

Россия после кризиса Ищем зеленые ростки в саду

- Падение ВВП России в первом квартале было на 7 п. п. обусловлено сокращением запасов.
- Впоследствии ситуация в экономике стабилизировалась, и во втором квартале стали проявляться первые признаки возобновления роста, которые в июле уже наблюдались в избытке.
- На рост указывают и статистические данные по промышленному производству, грузообороту железнодорожного транспорта, добыче природного газа, выпуску продукции и загрузке мощностей в металлургической промышленности.
- Неплохую динамику демонстрируют индикаторы доходов населения, чему главным образом способствовало увеличение пенсий, зарплаты бюджетников и пособий по безработице.
- После продолжительного периода сокращения кредитования российскими банками мы заметили в июле, что спад в этой сфере близок к завершению.
- Совокупный кредитный портфель банковской системы остался на уровне предыдущего месяца, и мы прогнозируем возобновление роста в ближайшие месяцы.
- Финансовые ресурсы постепенно вновь начинают поступать в реальный сектор экономики, что, по нашему мнению, должно дать дополнительный толчок к восстановлению экономики.

Основные выводы

В последние месяцы со всех сторон слышались мрачные предсказания грядущей гибели мировой экономики. Многие искали слабые ее звенья, и в числе первых называлась Россия, экономика которой два квартала подряд теряла в годовом сопоставлении приблизительно 10%.

По прошествии времени выяснилось, что в действительности ситуация гораздо сложнее, и в большинстве экономик негативные данные соседствуют с позитивными. По какой-то причине в случае России акцент делался на неблагоприятных тенденциях, что можно понять, учитывая разочарование инвесторов, вызванное настолько глубоким и настолько стремительным падением одного из прежних лидеров. Однако значительная часть представленной в последнее время статистики указывает на то, что ситуация стала выправляться. В настоящем отчете представлены наши мысли о ключевых позитивных сигналах (с легкой руки Б. Бернанке их в последнее время называют «ростками»), а также оценка факторов, спровоцировавших болезненный спад российской экономики в первом квартале.

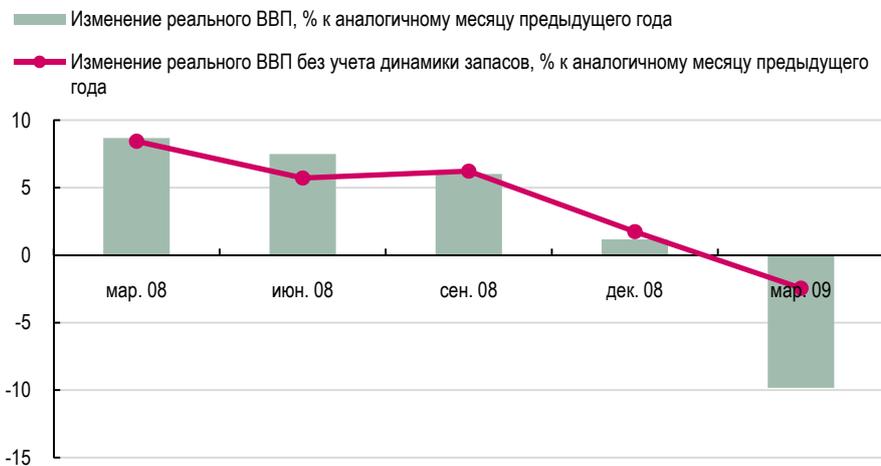
Ростки пробились... когда ожидать плоды? Надеемся, что представленные в отчете данные и соображения доказывают, что даже в сложной экономической обстановке, в которой оказались некоторые страны (в том числе Россия), благодаря плодородной почве «зеленые ростки» уже отчетливо видны, хотя они и могут погибнуть в случае новых заморозков. Рассматривая сегодняшнее положение России, мы считаем, что восстановление (в том виде, как оно происходит) стало возможным в основном благодаря повышению цен на сырьевые товары на мировых рынках и наличию значительных денежных ресурсов. Причем два указанных фактора, вероятнее всего, в определенной мере связаны друг с другом. Если ситуация изменится в любом из аспектов (то есть произойдет очередной обвал цен на товарно-сырьевых рынках, либо центральные банки начнут ужесточать монетарную политику), Россия может войти в фазу длительной стагнации. Впрочем, это не укладывается в рамки нашего базового сценария: мы рассчитываем, что как только неблагоприятный эффект высокой базы останется позади (возможно, в четвертом квартале нынешнего года и уж наверняка в первом квартале следующего) экономика России пойдет в рост, причем достаточно высокими темпами.

