

Екатерина Леонова

Москва (+7 495) 785-9678

eleonova@alfabank.ru

Наталья Орлова

Москва (7 495) 795-3677

Norlova@alfabank.ru

www.alfabank.ru

29 мая 2009 г

ЦБ РФ: Излишний Оптимизм

На фоне падения ВВП на 10,5% в апреле и 20%-ной доли реструктурированных кредитов, вчерашнее выступление Сергея Игнатьева выглядит крайне оптимистично. Мы считаем, что пассивная позиция ЦБ может только усугубить ситуацию. Для скорейшего выхода из кризиса необходимо решить проблему просроченных кредитов.

Доля реструктурированных кредитов – 20%. Фактически эта цифра показывает скрытую или потенциальную «просрочку». Ранее мы предполагали, что уровень таких кредитов не превышает 5-10%. Вдвое больший показатель повышает вероятность 2-ой волны кризиса. Однако ЦБ гораздо более оптимистичен, рассчитывая на «отскок» экономики и механизм госгарантий.

Рост экономики может начаться в 3кв09; нижняя точка была либо в 1-м, либо будет во 2-м квартале, – считает Игнатьев. