

ИССЛЕДОВАНИЕ¹ HSBC:

ВОССТАНОВЛЕНИЕ ЭКОНОМИЧЕСКОГО РОСТА ПОД УГРОЗОЙ

Повышение цен на нефть рискует привести к росту инфляции, сокращению реальных доходов и потере доверия со стороны бизнеса и потребителей

ИНФЛЯЦИЯ ЗАМЕНИЛА ДЕФЛЯЦИЮ

Значительный рост затрат в результате резкого скачка цен на сырьевые товары угрожает восстановлению экономики в развитых странах и способствует обострению политической нестабильности в отдельных частях развивающегося мира. В этой связи HSBC снижает ряд прогнозов по росту экономики, особенно в США и Великобритании, и повышает прогнозную оценку инфляции.

Наблюдаемое повышение цен на сырьевые товары является исключительным во многом из-за того, что многие эксперты, включая аналитиков HSBC, полагали, что больший риск для экономики в последние годы представляла *дефляция*, а *не инфляция*. Но самой удивительной особенностью увеличения цен на сырье были сроки, в которые это произошло. *Никогда ранее не наблюдалось такое значительное увеличение цен на сырьевые товары сразу после завершения глубокой и продолжительной рецессии в западном мире.*

Повышение ценового давления стало большим сюрпризом в период восстановления экономики. Учитывая масштаб экономического спада на Западе – в США ВВП сегодня незначительно превышает пиковый уровень, зафиксированный до начала финансового кризиса, при этом в других странах сейчас показатель ВВП значительно меньше – действительно удивительно, что цены на сырье поднялись так высоко.

Уровень ВВП (Индекс, Q1 2008 = 100)

7. GDP Levels (Index, Q1 08=100)					
	US	UK	Germany	Japan	Eurozone
Q1 2008	100	100	100	100	100
Q2 2008	100.1	99.7	99.3	99.2	99.6
Q3 2008	99.1	98.8	98.9	97.9	99.0
Q4 2008	97.4	96.8	96.7	95.1	97.2
Q1 2009	96.2	94.6	93.4	90.0	95.4
Q2 2009	96.0	93.9	93.8	92.3	95.3
Q3 2009	96.4	93.6	94.5	91.8	95.7
Q4 2009	97.6	94.0	94.8	93.4	95.8
Q1 2010	98.5	94.3	95.4	94.8	96.2
Q2 2010	98.9	95.3	97.5	95.3	97.2
Q3 2010	99.5	95.9	98.2	96.1	97.5
Q4 2010	100.2	95.4	98.6	95.8	97.8

Source: Thomson Reuters Datastream

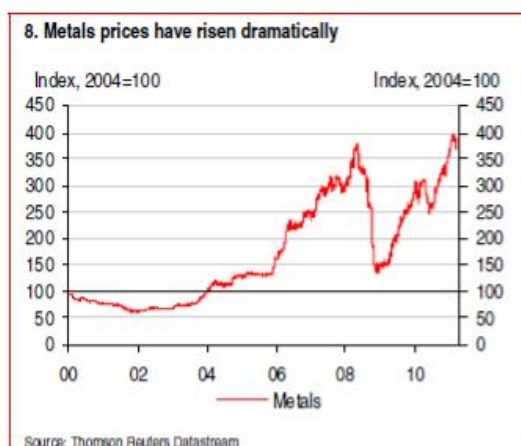
В развивающихся странах рост цен на продукты питания усугубляет увеличивающийся разрыв между «имущими» и «не имущими». В то время как обеспеченные жители городов и,

¹ HSBC Global Research, Macro Global Economics Q2 2011 (исследование по мировой макроэкономике, второй квартал 2011 года). Исследование датировано 31 марта 2011 г.

в некоторых случаях, клептократическое руководство прекрасно справляется с ростом цен на продукты питания, другие слои населения недоедают и ожесточаются. Бесспорно, наивно полагать, что волнения на Ближнем Востоке и в Северной Африке являются прямым следствием повышения цен на продукты питания, однако, без сомнения, социальные разногласия, связанные с неравенством доходов, также сыграли не последнюю роль в недавних событиях.