Зимний обвал: снижая стоимость оборотного капитала

Мы уже отмечали, что основной причиной, по которой спад в экономике России оказался более глубоким, чем в сопоставимых странах, стала планомерная девальвация рубля. Как мы неоднократно говорили, из-за девальвации стоимость денег превысила все разумные пределы, в то время как рынки капитала оставались под замком. Самые свежие данные, представленные Федеральной службой государственной статистики, свидетельствуют о том, что из-за дороговизны денег произошла массированная ликвидация запасов, которые в первой половине прошлого года стремительно наращивались. В самом деле, российская экономика столкнулась с проблемой перепроизводства еще в первом квартале прошлого года, когда запасы примерно наполовину превысили объемы аналогичного периода 2007 г. Тенденция сохранилась и во втором, и в третьем кварталах (более того, во втором квартале прошлого года запасы росли вдвое быстрее, чем годом ранее). Следовательно, начало широкомасштабного сокращения запасов оказалось естественным шагом в четвертом квартале, когда сезонное сокращение вдвое превысило показатели 2007 г. В начале нынешнего года ликвидация запасов набрала обороты и внесла свой «вклад» в сокращение ВВП в первом квартале (по нашей оценке, 7 п. п. из совокупного падения на 9.8%). На *рис. 1* сравнивается фактическое изменение ВВП за 12 месяцев с нашей оценкой динамики при стабильном объеме запасов, из чего можно сделать два вывода:

- 1) экономика отчасти пострадала из-за перегрева в первой половине прошлого года;
- 2) часть потерь можно восстановить без особых затруднений.

Рисунок 1. Фактическое изменение ВВП и изменение ВВП без учета составляющей запасов



Источники: Федеральная служба государственной статистики, оценка Ренессанс Капитала

К сожалению, Федеральная служба государственной статистики публикует статистику по движению товарно-материальных запасов со значительным запозданием, поэтому мы не располагаем данными о том, как события развивались далее. Однако исторический опыт показывает, что сокращение запасов не может продолжаться более двух-трех кварталов. Кроме того, летом денежные ресурсы стали доступнее для реального сектора экономики, в связи с чем мы предполагаем, что восстановление запасов в третьем квартале окажет положительное воздействие на динамику ВВП.

Последние данные: реальные цифры против эффекта базы сравнения

При изучении динамики ВВП, промышленного производства и другой статистики обращает на себя внимание падение более чем на 10% по многим показателям. Однако при ближайшем рассмотрении можно обнаружить, что в большинстве случаев – если не во всех – катастрофический спад имел место только в четвертом квартале прошлого года и первом квартале нынешнего, тогда как данные за второй квартал и более поздняя статистика выглядят удручающими исключительно по причине высокой базы сравнения. Например, июльская динамика промышленного производства в годовом сравнении сопоставима с докризисным июлем прошлого года. Данные со всей очевидностью говорят о том, что прошлой зимой экономика вошла в пике. Судя по цифрам можно предположить, что спад продолжился и во втором квартале. Однако тот факт, что объем ВВП сократился в апреле-июне на 10.4%, не говорит о продолжении стремительного падения, ведь сравнение проводится с предкризисными максимумами. Как показывает *рис. 2*, падение ВВП, вне всяких сомнений, прекратилось, и по итогам апреля-июня был даже зафиксирован рост в квартальном сопоставлении (в основном, правда, по причине сезонных изменений).

Рисунок 2. Динамика ВВП России по кварталам



Источник: Федеральная служба государственной статистики

Еще очевиднее становится картина при рассмотрении показателей промышленного производства. С учетом сезонных колебаний возобновление роста совпало по времени с майским снижением процентных ставок, а уже в июне и, особенно, в июле началось всерьез (*рис. 3*).

