

100 ДНЕЙ ТРЕТЬЕГО ПРЕЗИДЕНТСКОГО СРОКА

Внутренних факторов роста пока недостаточно

Третий срок Владимира Путина: медленный старт. Первые 100 дней третьего президентского срока Владимира Путина были не слишком активны. В кредитно-денежной сфере мы были свидетелями усилий Центрального банка по поддержанию экономического роста за счет предоставления большого объема займов отечественным банкам. Что касается бюджета, то правительство вернулось к бюджетному правилу, которое предполагает болезненные меры по сокращению расходов. В части структурных реформ можно отметить разработку дорожных карт, нацеленных на снижение бюрократической нагрузки на бизнес.

Внутренних факторов пока недостаточно для переоценки российских акций. Угроза народных волнений, возникшая после выборов в Думу, сейчас оценивается инвесторами как невысокая, и мы не ожидаем усиления соответствующих рисков осенью. В отсутствии внутренних факторов роста инвесторы рассматривают российский рынок как один из развивающихся и не считают его заслуживающим особого подхода.

Страх перед новым кризисом заставляет экономить. В ответ на замедление роста денежные власти поддерживают экономику посредством стимулирования кредитования, что увеличивает инфляционные риски и чревато снижением качества банковских активов. Кроме того, опасения, связанные с новой волной кризиса, заставили правительство вернуться к бюджетному правилу, которое предполагает сокращение расходов бюджета на 1,15–2 трлн руб. в 2013 г. и на 0,75–0,8 трлн руб. в 2014 и 2015 гг.

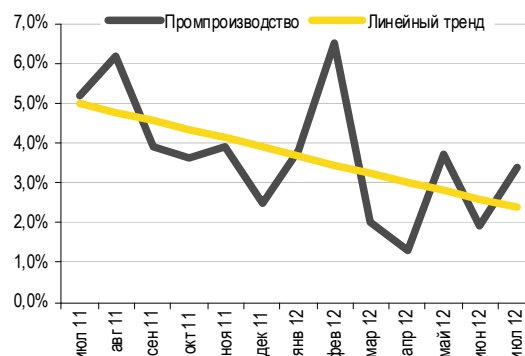
По мнению рынка, Россия не заслуживает особого инвестиционного подхода. Мы полагаем, что инвесторы, как и раньше, будут избегать циклических и политически чувствительных секторов, таких как электроэнергетический, металлургический и финансовый, предпочитая им растущие и мало подверженные политическим рискам потребительскую и телекоммуникационную отрасли – до тех пор пока не улучшится макроэкономическая ситуация, что в соответствии с нашим базовым сценарием должно произойти к концу года.

Ни страхов, ни надежд? Осуществление амбициозной программы приватизации, рассчитанной до 2015 г., пока не началось, равно как не объявлены обещанные меры по повышению инвестиционной привлекательности России. В то же время политические протесты пошли на спад и в ближайшем будущем, видимо, не достигнут того накала, который был характерен для начала года.

В среднесрочной перспективе прорыва не ожидается. Дублирование функций нового правительства и президентской администрации едва ли будет способствовать эффективному управлению экономикой и проведению реформ. Таким образом, мы не видим факторов, способных стимулировать приток инвестиционных средств в российские активы в кратко- и среднесрочной перспективе.

