к ним мы вернемся позднее).

Другой комплекс мер, которые правительство намерено предпринять, посвящен развитию конкуренции. Как отмечают в ОЭСР, в России предпринимателем видит себя только один из 50 россиян, в то время как в Европе — каждый четвертый. Серьезная проблема — излишнее вмешательство государства. По словам Дмитрия Медведева, правительство намерено сократить избыточное присутствие государства, сделать более прозрачной и более действенной антимонопольную политику, а также заняться



Дмитрий Медведев указал, что стимул для роста российской экономики кроется в повышении ее качества во всех аспектах

поддержкой малого и среднего предпринимательства. Четкий ориентир приватизации наметил первый вице-премьер Игорь Шувалов (см. выше). Поддержать МСБ должны внедряемая федеральная контрактная система (15% по объему контрактов должны доставаться «малышам»), повышение доступности кредитных ресурсов, а также механизм гарантийных фондов, ресурсной базой которого могут стать средства Фонда национального благосостояния. Часть мер заработает уже в скором времени: для новых компаний на Дальнем Востоке и в Сибири будут введены пятилетние налоговые каникулы. В этом же ключе и нашумевшее решение по «заморозке» тарифов естественных монополий. Сейчас планируется внедрить систему общественного контроля за их издержками, провести аудит операционных и капитальных затрат, а также заставить монополистов раскрывать информацию о закупках.

Более долгосрочной, но не менее важной задачей является повышение качества человеческого потенциала. Отрадно, что впервые за долгое время правительство на самом высоком уровне обратило на это внимание. В рамках поставленного президентом поручения по созданию к 2020 году 25 млн высокопроизводительных рабочих мест планируется повысить гибкость рынка труда и трудового законодательства, увеличить мобильность и качество трудовых ресурсов. Для этого государство готово частично взять на себя затраты на переобучение, оплату переезда и адаптацию сокращенных работников; разработать новые профессиональные стандарты и софинансировать часть затрат на повышение квалификации.

Увиденный ОЭСР потенциал России базируется как раз на текущей образовательной и производственной базе, унаследованной еще со времен СССР. Как подчеркнул глава исследовательской организации, обладая мощью в плане технологического развития, Россия должна развивать экономику, основанную на знаниях, то есть развивать производство с большей долей технологий и знаний, увеличивать долю непромышленного сектора.

Это очень важный момент. Время простых решений прошло. Нужны институциональные преобразования. Одним повышением энергоэффективности — то, что лежит на поверхности, — нельзя будет обеспечить выход на устойчивую траекторию роста экономики. Ряд западных экспертов, в частности Джеффри Сакс, который сейчас является



Шувалов: «Фокус будет на качестве роста, а не на ускорении его темпов».

директором Института Земли Колумбийского университета, видит Россию лидером космоса, атомной энергетики, тяжелого машиностроения. Без снятия структурных барьеров Россия обречена прозябать в ловушке средних доходов, выступая в качестве ресурсной базы для более успешных соседей.

По словам первого вице-преьера Игоря Шувалова, Россия свой выбор уже сделала. Во главу угла ставится политика ответственного макроэкономического поведения, разумного расходования резервов и концентрации на вопросах развития институтов. Фокус будет на качестве роста, а не на ускорении его темпов. Пятый Гайдаровский форум стал отличной возможностью для презентации новой стратегии. Советы из экономического обзора ОЭСР по России станут для правительства хорошим ориентиром. Остается надеяться, последующие месяцы покажут, что власть действительно решилась всерьез и надолго перейти от лозунгов и деклараций к конкретным действиям. Тогда, возможно, такие персоны, как Олег Вьюгин, смогут в скором времени изменить свою точку зрения, а вместе с этим вернется в российскую экономику и утраченный предпринимательский дух.



Промышленная сенсация. Правда или подвох?

Объем промпроизводства в декабре подскочил, вытянув годовой показатель на уровень выше нуля

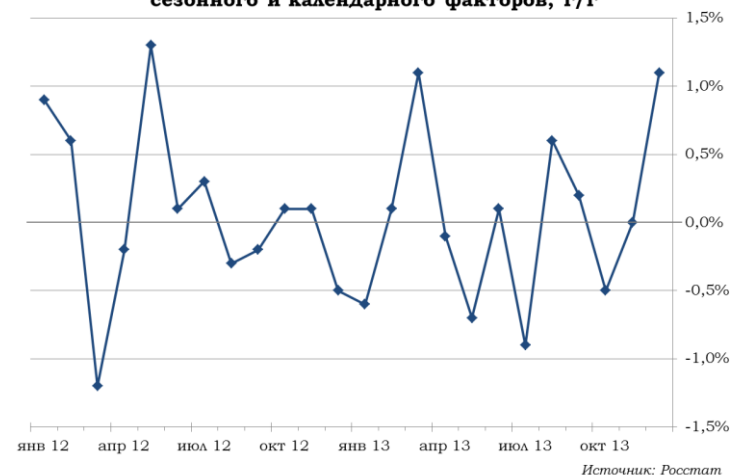
Цифры по объему промпроизводству шокировали. Приятно шокировали. В конце года промышленность вопреки конъюнктурным опросам набрала ход. В итоге финиш оказался не так уж и плох – немного, но все же выше нуля. Даже в обрабатывающих производствах. Разгадка – «игры разума», необъяснимые корректировки в озвученных ранее цифрах за прошлый год.

Компании-респонденты представили уточненные оценки объема промпроизводства за прошлый год. Статистическая служба не успела внести необходимые правки в месячную динамику, что вызвало переполох. К ноябрю прирост выпуска составил целые 4,3%, а к среднемесячному значению предыдущего года с исключением сезонного и календарного факторов – аж 8,4%! К декабрю прошлого года – объем промпроизводства оказался выше на 0,8%, а за весь минувший год – на 0,3%. Неожиданный поворот позволил реализоваться чаяниям главы Минпромторга Дениса Мантурова и главы МЭР Алексея Улюкаева, которые предрекали сохранение показателей прошлого года.