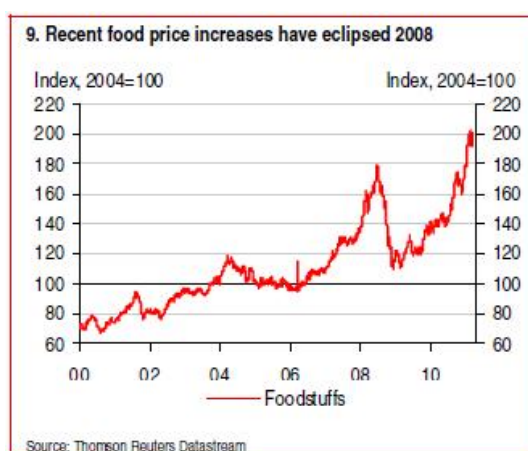
Цены на металлы резко выросли.

Индекс, 2004=100



Недавний рост цен на продукты питания превысил скачок 2008 г.

Индекс, 2004=100



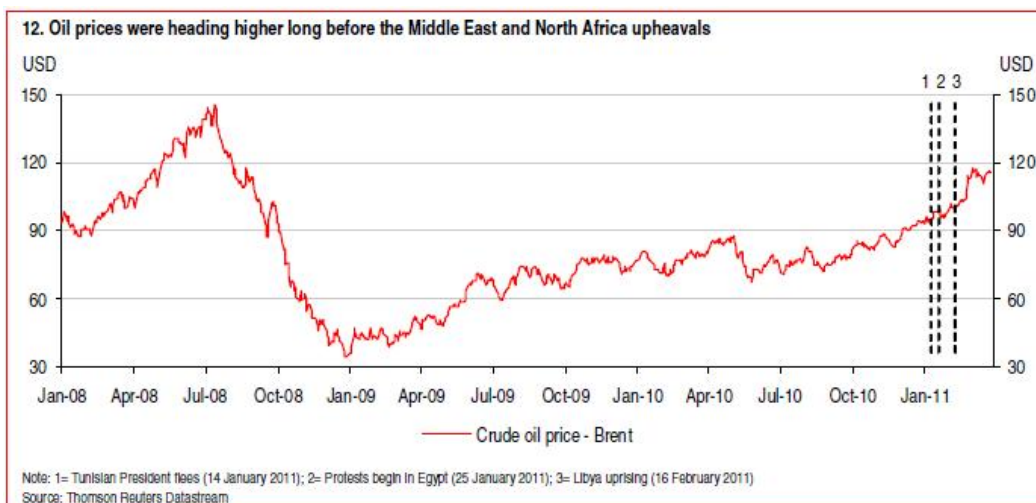
Доля продуктов питания и энергоносителей в потребительской корзине

	Продукты питания	Энергоносители
США	13.7	9.1
Япония	25.9	7.4
Еврозона	14.4	10.3
Германия	9.0	9.5
Франция	13.2	8.1
Италия	15.1	7.9
Испания	17.1	10.6
Великобритания	10.3	8.7
Норвегия	10.4	7.7
Швеция	12.5	8.8
Швейцария	9.7	7.2
Венгрия	23.3	11.3
Польша	22.0	11.7
Румыния	37.5	11.9
Турция	24.9	12.4
Китай	30.5	5.0
Индия	46.2	6.4
Бразилия	23.3	9.0
Россия	38.5	10.6

Источник:

Евростат, Национальные статистические бюро и HSBC

Цены на нефть начали расти задолго до волнений на Ближнем Востоке и в Северной Африке



Примечания: 1 = свержение Президента Туниса (14 января 2011 г.);
2 = начало протестов в Египте (25 января 2011 г.); 3 = восстание в Ливии (16 февраля 2011 г.)
Источник: база данных Thomson Reuters

ПРИЧИНЫ РОСТА ЦЕН

Почему цены на энергоресурсы, продукты питания, металлы и другие сырьевые товары растут так быстро?