Российская экономика замедляется

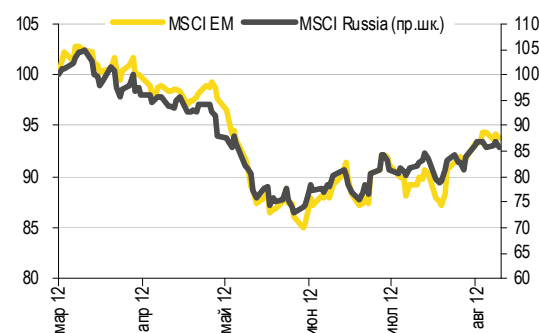
Рост промпроизводства, % год к году



Источники: Минэкономразвития, оценка УРАЛСИБа

Пока динамика не впечатляет

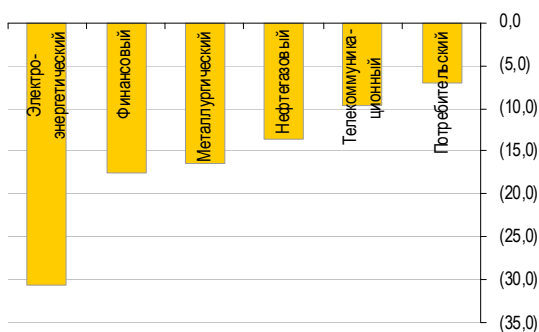
Динамика индексов MSCI (07.03.12=100%)



Источники: Bloomberg

Инвесторы избегают циклических и политически чувствительных отраслей

Доходность индексов УРАЛСИБа (07.03.12=100%)



Источники: оценка УРАЛСИБа

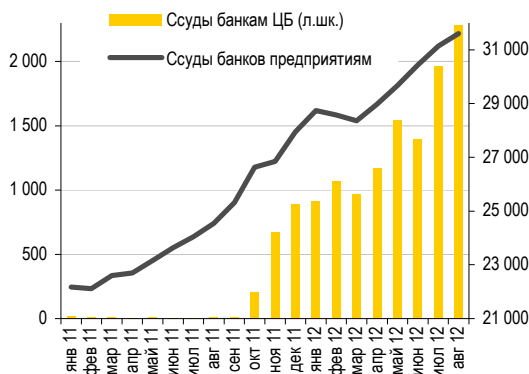
Страх перед новым кризисом заставляет экономить

Монетарный и фискальный ответ на замедление роста. Замедление экономического роста в России на фоне слабости глобальной экономики вынудило новое российское правительство принять ответные меры как монетарного, так и фискального характера. В сфере денежной политики мы наблюдаем интенсификацию усилий Центрального банка по поддержанию экономического роста через стимулирование кредитной активности – это привело к быстрому увеличению доли средств ЦБ в банковских пассивах. В бюджетно-налоговой области правительство вернулось к так называемому бюджетному правилу, привязывающему бюджетные расходы к средневзвешенной исторической цене на нефть. Принятие бюджетного правила предполагает существенное снижение расходов в следующие несколько лет, что для правительства означает необходимость идти на болезненные меры бюджетной экономии.

Средства ЦБ поддерживают российскую экономику... Турбулентность на финансовых рынках, продолжающаяся с прошлой осени, спровоцировала проблемы с ликвидностью в российской финансовой системе. Эти проблемы усугубил быстрый рост кредитования, который последовал за экономическим подъемом после кризиса 2008–2009 гг. Чтобы поддержать кредитный бум, ЦБ РФ начал активно ссужать отечественные банки деньгами, в первую очередь посредством операций РЕПО. По мере появления этим летом все новых признаков замедления экономики помощь со стороны ЦБ достигла весьма внушительного размера: за первые 100 дней президентства Владимира Путина объем кредитов ЦБ, выданных банкам, вырос на 45,6%, а годовой рост розничных кредитов к 1 августа 2012 г. составил 43,1%. Активизация кредитования положительно и весьма ощутимо сказалось на розничной торговле, которая в последние несколько месяцев росла примерно на 7% год к году. В то же время в остальных отраслях налицо торможение роста. Так, в июне промышленное производство замедлило рост до 1,9% год к году (против +3,7%, отмеченных в мае), сектор услуг снизил темпы роста до 0,3% год к году (+3,6% в мае), а грузооборот транспорта упал на 1,5% (-1% в мае). Недавно опубликованные Росстатом данные показали, что в июле промпроизводство ускорило рост до 3,4%, однако это произошло не в последнюю очередь благодаря календарному фактору и, как мы полагаем, не меняет общего нисходящего тренда.