Данные вызвали удивление – средняя рыночная оценка говорила о росте на 0,2% г/г. Индексы предпринимательской уверенности, рассчитываемые Росстатом, зафиксировали ухудшение настроений в обрабатывающих производствах с -5 до -8%. В других сферах баланс оценок Росстата остался неизменным на отрицательной территории. Схожую картину можно было обнаружить и в отчете банка HSBC. Производственный индекс в декабре опустился до минимальных за четыре года отметок, составив 48,8 п. По компонентам ничто не предвещало оживление ситуации: количество невыполненных заказов оказалось на минимуме с июня 2011 года, активного поступления новых заказов не произошло, а склады готовой продукции опустошались слабыми темпами. Опросы, проведенные ИЭП им. Гайдара, не давали поводов ожидать в конце года «прорыва». Данные ЦМАКП также не говорили о выходе промышленности из стагнации. В итоге после столь «ударной» концовки 2013 года в I квартале 2014 года можно ожидать «расплаты» в виде как минимум околонулевых темпов роста.

По данным Росстата декабрьский всплеск стал следствием увеличения добычи

Динамика промышленного производства с исключением сезонного и календарного факторов, г/г

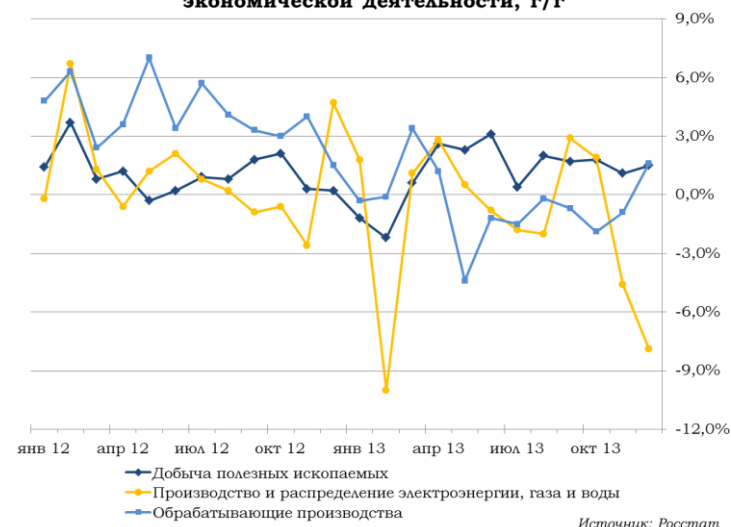


полезных ископаемых (+1,5% г/г) и роста загруженности обрабатывающих производств – впервые с апреля, прирост год к году стал положительным и составил 1,6%. Относительно теплый декабрь привел к уменьшению выпуска в сфере производства и распределения электроэнергии, газа и воды на 7,9%. В итоге за год в сфере добычи полезных ископаемых выпуск увеличился на 1,2%, в обрабатывающей промышленности – на 0,1%, в коммунальной сфере – напротив, уменьшился на 3,5%.

В обрабатывающих производствах в декабре улучшение динамики последовало в химической, металлургической, машиностроительной и легкой промышленности, а также в производстве строительных материалов.

Обрабатывающие отрасли в этом году получили от правительства подарок. Для них и для других промышленных потребителей не будут проиндексированы тарифы на услуги естественных монополий. О том, что власть намерено жестко контролировать ход этого процесса, говорит тот факт, что в РЖД под давлением президента были вынуждены отказаться от мыслей об увеличении тарифов на перевозку нефти и нефтепродуктов. В настоящий момент остается дождаться итогов проведения технологического аудита и оценки обоснованности операционных и капитальных затрат монополистов, что позволит оценить: насколько могут пострадать их инвестпрограммы и насколько болезненным окажется этот удар для экономики. Что касается непосредственно данных по объемам промпроизводства – в этом году мы ждем позитивного отклика на предпринимаемые правительством меры. По нашим оценкам рост объема выпуска в этом году составит 2,5%. Выход из стагнации придется на вторую половину года.

Динамика производства по видам экономической деятельности, г/г



Инвестиции не вытянул и Газпром

Прирост инвестиций в декабре оказался недостаточным для того, чтобы превзойти итоговый результат за 2012 год

Ставка на низкую базу предыдущего года не оправдалась. Значение декабря 2013-го оказалось выше аналогичного за 2012-й год лишь на 0,3%. Суммарно за все двенадцать месяцев — на 0,3% ниже. Схожая ситуация и в строительстве. Объем выполненных работ уменьшился на 1,5%.

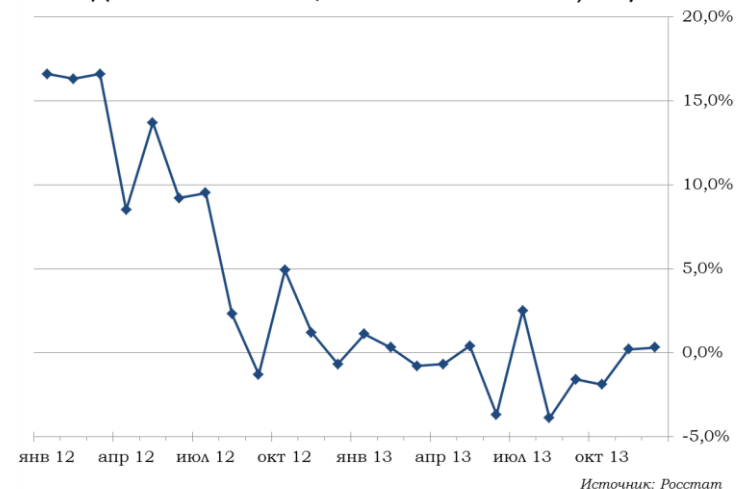
Соперничать с предыдущим годом тяжело: тогда госкомпании и государство охотнее вкладывали деньги, в том числе на знаковые с точки зрения имиджа государства проекты. Сейчас действует «бюджетное правило», монополии после серьезных трат ограничили свои аппетиты, а частный сектор пока дезориентирован. Осенью Газпром по доброй традиции увеличил объем капитальных вложений на 18%, однако это все равно оказалось на 12% ниже значения за предыдущий год.