Банк HSBC выделяет три фактора:

- 1) структурный сдвиг мирового экономического роста в сторону развивающихся стран, где активность находится в прямой зависимости от цен на сырьевые товары;
- 2) непредвиденный эффект от спекуляции валютными активами в рамках финансового стимулирования в западных странах, который еще больше усилил сдвиг экономического роста в сторону развивающихся стран;
- 3) политические волнения на Ближнем Востоке и в Северной Африке, которые также могли привести к увеличению цены на нефть на 15-20 долларов за баррель.

ПРИРОДА ИНФЛЯЦИИ

Как и в первом квартале 2011 года, в краткосрочной перспективе HSBC прогнозирует рост инфляции во всем мире. Не менее важна природа этой инфляции. В то время как развивающиеся страны во многом обязаны слишком «расслабленной» кредитно-денежной политике, развитые страны не могут похвастаться тем же, так как уменьшение долговой нагрузки до сих пор является для них ключевым моментом. Высокие цены на сырьевые товары должны рассматриваться в свете медленно развивающихся рынков труда, умеренного роста зарплат и жесткой налоговой политики. В результате роста цен на продовольственные товары и энергоресурсы, реальные доходы падают, а покупательная способность снижается. В этом контексте HSBC повысил прогноз по инфляции и одновременно снизил прогнозы роста в США вопреки высоким оценкам в экономических исследованиях.

ПРОГНОЗ HSBC: ВВП И ИНФЛЯЦИЯ

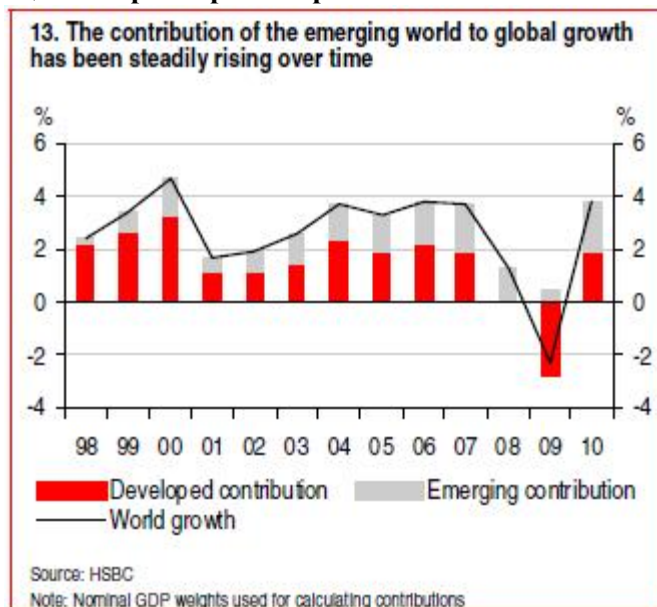
ВВП	Прогноз от 22 декабря 2010 г.		Последний прогноз	
	2011	2012	2011	2012
Мир в целом	3.3	3.5	3.2	3.5
Развитые страны	2.3	2.5	2.1	2.5
Развивающиеся страны	6.4	6.2	6.3	6.3
США	3.4	3.4	2.9	3.3
Великобритания	1.7	1.8	1.4	1.6
Еврозона	1.5	1.6	1.5	1.6
Япония	1.1	2.0	0.9	2.5
Бразилия	5.1	4.5	4.7	4.6
Россия	4.8	3.5	5.5	4.0
Индия	8.0	8.2	7.9	8.4
Китай	8.9	8.6	8.9	8.6
Инфляция	Прогноз от 22 декабря 2010 г.		Последний прогноз	
	2011	2012	2011	2012
Мир в целом	2.5	2.2	3.3	2.6
Развитые страны	1.4	1.2	2.4	1.5
Развивающиеся страны	6.0	5.5	6.5	5.9
США	1.4	1.1	2.8	1.7
Великобритания	3.2	1.9	4.2	2.0
Еврозона	1.8	1.7	2.5	1.8
Япония	-0.7	-0.5	-0.2	-0.3
Бразилия	5.4	4.6	6.3	5.3
Россия	9.5	8.5	9.7	8.5
Индия	7.1	6.1	10.3	7.4
Китай	3.9	2.9	3.9	2.9