ЦБ поддерживает экономику через кредитование

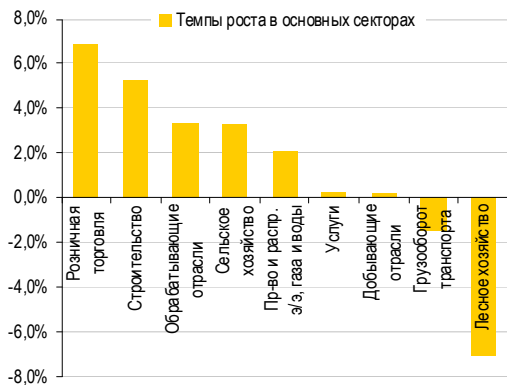
Ссуды ЦБ банкам и банков - экономике, млрд руб.



Источники: ЦБ

Розничная торговля - мотор роста

Рост в ключевых секторах в июне 2012 г., % год к году



Источники: Росстат

...но одновременно надувают кредитный пузырь. Значительное увеличение гибкости курса рубля с осени прошлого года свидетельствует об очевидном смещении акцентов в политике Центробанка России: от регулирования валютного курса ЦБ перешел к стимулированию кредитования. Долгие годы ЦБ пытался повысить конкурентоспособность российской экономики, препятствуя «чрезмерному укреплению рубля». Обратной стороной регулирования валютного курса являлся перманентно высокий уровень инфляции, за что Центробанк в прошлом жестко критиковали. Ситуация изменилась – теперь у рубля появилось больше свободы, и мы наблюдаем бум на кредитном рынке. Однако новая политика – стимулирование внутреннего спроса за счет развития розничного кредитования – также сопряжена с инфляционными рисками, а с учетом повышения цен на продовольствие достижение официального прогноза по инфляции на 2012 г., составляющего 5–6%, тем более выглядит сложной задачей. Кроме того, быстрый рост кредитования несет в себе риски ухудшения качества кредитного портфеля банков, которое, в свою очередь, способно в будущем спровоцировать кризис в банковской системе и вызвать еще большее торможение экономики.

Новое бюджетное правило заставляет правительство принимать трудные решения... Обвал цен на нефть, случившейся нынешним летом, заставил правительство вернуться к так называемому бюджетному правилу, согласно которому

100 дней третьего президентского срока

бюджетные расходы увязываются со средневзвешенной исторической цене на нефть. В отношении периода расчета средневзвешенной цены было принято компромиссное решение: этот период будет меняться от пяти лет в 2013 г. до десяти в 2018 г. и последующие годы. Учитывая, что на 2013 г. правительство сейчас прогнозирует среднюю цену Urals на уровне 97 долл./барр. и дефицит бюджета размером 992 млн руб., применение бюджетного правила предполагает сокращение расходов федерального бюджета на 1,15–1,2 трлн руб. с ныне запланированных 13,4 трлн руб. В 2014 г. для соблюдения бюджетного правила бюджетные расходы должны быть сокращены на 750–800 млрд руб. с 14,1 трлн руб., а в 2015 – на тот же объем с 15,3 трлн руб.

