



28 октября 2015 г.

Российская экономика: худшее позади?

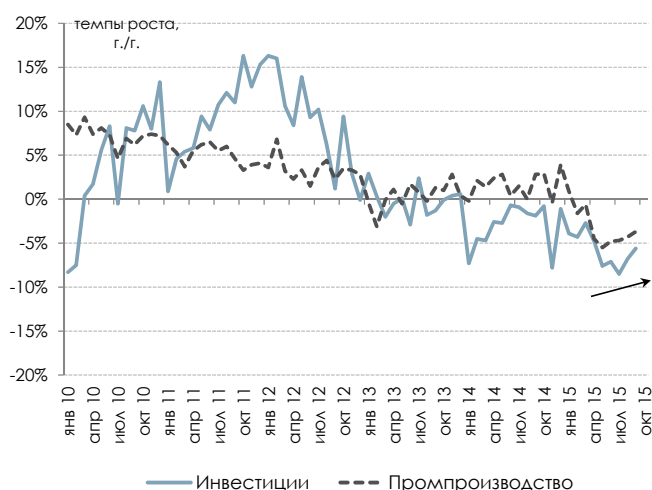
По мнению Минэкономразвития, дно экономического спада было пройдено в июне, и в сентябре за счет промышленности ВВП начал расти (+0,3% м./м с учетом сезонности). Возникает вопрос, насколько оправданно сейчас говорить о развороте тренда?

Наш анализ показал:

- Положительная динамика в промышленности действительно наблюдается именно с июня, но за счет разовых факторов.
- Девальвация внесла значимый позитивный вклад в промышленность, оказав поддержку экспортерам и отраслям, связанным с импортозамещением.
- Мы прогнозируем, что в 2016 г. позитивный эффект от динамики курса на промышленность сильно снизится.
- В инвестициях восстановление началось только в августе, но его устойчивость сомнительна.
- Драйверами восстановления промышленности стали не основные, а второстепенные отрасли.

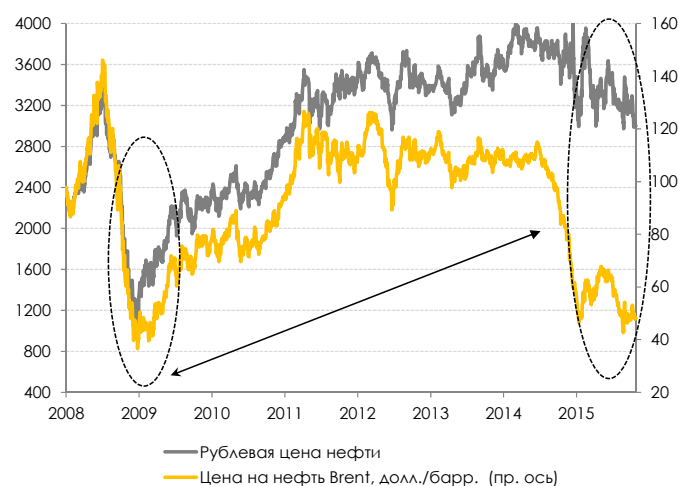
В реальности мы наблюдаем снижение темпов падения выпуска, и оно стало более выраженным в сентябре 2015 г.: -3,7% против -4,3% г./г. в августе и максимального снижения за весь год -5,5% г./г. в мае (Рис. 1). Однако источники этого восстановления оставляют много вопросов. Безусловно, благодаря девальвации в основном сырьевые цены в рублевом выражении в отличие от 2009 г. снизились несильно, хотя в долларах они упали значительно, на нефть - более чем в 2 раза (Рис. 2.). Это позволило экспортерам даже нарастить физические объемы зарубежных продаж. По данным ФТС о торговле со странами дальнего зарубежья, физические объемы экспорта топливно-энергетических товаров в январе-августе 2015 г. выросли на 5,6%, металлургической продукции - на 7,8%, химической продукции - на 5,5%.

Рис. 1. Сравнительная динамика промышленности и инвестиций



Источник: Росстат, Bloomberg, оценки Райффайзенбанка

Рис. 2. Динамика цены на нефть в долларах и рублях



Исходя из статистики по промышленности, устойчивую динамику демонстрируют именно экспортные отрасли (Рис. 3.). Так, наиболее стабильные результаты показывает добыча топливно-энергетических ресурсов и нефтепереработка. На фоне общего снижения производства продолжает демонстрировать довольно высокие темпы роста химическая промышленность (6,5%г./г. за 9М 2015 г.), выигрывая от низкой доли валютных расходов в себестоимости. Снижение курса, во-первых, привело к росту экспорта, во-вторых, можно говорить о начале импортозамещения за счет внутреннего спроса (например, в производстве пластика и резины, бытовой химии, лаков и красок).