Источник:
HSBC

СТРУКТУРНЫЙ СДВИГ: ПРИЧИНЫ И ПЕРСПЕКТИВЫ

В развивающихся странах спрос на сырье находится в прямой зависимости от уровня доходов. По мере того как глобальный рост все больше смещается в сторону развивающегося мира, спрос на сырье в мире возрастает. Десятилетие назад эта зависимость не имела столь большого значения, так как тогда вклад развивающегося мира в рост глобальной экономики составлял лишь незначительный процент. Сегодня доля развивающихся экономик серьезно увеличилась, что отражает как их возросший вклад в глобальный ВВП, так и гораздо более высокие темпы роста по сравнению с развитыми странами. Уже не США устанавливают глобальные цены на сырьевые товары, эту роль сегодня выполняют крупнейшие и наиболее динамичные развивающиеся страны.

Вклад развивающихся стран в рост мировой экономики постоянно увеличивался



Красный цвет отражает вклад развитых стран, **серый** – развивающихся. Сплошная линия показывает динамику роста мировой экономики.

Примечание: вклад развивающихся/развитых экономик подсчитывался на основе номинальных величин ВВП.

Источник: HSBC

Рост цен на сырьевые товары отражает как успешность развивающихся экономик, так и потенциальные причины «провала» развитых стран: слабый рынок труда, незначительный рост заработной платы и повышение цен на продукты питания и энергоносители попросту сведут на нет реальные доходы как домохозяйств, так и правительств – из-за уменьшения налоговых поступлений. Если уровень долга высок и реальные доходы находятся под «давлением сжатия», то процесс погашения долга будет еще более болезненным. В свою очередь, стимулирующая политика Запада приводит к значительному негативному сдвигу торговых потоков в сторону развивающихся стран, делая устойчивое, динамичное и здоровое восстановление экономики все менее достижимым.

Сегодня развивающийся мир справляется с увеличением цен на нефть несколько лучше, чем Запад: в то время как затраты на нефтепродукты и продукты питания составляют значительную часть расходов потребителей, заработная плата быстро растет, смягчая последствия увеличения цен на энергоносители. Наконец, во многих странах развивающегося мира потребители защищены от ценовых скачков щедрыми государственными субсидиями. Реальный доход после уплаты налогов просто не сжимается до такой степени, как на Западе. Пока Запад «страдает» от роста инфляции, уменьшение спроса на экспорт оказывает влияние на рост экономики развивающихся стран, однако сегодня они способны «справиться» с установившимися ценами на нефть.

ЧЕМ ГРОЗИТ РОСТ ЦЕН НА СЫРЬЕ?

Значительное увеличение цен на нефть приведет к существенному перераспределению мирового дохода: от экономик с высокими затратами в развитом мире (например, США) к экономикам с высоким уровнем сбережений среди основных мировых поставщиков нефти (Саудовская Аравия). Экспортеры нефти – Россия и Ближний Восток – получают

непредвиденную прибыль, что позволит им увеличить рост экономики от 0,5 до 2 процентов. Но это увеличение экономической активности недостаточно для того, чтобы компенсировать сокращение затрат импортеров нефти – особенно США. Скачок цен до 150 USD скорее всего вернет США в период рецессии. Это будет в большей степени связано со снижением потребительских расходов и очередной волной сокращения запасов сырья. В 2005 году потребители в США легко восприняли увеличение нефтяных цен на 60%, так как растущие цены на жилье стали той «подушкой безопасности», которая могла быть использована для поддержания уровня расходов. Но сегодня мир изменился.

Рост цен на нефть может привести к:

- потере доверия со стороны бизнеса и потребителей,
- сокращению потенциального объема поставок и
- неопределенным инфляционным эффектам за пределами краткосрочной перспективы.

Для нефтепотребляющих стран рост цен на нефть является одним из косвенных источников увеличения не прямых налогов, «сжимающих» деловую активность. При этом страны развитого мира обладают меньшим потенциалом для того, чтобы справиться с угрозой, исходящей от повышения цен на сырьевые товары.