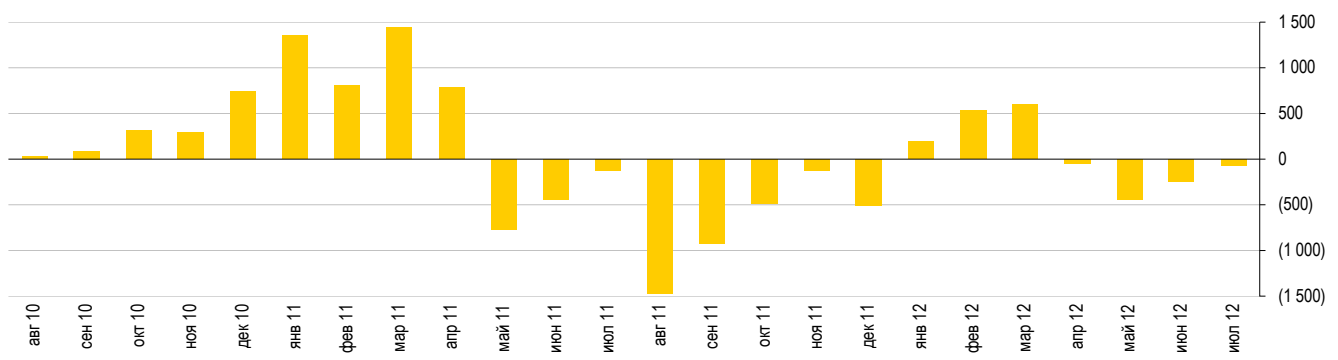
...в том числе о сокращении накопительной части пенсий. Необходимость снижать расходы заставляет правительство делать трудный выбор. На сегодняшний день одобрено сокращение условно-утвержденных расходов до нуля с 343,3 млрд руб. в 2013 г. и до 389 млрд руб. с 833,6 млрд руб. в 2014 г. Дополнительные меры активно обсуждаются. Так, в числе прочих вариантов рассматривается предложение бывшего министра финансов Алексея Кудрина о сокращении военных расходов за счет переноса срока окончания процесса модернизации армии на период после 2020 г. Кроме того, обсуждается вопрос о снижении дефицита российской пенсионной системы и, соответственно, сокращении трансферта средств из федерального бюджета в Пенсионный фонд. Добиться этого планируется за счет сокращения накопительной части пенсии с нынешних 6% от фонда оплаты труда до лишь 2%. Эта мера могла бы отчасти уменьшить дефицит Пенсионного фонда, однако, учитывая неблагоприятные демографические тенденции, она не способна обеспечить долгосрочную стабильность российской пенсионной системы. Кроме того, вполне вероятно, что такое решение негативно скажется на финансовых рынках, которые потеряют основной источник длинных денег. Наконец, сокращение накопительной части пенсии отрицательно повлияет на размеры пенсий тех, кто сейчас находится в средней возрастной группе, что означает существенные фискальные и политические риски через 15–30 лет. Мы считаем, что разумной альтернативой предлагаемой мере могла бы стать отмена прав на досрочный выход на пенсию, а также обеспечение дополнительных стимулов для продолжения трудовой деятельности после наступления пенсионного возраста.

По мнению рынка, Россия не заслуживает особого инвестиционного подхода

Российские инвестфонды отмечают невыразительную динамику денежных потоков. Отсутствие факторов, способных привлечь инвесторов в Россию, а также глобальная макроэкономическая неопределенность и волатильность цен на нефть привели к тому, что котировки российских акций в 2012 г. не показали достойного роста. В настоящее время, наряду с ростом уверенности инвесторов в связи со снижением политических рисков в России, мы видим их разочарование отсутствием внутренних факторов, которые могли бы стимулировать приток новых денег в российские бумаги. На графике ниже видно, что за последние месяцы российские фонды регистрируют невыразительную динамику денежных потоков.

Умеренный отток на фоне неопределенности

Помесячная динамика движения средств российских страновых фондов, млн долл.



