



**Стратегия на 2014 год
«Без права на ошибку»
Часть I. Макроэкономика**

Декабрь 2013

Оглавление

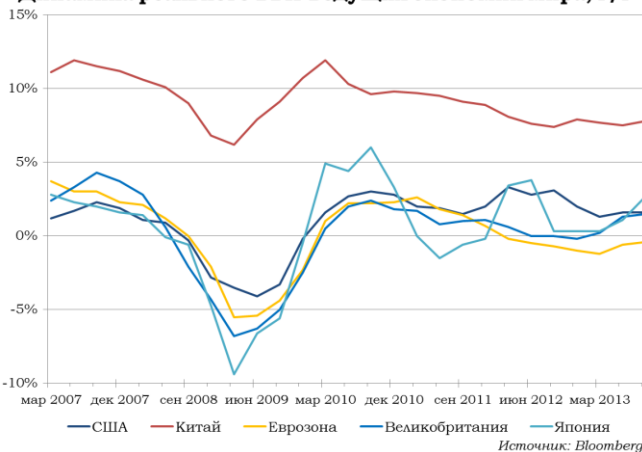
Покидая зону турбулентности: пора отказываться от автопилота	3
Перемен требуют наши дела: без них вновь придется искать оправдания	10
Прощальный марш Бернанке: справится ли с его наследием Йеллен?	14
Командный полукапитализм: вынужденный тюнинг экономики КНР	17
Фристайл по-русски: пошаговая стратегия возвращения конкурентоспособности....	19



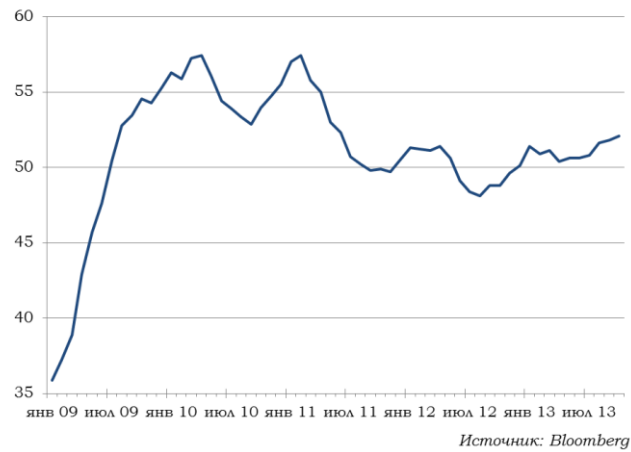
Покидая зону турбулентности: пора отказываться от автопилота

Для мировой экономики следующий год может сложиться чуть более благоприятно, чем уходящий. Развитые страны и в первую очередь США, похоже, выкарабкиваются из трясины низких темпов роста. Из общего ряда выпадет Япония, остаются серьезными риски и в отношении еврозоны. Сохранят бодрый ход экономики развивающихся стран, несмотря на циклическое замедление некоторых и ворох нерешенных структурных проблем других.

Динамика реального ВВП ведущих экономик мира, г/г



Динамика JPMorgan Global PMI Manufacturing, пункты



Сохраняющиеся дисбалансы останутся преградой для реализации имеющихся потенциалов. Однако улучшение настроений бизнеса и потребителей позволяет с большим оптимизмом смотреть в будущее. Накопленный запас прочности и готовность монетарных властей не повторять ошибок, допущенных в годы Великой Депрессии, по всей видимости, приведут к постепенному повышению оборотов. Форсировать этот процесс должны политики. Именно от них зависит судьба дальнейшего развития мировой экономики. Переход на самоподдерживающуюся траекторию роста станет возможным лишь при условии наличия политической воли и взвешенных программ реформирования. Подобный путь предстоит пройти Японии, Китаю и еврозоне. Справедливо это и для США, где на повестке дня — очередное повышение предела госдолга и принятие бюджета на следующий год.

Ключевое значение для экономического развития в мире в следующем году приобретут планы Пекина по переводу экономики на новую модель роста, а также способность американских политиков и ФРС не допустить осечки в восстановлении, как это было под конец 2013 года. Повышение лимита госдолга и принятие федерального бюджета на следующий финансовый год в США являются первостепенными задачами, которые предстоит решить. Без политического шоу не обойтись. Однако предстоящие выборы в Конгресс и падение рейтингов после shutdown сделают

Уровень безработицы в США, %



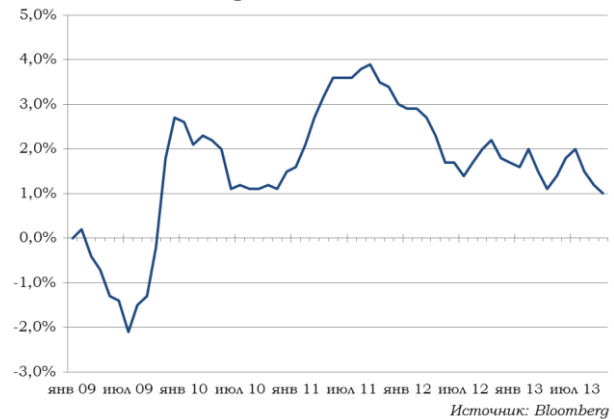
республиканцев более сговорчивыми. Меньших уступок стоит ожидать в отношении расходов бюджета, однако трения вряд ли приведут к значительному секвестру — его бремя окажется довольно болезненным и пустит насмарку труды ФРС.

С другой стороны и сам Федрезерв, связанный по рукам и ногам фискальной неопределенностью, должен проделать непростую работу. Ему предстоит убедить участников рынка, что сокращение нетрадиционных стимулов не станет предвестником подъема ключевой ставки. Повышение эффективности политики коммуникации и сохранение доверия к политике ФРС при нормализации денежно-кредитной политики позволят не допустить чрезмерного роста ставок на долговом рынке. В отсутствие бюджетного тормоза это позволит экономике сделать свое дело — придать новый импульс посткризисному восстановлению за счет умеренного улучшения условий потребительского спроса и отложенных инвестиций в основной капитал. В этом случае экономика справится и с постепенным сворачиванием количественного смягчения и с министрессом на финансовых рынках.

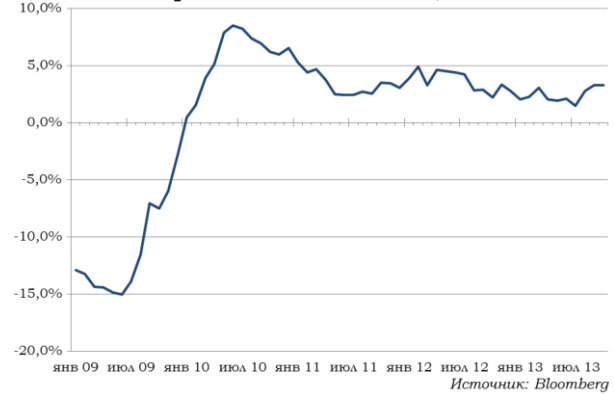
Китайские власти будут действовать в противоположном ключе. Необходимо выстраивание барьеров для капитальных инвестиций в инфраструктуру и дальнейшего наращивания кредитования. Со стороны Народного Банка Китая можно ожидать очередных «исчезновений» на денежном рынке и ужесточения монетарной политики в случае, если инфляция закрепится выше целевого ориентира. Правительство же будет использовать регулятивные меры и задействовать ручные методы управления.

Отдача от инвестиций достигла предела и сокращается, прежних потребностей в них уже нет: производственные мощности стали избыточны. На рынке недвижимости

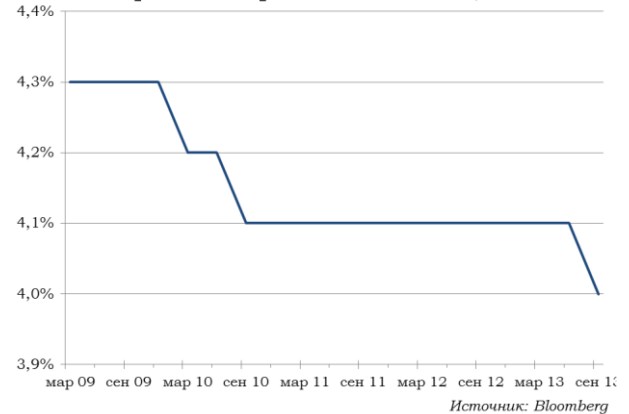
Динамика потребительских цен в США, %



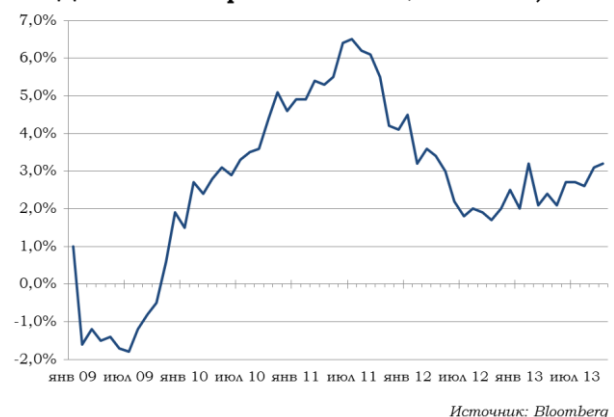
Динамика объема промышленного производства США г/г, %