Из этого списка выбивается, пожалуй, металлургия. Частичное восстановление в 3 кв. 2015 г. произошло после продолжительного падения выпуска и во многом обусловлено отложенным спросом. В дальнейшем мы не ожидаем какого-либо заметного восстановления, так как отрасль будет находиться под давлением низкого спроса и цен (мировое перепроизводство, замедление промпроизводства Китая и рост экспорта из этой страны, а также тяжелая ситуация в строительном и автомобильном секторах РФ).

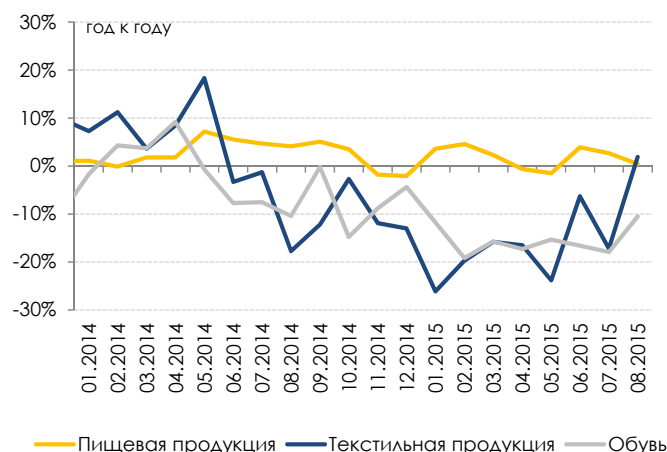
Доля экспортных отраслей (ТЭК, металлургия, химия и т.д.) в общем показателе промышленности действительно высока. Но какого-либо резкого улучшения результатов данных секторов в последние месяцы не происходило - на протяжении всего года они демонстрируют достаточно стабильную динамику. Поэтому сами по себе они едва ли могли стать причиной положительной динамики промышленности с июня.

Рис. 3. Динамика производства в ключевых экспортных отраслях



Источник: Росстат, оценки Райффайзенбанка

Рис. 4. Динамика производства отраслей, демонстрирующих импортозамещение



Как мы уже отмечали в предыдущих обзорах (16 сентября, 16 октября), улучшение в промышленности последних месяцев в большей степени связано с разовыми факторами. На общий индекс сильно повлиял выпуск транспортных средств и оборудования с длинным циклом производства, который отражается в статистике неравномерно по году, а сейчас сконцентрировался в 3 кв. Такое совпадение могло существенно исказить общую картину. Речь идет, к примеру, о выпуске металлических станков, электровозов, сезонном всплеске производства автомобилей (после летнего простоя).

Нестабилен и эффект от импортозамещения (Рис. 4.). Если наблюдаемое в пищевой отрасли импортозамещение носит более устойчивый характер ввиду наличия торговых ограничений, то, скажем, в текстильной отрасли этот эффект практически полностью определяется динамикой курса рубля. Ускорение роста (месяц к месяцу) текстильной отрасли мы объясняем продолжением импортозамещения, которое поддерживается новым ослаблением рубля в июле-августе 2015 г. (см. Рис. 4).

Таким образом, девальвационный шок 2014 г. безусловно оказал существенный положительный эффект на ряд отраслей, связанных с экспортом (ТЭК, металлургия, химия и т.д.) и внутренним

спросом (пищевая, текстильная, потребительская химия). При отсутствии столь же выраженного обесценения рубля (что является нашим базовым прогнозом на 2016 г.) и медленном восстановлении внутреннего спроса рассчитывать на столь сильный эффект на промышленность в будущем не приходится.

Более детальная статистика по инвестициям также не дает однозначного подтверждения активизации промышленности. Улучшение динамики инвестиций наблюдается пока совсем недолго, лишь второй месяц подряд: до -5,6% после -6,8% г./г. в августе и максимального снижения -8,5% г./г. в июле. Однако, то что это не разовый статистический эффект свидетельствуют показатели международной торговли: в эти месяцы происходило, в том числе, замедление падения инвестиционного импорта (Рис. 5.).