Конъюнктурные опросы в промышленности свидетельствуют о недостатке собственных средств, которые формируют немногим менее половины инвестиций в основной капитал. Последняя статистика Росстата по-прежнему неутешительна. За 11 месяцев компании заработали на 15,6% меньше в сравнении с аналогичным периодом предыдущего года. Тем не менее, позитивные моменты имеются: доля убыточных организаций за месяц уменьшилась с 29,4% до 28,6%.

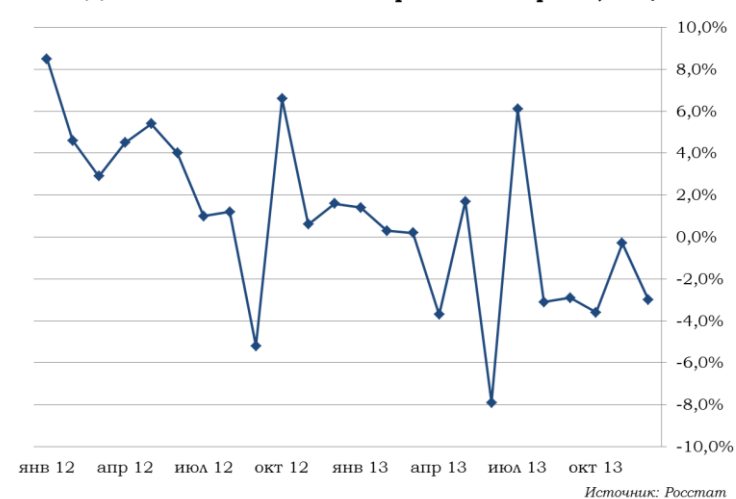
Сложности есть и с финансированием инвестиционных программ из внешних источников. Отток капитала в 2013 году на 14,8% превзошел показатель предыдущего года. Доля валового национального сбережения за этот период сократилась на 2,0%. Банки не наращивают кредитование нефинансовых организаций — за год портфель таких кредитов вырос на 12,7%, как и в прошлом году. Реальные процентные ставки для многих представителей бизнеса остаются неподъемными. На фоне разогнавшейся под конец года инфляции (6,5% за год) и резкого ослабления рубля Банком России едва ли стоит ждать смягчения денежно-кредитной политики ранее III кв. 2014 г.

Компании не торопятся с анонсированием инвестиционных планов. Виной тому — вялый спрос внутри экономики, основной ограничивающий фактор по опросам Росстата. Экономика на мировой арене утратила конкурентоспособность — доля импорта в

Динамика инвестиций в основной капитал, % г/г



Динамика выполненных строительных работ, % г/г



удовлетворении внутреннего спроса растет, а сохранить позиции на внешних рынках становится все сложнее. Ожидание девальвации, которое было реализовано в декабре-январе, и начало переформатирования экономики также выступили факторами снижения инвестиционного спроса. Как следствие — композитный индекс деловой активности в частном секторе от HSBC по итогам января впервые за полгода оказался ниже критической отметки в 50 п., составив 49,6 п. Сигнал о возможной рецессии.

Между тем, мы не склонны драматизировать ситуацию. В первом квартале динамика роста инвестиций сохранит тренд минувшего года, однако начиная со II кв. перейдет в зону позитивных значений и по итогам года составит 4,0%. Помогут низкая база прошлого года, оживление внешнего спроса, а также позитивный эффект от «заморозки» тарифов естественных монополий, который подтянет рентабельность предприятий. Риском в этом прогнозе является усугубление неблагоприятной динамики на внутреннем валютном рынке, которое может во многом нивелировать влияние указанных выше факторов. Однако мы не видим предпосылок для серьезного превышения ведущими валютами вершин февраля. Мы оцениваем характер продаж рубля как чрезмерный на фоне устойчивости цен на нефть и более выигрышных относительно других развивающихся стран кредитных метрик России.



На Новый год без подарков

Традиционного всплеска активности потребителей, характерного для декабря, не случилось

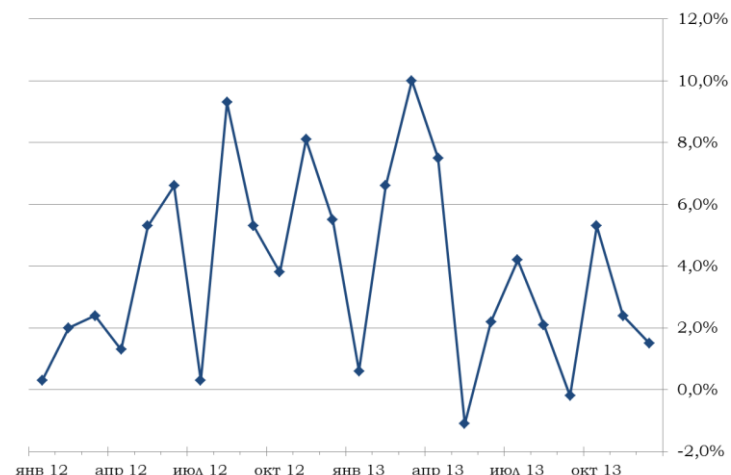
Население не соблазнилось новогодними скидками, а предпочло затянуть пояса. Потребительская лихорадка близка к завершению: банки стали менее охотно выдавать новые кредиты на фоне давления ЦБ и ухудшения дисциплины плательщиков; доходы населения стали медленнее расти. Правительство, заморозившее с начала года не только тарифы естественных монополий, но и индексацию зарплат некоторых групп бюджетников, дало четкий сигнал о том, что *dolce vita* закончилась. Поползла вверх безработица, инфляция оказалась выше прогнозов, ослаб рубль — настроения потребителей ухудшились.