Уровень безработицы в Китае, %

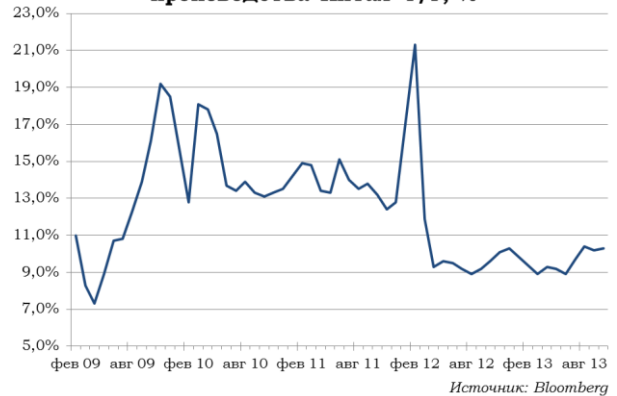


Динамика потребительских цен в Китае, %



продолжил назревать пузырь. Закредитованность местных органов власти и госкомпаний на пороге потери управляемости. Дальнейшее повышение объема «плохих» кредитов будет чревато, риск инфицирования банковской системы весом, что неизбежно скажется на динамике ВВП. В подобных условиях у Пекина не остается иного выбора, кроме как поторопиться с ребалансировкой второй по величине экономики мира, сместив фокус на внутреннее потребление.

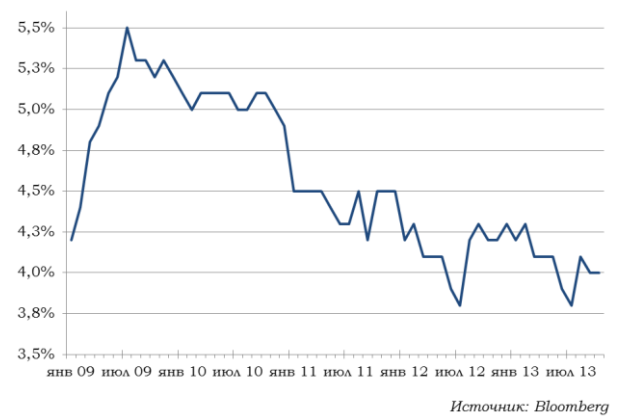
Динамика объема промышленного производства Китая г/г, %



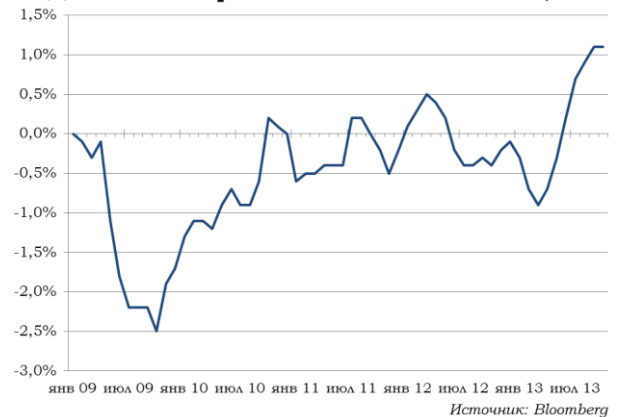
На третьем пленуме ЦК Компартии 18-го созыва в ноябре были обрисованы контуры будущей модели экономики Поднебесной, в которой роль рынков будет расти при сохранении доминирования государства. Партийные функционеры обязались к 2020 году решить 60 задач, которые позволят сохранить достаточные для социальной стабильности темпы роста и повысить их качественную составляющую. Платой за предпринимаемые шаги станет неизбежное охлаждение экономической активности. Тем не менее, Пекину вполне по силам сделать процесс перехода на новые рельсы полностью управляемым. При необходимости могут быть задействованы меры точной настройки, которые успешно применялись в 2013 году.

Схожие проблемы предстоит решить и в Японии. В рамках борьбы с раздутой расходной частью бюджета в марте следующего года пройдет очередной раунд повышения налога с продаж с 5 до 8%. Для смягчения удара по потребительским расходам в декабре должен быть разработан пакет стимулирующих мер, который отчасти компенсирует этот негативный эффект. Результат предпринимаемых контрмер пока не ясен: остается много неизвестных в устойчивости достижений политики кабинета министров Синдзо Абэ. Резкая девальвация национальной валюты подавила дефляцию и способствовала улучшению динамики экспорта. В то же время слабая йена дала и противоположный эффект, повысив стоимость импорта, что в итоге привело к расширению дефицита внешней торговли. Проблемной зоной остается и динамика зарплат. При увеличении фискальной нагрузки без соответствующего роста доходов может пострадать потребительский спрос, а это

Уровень безработицы в Японии, %



Динамика потребительских цен в Японии, %



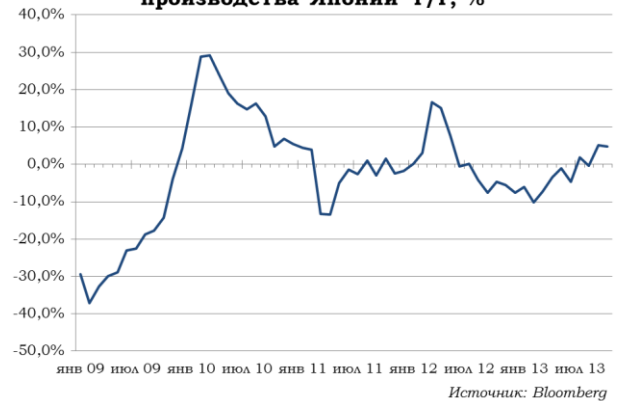
грозит срывом траектории восстановления и выполнением планов по выведению инфляции к 2%-му ориентиру в 2014-2015 годы.

В следующем году для достойного ответа на этот вызов предстоит подобрать верный ключ. Также правительству Страны восходящего солнца необходимо будет решить и другие задачи. Взять пример с Банка Японии и перейти от слов к делу в проведении структурных реформ. Только так в среднесрочной перспективе можно будет нормализовать высокую долговую нагрузку государства, удержать реальные располагаемые доходы населения от сокращения, поддержать бизнес в его стремлении активно расширять производство. Без конкретных шагов в этом направлении под угрозой окажутся восстановленное доверие и стабильность на финансовых рынках. Предстоит сделать немало — несмотря на обилие средств в банковской системе и комфортные условия на финансовых рынках, механизм кредитования в экономике пока «барахлит». На выручку готов прийти центральный банк, который продолжит ходить по острию бритвы, проводя довольно агрессивную политику.

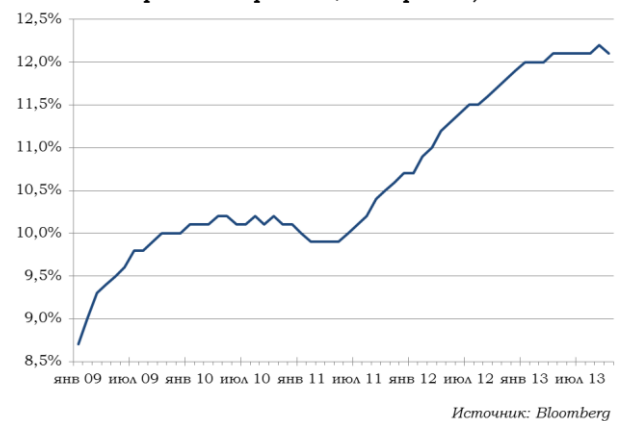
Схожие проблемы с кредитным мультипликатором присутствуют и в экономическом блоке Старого Света. Рост оптимизма в бизнес-среде пока не ретранслировался в оживление кредитования. Вместе с падением ликвидности в банковском секторе, с его сомнамбулическим состоянием и предполагаемым отходом ФРС от сверхстимулирующей политики это заставляет ЕЦБ готовиться к смягчению монетарной политики. В арсенале средств — понижение дисконтной ставки, обнуление ключевой, проведение новых раундов LTRO и запуск своей версии программы количественного смягчения. Все это на фоне усилившихся рисков дефляции и шаткого восстановления экономики.