Несмотря на ужесточение кредитно-денежной политики, цены на сырье продолжают расти. Во втором квартале 2011 года банк HSBC поднимает прогнозную оценку цены на нефть до чуть более 100 долларов США за баррель до конца этого года. Достаточна ли высока эта оценка? Неизвестно. Эксперты не могут предвидеть развитие событий на Ближнем Востоке и в Северной Африке в 2011 году. В этой связи HSBC предлагает несколько прогнозных оценок:

- оценка, основанная на новой прогнозируемой цене на нефть – чуть более 100 долларов США за баррель;
- «пессимистическая» оценка, основанная на дальнейшем росте цены на нефть до 150 долларов США за баррель;
- «сценарий обычного развития» основан на возвращении к рыночной конъюнктуре, наблюдаемой три месяца назад, когда цена на нефть составляла от 80 до 90 долларов США за баррель.

**ВЛИЯНИЕ ДИНАМИКИ ЦЕН НА НЕФТЬ
НА ВВП И ИНФЛЯЦИЮ КЛЮЧЕВЫХ ЭКОНОМИК МИРА**

		ВВП (%/год)		Индекс потребительских цен (%/год)	
		2011	2012	2011	2012
примерно 100\$/баррель	США	2.9	3.3	2.8	1.7
	Япония	0.9	2.5	-0.2	-0.3
	Германия	2.8	1.8	2.1	1.8
	Великобритания	1.4	1.6	4.2	2.0
	Франция	1.3	1.8	1.9	1.9
	Еврозона	1.5	1.6	2.5	1.8
	Бразилия	4.7	4.6	6.3	5.4
	Китай	8.9	8.6	3.9	2.9
	Индия	7.9	8.4	10.3	7.4
	Россия	5.5	4.0	9.5	7.5
80-85\$/баррель	США	3.2	3.4	2.3	1.6
	Япония	1.1	2.2	-0.7	-0.6
	Германия	3.2	2.5	1.8	1.6
	Великобритания	1.6	1.9	3.7	1.7
	Франция	1.5	2.2	1.8	1.8
	Еврозона	1.8	2.0	2.0	1.6
	Бразилия	4.7	4.6	5.8	5.2
	Китай	9.1	8.6	3.8	2.9
	Индия	8.3	8.8	7.2	5.7
	Россия	5.0	3.5	9.5	7.5
150\$/баррель	США	1.1	-0.7	3.4	1.7
	Япония	0.6	0.9	1.6	-0.2
	Германия	2.0	1.0	2.7	2.2
	Великобритания	0.9	0.9	4.4	2.0
	Франция	0.9	1.0	2.1	2.2
	Еврозона	1.0	0.8	2.9	2.3
	Бразилия	4.7	4.6	6.6	5.9
	Китай	8.7	7.9	5.2	3.9
	Индия	6.9	6.7	9.4	9.2
	Россия	7.5	6.0	10.5	9.5

Источник: HSBC

НОВАЯ РЕАЛЬНОСТЬ

Новая реальность проста: Центральные банки западных экономик больше не в состоянии столь легко контролировать экономическую «судьбу» своих стран. До тех пор пока развивающиеся страны не ужесточат свою политику – что должно способствовать снижению цен на сырьевые товары – развитому миру придется все время освобождать «место» для новых экономических супердержав. Сокращение реальных доходов и сложности с уменьшением долговой нагрузки скоро могут стать новыми факторами экономической жизни Запада, даже если позиции развивающихся стран будут постоянно укрепляться.

Спрос на товары длительного пользования, особенно автомобили, станет основной «мишенью» экономического спада, что негативно отразится на количестве рабочих мест и приведет к безработице на уровне 10%. На внутреннем рынке Европы этот эффект не будет столь ярко выражен, однако с уровнем инфляции, который может превысить рубеж в 2%, прогнозируемый Европейским центральным банком (ЕЦБ), основной риск для Еврозоны представляет резкое ужесточение кредитно-денежной политики, так как ЕЦБ продолжает выполнять роль блокатора глобальной инфляции. Между тем маловероятно, что Великобритания ужесточит кредитно-денежную политику, в связи с чем планируемое правительством сокращение расходов приведет к росту ВВП на менее чем 1% как в 2011, так и в 2012 году.