В декабре число безработных выросло на 0,1 млн до 4,2 млн человек, увеличившись к декабрю 2012 года на 9,5%. Уровень безработицы составил 5,6%, что выше на 0,5 п. п. значения предыдущего года. Согласно заявлениям главы МЭР Алексея Улюкаева, в ближайшие месяцы эта тенденция сохранится — уровень безработицы может достичь 6,0%. Правительством провозглашен курс на повышение качества экономики, который предполагает сокращение избыточной рабочей силы, в том числе в моногородах, что уже стало реализовываться в последние месяцы минувшего года. Для смягчения социальных последствий государство возьмет на себя часть затрат на переезд и переобучение работников. В соответствии с последними индексами деловой активности HSBC в частном секторе в недостатке таких обращения к государству не приходится сомневаться: в январе темпы увольнений оказались самыми высокими с октября 2009 года.

На фоне снижения рентабельности тренд на торможение роста реальных располагаемых доходов в декабре сохранился. По итогам 12 месяцев показатель составил 3,3%, что ниже 3,6% за январь-ноябрь. Причина кроется в замедлении темпов роста среднемесячной начисленной заработной платы и доходов от предпринимательской деятельности.

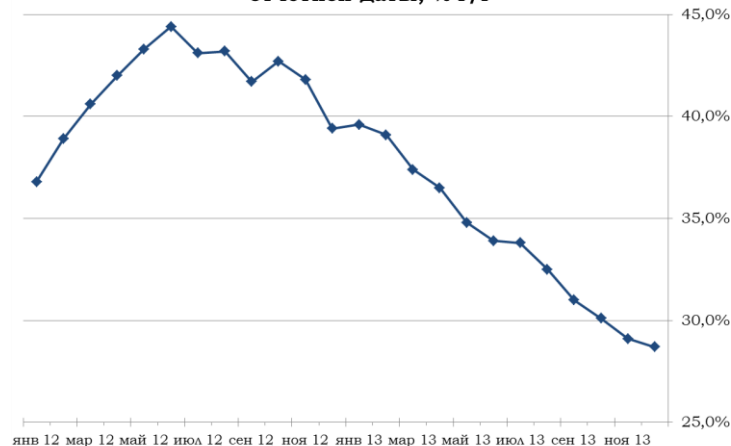
Месячные темпы прироста розничного кредитования в ноябре оказались минимальными за последние три года, составив 1,6%. За год портфель кредитов физическим лицам вырос на 28,7% против 39,4% по итогам 2012 года. На активности

Динамика реальных располагаемых денежных доходов, % г/г



Источник: Росстат

Динамика розничного кредитования за 12 мес. до отчетной даты, % г/г



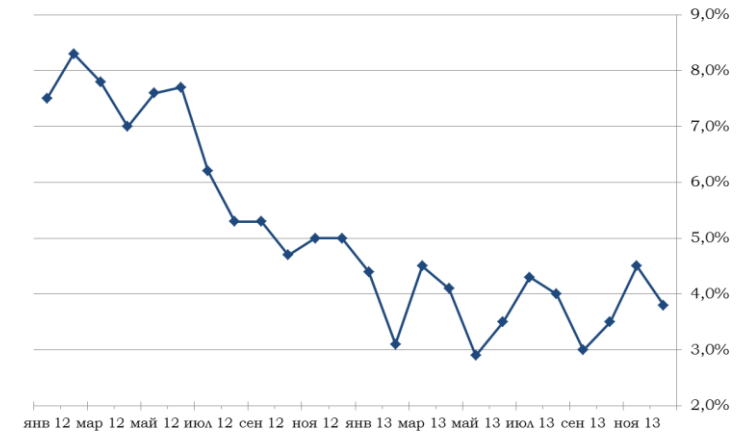
Источник: Росстат



кредитных организаций сказались увеличение Банком России норм резервирования и коэффициентов риска для необеспеченных кредитов (еще более жесткие нормативы вступят в действие с 1 марта). Годовые темпы прироста наиболее рискованных необеспеченных потребительских ссуд на 1 декабря составили 32,6%, минимального за последние два года значения.

Квинтэссенцией всего этого стала стагнация (в годовом сопоставлении) розничных продаж в декабре и небольшое снижение объема платных услуг. За год показатели выросли на 3,9% и 2,1% соответственно, что контрастирует с достигнутыми по итогам позапрошлого года 6,3% и 3,7%. С учетом складывающейся ситуации в экономике выправления динамики следует ожидать не ранее февраля, когда будет проиндексирована на 5,5% трудовая пенсия. Впрочем, к этому моменту в магазинах могут пересмотреть ценники в свете удорожания импорта, что может ограничить покупательскую активность.

Динамика оборота розничной торговли, % г/г



Источник: Росстат



Вовремя, как на заказ

Ослабление национальной валюты в IV квартале облегчило задачу по исполнению государственного бюджета.

Средства, предназначенные для суверенных фондов, в итоге не пришлось бросать на покрытие дефицита. Он оказался ниже прогнозных рамок — лишь 0,5% к ВВП. (В позапрошлом году бюджет был почти сбалансирован). Сложившиеся на начало февраля валютные курсы снимают с повестки дня потенциальные проблемы в текущем году. Фокус смещается на субфедеральный и муниципальный уровни. Финансистам региональных администраций предстоит искать счастья в коридорах Минфина и пытаться понравиться кредиторам.