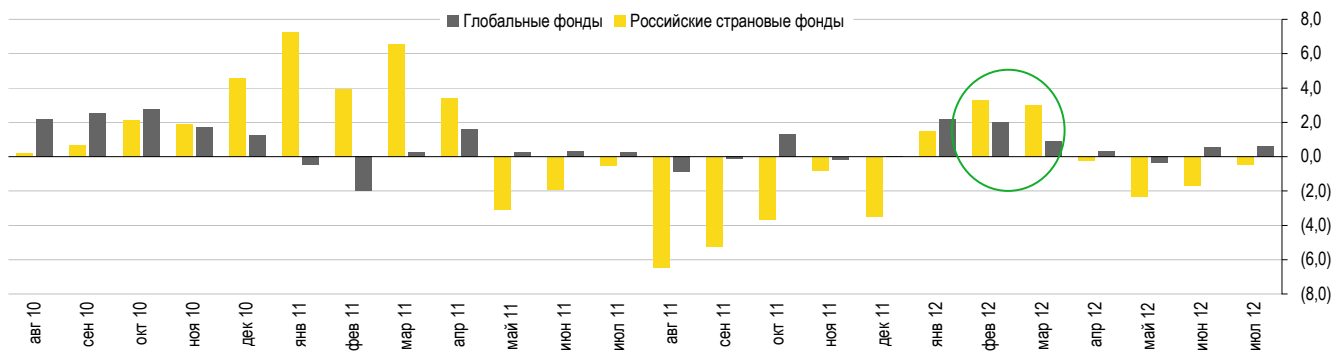
Источники: EPFR Global, оценка УРАЛСИБа

В фаворе – фонды GEM... На протяжении последних пятнадцати месяцев инвесторы предпочитали вкладывать средства в фонды GEM, поскольку такой показатель, как отношение объема притока к общему объему активов под управлением, у фондов GEM был стабильно выше, чем у фондов, инвестирующих в российские активы. Исключение составили лишь два месяца – февраль и март 2012 г., что объясняется прежде всего скачком цен на нефть, а также снижением политических рисков и надеждами на перемены после того, как Владимир Путин в третий раз выиграл президентские выборы.

100 дней третьего президентского срока

Последние 15 месяцев, за исключением февраля и марта, инвесторы предпочитали глобальные фонды

Помесячная динамика средств инвестфондов, % активов под управлением



Источники: EPFR Global, оценка УРАЛСИБа

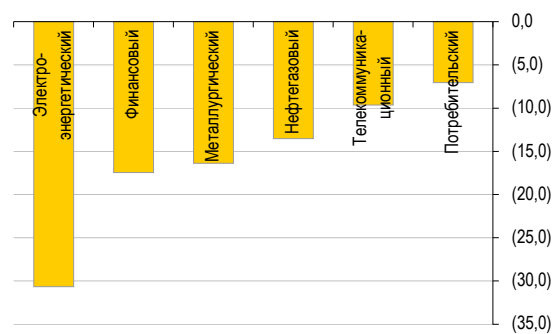
...что характерно не только для России. Большинство страновых фондов в последние пару месяцев сталкиваются с похожей ситуацией. Таким образом, происходящее объясняется в большей степени неопределенностью перспектив мировой экономики, нежели спецификой России. Впрочем, на карте движения средств глобальных фондов есть более темные, чем Россия, пятна (Китай), а есть и более светлые (Турция в категории ЕМЕА, Индонезия в Азии). Как более подробно описано ниже, в ближайшие месяцы недостаток внутренних факторов роста не позволит российским фондам показывать опережающие темпы притока капитала по сравнению с глобальными фондами развивающихся рынков. По нашему мнению, это приведет к дальнейшему росту корреляции российского рынка с композитными индексами развивающихся рынков и усилит его зависимость от настроений на глобальных площадках.

Инвесторы явно избегают наиболее циклических и политически чувствительных секторов.

После завершения президентских выборов предпочтения инвесторов на российском рынке акций обозначились более отчетливо. Так, не вызывает удивления, что участники рынка обходят стороной наиболее политизированные отрасли, например электроэнергетику, где возможны неблагоприятные изменения в регуляторной среде и корпоративном ландшафте с усилением влияния Роснефтегаза. Не избалованы вниманием инвесторов и наиболее циклические сектора – банковский и металлургический. С другой стороны, наименее зарегулированные, малоподверженные политическим рискам, но вместе с тем растущие и в целом защитные сектора, такие как потребительский и телекоммуникационный, в текущих условиях чувствуют себя относительно неплохо. Исходя из динамики котировок каждого сектора (на графике справа), скорректированной на достаточно щедрые дивиденды (в случае телекоммуникационных операторов), бумаги телекомов и потребительских компаний в целом демонстрируют одинаково неплохую динамику.