Барьерами для ускорения экономики остается обязанность периферийных стран завершить программы экономии бюджетных средств и стабилизации долговой нагрузки, а также необходимость новых шагов по интеграции экономического пространства. В 2014 году ожидается окончательное

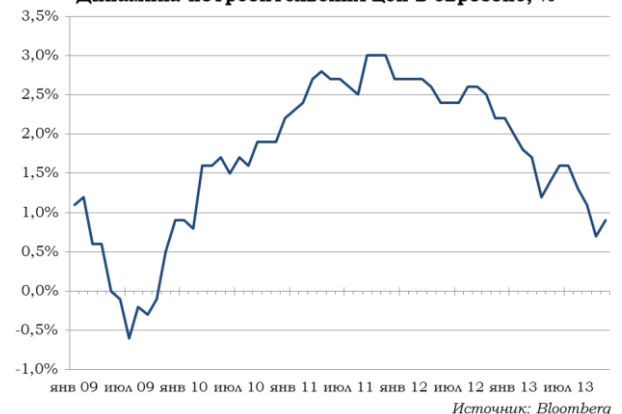
Динамика объема промышленного производства Японии г/г, %



Уровень безработицы в еврозоне, %



Динамика потребительских цен в еврозоне, %

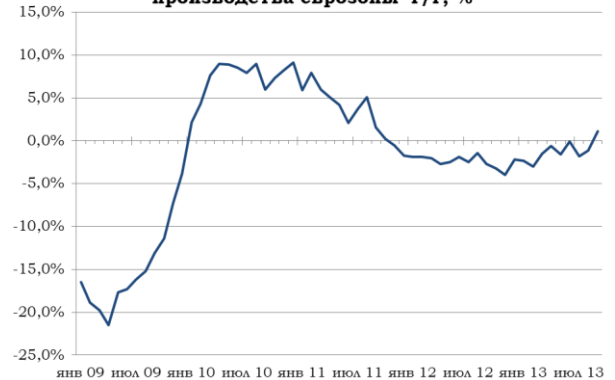


оформление банковского союза и проведение нового раунда стресс-тестов банков. Это улучшит трансмиссионный механизм денежно-кредитной политики и нормализует работу денежных рынков. Постепенное устранение дисбалансов повысит конкурентоспособность проблемных стран и спустя какое-то время позволит приступить к борьбе с высоким уровнем безработицы и за восстановление частного спроса. Впрочем, остается риск, что темпы восстановления так и не выйдут на высокую траекторию, чтобы стабилизировать госфинансы. Это поставит лидеров еврозоны перед непростым выбором — продолжить фискальную консолидацию или все же несколько отпустить вожжи и отложить момент окончательного нивелирования дисбалансов.

В Великобритании повышение конкурентоспособности уже позади благодаря использованию проверенного метода — ослабления национальной валюты. Экономика набрала приличный ход и готова продолжить пожинать плоды предпринятых ранее действий правительства и Банка Англии. Как и в случае с ФРС, ключевой задачей перед последним станет управление ожиданиями в отношении дальнейшего курса монетарной политики. Обозначенный в качестве целевого ориентир по безработице — 7% — может быть достигнут раньше сроков, что, вполне вероятно, поставит под сомнение доверие к политике Центробанка. Впрочем, наличие избыточных мощностей в экономике сохраняет пространство для маневров и время для поиска выхода из затруднительного положения, пока экономика по всем фронтам увеличивает обороты.

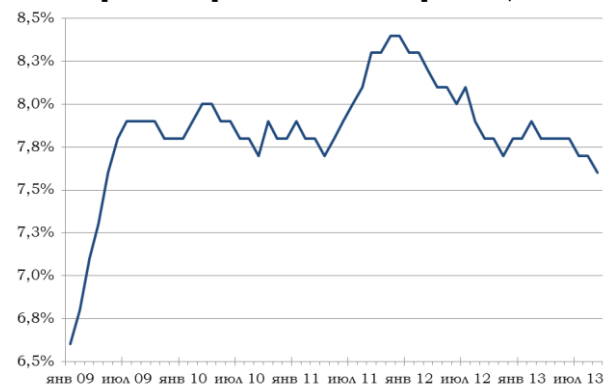
Развивающиеся страны, в том числе и Россия, окажутся в заложниках у ФРС. Сокращение объемов стимулирования спровоцирует новый раунд репатриации капитала, что вызовет давление на финансовых рынках и ослабление

Динамика объема промышленного производства еврозоны г/г, %



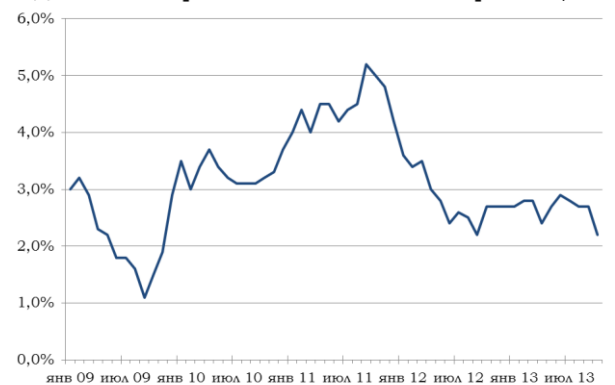
Источник: Bloomberg

Уровень безработицы в Великобритании, %



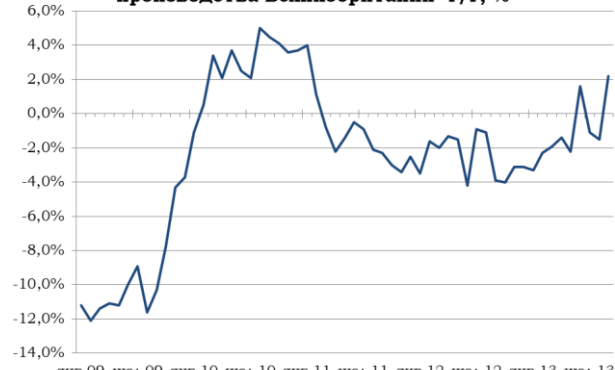
Источник: Bloomberg

Динамика потребительских цен в Великобритании, %



Источник: Bloomberg

Динамика объема промышленного производства Великобритании г/г, %



Источник: Bloomberg



национальных валют. Нечто похожее можно было наблюдать летом, после выступления главы Федерезерва Бена Бернанке, когда тот наметил сроки выхода из программы количественного смягчения. На наш взгляд, после негативной реакции рынков и неверно истолкованных посылов ФРС представленный в качестве финальной точки в QE3 ориентир, окончание первого полугодия 2014 года, будет перенесен на конец года. В этом случае при улучшении политики коммуникации ФРС последствия перехода к традиционной денежно-кредитной политике вызовут умеренное по силе воздействие на рынки и экономики развивающихся стран. У центральных банков и правительств будет возможность предусмотреть меры для уменьшения влияния спровоцированных извне колебаний и создать базу для сохранения темпов роста, занявшись решением внутренних проблем. Увы, подобная ситуация неизбежна и для России. Первые шаги в этом направлении сделаны. (Подробнее об этом – см. ниже).

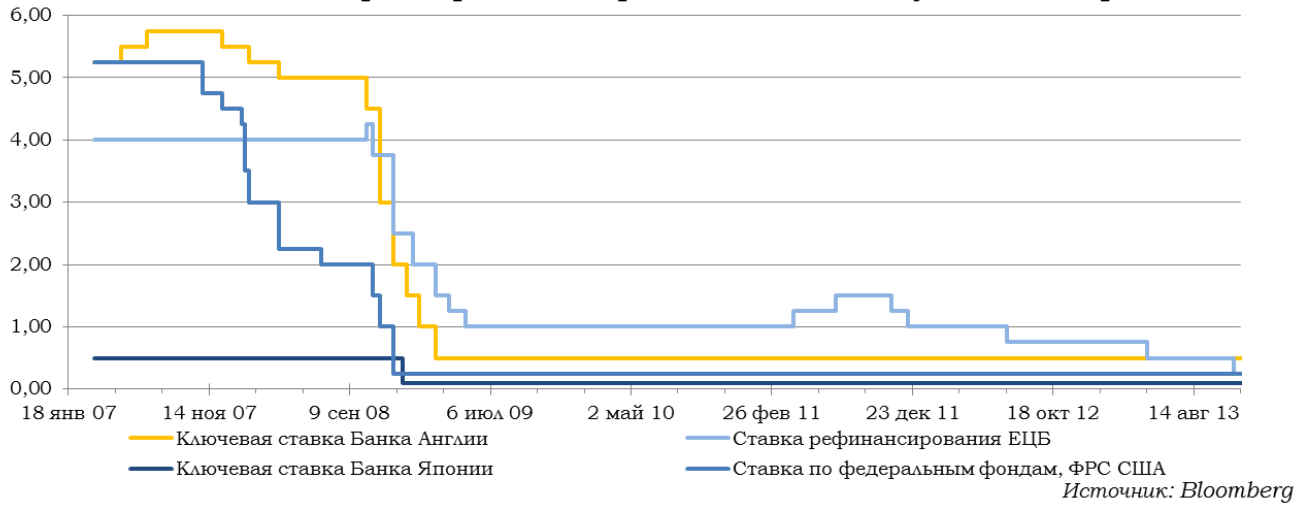
Резюмируя вышесказанное, мы не ждем серьезного улучшения динамики мировой экономики и акцентируем внимание на действиях политиков. Права на ошибку у них уже нет. Монетарные власти вынуждены задуматься о скором начале стратегий выхода из сверхстимулирующих программ. Роль пионера вновь возьмет на себя ФРС. В дальнейшем, уже в последующие годы, эту тенденцию подхватят и остальные ведущие банки, включая ЕЦБ, который готов перейти Рубикон и задействовать арсенал нетрадиционных средств. Риски сохранения текущих параметров монетарной политики продолжат расти и со временем превьсят выгоду, которые они пока дают. К этому моменту политики должны преобразовать институциональный ландшафт, позволив бизнесу и домохозяйствам перестать мыслить кризисными категориями. Иначе текущее восстановление оптимизма станет лишь отражением отложенного спроса, что вернет угрозу вхождения в новую зону турбулентности.