Согласно предварительным оценкам Федерального казначейства и Минфина, за 2013 год доходы федерального бюджета составили 19,1% ВВП, на 1,4% ниже значения предыдущего года; расходы — 19,6% от ВВП (-1,0%). Доходная часть была исполнена с превышением на 0,9% доходов, предусмотренных законом; в расходной части неиспользованными остались 57 млрд руб. (0,4%).

Показатели исполнения федерального бюджета в январе-августе (млрд руб.)

Показатель	Бюджет на 2013 год № 216-ФЗ от 02.12.2013*	Январь-декабрь	Январь-декабрь	Изменение, в %
		2012 года	2013 года	к 2012
		Исполнение	Предв. оценка	Исполнение
Доходы	12906	12854	13020	1,29%
Нефтегазовые	6472	6453	6533	1,24%
Ненефтегазовые	6434	6401	6487	1,34%
Расходы	13387	12891	13330	3,41%
Обслуживание долга	320	373	360	-3,49%
Непроцентные расходы	13067	12518	12970	3,61%
Профицит (+) / Дефицит (-)	-481	-37	-311	

источник: Минфин РФ

Нефтяная зависимость федерального бюджета осталась высокой — ненефтегазовый дефицит составил 10,1% ВВП, что ниже на 0,4 п. п. показателя за 2012 год. Однако в общей величине доля нефтегазовых доходов возросла, несмотря на снижение средней цены на нефть с 110,5 \$/барр. до 107,9 \$/барр. Основные администраторы доходов —



ФНС, ФТС и Росимущество — справились с задачами, поставленными Федеральным законом о бюджете (ФЗ).

Благодаря меньшему, чем было предусмотрено ФЗ, дефициту, Резервный фонд по итогам 2013 года все же удастся пополнить на 207,6 млрд руб. (Для сравнения: за 2012 год в фонд поступили 713 млрд руб.). Ранее из-за невыполнения прогнозов по приватизации и не столь успешному, как в конце года, исполнению доходной части высказывалась идея направить средства фонда на покрытие дефицита, но не пришлось. За счет переоценки из-за курсовых разниц за год объем фонда увеличился на 261 млрд руб. В результате, как ожидается, его величина возрастет до 3 067 млрд руб. Переоценка средств из-за курсовых разниц пополнит и копилку Фонда национального благосостояния (ФНБ) — на 216 млрд руб. Из-за действия бюджетного правила поступлений в ФНБ не предполагалось. В итоге по результатам года его объем суверенного фонда составил 2 901 млрд руб.

Дефицит федерального бюджета в размере 0,5% от ВВП был профинансирован на 80% за счет внутренних источников и на 20% за счет внешних. В результате объем внешнего долга увеличился на 9,9% до 2,7% ВВП. Настолько же вырос и внутренний долг, который составил сумму, эквивалентную 6,5% ВВП.

Доходы консолидированного бюджета субъектов за 11 месяцев сократились на 1,1% ВВП до 11,8% ВВП. Расходы — лишь на 0,7% ВВП до 11,8% ВВП. Это обусловило сведение к нулю сформированного по итогам 2012 года профицита в размере 0,4% ВВП. Основная причина — снижение поступлений по налогу на прибыль организаций. Иного на фоне падения рентабельности в целом по экономике ждать и не стоило. Согласно предварительным расчетам Минфина, дефицит бюджетов российских регионов составил 673 млрд руб., 1% ВВП. Примечательно, что без привлечения дополнительного финансирования теоретически смогут обойтись лишь пять субъектов РФ из 84. В связи с этим можно ожидать увеличения активности регионов на первичном долговом рынке.

Резервный фонд и Фонд национального благосостояния (млрд руб).

	2012	2013
Фонд национального благосостояния	2691	2901
Резервный фонд	2860	1886

источник: Минфин РФ



Под гнетом ФРС

Усиление оттока капитала и ухудшение сальдо текущего счета платежного баланса создали предпосылки для ослабления рубля

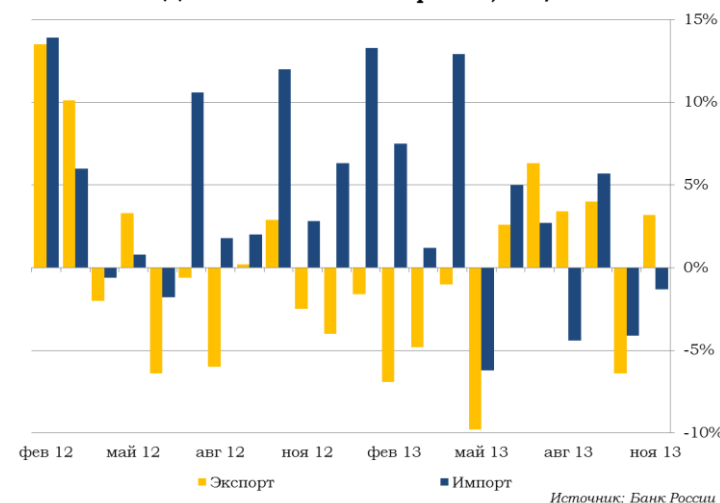
Банк России представил предварительные расчеты платежного баланса за предыдущий год. Тем, кто в ослаблении нацвалюты видел исключительно спекулятивные факторы, пришлось взять свои слова обратно. В IV квартале неблагоприятные тенденции только усугубились. По итогам года чистый отток капитала увеличился с \$54,6 млрд до \$62,7 млрд, в то время как положительное сальдо счета текущих операций сократилось чуть ли не вдвое с \$72,0 млрд до \$33,0 млрд. Закономерным итогом такой динамики стал январский рост стоимости бивалютной корзины на 5,9%.