Рисунок 3. Динамика индекса промышленного производства (31.12.2002 = 100)



Источники: Федеральная служба государственной статистики, оценка Ренессанс Капитала

Более того, об улучшении показателей начали сообщать отдельные отрасли экономики, результаты которых мы считаем наиболее показательными. К таким секторам можно отнести железнодорожный транспорт, на долю которого без учета трубопроводов приходится 60% грузооборота и который, по нашему мнению, служит неплохим индикатором экономической активности вне нефтегазовой отрасли; металлургию, которая в мировом масштабе пострадала, пожалуй, сильнее других (за исключением, возможно, финансового сектора); газовую промышленность, понесшую серьезные потери в начале нынешнего года.

В январе грузооборот железнодорожного транспорта упал на треть в годовом сопоставлении, но с тех пор наблюдается устойчивая тенденция к улучшению ситуации. Хотя по-прежнему сказывается неблагоприятный эффект высокой базы (можно предположить, что он будет ощущаться до четвертого квартала), стремительно уменьшающееся падение по сравнению с аналогичными периодами прошлого года подразумевает де-факто повышательный тренд (рис. 4).

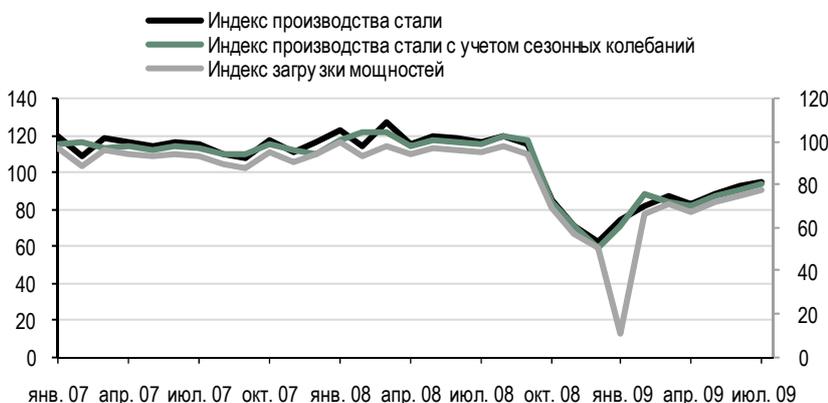
Рисунок 4. Грузооборот железнодорожного транспорта



Источники: РЖД, оценка Ренессанс Капитала

В секторе металлургии самое глубокое падение было в декабре-январе, но последовавший отскок не вызывает сомнений – как по загрузке мощностей (коэффициент рос почти линейно), так и по объему производства, который при корректировке на сезонные колебания в месячном сопоставлении демонстрировал рост с апреля (рис. 5).

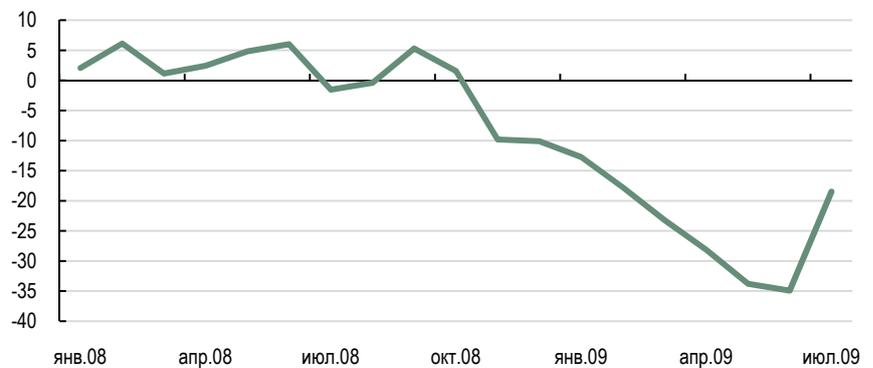
Рисунок 5. Динамика индексов производства стали, производства с учетом сезонных колебаний и загрузки мощностей черной металлургии (01.01.2004 = 100)



Источники: Всемирная ассоциация производителей стали, оценка Ренессанс Капитала

Что же касается добычи газа, то наиболее тяжелым для Газпрома выдалось начало года, когда сказались влияние двух важных (но технических и временных) факторов. Во-первых, ставшего уже ежегодным конфликта с Украиной по поводу транспорта газа. Во-вторых, особенностей спот-рынка в Европе, цены на котором оказались значительно ниже цен, которые рассчитываются по формуле, заложенной в долгосрочных контрактах Газпрома на поставку газа европейским потребителям. Транзитный конфликт был разрешен, и Украина сейчас закачивает значительные объемы в подземные газохранилища, что должно гарантировать бесперебойный поток в Европу минимум до конца года. Ценовая премия в рамках долгосрочных контрактов почти исчезла, поскольку падение цен на нефть произошло достаточно давно, чтобы скорректировать формулу, привязанную к ценам спот-рынка с лагом в шесть-девять месяцев. С исключением влияния обоих факторов добыча газа стремительно восстанавливается (рис. 6).