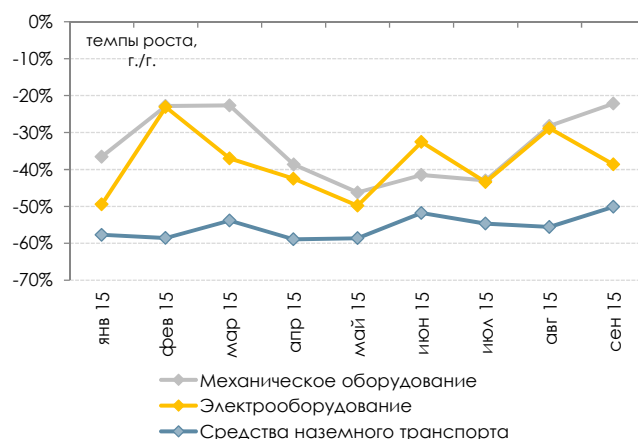
Рис. 5. Динамика инвестиций в основной капитал и инвестиционного импорта



* Импорт из стран дальнего зарубежья

Источник: Росстат, ФТС, оценки Райффайзенбанка

Рис. 6. Динамика основных категорий инвестиционного импорта



Но эти данные пока не позволяют распознать, было ли такое восстановление обусловлено разовой реакцией - реализация отложенного спроса, или такая тенденция будет иметь постоянный характер. Из категорий инвестиционного импорта, которые в августе-сентябре 2015 г. показали позитивную динамику - механическое оборудование и средства наземного транспорта (Рис. 6.). В сумме они составляют 60% инвестиционного импорта и около 30% общего импорта. Однако импорт механического оборудования характеризуется высокой волатильностью и отсутствием ярко-выраженной сезонности. Поэтому статистики августа и сентября 2015 г. недостаточно, чтобы судить о формировании позитивной тенденции в инвестициях.

Анализ структуры инвестиций показывает, что их ключевые категории - нежилое строительство, машины и оборудование (около 80% всех инвестиций в основной капитал) в стоимостном рублевом выражении продолжали демонстрировать нисходящую динамику с 2011 г. и вплоть до июля 2015 г. (более поздние данные отсутствуют). Косвенно это подтверждает слабая динамика производства стройматериалов, которая не показала никакого восстановления в последние месяцы. Какое-либо улучшение было отмечено лишь в категории "прочих" инвестиций, что, на наш взгляд, создает серьезный риск: устойчивому восстановлению инвестиций всегда предшествовал рост спроса на машины и оборудование, о чем пока нельзя сказать определенно.

Таким образом, мы считаем, что ни в промышленности, ни в инвестициях не сформировалось устойчивого тренда на восстановление. Мы опасаемся, что восстановление экономики не будет столь же линейным и быстрым, как это подразумевают официальные прогнозы. Гораздо более вероятен сценарий, при котором на горизонте полугодия мы еще увидим небольшие "провалы", и переход к уверенному восходящему тренду по инвестициям и промышленности растянется на месяцы.

Мария Помельникова
maria.pomelnikova@raiffeisen.ru
+7 495 221 9845



#RAIF: Macro Focus

Review. Analysis. Ideas. Facts.

АО «Райффайзенбанк»

Адрес	119121, Смоленская-Сенная площадь, 28
Телефон	(+7 495) 721 9900
Факс	(+7 495) 721 9901

Аналитика

Анастасия Байкова	research@raiffeisen.ru	(+7 495) 225 9114
Денис Порывай		(+7 495) 221 9843
Мария Помельникова		(+7 495) 221 9845
Антон Плетенев		(+7 495) 221 9801
Ирина Ализаровская		(+7 495) 721 99 00 доб. 8674

Продажи

Антон Кеняйкин	sales@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 9978
Анастасия Евстигнеева		(+7 495) 721 9971
Александр Христофоров		(+7 495) 775 5231
Александр Зайцев		(+7 495) 981 2857

Торговые операции

Вадим Кононов	(+7 495) 225 9146
Карина Клевенкова	(+7 495) 721-9983
Илья Жила	(+7 495) 221 9843

Начальник Управления инвестиционно-банковских операций

Олег Гордиенко	(+7 495) 721 2845
----------------	-------------------

Выпуск облигаций

Олег Корнилов	bonds@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 2835
Александр Булгаков		(+7 495) 221 9848
Михаил Шапедько		(+7 495) 221 9857
Елена Ганушевич		(+7 495) 721 9937

ВАЖНАЯ ИНФОРМАЦИЯ. Предлагаемый Вашему вниманию информационно-аналитический бюллетень АО «Райффайзенбанк» (Райффайзенбанк) предназначен для клиентов Райффайзенбанка. Информация, представленная в бюллетене, получена Райффайзенбанком из открытых источников, которые рассматриваются Райффайзенбанком как надежные. Райффайзенбанк не имеет возможности провести должную проверку всей такой информации и не несет ответственности за точность, полноту и достоверность представленной информации. При принятии инвестиционных решений, инвестор не должен полагаться исключительно на мнения, изложенные в настоящем бюллетене, но должен провести собственный анализ финансового положения эмитента облигаций и всех рисков, связанных с инвестированием в ценные бумаги и другие финансовые инструменты. Райффайзенбанк не несет ответственности за последствия использования содержащихся в настоящем отчете мнений и/или информации. С более подробной информацией об ограничении ответственности Вы можете ознакомиться здесь.