Прогнозы динамики роста мировой экономики и денежно-кредитной политики ведущих ЦБ на следующий год от UFS IC:

Страна	III кв. 2013 г/г	2013П	2014П
Мировая экономика	-	2,9%	3,2%
США	1,6%	1,8%	2,2%
Китай	7,8%	7,3%	7,1%
Япония	2,7%	1,8%	1,4%
Еврозона	-0,4%	-0,3%	0,3%
Великобритания	1,5%	1,7%	2,3%



Ключевые параметры монетарной политики ведущих ЦБ мира

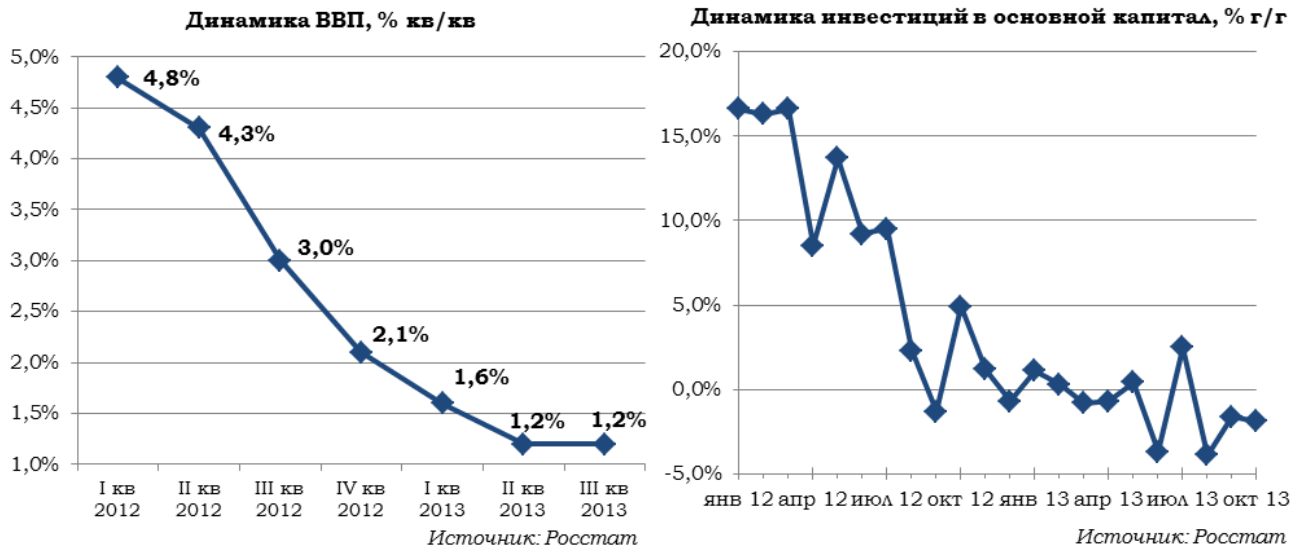


	наст. вр.	I п 2014П	II п 2014П
ФРС: ставка по федеральным фондам, %	0-0,25	0-0,25	0-0,25
ЕЦБ: ключевая ставка по операциям рефинансирования, %	0,25	0,25	0,25
Банк Англии: учетная ставка, %	0,5	0,5	0,5
Банк Японии: % ставка по избыточным резервам банков	0-0,1	0-0,1	0-0,1
ФРС: ставка по федеральным фондам, %	0-0,25	0-0,25	0-0,25
ЕЦБ: ключевая ставка по операциям рефинансирования, %	0,25	0,25	0,25



Перемен требуют наши дела: без них вновь придется искать оправдания

Следующий год для российской экономики не станет годом прорыва. Скорее, при благоприятном стечении обстоятельств 2014 год может заложить основу для будущего ускорения. Но прежде чем эта перестройка будет завершена, российской экономике предстоит пройти полосу непростых испытаний.



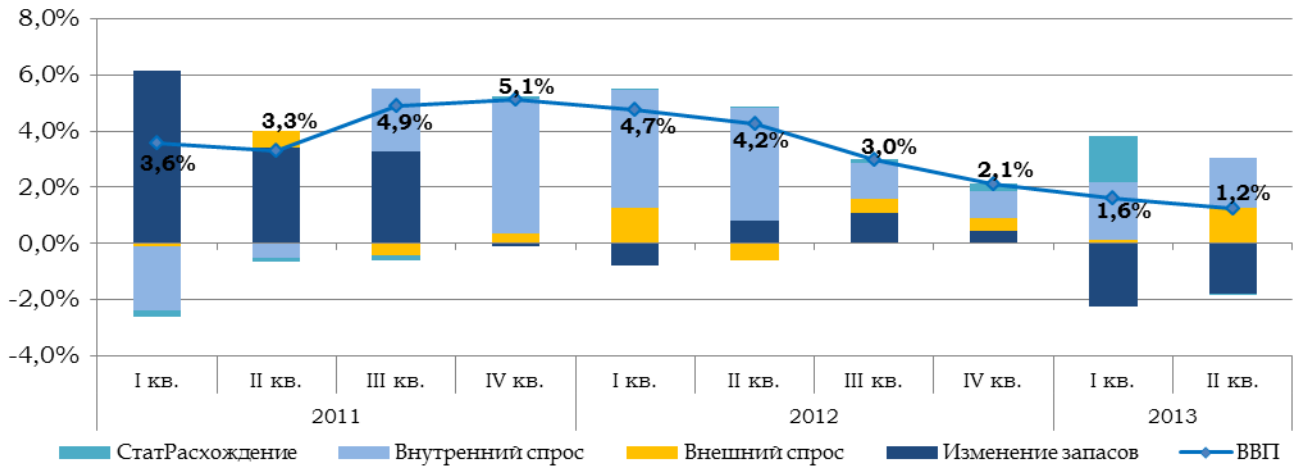
Вновь, как и прежде, многое будет определяться состоянием товарных рынков и условиями основных торговых партнеров. Внешняя торговля, как и потребительский сектор, возьмет на себя роль тягача ВВП. Последний будет играть уже меньшую роль в свете взятого курса на ограничение издержек и повышение конкурентоспособности экономики. «Замораживание» тарифов для предприятий — решение в том же ключе, которое даст благотворный эффект, но в то же время грозит проседанием инвестиций.

На поприще возрождения инвестиций работы у правительства — непочатый край. С госмонополиями придется действовать методом «кнута и пряника». Нельзя обойти вниманием и улучшение бизнес-климата. Здесь очень много нерешенных задач, и дело не только в рейтинге Doing business. Частные инвестиции по-прежнему не идут, а бюджет в связи с «бюджетным правилом» уже не может выступать в роли «спасителя». Без изменения институциональной среды, эффект от которого проявится с лагом, останется лишь уповать на устойчивость спроса на наши энергоносители за рубежом и эффект низкой базы.

Последнее не стоит сбрасывать со счетов, ведь этот фактор нам и поможет. Приостановка корректировки запасов приведет к выходу промышленности из стагнации и создаст платформу для оживления инвестиций. Главное, чтобы к этому моменту для них появился «зеленый свет». Иначе Центральный банк будет вынужден вновь констатировать наличие разрыва между фактическим и потенциальным выпуском, а ведомствам, отвечающим за экономику, придется отказаться от чересчур радужных ожиданий.



Динамика изменения вклада компонентов спроса в прирост ВВП, % кв/кв



Итак, ключевые моменты — это нулевая индексация тарифов для предприятий, новый бюджет, курс на инфляционное таргетирование и другие шаги, которые будут нацелены на смену сложившейся структуры экономики. Прежняя модель, от которой теперь в срочном порядке приходится отказываться, опиралась на рост потребления за счет индексации зарплат и социальных пособий. Нагрузка на реальный сектор стала чрезмерной: рост располагаемых доходов населения ретранслировался в рост импорта и инфляции, что в конечном итоге практически остановило ход экономики. Как и в целом ряде других стран, в российской экономике многое будет определяться эффективностью и своевременностью предпринимаемых политиками решений. В качестве поддержки выступит естественный стабилизатор — ослабление курса национальной валюты. Помимо этого — траты на инфраструктуру из фонда национального благосостояния, целесообразность которых в среднесрочном временном горизонте еще предстоит оценить.