Рисунок 6. Газпром: динамика объемов добычи газа в годовом сопоставлении, %



Источник: Газпром

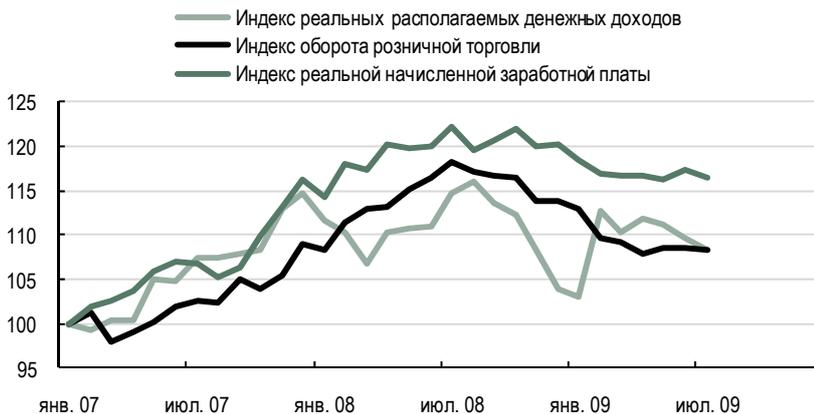
Потребители пострадали, но не так сильно, как казалось?

Любому живущему в России человеку вполне могло бы показаться (как по собственным наблюдениям, так и на основании сообщений СМИ), что довольно серьезный удар был нанесен по потребителям. Так действительно обстояли дела в начале текущего года, но мы стали свидетелями весьма быстрого восстановления благодаря наращиванию расходов правительства, которое, в частности:

- на 60% увеличило пособия по безработице;
- на 18% повысило денежное довольствие военнослужащих;
- на 8.5% подняло с первого марта пенсии;
- в три приема (в январе, мае и, планируется, в сентябре) увеличивает фонд заработной платы в бюджетной сфере в общей сложности на 30%.

Все эти меры способствовали восстановлению реальных располагаемых денежных доходов. В дальнейшем поддержку должно оказать запланированное на первое декабря повышение пенсий на 26.5%. Действия правительства сыграли важную роль в предотвращении значительного снижения реальной начисленной заработной платы. В результате оборот розничной торговли, хотя и стагнирующий с учетом сезонных колебаний, в мае перестал сокращаться после более чем полугодового непрерывного падения (*рис. 7*).

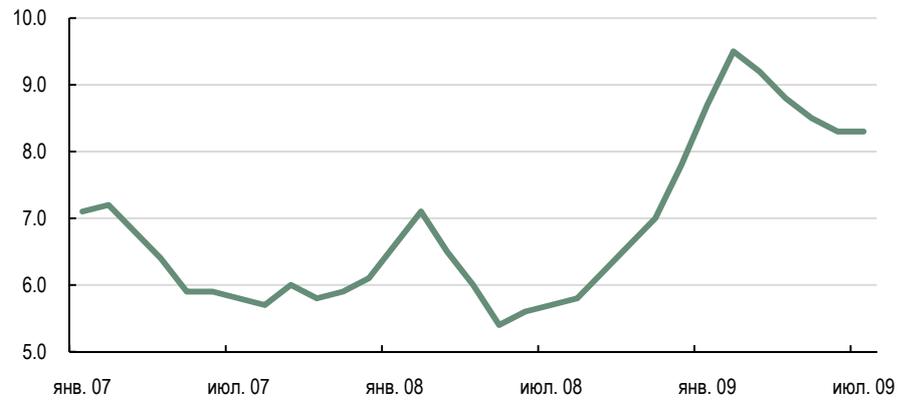
Рисунок 7. Динамика индексов оборота розничной торговли, реальной заработной платы и реальных располагаемых доходов