ТАК ЧТО ЖЕ ДЕЛАТЬ? ВОЗМОЖНЫЕ СЦЕНАРИИ

Многое сейчас зависит от успеха или же продолжения применения нетрадиционных мер, реализуемых многими развивающимися странами в течение всего 2010 года и в начале этого года. В то время как развитые страны преследует цель **количественного смягчения**, у развивающихся экономик нет другого выхода, как использовать меры **количественного ужесточения**, как правило представляющие собой комбинацию из более высоких требований к обеспечению финансовых обязательств, увеличения норм резервирования и контроля над движением капитала. Помимо этих мер также возможно ужесточение налоговой политики, но, учитывая увеличивающееся неравенство в доходах, связанное с повышением цен на продукты питания и топливо, эти меры, несмотря на их безусловную экономическую привлекательность, скорее всего, останутся политически спорными.

Если описанные меры сработают, цены на сырье стабилизируются или даже упадут. Однако прогнозы HSBC говорят о том, что гарантий такого сценария развития событий нет. Хотя рост в развивающихся странах, как ожидается, в целом снизится до 6,3% в этом году по сравнению с 7,5% в 2010 году, далеко не ясно, будет ли этот уровень снижения достаточным для того, чтобы вернуть цены на сырье на прежний уровень. Если нет, то риски повышения инфляции, распространения политической нестабильности и – на Западе – сокращения реальных доходов будут только увеличиваться. Попытки дать толчок росту мировой экономики открыли ящик Пандоры и привели к отклонениям в развитии мировой экономики, в результате чего едва начавшееся восстановление роста в западном мире может закончиться печально.

РОССИЯ

Экономически и политически России, кажется, не касаются волнения на Ближнем Востоке и в Северной Африке. Экспортный спрос продолжает поддерживать посткризисный промышленный рост в России, тогда как уменьшение долговой нагрузки и увеличение инфляции сдерживают рост потребления. Однако недавний резкий скачок цен на нефть оказывает определяющее влияние на экономические показатели в этом году. Сжатие рынка труда, вероятно, подстегнет ускорение роста зарплат, тогда как растущая инфляция и низкие процентные ставки увеличивают тенденцию к росту потребления.

В то же время низкий урожай 2010 года в России, последствия которого были усилены ростом мировых цен на продовольствие, вместе со слабой денежной и налоговой политикой удерживают инфляцию на очень высоком уровне.

Принятые регулятором меры, включая резкие изменения ставок, держат ликвидность в избытке, а процентные ставки в минусе в реальном выражении, т.е. за вычетом инфляции.

Для этого есть несколько причин. Прежде всего, намерения власти контролировать инфляцию в полной мере не оправдались, что отрицательно повлияло на доверие общества к таким обещаниям. Любые меры, которые помогли бы снизить инфляцию, но могли бы помешать экономическому росту, настойчиво отвергались. Во-вторых, значительное ужесточение контроля уменьшило бы маржу банков и могло бы привести к потерям в их торговых портфелях. Центральный Банк РФ, являясь банковским регулятором, неохотно идет на ужесточение контроля. В-третьих, есть большая вероятность, что инфляция понизится во второй половине 2011 года, благодаря положительному «эффекту базы». Принимая во внимание такую благоприятную картину инфляции, маловероятно, что ЦБ РФ будет сильно ужесточать политику; в целом мы ожидаем увеличения на 75 базисных пунктов ставок по сделкам РЕПО и ставок рефинансирования в течение этого цикла.