Прогнозы UFS IC по основным макроэкономическим показателям России на следующий год:

Национальные счета	2009	2010	2011	2012	2013П*	2014П*
Реальный ВВП РФ, % изм.	-7,8	4,5	4,3	3,4	1,4	2,0
Реальный объем промышленного производства, % изм.	-9,3	8,2	4,7	2,6	0,5	2,5
Инвестиции в осн. капитал, % изм.	-15,7	6,0	10,8	6,6	1,3	4,0
Потребительский сектор	2009	2010	2011	2012	2013П*	2014П*
Уровень безработицы, %	8,3	7,3	6,5	5,5	5,5	5,7
Реальные располагаемые денежные доходы населения, % изм.	3,0	5,9	0,5	4,4	3,0	2,5
Инфляция	2009	2010	2011	2012	2013П*	2014П*
Индекс потребительских цен, % изм.	8,8	8,8	6,1	6,6	6,2	5,5
Индекс цен производителей, % изм.	13,9	16,7	12,0	5,1	4,5	5,0
Платежный баланс	2009	2010	2011	2012	2013П*	2014П*
Экспорт, млрд долл.	297,2	392,7	515,4	528,0	515,0	525,0
Импорт, млрд долл.	183,9	245,7	318,6	335,7	360,0	385,0
Торговый баланс, млрд долл.	113,2	147,0	196,9	192,3	155,0	140,0
Счет текущих операций, млрд. долл.	50,4	67,5	97,3	71,4	45,0	35,0
ЗВР, млрд долл.	439,5	479,4	498,7	537,6	515,0	525,0
Отток (-)/приток (+) капитала, млрд долл.	-56,1	-34,4	-80,5	-56,8	-55,0	-30,0



Бюджет	2009	2010	2011	2012	2013П*	2014П*
Исполнение бюджета, % ВВП	-5,9	-3,9	0,8	-0,1	-0,8	-0,7
Внешний долг	2009	2010	2011	2012	2013П*	2014П*
Внешний долг, млрд долл.	538,9	488,9	545,2	637,8	725,0	780,0
Корпоративный внешний долг, млрд долл.	448,3	421,3	442,4	500,7	628,5	670,0
Государственный внешний долг, млрд долл.	29,5	31,3	34,5	33,2	40,0	55,0
Государственный долг, % ВВП	8,3	7,9	8,3	12,2	12,8	13,5
Обменный курс	2009	2010	2011	2012	2013П*	2014П*
Доллар США, руб.	30,0	30,5	32,1	30,5	33,0	33,0
Евро, руб.	43,3	40,8	41,7	40,3	46,0	46,0
Бивалютная корзина, руб.	36,0	35,2	36,5	35,0	38,8	38,8



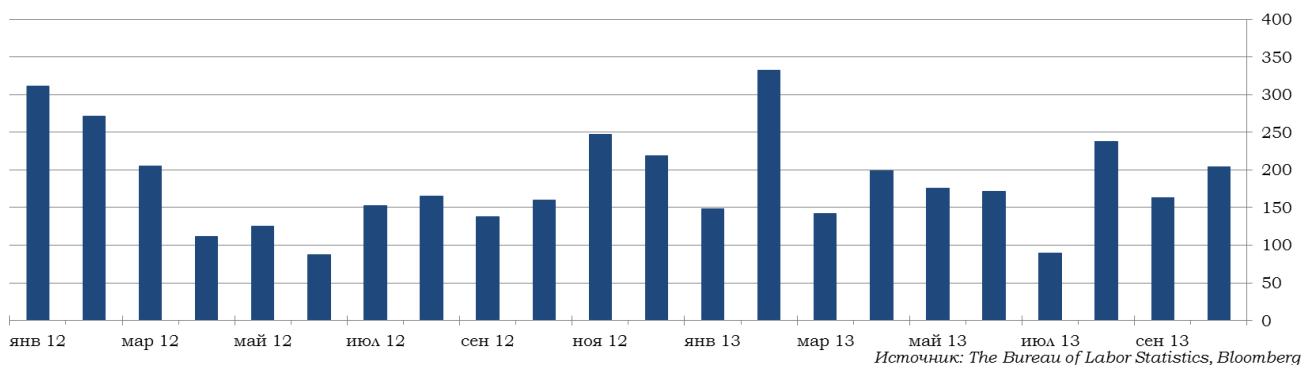
Прощальный марш Бернанке: справится ли с его наследием Йеллен?

В следующем году в ФРС сменится рулевой. Бен Бернанке исполнит свое желание вернуться к научной деятельности уже в феврале. Кресло главы ФРС займет его давняя соратница Джаннет Йеллен. В отличие от Марио Драги, который придал больше гибкости консервативному ЕЦБ, от нынешнего вице-президента ФРС не стоит ждать революций. Пост будет передан в надежные руки. Госпожа Йеллен за счет авторитета постарается уловить эмоции рынков и подгадать нужный момент для поэтапного сворачивания программы QE3. На наш взгляд, обозначенные сроки придется подвинуть. Глобальные инвесторы пока еще до конца не верят, что за сокращением покупок активов не последует повышение ключевой ставки. Учет в ФРС и допущенные летом ошибки. Окончание первого этапа exit strategy будет передвинуто на конец года. А вот начало может быть положено и в этом году — при совпадении целого ряда условий.

Несмотря на замедление экономики в IV квартале из-за влияния shutdown, старт tapering может произойти в декабре. Протоколы к последнему заседанию ФРС показали, что инфляция уже не беспокоит Федрезерв. Ставки на долговом рынке вернулись к более комфортным для комитета значениям. Фактор встречного ветра от действий политиков уже не воспринимается всерьез. Уверенность домохозяйств пострадала, но не привела к снижению их расходов, в то время как восстановление рынка жилья продолжилось, а бизнес продолжил инвестировать. Все согласуется со сценарием ФРС.

Еще один сильный отчет по рынку труда, и дело в шляпе? Вполне возможно. Вопрос лишь в том, уверены ли в Федрезерве, что инвесторы стали лучше улавливать посылаемые им сигналы. Судя по динамике долгового рынка, прогресс есть. Так что заседание в декабре может быть очень жарким. Судя по обсуждению проблемы улучшения политики коммуникации, сомнения еще есть. Однако затрагивание вопроса о том, как «подстелить соломку» при начале tapering, говорит о том, что оно уже совсем близко.

Число созданных рабочих мест вне сельскохозяйственного сектора, тыс.

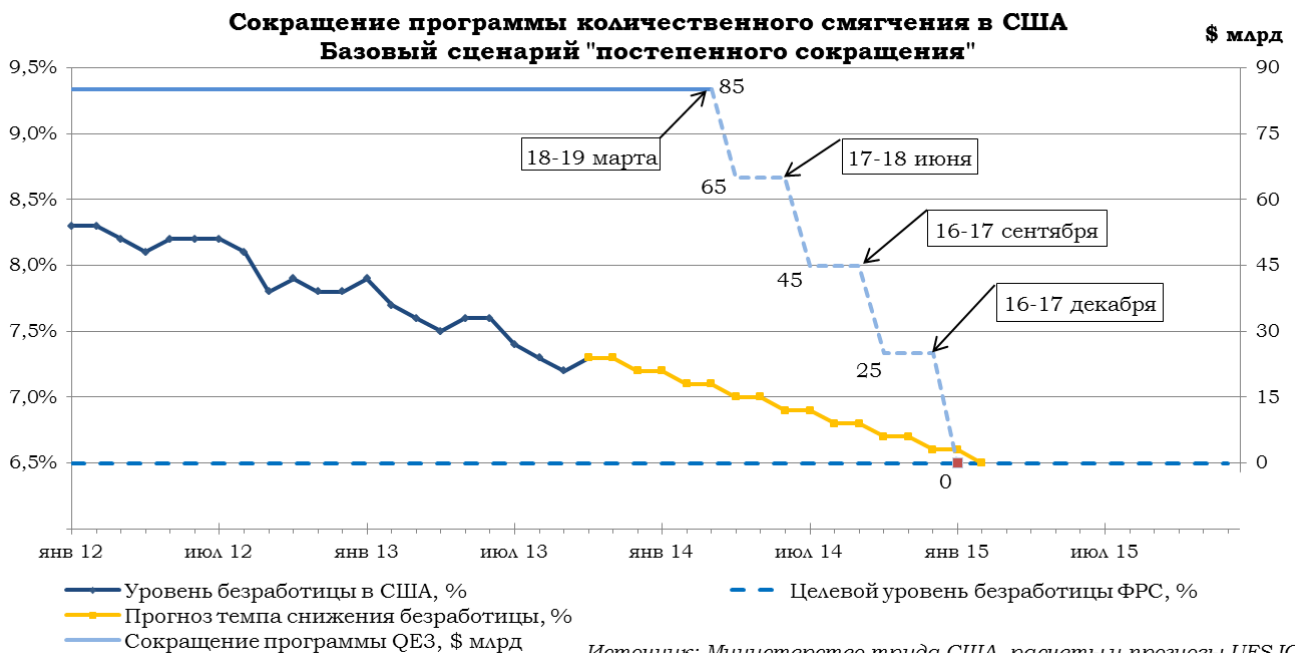


Наш базовый сценарий предполагает, что ФРС начнет уменьшение покупок активов в марте и завершит его в декабре. Первый шаг может быть сделан и до нового года, однако его объем не превысит, на наш взгляд, \$5-10 млрд. Воспринимать это следует



лишь как сигнал, что ФРС беспокоит потенциальная потеря доверия. Доллар все еще остается резервной валютой, и утрата подобного статуса не входит в интересы США. Если догадка насчет итогов заседания в этом декабре будет верна, то вместо четырех траншей сокращения QE3 будет пять. Рубить с плеча комитет не станет, равномерно распределяя усилия на тормозную гашетку.