Источники: Федеральная служба государственной статистики, оценка Ренессанс Капитала

Наконец, оптимизма добавляет еще один макроэкономический индикатор – безработица, уровень которой, судя по всему, заметно снизился за последние месяцы. Можем предложить ряд объяснений. Одним из важных факторов стало сближение официальной статистики по безработице с действительным положением дел, чему способствовало повышение пособий, пенсий и зарплат бюджетников (*см. выше*), а также энергичные действия властей. Все 18 лет переходной экономики российские работодатели предпочитали задержать выплату заработной платы либо в добровольно-принудительном порядке отправить сотрудников в неоплачиваемые отпуска, нежели уволить по сокращению штатов. Президент Д. Медведев и премьер В. Путин в начале этого года предприняли решительные шаги по искоренению порочной практики, а некоторое увеличение размера пособий подталкивает работников к увольнению в случае невыплаты заработной платы. Именно с массовыми увольнениями можно связать скачок безработицы, но последовавшее снижение численности незанятых в основном объясняется тем обстоятельством, что первоначальное сокращение персонала оказалось чрезмерным (часть рабочих мест была восстановлена, о чем свидетельствуют данные по секторам, например, металлургии и финансовых услуг).

Рисунок 8. Уровень безработицы, % экономически активного населения



Источник: Федеральная служба государственной статистики

Финансовый сектор поворачивается лицом к реальному сектору?

После затянувшегося на девять месяцев сокращения кредитования банковская система России по итогам июля продемонстрировала признаки перелома негативного тренда. Хотя предсказывать рост рынка кредитования темпами, близкими к докризисным, преждевременно, точка разворота, вероятнее всего, уже пройдена. Мы полагаем, что в течение ближайших месяцев банки будут постепенно наращивать финансирование реального сектора экономики через кредиты и инструменты рынка капитала. Ниже приведены ключевые аргументы, подкрепляющие нашу уверенность в готовности банковской системы кредитовать экономику.

- ВТБ сообщил о значительном – на 8%, или USD2.7 млрд – июльском увеличении кредитного портфеля по сравнению с предыдущим месяцем. Безусловно, такому значительному приросту не в последнюю очередь способствовало требование г-на Путина к подконтрольным государству банкам (призвал за три месяца увеличить предоставленные реальному сектору средства на сумму до 500 млрд руб.). Согласно сообщениям в СМИ и заявлениям руководства ВТБ, значительная часть кредитов, обеспечивших июльский рост портфеля, были выданы крупнейшим отечественным заемщикам.
- Кредитный портфель Сбербанка, в отличие от ВТБ, «похудел» в июле на 32 млрд руб.; руководство кредитной организации комментирует, однако, что уменьшение связано с крупными погашениями по кредитам, выданным ранее Транснефти, которая не так давно получила значительные денежные ресурсы от китайских кредиторов. Впрочем, как следует из баланса крупнейшего кредитора страны, в июле банк заметно активизировал выдачу новых кредитов, и, как заверяет руководство, в августе тенденция сохранилась. В этой связи логично было бы рассчитывать на возобновление роста кредитного портфеля Сбербанка уже в ближайшие месяцы.
- Отчетность частных банков за июль (на данный момент доступны данные банков, представляющих 90% системы по активам) свидетельствует о прекращении сокращения кредитных портфелей. Первый заместитель председателя Банка России г-н Улюкаев в интервью от 20 августа подтвердил, что июль стал поворотным месяцем и частные банки прекратили сокращать кредитные портфели.
- Между тем, важным источником финансовых ресурсов для реального сектора экономики стал первичный рынок рублевых облигаций: только в прошлом месяце размещены новые выпуски приблизительно на 140 млрд руб. (а с момента возобновления работы рынка в апреле – немногим менее чем на 500 млрд руб.). Хотя часть размещений носила технический характер, а бумаги предназначались для рефинансирования через механизмы РЕПО Банка России, эти сделки в большинстве случаев привели к тому, что конечные заемщики привлекли финансовые ресурсы.
- Если принять во внимание стабилизацию портфеля кредитов и прирост облигаций в банковских портфелях ценных бумаг, то ресурсы, доступные реальному сектору экономики, увеличились в июле, согласно нашим расчетам, на 0.7-1.0%.
- Ввиду продолжающегося снижения процентных ставок, определенной стабилизации на валютном рынке и стабильного притока средств на депозиты банкам с целью поддержания параметров рентабельности надо находить каналы размещения свободной ликвидности. Мы предполагаем в этой связи, что в ближайшие месяцы новой тенденцией станет наращивание кредитования, хотя и не ожидаем, что оно будет происходить темпами, превышающими 1-2% в месяц.