Инвесторы избегают циклических и политически чувствительных отраслей

Доходность индексов УРАЛСИБа (07.03.12=100%)



Источники: оценка УРАЛСИБа

В ожидании увеличения дивидендов госкомпаний и повышения активности Роснефтегаза в электроэнергетике.

Среди других вопросов, появившихся на повестке дня в первые сто дней нового президентства Путина, стоит выделить неоднократные заявления о необходимости увеличить дивиденды госкомпаний, а также потенциальное усиление влияния Роснефтегаза в нефтегазовом секторе и возможное доминирование госхолдинга в электроэнергетической отрасли. И хотя на первый взгляд эти две темы взаимосвязаны – огромные потребности в капзатратах электроэнергетических компаний предполагается профинансировать за счет увеличения дивидендных выплат Газпрома и Роснефти – отметим, что увеличение дивидендов госкомпаний фигурирует среди приоритетов правительства уже достаточно давно. Мы полагаем, что власти не откажутся от намерения зафиксировать минимальный коэффициент дивидендных выплат на уровне 25%, даже если Роснефтегаз не станет ключевой компанией в российской электроэнергетике.

Ни страхов, ни надежд?

Приватизация по-прежнему в повестке дня, но пока не начата; теперь необходимое условие – восстановление рынка акций. Реализация объявленной в 2011 г. весьма амбициозной программы приватизации, рассчитанной на период до 2015 г., по большей части приостановлена, что в целом не стало неожиданностью для рынка, и главным образом по двум причинам. Во-первых, разработчики программы практически не учли вероятность неблагоприятного развития ситуации в экономике и на финансовых рынках, а между тем, как теперь видно, в ближайшие три-шесть месяцев положение вряд ли радикально улучшится. Вторая причина – президентская кампания, которая воспринималась многими как временное препятствие на пути приватизации. Как отмечалось в нашей стратегии на 2 п/г 2012 г., инвесторам необходимо убедиться, что целью приватизации является не пополнение бюджета, а последовательное сокращение участия государства в конкурентных отраслях, направленное на повышение эффективности, чему подтверждений пока не видно. Вместе с тем недавние заявления Путина о том, что государство не станет продавать активы «за копейки», касающиеся текущих низких оценок российских компаний, однозначно положило конец рассуждениям на тему продолжения приватизации вне зависимости от рыночной конъюнктуры. Таким образом, необходимой предпосылкой для дальнейшей реализации даже наиболее подготовленных проектов приватизации, таких как продажа части госпакетов Сбербанка и ВТБ, по всей видимости, является положительная динамика на рынках акций.

В правительстве разрабатываются проекты, направленные на улучшение делового климата... Одним из ключевых вопросов нового президентского срока Путина станет кардинальное улучшение делового климата, что потребует коренных институциональных преобразований: уменьшения бюрократии, повышения качества правовой системы и искоренение коррупции. В первые сто дней нового президентства были сделаны определенные шаги по борьбе с бюрократией. Этим вопросом занимается Агентство стратегических инициатив – экспертный орган, созданный в 2011 г. под патронажем Путина, занимавшего в то время пост председателя правительства. В рамках деятельности Агентства планируется разработать набор «дорожных карт», в результате которых к 2018 г. будет постепенно упрощены основные бюрократические процедуры, касающиеся подключения к объектам энергоснабжения, таможенного оформления, получения разрешений на строительство, регистрации недвижимости и новых предприятий, взаимодействия бизнеса и власти, защиты прав инвесторов, налогового администрирования и так далее. В конце июня две первые «дорожные карты» были утверждены правительством, остальные находятся в процессе разработки, которая, предположительно, завершится до конца года. Выполнение «дорожных карт» будет на ежемесячной основе отслеживать Минэкономразвития.