Причиной такого скачка стало ухудшение отношения глобальных инвесторов к валютам развивающихся стран в контексте сворачивания ФРС программы покупки активов. Невольно против рубля сыграл и Банк России, который пошел на новые шаги по либерализации валютного курса. Для сдерживания ослабления рубля регулятор был вынужден потратить \$15,2 млрд (с учетом валютных переоценок) из золотовалютных резервов, львиную долю показателя за весь год (\$22,1 млрд).

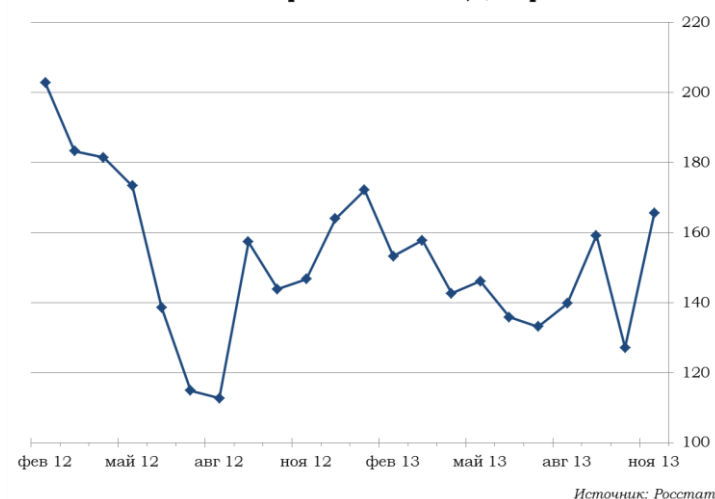
Чистый отток в IV квартале превысил значение за соответствующий период предыдущего года вдвое (\$16,6 млрд против \$8,2 млрд). Винить стоит нефинансовый сектор, который продолжил наращивать зарубежные активы. Соответствующее сальдо операций составило -\$21,5 млрд. Свою лепту внесло и бегство капитала: суммарно статьи «сомнительные операции» и «чистые ошибки и пропуски» были оценены на уровне в -\$9,2 млрд.

В сопоставлении со значением годовой давности ухудшилось в IV квартале и значение текущего счета. Причем это касается не только неторговых, но и торговых потоков. По неторговым операциям дефицит за год усилился в балансе услуг, инвестиционных доходов, текущих трансфертов. Торговый баланс оказался несколько хуже — \$43,3 млрд против \$45,5 млрд из-за снижения величины экспорта на 1,7% при практически неизменной величине импорта. На сокращение экспорта повлияло снижение в стоимостном выражении экспорта нефти и газа при росте его физических объемов на 0,5% (динамика была бы хуже, если бы не резко возросшая за рубежом потребность в российском газе из-за холодной погоды).

Динамика внешней торговли, % г/г



Сальдо торгового баланса, \$ млрд



Согласно ежемесячной статистике Банка России, в ноябре положительное сальдо внешней торговли сложилось на уровне в \$16,5 млрд (второй результат с начала года). Объем экспорта в годовом сопоставлении вырос на 3,2%, в то время как импорт сократился на 1,3%. В декабре профицит снизился до \$14 млрд в результате сокращения экспорта на 1,8% г/г и роста импорта на 4,8% до максимума за год .

По данным таможенной службы, за январь-ноябрь, помимо вялой динамики экспорта энергоносителей, на снижение экспорта повлияло сокращение стоимостного объема вывоза металлов и изделий из них, продовольственных товаров и сельскохозяйственного сырья. В свою очередь в импорте уменьшились поставки минеральных продуктов, а также машин, оборудования и транспортных средств из-за снижения инвестиционного спроса.



Неукротимая инфляция

По итогам минувшего года рост цен оказался за рамками целевого коридора ЦБ.

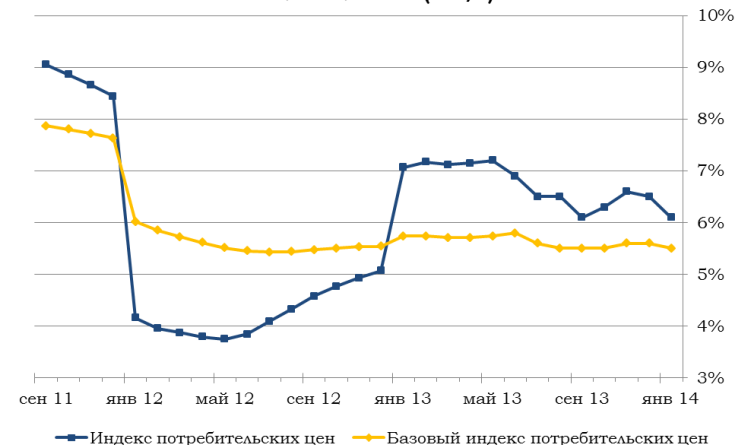
Ростат подтвердил предварительную оценку годовой инфляции в декабре. Максимально допустимое значение было превышено на 0,5%. Большой вины Банка России в этом нет — ключевые факторы ему неподконтрольны. Стоимость услуг ЖКХ — «вотчина» ФСТ, причины фиаско с ценами на продовольствие — действия надзорных инстанций и загадки погоды. Отчасти сыграло свою роль и ослабление национальной валюты, но ЦБ в этом не обвинишь. Он умиряет инфляцию и потому уже не так зорко следит за курсообразованием. Повышение базового индекса потребительских цен представляет проблему: инфляционные ожидания под угрозой. Регулятор это в полной мере осознает, так что смягчения политики в первом полугодии ждать не приходится.

В декабре инфляция составила 0,5% в месячном выражении и 6,5% в годовом. Рост цен подстегнул пересмотр расценок на услуги пассажирского транспорта в преддверии новогодних праздников, а также продолжившееся повышение цен на плодоовощную продукцию. Без фруктов и овощей цены на продовольствие росли умеренными темпами, так же как и цены на непродовольственные товары.