- Кредитование физических лиц – единственный сегмент рынка кредитов, остающийся в негативном тренде, что не вызывает удивления, поскольку из-за меньшей прогнозируемости располагаемых доходов потребители стремятся не обременять себя значительными долгами. Мы ожидаем разворота тренда в ноябре-декабре в силу традиционных для рынка сезонных тенденций.

Раскрытие информации

Подтверждение аналитиков и отказ от ответственности

Настоящий отчет подготовлен аналитиком (ами), чье имя (чь имена) указано (ы) на титульном листе настоящего отчета с целью предоставления справочной информации о компании или компаниях (собираательно «Компания») и ценных бумаг, являющихся предметами настоящего отчета. Каждый аналитик подтверждает, что все позиции, изложенные в настоящем отчете в отношении какой-либо ценной бумаги или эмитента, точно отражают личные взгляды этого аналитика касательно любого анализируемого эмитента/ценной бумаги.

Любые рекомендации или мнения, представленные в настоящем отчете, являются суждением на момент публикации настоящего отчета. Настоящий отчет был подготовлен независимо от Компании, и любые рекомендации и мнения, представленные в настоящем отчете, отражают исключительно точку зрения аналитика. При всей осторожности, соблюдаемой для обеспечения точности изложенных фактов, справедливости и корректности представленных рекомендаций и мнений, ни один из аналитиков, Компания, ее директора и сотрудники не устанавливали подлинность содержания настоящего отчета и, соответственно, ни один из аналитиков, Компания, ее директора и сотрудники не несут какой-либо ответственности за содержание настоящего отчета, в связи с чем информация, представленная в настоящем отчете, не может считаться точной, справедливой и полной.

Ни одно лицо не несет какой-либо ответственности за какие-либо потери, возникшие в результате какого-либо использования настоящего отчета или его содержания, либо возникшие в какой-либо связи с настоящим отчетом. Каждый аналитик и/или связанные с ними лица мог предпринять действия в соответствии либо использовать информацию, содержащуюся в настоящем отчете, а также результаты аналитической работы, на основании которых составлен настоящий отчет, до его публикации. Информация, представленная в настоящем документе, не может служить основанием для принятия инвестиционных решений любым его получателем или иным лицом в отношении ценных бумаг Компании. Настоящий отчет не является оценкой стоимости бизнеса Компании, ее активов либо ценных бумаг для целей, предусмотренных законодательством Российской Федерации и иных стран СНГ в сфере деятельности по оценке стоимости. Каждый аналитик подтверждает, что никакая часть полученного вознаграждения не была, не является и не будет связана прямо или косвенно с определенной рекомендацией (ями) или мнением (ями), представленными в данном отчете. Вознаграждение аналитикам определяется в зависимости от деятельности и услуг, направленных на обеспечение выгоды инвесторам, являющимся клиентами Renaissance Securities (Cyprus) Limited, RenCap Securities, Inc., Renaissance Capital Limited, а также дочерних компаний («Фирма»). Как и все сотрудники Фирмы, аналитики получают вознаграждение в зависимости от рентабельности деятельности Фирмы, которая включает выручку от ведения прочих видов деятельности подразделениями Фирмы. Каждый аналитик, аффилированные компании либо иные лица являются или могут являться членами группы андеррайтеров в отношении предлагаемых к продаже ценных бумаг Компании. Каждый аналитик имеет право в будущем участвовать в публичном выпуске ценных бумаг Компании.