Следовательно, монетарная политика ЦБ РФ, вероятнее всего, будет отставать от инфляционного тренда и не окажет сдерживающего воздействия на экономический рост. При прочих равных этот факт сыграет на руку финансовым рынкам

Экспорт и мировые цены на нефть подстегивают рост

- Экспорто-ориентированная промышленность демонстрирует способность держаться на плаву, также как и секторы добычи и переработки нефти. В результате роль экспортного спроса в посткризисном развитии российской экономики в последнее время снова возросла.
- Рост потребления замедлился. Ускорение инфляции ослабляет покупательную способность номинальных зарплат и доходов, которые все еще продолжают расти достаточно стабильными темпами, не реагируя в данный момент на растущую инфляцию. Неудивительно, что показатели сферы услуг, которая обслуживает внутренний спрос, ниже своего потенциала.
- Прежде сильный экспортный спрос и значительный рост цен на сырую нефть провоцировали рост внутреннего потребления при относительно коротком временном лаге. Вероятно, этот сценарий повторится, и у внутреннего потребления есть потенциал роста.

Инфляция стабилизируется на высоком уровне

- По нашим оценкам, есть большая вероятность, что инфляция достигнет трехзначных значений во втором квартале года. Мировые цены на нефть продолжают скачкообразный рост, в то время как налоговые и монетарные послабления провоцируют рост непродовольственной инфляции.
- В то же время, благодаря положительному «эффекту базы», потребительские цены могут вновь снизиться до двухзначных значений к концу 2011 года в случае стабилизации мировых цен на продовольствие.
- Государственная политика воздержания от наращивания потребления накануне парламентских и президентских выборов соответственно в декабре 2011 и в марте 2012 года – еще одно необходимое условие для регулирования инфляции.

Ставки денежного рынка высоки несмотря на незначительное усиление контроля

- ЦБ РФ начал незначительное усиление мер регулирования, которые сопровождаются резким повышением резервных требований (с февраля) и учётных ставок (с марта). Но, как и в 2007 году, монетарная политика ЦБ РФ отстает от тренда.
- Ставки по депозитам ЦБ РФ (в настоящий момент 3.0%) определяют стоимость денег в ситуации избыточной рублевой ликвидности. Дальнейшее слабое ужесточение контроля приведет ставки по депозитам ЦБ РФ к уровню 3.5-3.75% во втором квартале 2011 года.
- Есть риски того, что рублевая ликвидность будет снижаться во второй половине 2011 года: вероятно, денежная база будет далее стабилизироваться по мере того, как давление роста стоимости рубля будет ослабевать и бюджетный дефицит снижаться. Это вызвало бы скачок ставок на денежном рынке в сторону ставок репо ЦБ РФ, которые в данном случае должны были бы стать ключевым инструментом регулирования.

КЛЮЧЕВЫЕ ПОКАЗАТЕЛИ РОССИЙСКОЙ ЭКОНОМИКИ

%/год	2007	2008	2009	2010f (прогноз)	2011f (прогноз)	2012f (прогноз)
ВВП	8.5	5.2	-7.8	4.0	5.5	4.0
Промышленное производство	3.7	-0.9	-10.1	10.3	6.0	4.0
Потребительские цены	9.0	14.1	11.7	6.9	9.7	8.5
Текущий платежный баланс (млрд. долларов США)	77.2	102.3	49.0	75.0	85.7	60.2
Текущий платежный баланс (% ВВП)	5.9	6.1	4.0	5.1	4.7	3.1
Резерв иностранный валюты (млрд. долларов США)	477.9	427.1	439.5	479.4	520.3	536.1
Налогово-бюджетный баланс (% ВВП)	5.4	4.1	-6.0	-4.1	-0.5	-0.2
Курс рубля к доллару	24.5	29.4	30.2	30.5	31.3	32.0
Месячная ссуда (%)	6.3	20.6	6.6	3.8	6.5	5.5

Источник: HSBC



“Группа HSBC”, “HSBC” означает Эйч-эс-би-си Холдингс плс, компанию, созданную и действующую в соответствии с законодательством Англии и Уэльса, и/или Эйч-эс-би-си Банк плс, банк, созданный и действующий в соответствии с законодательством Англии и Уэльса, и каждую из компаний, входящих в группу, контролируруемую этим банком.