Наиболее оптимальным сроком для завершения программы QE3 представляется конец года. Один из функционеров ФРС, Чарльз Эванс, посчитал, что с момента начала третьего раунда количественного смягчения баланс Центробанка увеличится на \$1,5 трлн. С учетом уже выкупленных бумаг почти на \$1 трлн и ежемесячного объема покупок в размере \$85 млрд получается, что к обозначенному ранее ориентиру, концу первого полугодия, ФРС должна почти одновременно ее завершить. Но для рынков это будет серьезным ударом, от которого они могут нескоро оправиться. А поддержание финансовой стабильности — с недавних пор неофициальный мандат. Поэтому, указывая на недостаточную силу экономики в конце 2013 года, ФРС в конечном итоге озвучит новое «расписание» или будет ему неформально следовать, определяя, как резать выкуп активов, с учетом готовности рынков и экономики.

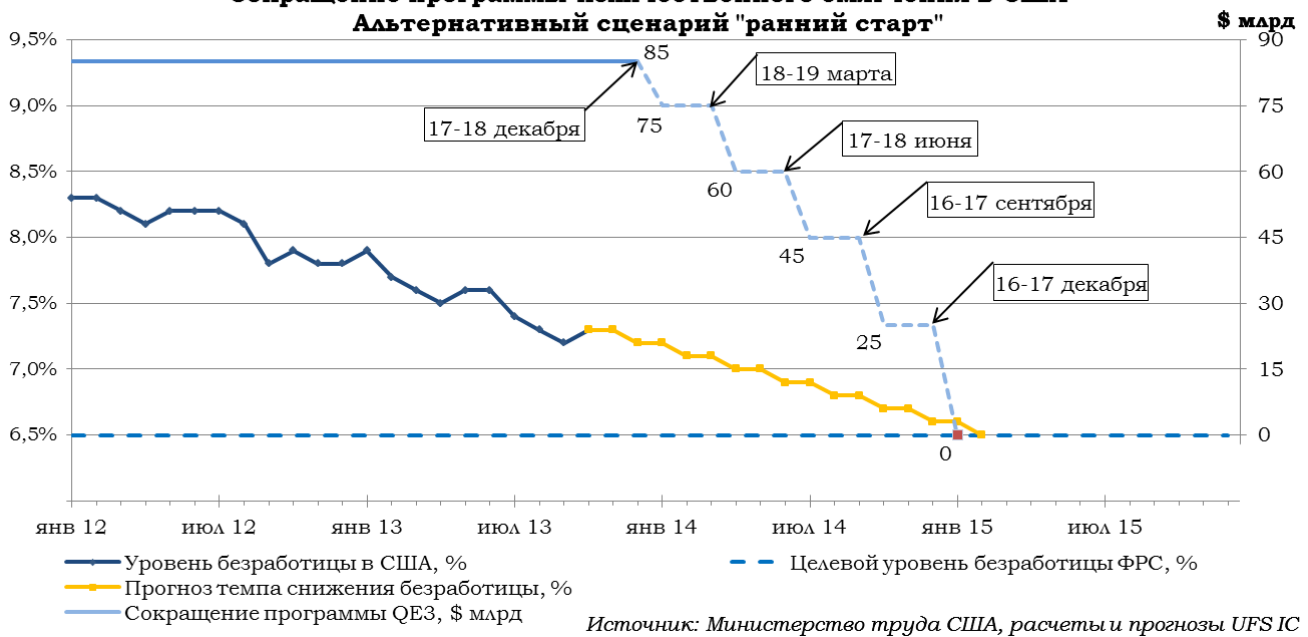


Параллельно Йеллен и сотоварищи продолжают упражняться в красноречии, донося мысль (forward guidance), что околонулевые ставки — это надолго. Достижение ориентира по безработице в 6,5% введет комитет в режим ожидания. Зеленый свет ужесточению будет дан лишь после улучшения динамики дополнительных индикаторов рынка труда, хотя могут быть введены и какие-то временные ориентиры. Сейчас снижение безработицы идет за счет сокращения рабочей силы. Многие американцы бросают бесплодные поиски и перестают значиться на бирже труда. Возможно, что, лишь когда этот показатель оттолкнется вверх от 30-летних минимумов, ставка по федеральным фондам начнет подниматься к более приемлемым уровням.



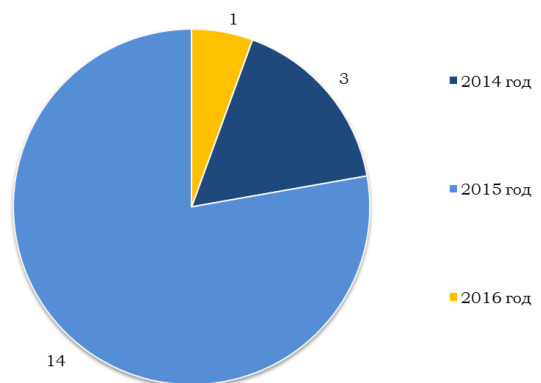
Впрочем, возможно, это произойдет раньше. На наш взгляд, проблемы рынка труда носят структурный, а не циклический характер. Возможно, к этому времени ФРС начнет куда больше беспокоить инфляция. Пока же присутствуют риски дефляции, которые не реализуются благодаря стабильным инфляционным ожиданиям. У комитета есть время для проработки контрмер, если реакция инвесторов будет острой. В повестку дня возвращена идея понижения ставок по избыточным резервам, думают в ФРС и над введением механизма покупки «коротких» US Treasuries и вариантом предоставления финансирования на долгий срок посредством РЕПО. Помочь рынкам выдержать удар с психологической точки зрения может введение нижней границы инфляции как ориентира для управления ставки по федеральным фондам.

**Сокращение программы количественного смягчения в США
Альтернативный сценарий "ранний старт"**



В случае успеха, а мы в него верим, базовый сценарий не приведет к беспорядочному выходу из «длинных» US Treasuries. Доходность бенчмарка десятилетних гособлигаций зацепится за коридор в 2,75-3,00% и лишь к концу tapering перейдет в коридор 3,00-3,25%. Многое будет зависеть от состояния экономики и, как следствие, ожиданий следующего этапа exit strategy. Несмотря на наши надежды на укрепление американской экономики, мы не ждем радикального улучшения ситуации. Не слишком радужная картина у ключевых внешнеторговых партнеров, а также умеренно-негативный, но полезный эффект от сокращения госрасходов, который республиканцы, скорее всего, смогут выторговать, ограничат рост американской экономики до 2,2%. В этом случае у рынков будет еще как минимум полгода до первого повышения ставки по федеральным фондам по окончании года.

**Приемлемое время ужесточения монетарной политики.
Результаты голосования членов FOMC**



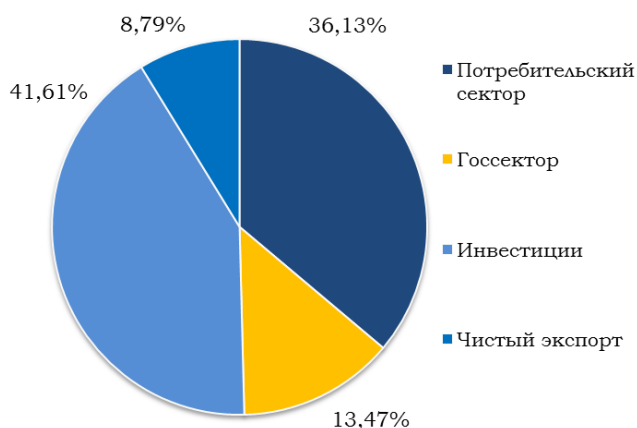
Источник: данные ФРС США

Командный полукапитализм: вынужденный тюнинг экономики КНР

В Китае завершился третий пленум ЦК Компартии, который многими был окрещен как исторический. Действительно по масштабу готовящихся преобразований его можно сравнить с реформами Дэн Сяопина и Цзян Цземиня. Новый лидер Си Цзиньпин был поставлен перед выбором: руководствоваться прежними представлениями и допустить «жесткую посадку», либо перевести экономики на более устойчивую траекторию, но при этом уменьшить влияние государства. Выбор пал на второй вариант. В случае успеха Поднебесная окажется недостижимой, в противном случае — не исключен «японский сценарий». Все будет зависеть от реализации конкретных шагов. Демонтаж и реновация экономической модели неизбежно приведут к ослаблению темпов роста. Однако благодаря мерам «точной настройки» Пекину удастся сгладить этот процесс.

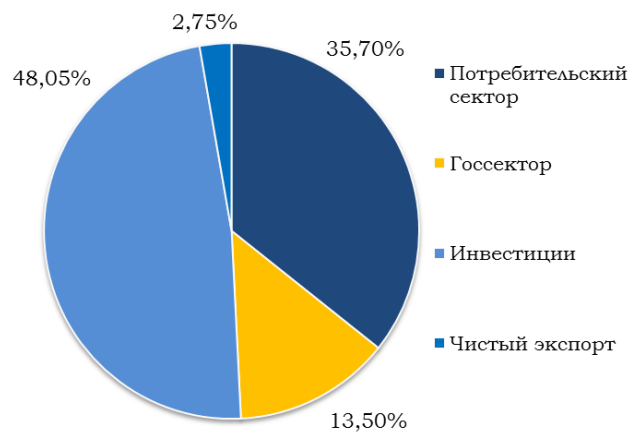
Китай начинает переходить на новую модель экономического роста, основанную на потреблении. Прежняя, которая базировалась на экспорте товаров (в основном массового потребления) и наращивании инвестиций, из-за потери эффективности уже не сможет обеспечить приемлемые темпы роста. Потенциал же у новой модели есть: население скоро достигнет 1,4 млрд человек, что при росте зарплат предполагает головокружительные перспективы. Сейчас потребительский спрос определяет только лишь треть от величины ВВП, в то время как в развитых странах — вдвое больше.