Ренессанс Капитал

Ренессанс Капитал
123317, Москва
Пресненская набережная, 10
Тел.: + 7 (495) 258 7777
Факс: + 7 (495) 258 7778
www.rencap.com

Аналитическое управление

**Руководитель аналитического
управления**
Роланд Нэш
+ 7 (495) 258 7916
RNash@rencap.com

Начальник отдела анализа акций
Александр Бурганский
+ 7 (495) 258 7904
ABurgansky@rencap.com

**Начальник отдела макроэкономики
и анализа долговых обязательств**
Алексей Моисеев
+ 7 (495) 258 7946
AMoisseev@rencap.com

Рынок акций – Россия
Наталья Загвоздина
+ 7 (495) 258 7753
NZagvozdina@rencap.com

Стратегия на рынке акций
+ 7 (495) 258 7916
Роланд Нэш
RNash@rencap.com
Томас Манди
Ованес Оганисян

Банковский сектор
+ 7 (495) 258 7748
Дэвид Нангл
DNangle@rencap.com
Милена Иванова-Вентурины

Медиа и ИТ, сектор недвижимости
+ 7 (495) 258 4350
Дэвид Фергусон
DFerguson@rencap.com

Металлургия
+ 7 (495) 258 7743
Роб Эдвардс
REdwards@rencap.com
Борис Красноженов

Нефть и газ
+ 7 (495) 258 7904
Александр Бурганский
ABurgansky@rencap.com
Ирина Елиневская

**Потребительский сектор
и сельское хозяйство**
+ 7 (495) 258 7753
Наталья Загвоздина
NZagvozdina@rencap.com
Ульяна Тилсина

Телекоммуникации и транспорт
+ 7 (495) 258 7902
Александр Казбеги
AKazbegi@rencap.com
Иван Ким

Химия и машиностроение
+ 7 (495) 783 5653
Марина Алексеенкова
MAlexeenkova@rencap.com

Электротехника
+ 44 (20) 7367 7793
Дерек Уивинг
DWeaving@rencap.com
Владимир Скляр

**Макроэкономика и рынок
долговых обязательств**
+ 7 (495) 258 7946
Алексей Моисеев
AMoisseev@rencap.com
Николай Подгузов
Петр Гришин
Максим Раскоснов
Андрей Марков
Елена Шарипова
Антон Никитин

Рынок Средней Азии
+ 7 (727) 244 1544
Милена Иванова-Вентурины

Рынок Украины
+ 38 (044) 492 7383
Анастасия Головач

**Редакционно-издательский отдел,
выпуск на английском языке**
+ 7 (495) 258 7785
Александра Волдман
AWaldman@rencap.com
Патриция Сомервиль
Мичико Фокс
Марк Портер
Иван Алешин

**Редакционно-издательский отдел,
выпуск на русском языке**
+ 7 (495) 258 7770 x4001
Екатерина Малахова
EMalakhova@rencap.com
Станислав Захаров
Мария Дунаева
Анна Ковтун

Административная поддержка
+ 7 (495) 725 5216
Юлия Попова
Екатерина Лизунова

© 2009 ООО «Ренессанс Капитал – Финансовый Консультант» (далее «РК»). Все права защищены. Настоящая публикация носит исключительно информационный характер и не является предложением о продаже или попыткой со стороны РК купить или продать какие-либо ценные бумаги, на которые в публикации может содержаться ссылка, или предоставить какие-либо инвестиционные рекомендации или услуги. Такие предложения могут быть сделаны исключительно в соответствии с применимым законодательством. Прошлая доходность не является показателем доходности инвестиций в будущем. Настоящая публикация основана на информации, которую мы считаем надежной, однако мы не утверждаем, что все приведенные сведения абсолютно точны. Мы не несем ответственности за использование клиентами информации, содержащейся в настоящей публикации, а также за операции с ценными бумагами, упоминающимися в ней. Мы не берем на себя обязательство регулярно обновлять информацию, которая содержится в настоящей публикации или исправлять возможные неточности. РК и его аффилированные лица, директора, партнеры и сотрудники, в том числе лица, участвующие в подготовке и выпуске этого материала, имеют право покупать и продавать упоминающиеся в материале ценные бумаги и производные инструменты от них. На ценные бумаги номинированные в иностранной валюте могут оказывать влияние обменные курсы валют, изменение которых может вызвать снижение стоимости инвестиций в эти активы. Инвесторы в Американские депозитарные расписки также подвергаются риску изменения обменного курса валют. Инвестирование в российские ценные бумаги несет значительный риск, и инвесторы должны проводить собственное исследование надежности эмитентов.