...которые, однако, могут иметь успех лишь в связке со всеобъемлющими институциональными реформами. Хотя сокращение бюрократической нагрузки жизненно важно для улучшения делового климата в России, одного лишь этого недостаточно. Необходимы значительные изменения в правовой системе и радикальное снижение уровня коррупции. Эффективная правовая система имеет огромное значение для защиты прав собственности и разрешения конфликтов между бизнесом и государством. Снижение уровня бюрократии поможет в борьбе с коррупцией, однако не позволит искоренить ее полностью. Пока усилия государства по реформированию институциональной среды явно недостаточны. Например, вплоть до настоящего времени отвергается идея создания специального антикоррупционного органа, хотя опыт стран, сумевших победить коррупцию, показывает, что такой орган бывает весьма эффективен.

Власти эффективно подавляют протест. Волна массовых протестов, один из основных источников опасений для инвесторов, достигшая своего пика в декабре прошлого года после выборов в Госдуму, к сегодняшнему дню во многом угасла. Попытки оппозиции возродить протестную активность не увенчались успехом. Между тем власти начали наступление на законодательном фронте и легко провели через парламент печально известный пакет законопроектов, введя, в частности, высокие штрафы за несогласованные с местными администрациями уличные акции, а также ужесточив контроль за деятельностью некоммерческих организаций и распространением информации в интернете. Наконец, в течение последних нескольких месяцев ряду активистов оппозиции были предъявлены уголовные обвинения.

Усилится ли протестная активность осенью, говорить пока рано, но такой сценарий маловероятен. В период летнего затишья складывается впечатление, что протестная активность более не угрожает имиджу России как политически стабильной страны, но это впечатление может быть обманчивым. В настоящее время факторов, способных привести к эскалации протестов не наблюдается, однако они могут появиться, учитывая, что осенью политические события разворачиваются быстрее. На наш взгляд, пока можно с уверенностью говорить по крайней мере о том, что протестное движение утратило былую мощь. Политические риски сейчас минимальны и к уровню начала года, на наш взгляд, уже не вернутся.

В среднесрочной перспективе прорыва не ожидается

Центр власти сместился в кремлевскую администрацию; дублирование властных функций грозит затягиванием важных решений. Самым большим сюрпризом и самым сильным разочарованием стали изменения в структуре российской власти. Во-первых, похоже, что функции правительства и президентской администрации во многом дублируются, а это вряд ли будет способствовать эффективному управлению экономикой и своевременному проведению реформ. Оперативность в принятии решений особенно важна, если экономическая ситуация начнет быстро ухудшаться (на этот случай правительство два месяца назад приступило к разработке антикризисного плана). Стоит подчеркнуть, что инвесторы негативно воспринимают в первую очередь непрозрачность распределения властных полномочий между администрацией президента и правительством, а не усиление Кремля как таковое, поскольку оно было ожидаемо с возвращением Владимира Путина в президентское кресло. Во-вторых, новое правительство, в которое вошли многие известные лица, ассоциирующиеся с либеральным, прорыночным, реформаторским курсом явно находятся в тени более влиятельной президентской администрации, где доминируют ведущие члены правительства прошлого состава. В пользу такого мнения говорит, например, создание под эгидой администрации комитетов, ответственных за стратегию развития отдельных секторов экономики. В сложившейся ситуации инвесторам остается гадать, кто будет принимать прорывные решения.

Много сказано в поддержку реформ, но воз и ныне там. Начало работы нового правительства у многих оставило впечатление, что грядут перемены и что реформаторское крыло теперь имеет больший, чем прежде, вес. Так, например, было объявлено о намерении оперативно (в течение десяти дней) пересмотреть программу приватизации. За этим, однако, ничего не последовало, и большинству инвесторов по-прежнему неясно, какова теперь расстановка сил. По нашему мнению, ситуация прояснится до конца года, но активных действий по продвижению реформ в кратко- и среднесрочной перспективе ожидать не стоит.