Структура ВВП Китая в 2007 г.



Источник: Bloomberg

Структура ВВП Китая в 2012 г.



Источник: Bloomberg

В основе реформ — «китайская грамота», «план 383» центра исследований развития Госсовета: три ключевых игрока (рынок, государство и корпорации), восемь областей реформ и три прорыва, которые удастся совершить в случае реализации поставленных задач к 2020 году. В данном случае речь идет о проведении земельной реформы, создании системы социальной защиты населения и благоприятных условий для ведения бизнеса с устранением барьеров и повышением конкуренции. При сохранении доминирующего влияния государства значение рынка станет решающим, в то время как раньше ему отводилась более скромная роль.



Так, будут «отпущены» цены на жилищно-коммунальные услуги, транспорт и связь. Инвесторы получают добро на вход в любую разрешенную для этих целей отрасль — механизм, успешно апробированный на Шанхайской зоне свободной торговли. В основном, это сфера услуг, именно она сможет абсорбировать миллионы рабочих рук, которые будут высвобождаться после сокращения избыточных производств. Продолжится приток населения из сельской местности в город, который обеспечит плавный переход к новой экономической модели. Стимулом для новых городских жителей будет проведение земельной реформы. Фермеры смогут использовать в качестве залога или продать принадлежащие им земельные наделы по рыночным ценам и таким образом получить деньги на переезд и/или перекалвалифицироваться в предприниматели.

Также будет либерализована финансовая сфера. Инвесторы получают возможность открывать кредитные учреждения, которые не смогут напрямую конкурировать с госбанками. Будет создана система страхования депозитов, дерегулированию подвергнутся процентные ставки, юань, рынок облигаций увидит долговые бумаги местных администраций.

Для закрепления рыночных преобразований Китай укрепит права собственности, усилит борьбу с коррупцией и повысит роль судов. Судопроизводство станет более прозрачным, будут пресекаться попытки исполнительной власти повлиять на судебный процесс. Возрастут дивидендные выплаты госкомпаний. Это заставит их задуматься о повышении эффективности. Государство получит дополнительные средства для фонда социальной безопасности, из которого средства пойдут на улучшения качества жизни в стране.

На бумаге все выглядит хорошо, на деле же будет, без сомнений, сопряжено с трудностями. Переход к новой модели первоначально сделает экономику Поднебесной более восприимчивой к внешним шокам, которые могут вынудить резко притормозить все начинания. В оппозиции к новым веяниям почти гарантированно могут оказаться местные органы власти и госмонополии, недовольство которых будет вполне объяснимо. Вопрос будет и в скорости преобразований — потребуются найти золотую середину между устранением дисбалансов и сохранением приемлемых темпов роста.

На наш взгляд (и мы делаем на это ставку), ее удастся найти. Правительство и ЦБ всегда смогут вернуться к практике «точной настройки». В III кв. 2013 г. лидеры КНР пошли на точечные инвестиции в инфраструктуру, предоставление налоговых льгот и совершенствование процедур при осуществлении внешней торговли. Благодаря этому удалось поддержать замедляющуюся экономику и тем самым сделать достижимой цель роста ВВП в 7,5% по итогам года. Успешному выполнению поставленных ЦК 60 задач поможет и внешний сектор, который сделает ребалансировку китайской экономики более сглаженной.



Фристайл по-русски: пошаговая стратегия возвращения конкурентоспособности

Банк России готов сделать все от него зависящее, чтобы «приручить» инфляцию. Правительство решилось на «утряску» бюджета и «заморозку» тарифов. Федеральный бюджет на следующий год предусматривает радикальные для России меры. Расходы подвергнутся широкомасштабной «оптимизации» — государство начнет экономить на закупках и на зарплатах. Все это незадолго до наступления нового года. Другого выхода нет. Экономика почти остановилась, без экстренных решительных действий не обойтись. «Криотерапия» и «лечебное голодание» на первых порах скажутся болевым шоком и лишь спустя время смогут поддержать хворающий экономический организм. Хотя направление выбрано верное, остается много неизвестных, а это вызывает опасения за итоговый результат.

Государство начинает реформировать себя изнутри. Госсектор подавил частную инициативу, вести бизнес стало непросто, а порой даже бессмысленно. Число убыточных предприятий составило почти треть, сальдированный финансовый результат по экономике — ниже докризисных лет. Отчасти, конечно, дело в закрытости: объявлен «крестовый поход» на оффшоры. Однако и то, что зарабатывается, зачастую не остается в России — в том числе и потому, что предприниматели не видят возможностей для развития.

Дело не только в старых нерешенных проблемах — коррупции, налоговом прессинге, бюрократических препонах. Дело и в эффективности. Ежегодная индексация тарифов естественных монополий, реальное укрепление рубля с учетом инфляции, демографические проблемы с не поспевающим за ростом зарплат ростом производительности труда. Это все привело к тому, что производить в России стало просто невыгодно. Российским предпринимателем, даже в традиционных для нас отраслях, стало проще размещать производство не только в странах с дешевой рабочей силой (например в «мировой фабрике», в Китае), но и в странах, где затраты на персонал велики. Не создано привлекательных условий в области налогообложения (исключение — добыча полезных ископаемых). Процесс здесь пока двусторонний: планы подобные есть, но никто не забывает про наполнение бюджета. Не на полную мощность работают институты развития. В общем и целом не создано полноценной институциональной среды.

Чтобы исправить ситуацию, начать решили с естественных монополий. Сейчас затраты на их услуги в ряде случаев уже почти сопоставимы, а где-то будут и выше, чем в развитых странах. Это при том, что соперничать с ними по производительности труда мы, как правило, не в состоянии. В следующем году промышленные потребители не увидят привычную индексацию тарифов. В дальнейшем рост тарифов будет ограничен инфляцией за предыдущий год. А вот население, которому так же поначалу обещали нечто подобное, будет, по словам премьера Медведева, обмануто, получив квитанцию за оплату услуг. Повышение тарифов ЖКХ для этой категории потребителей все же произойдет и в 2014-м, и в 2015-16 гг., но по формуле «инфляция минус» (расчет по коэффициенту, равному 0,7 к инфляции за предыдущий год). Все это должно подтолкнуть монополии к повышению эффективности. Вот только хватит ли у них желания и компетенций?



**Изменение цен (тарифов) на продукцию (услуги) компаний инфраструктурного сектора до 2016 года
(в %, в среднем за год к предыдущему году)**

	2013 оценка	2014 прогноз	2015 прогноз	2016 прогноз
Газ природный (оптовые цены) для всех категорий потребителей, в среднем, %	115	108	102,4	104,6
рост цен для потребителей, исключая население, %	115	107,6	102,2	104,9
рост цен для населения, %	115	110,2	103,8	103,3
Электроэнергия (цены на розничном рынке), для всех категорий потребителей, %	110-111,5	107,3	105,9	106,2
рост цен на розничном рынке для потребителей, исключая население, %	111-112	107,2	106,3	106,7
рост регулируемых тарифов сетевых организаций	109	104,5	102,5	104,8
рост тарифов для населения, %	109,3-109,6	108,1	103,7	103,4
Тепловая энергия	110,6	107,4	103,7	103,4
рост тарифов для населения, %	112,7	107,1		
Железнодорожные перевозки грузов в регулируемом секторе, %	107	100	104,8	104,9
Пассажирские перевозки железнодорожным транспортом в регулируемом секторе, в среднем за год, %	120	104,2	103,3	103,4

источник: Минэкономразвития РФ

Идеи главы ФАС Игоря Артемьева провести всесторонний аудит издержек естественных монополий получили развитие. В первом полугодии следующего года «ревизии» подвергнутся затраты и инвестиционные программы Газпрома, Россетей и Транснефти, впоследствии — всех остальных. Результаты станут публичными. Первой подобной процедуре подверглась РЖД. По некоторым статьям расходы железнодорожников были урезаны до 20%, при этом работа в этом направлении не остановлена. На опережение сыграл Газпром. Для выполнения поручения правительства снизить затраты на 10% без сокращения физического объема работ компания решила отменить 260 тендеров на сумму 112,7 млрд руб. Тем не менее, сомнения в успехе этой затеи есть. Не только у независимых экономистов, но и в правительстве. Так, министр экономического развития Алексей Улюкаев по-прежнему не до конца уверен в том, что естественные монополии выполнят поручение президента Путина и после «заморозки» тарифов не сократят инвестпрограммы.