В отдельных категориях продовольствия наблюдалось даже снижение цен. В частности, яйца подешевели на 0,6%, однако по итогам года они дорожали более чем вдвое быстрее, по сравнению с прошлым годом (13,8% против 6,1%). Подобные дезинфляционные моменты были нивелированы более выраженным сезонным повышением цен на молоко и молочную продукцию на 1,6% (в декабре 2012 года — на 0,9%), а также ростом цен на рыбу и морепродукты, который был обусловлен ожиданиями ограничения импорта из Норвегии. Плодоовощная продукция подорожала на 2,8% (в декабре 2012 года — на 2,4%), причем по целому ряду позиций рост цен составил 4,5–10,9%. В группе непродовольственных товаров повышение цен сдержало понижение ценников на бензин на 0,5%. В услугах привычный ход вещей нарушил взлет стоимости проезда в поездах дальнего следования на 14,4–26,9%.

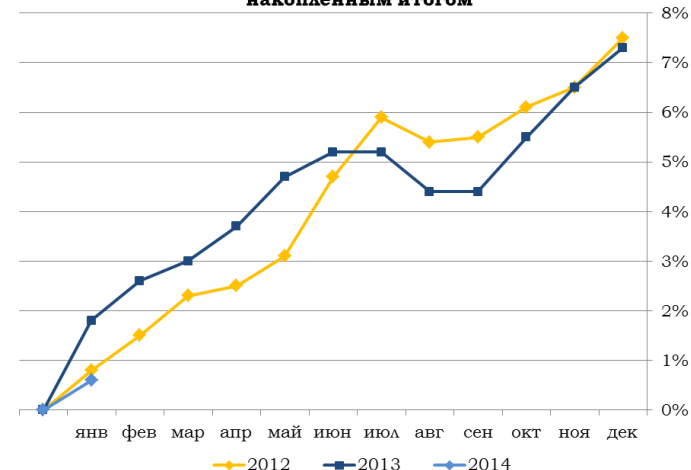
В наступившем году у РЖД подобных возможностей больше не будет. По словам вице-премьера Аркадия Дворковича, железнодорожный монополист будет консультироваться с правительством, прежде чем вводить надбавки к установленным тарифам на грузовые железнодорожные перевозки (канал влияния на потребительскую инфляцию). Исключение

Динамика потребительской инфляции в 2011-2014 гг. (% г/г)



Источник: Росстат

Динамика цен на продовольственные товары накопленным итогом



Источник: Росстат



могут составить только тарифы на перевозку нефти и нефтепродуктов. Пассажирские перевозки будут проиндексированы в январе на 4,55%, что в разы ниже того, что наблюдалось в предыдущие несколько лет. Такая же участь постигнет и другие регулируемые тарифы для населения: они будут повышены по формуле «инфляция минус», то есть с 30%-ой скидкой к 6,5%. Для промышленности тарифы естественных монополий будут заморожены на один год, а в 2015–2016 годах будут повышаться в рамках инфляции.

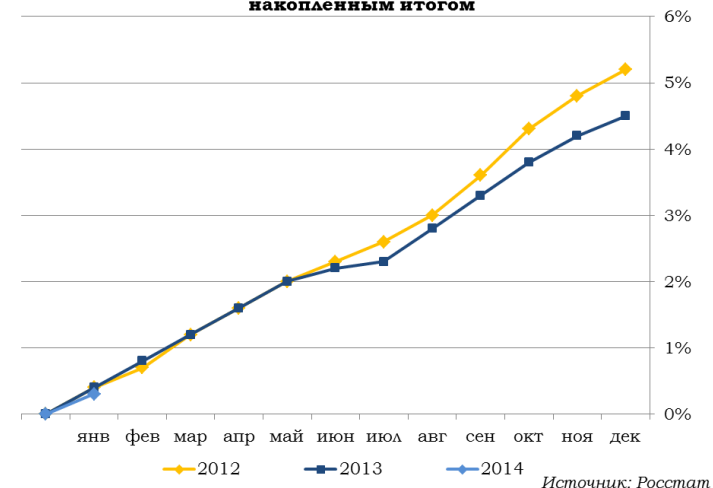
Подобные инициативы должны помочь экономике повысить конкурентоспособность и запустить остановившийся маховик инвестиций. Банку России это позволит уменьшить влияние роста цен на услуги, ценообразование которых носит административный характер. Высокая база минувшего года, а также хороший урожай дают основания полагать, что повышение цен на плодоовощную продукцию не помешает ЦБ двигаться по пути таргетирования инфляции.

Банк России рассчитывает, что в 2014 году ему удастся удержать инфляцию на уровне в 5%, Минэкономразвития ждет от «коллег» большего — 4,8%. Мы же пока склонны занимать позицию скептиков, ожидая, что рост потребительских цен по итогам 2014 года составит 5,5%. Смягчение денежно-кредитной политики, на наш взгляд, произойдет только во втором полугодии. Сопроводительный комментарий к последнему заседанию совета директоров в декабре также указывал, что цели по инфляции будут выполнены во второй половине года.