Аналитическое управление

Руководитель управления

Константин Чернышев, che_kb@uralsib.ru

Заместитель руководителя управления

Вячеслав Смольянинов, smolyaninovv@uralsib.ru

Дирекция анализа долговых инструментов

Руководитель Дмитрий Дудкин, dudkindi@uralsib.ru

Стратегия

Вячеслав Смольянинов, smolyaninovv@uralsib.ru

Макроэкономика

Алексей Девятков, devyatovae@uralsib.ru

Ольга Стерина, sterinaoa@uralsib.ru

Наталья Майорова, mai_ng@uralsib.ru

Банки

Наталья Березина, berezinana@uralsib.ru

Анализ рыночных данных

Вячеслав Смольянинов, smolyaninovv@uralsib.ru

Дмитрий Пуш, pushds@uralsib.ru

Максим Недовесов, nedovesovmv@uralsib.ru

Долговые обязательства

Дмитрий Дудкин, dudkindi@uralsib.ru

Надежда Мырсикина, myrsikovav@uralsib.ru

Ольга Стерина, sterinaoa@uralsib.ru

Юрий Голбан, golbanyv@uralsib.ru

Антон Табах, tabakhav@uralsib.ru

Андрей Кулаков, kulakovan@uralsib.ru

Татьяна Днепровская, dneprovskata@uralsib.ru

Нефть и газ

Алексей Кокин, kokinav@uralsib.ru

Станислав Кондратьев, kondratievsv@uralsib.ru

Электроэнергетика

Матвей Тайц, tai_ma@uralsib.ru

Иван Рубинов, rubinoviv@uralsib.ru

Металлургия/Горнодобывающая промышленность

Валентина Богомолова, bogomolovava@uralsib.ru

Телекоммуникации/Медиа/ Информационные технологии

Константин Чернышев, che_kb@uralsib.ru

Константин Белов, belovka@uralsib.ru

Николай Дьячков, dyachkovna@uralsib.ru

Минеральные удобрения/ Машиностроение/Транспорт

Денис Ворчик, vorchikdb@uralsib.ru

Артем Егоренков, egorenkovag@uralsib.ru

Потребительский сектор

Тигран Оганесян, hovhannisyan@uralsib.ru

Александр Шелестович, shelestovich@uralsib.ru

Недвижимость

Марат Ибрагимов, ibragimovmy@uralsib.ru

Редакторская группа

Английский язык

Джон Уолш, walshj@uralsib.ru

Тимоти Холл, hallt@uralsib.ru

Пол Де Витт, dewittpd@uralsib.ru

Хиссам Латиф, latifh@uralsib.ru

Дизайн

Ангелина Фриденберг, fridenbergav@uralsib.ru

Русский язык

Андрей Пятигорский, pyatigorskiyae@uralsib.ru

Ольга Симкина, sim_oa@uralsib.ru

Степан Чургов, chugrovss@uralsib.ru

Алексей Смородин, smorodinay@uralsib.ru

Управление продаж

Москва

+7 (495) 788 0888

Лондон

+44 (0)20 7562 8012

Настоящий бюллетень предназначен исключительно для информационных целей. Ни при каких обстоятельствах он не должен использоваться или рассматриваться как oferta или предложение делать ofertas. Несмотря на то что данный материал был подготовлен с максимальной тщательностью, УРАЛСИБ не дает никаких прямых или косвенных заверений или гарантий в отношении достоверности и полноты включенной в бюллетень информации. Ни УРАЛСИБ, ни агенты компании или аффилированные лица не несут никакой ответственности за любые прямые или косвенные убытки от использования настоящего бюллетеня или содержащейся в нем информации. Все права на бюллетень принадлежат ООО «УРАЛСИБ Кэпитал», и содержащаяся в нем информация не может воспроизводиться или распространяться без предварительного письменного разрешения. © УРАЛСИБ Кэпитал 2012