Осознавая, насколько болезненной может оказаться заморозка тарифов для государственных левиафанов и для экономики в целом, правительство вняло этим предостережениям и дало задний ход. В белом доме не решились продлевать эксперимент более чем на один год. В правительстве готовы прислушиваться к угрозам и мольбам монополий и при необходимости помочь финансированием из бюджета. Вот такой пошаговый подход с оглядкой назад. С одной стороны, это позволит бизнесу получить глоток свежего воздуха и подтянуть расшатанные ростом издержек финансы. А Банку России, в свою очередь, поможет, хоть и со скрипом (из-за все-таки решенного в пользу монополий вопроса о росте тарифов для населения), но продвинуться в переходе к режиму таргетирования инфляции. С другой — это не даст бизнесу большой уверенности в завтрашнем дне и может не привести к желаемой активизации инвестиционной активности, стагнация которой сейчас тормозит экономику.



Распределение эффекта от нулевой индексации тарифов естественных монополий по видам деятельности, (%)

	2014	2015	2016
Всего по экономике	100%	100%	100%
Нефть и нефтепродукты	13%	9%	9%
Уголь каменный	5%	3%	3%
Черные и цветные металлы	8%	9%	9%
Химия и нефтехимия	7%	7%	7%
Неметаллические минеральные продукты	3%	3%	3%
Руды металлические	4%	5%	5%
Машиностроение	3%	3%	3%
Сельское хозяйство	2%	3%	3%
Транспорт, кроме железнодорожного	1%	1%	1%
Торговля	3%	3%	3%
ЖКХ	5%	7%	7%
Прочие	28%	26%	24%
Всего по отраслям	82%	79%	77%
Население	18%	21%	23%

источник: Минэкономразвития РФ

В качестве подстраховки для экономики выступят средства Фонда национального благосостояния, которые пойдут на развитие транспортной инфраструктуры (Транссиб, БАМ, ЦКАД). В сумме — 300 млрд руб. (к примеру эффект от «заморозки» тарифов за три года, по оценкам МЭР, будет 420 млрд руб.). В настоящий момент продолжается «дележ» оставшихся из предусмотренных 40% от общего объема ФНБ средств, еще почти 800 млрд руб. Подготовлен лонг-лист из 37 проектов. Средства могут пойти на докапитализацию ВЭБа, скоростную железную дорогу Москва-Казань, на развитие малого бизнеса. В качестве претендентов выступают Россети, РусГидро, Росатом, ОАК, ОДК, ОСК. Окончательных решений нет. Впереди — «отсев» через стратегический и комплексный анализ, который позволит оценить возвратность и окупаемость проектов, а также последствия его реализации в различных аспектах.

Резервный фонд и Фонд национального благосостояния (млрд руб).

	дек.13	2013П	2014П	2015П	2016П
Фонд национального благосостояния	2992,8	2884,8	2884,8	2884,8	2884,8
Резервный фонд	2885,3	2617,6	2599	3079	3713

источник: Минфин РФ

Помимо «заморозки» тарифов радикальным оказался и федеральный бюджет на следующий год. Мотивом его принятия стало желание в условиях рисков недополучения прогнозируемых доходов создать «подушку безопасности» для реализации майских указов президента. Продолжатся приватизация и новые госзаимствования. Помогут нефтяники — за счет роста НДПИ; дополнительную экономию дадут также некоторые другие меры. В первую очередь, дополнительные средства будут получены за счет широкомасштабной «оптимизации», в рамках которой будут затронуты как текущие, так и условно утвержденные расходы.



Ключевые параметры федерального бюджета на 2014 - 2016 годы (млрд руб.)

	2013	2014		2015		2016	
	ФЗ "О бюджете"	ОНБП	Проект, сентябрь	ОНБП	Проект, сентябрь	ОНБП	Проект, сентябрь
Доходы	12865,9	13485,5	13568,7	14767,5	14544,5	15908,1	15905,7
в % к ВВП	19,3	18,2	18,5	18	18,3	17,4	18,3
Нефтегазовые доходы	5925,5	5944,5	6524,8	6404,9	6815,7	6586,7	6839,8
в % к ВВП	8,9	8	8,9	7,8	8,6	7,2	7,9
Расходы	13387,3	13847	13960,1	15235,7	15361,5	16451,8	16391,5
в % к ВВП	20,1	18,7	19	18,6	19,3	18	18,9
Дефицит	-521,4	-361,5	-391,4	-468,3	-817	-543,7	-485,8
в % к ВВП	-0,8	-0,5	-0,5	-0,6	-1	-0,6	-0,6

источник: Минфин РФ

Инструментом станет Федеральная контрактная система, которая заработает в новом году. Пока — в пяти пилотных регионах, с 2015 года — по всей стране. Она заменит 94-й федеральный закон о госзакупках. Планируется, что с ее помощью удастся достичь 10%-й экономии при реализации 7-трлн. госзаказа. Помогут общественное обсуждение и открытость, повышение конкуренции. Так, малый бизнес должен взять на себя не менее 15% от общего объема государственных и муниципальных закупок. Представленная система не выглядит завершенной, оставляя пространство для злоупотреблений. Сам премьер Дмитрий Медведев призывает не ждать прорывов и радикального улучшения ситуации, указывая, что следующий год будет адаптационным.

Получается, что заложенной в бюджете экономии на госзакупках в 300 млрд руб. по факту может не быть. Если еще вспомнить и то, что доходная часть рассчитана на основе прогноза социально-экономического развития от МЭР, который подразумевает рост экономики в следующем году на 3,0%, то можно всерьез задуматься о рисках новой «оптимизации». В следующем году и так уже будут сокращены субсидии в рамках реформы образования и здравоохранения. Также принято скандальное решение о передаче накопительной части пенсий в распределительную систему вместе с «запоздавшим» решением изменить «правила игры» в регулировании НПФ. Если вспомнить еще и про проблемы с устойчивостью бюджетов регионов, нагрузка на которые в условиях падения сборов налога на прибыль и с учетом поручений президента стала во многих случаях непомерной, становится понятно, что риск несведения федерального бюджета с дефицитом 0,5% довольно высок.

Помимо «оптимизации» расходов федерального бюджета у правительства останется «запасной путь» — нарастить госзаимствования. Сейчас же, к несчастью или во благо, идет ослабление российской валюты. Но это уже усложняет жизнь Банку России, как и предусмотренный с нового года налоговый маневр. Повышение НДС на нефть и одновременное сокращение экспортных пошлин на нефть и нефтепродукты могут привести к повышению внутренних цен на бензин и дизтопливо. В сочетании с ненулевой индексацией тарифов на ЖКХ для населения эффект от «заморозки» тарифов для промышленных предприятий окажется «смазанным».

Сама «заморозка» тарифов при неблагоприятном исходе может оставить экономику на обочине околонулевых темпов роста инвестиционных расходов. Нулевая индексация тарифов должна подкрепляться дополнительными мерами по улучшению бизнес-



климата и совершенствованию институциональной среды. В противном случае, с учетом планируемого уменьшения инвестиционных госрасходов и сокращения инвестпрограмм монополий, эффект может оказаться в лучшем случае нулевым. Не зря Минэкономразвития подчеркивает, что риски невыполнения прогнозов по экономике будут больше зависеть от внутренних факторов экономического развития.

Поэтому пока остается надеяться на благоприятную конъюнктуру на товарных рынках и на то, что будут новые инициативы по поощрению инвестиций, а те, которые озвучены, подтвердятся на деле. В этом случае ограничение роста тарифов естественных монополий даст результат, и, может быть, впоследствии мы действительно увидим постепенное излечение российской экономики от нефтяной зависимости.

Мы не спешим оптимистично оценивать предпринятые шаги, полагая, что возникшие вызовы потребуют перманентной работы над ошибками. Главное, чтобы была политическая воля и поддержка на самом верху. В следующем году рост экономики немного ускорится — не благодаря, а, скорее, вопреки действиям правительства. Поможет оживление ситуации со спросом на российские экспортные товары, а также приостановка корректировки запасов, которая приведет к выходу промышленности из стагнации и создаст платформу для оживления инвестиций. Хотелось бы, чтобы к этому моменту у бизнеса выстроилась дополнительная система стимулов, ведь только это может сделать дальнейший рост экономики более устойчивым.



Департамент Аналитики

Павел Василиади Директор Департамента аналитики и риск-менеджмента	Тел. +7 (495) 781 72 97 vpa@ufs-federation.com
Илья Балакирев Ведущий аналитик отдела анализа рынков акций	Тел. +7 (495) 781 02 02 bia@ufs-federation.com
Алексей Козлов Главный аналитик отдела анализа рынков акций	Тел. +7 (495) 781 02 02 kaa@ufs-federation.com
Вадим Ведерников Аналитик отдела анализа долговых рынков	Тел. +7 (495) 781 02 02 vva@ufs-federation.com
Анна Милостнова Аналитик отдела анализа рынков акций	Тел. +7 (495) 781 02 02 mav@ufs-federation.com
Станислав Савинов Аналитик по макроэкономике	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 pnr@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
Александр Миленный Сейлз-треjder	Тел. +7 (495) 781 02 02 vam@ufs-federation.com
Алексей Куш 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.