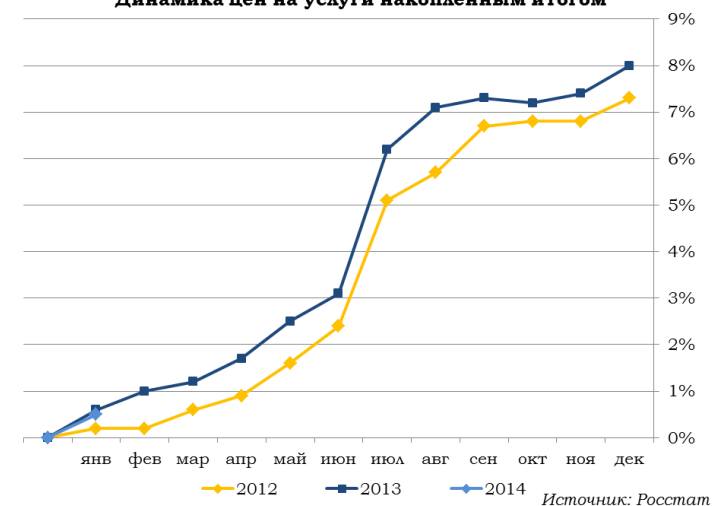
Отчет по инфляции в декабре стал еще одним напоминанием, что идея ослабления Банком России денежно-кредитной политики в обозримом будущем останется нереализованной. Для долгового рынка это не новость: о том, что цель по сдерживанию инфляции в целевом коридоре выполнить не удастся, стало понятно не вчера. В краткосрочной перспективе конъюнктура будет определяться динамикой внутреннего валютного рынка и динамикой базовых доходностей в контексте начавшегося в январе сокращения программы количественного смягчения.

Предыдущий обзор по тенденциям в экономике РФ:
[Экономика в сентябре: по-прежнему на «ручнике»](#).

Динамика цен на непродовольственные товары накопленным итогом



Динамика цен на услуги накопленным итогом



Департамент Аналитики

Павел Василяди Директор Департамента аналитики и риск-менеджмента	Тел. +7 (495) 781 72 97 vpa@ufs-federation.com
Вадим Ведерников Заместитель Директора департамента. Долговой рынок	Тел. +7 (495) 781 02 02 vva@ufs-federation.com
Алексей Козлов Главный аналитик. Рынок акций. Сырьевые рынки	Тел. +7 (495) 781 02 02 kaa@ufs-federation.com
Илья Балакирев Главный аналитик. Рынок акций	Тел. +7 (495) 781 02 02 bia@ufs-federation.com
Анна Милостнова Аналитик. Рынок акций	Тел. +7 (495) 781 02 02 mav@ufs-federation.com
Станислав Савинов Аналитик. Макроэкономика	Тел. +7 (495) 781 02 02 vss@ufs-federation.com
Каролина Беломестнова Помощник аналитика	Тел. +7 (495) 781 02 02 bkv@ufs-federation.com
Дмитрий Мещеряков Переводчик	Тел. +7 (495) 781 02 02 mdv@ufs-federation.com

Департамент торговли и продаж

Алексей Лосев Директор Департамента Торговли и продаж	Тел. +7 (495) 781 73 03 las@ufs-federation.com
Илья Хомяков Начальник отдела Репо	Тел. +7 (495) 781 02 02 him@ufs-federation.com
Николай Полторанов Репо-Треjder	Тел. +7 (495) 781 02 02 pnv@ufs-federation.com
Игорь Ким Управляющий портфелем по акциям	Тел. +7 (495) 781 73 04 kim@ufs-federation.com
Антон Басов Треjder	Тел. +7 (495) 781 02 02 bav@ufs-federation.com
Алексей Куц Сейлз-треjder	Тел. +7 (495) 781 73 01 kam@ufs-federation.com

Брокерское обслуживание

+7 (495) 781 73 00

Фонды совместных инвестиций

+7 (495) 781 73 02

Настоящий обзор предоставлен исключительно в информационном порядке и не является предложением о проведении операций на рынке ценных бумаг, и в частности предложением об их покупке или продаже. Настоящий обзор содержит информацию, полученную из источников, которые ООО «ИК «Ю Эф Эс Финанс» рассматривает в качестве достоверных. Тем не менее ООО «ИК «Ю Эф Эс Финанс», его руководство и сотрудники не могут гарантировать абсолютную точность, полноту и достоверность такой информации и не несут ответственности за возможные потери клиента в связи с ее использованием. Оценки и мнения, представленные в настоящем обзоре, основаны исключительно на заключениях аналитиков компании в отношении анализируемых ценных бумаг и эмитентов. Вознаграждение аналитиков не связано и не зависит от содержания аналитических обзоров, которые они готовят, или от существа даваемых ими рекомендаций. ООО «ИК «Ю Эф Эс Финанс», его руководство и сотрудники могут изменить свое мнение в одностороннем порядке без обязательства специально уведомлять кого-либо о таких изменениях. ООО «ИК «Ю Эф Эс Финанс», его руководство и сотрудники не несут ответственности за инвестиционные решения клиента, основанные на информации, содержащейся в настоящем документе. ООО «ИК «Ю Эф Эс Финанс», его руководство и сотрудники также не несут ответственности за прямые или косвенные потери и/или ущерб, возникший в результате использования клиентом информации или какой-либо ее части при совершении операций с ценными бумагами. ООО «ИК «Ю Эф Эс Финанс» не берет на себя обязательств регулярно обновлять информацию, которая содержится в настоящем документе, или исправлять возможные неточности. Сделки, совершенные в прошлом и упомянутые в настоящем документе, не всегда являются индикативными для определения результатов будущих сделок. На стоимость, цену или величину дохода по ценным бумагам или производным инструментам, упомянутым в настоящем документе, могут оказывать неблагоприятное воздействие колебания обменных курсов валют. Инвестирование в ценные бумаги несет значительный риск, в связи с чем клиенту необходимо проводить собственный анализ рынка и исследование надежности эмитентов до совершения сделок. Настоящий документ не может быть воспроизведен полностью или частично, с него нельзя делать копии, выдержки из него не могут использоваться для каких-либо публикаций без предварительного письменного разрешения ООО «ИК «Ю Эф Эс Финанс». ООО «ИК «Ю Эф Эс Финанс» не несет ответственности за несанкционированные действия третьих лиц, связанные с распространением настоящего обзора или любой его части.

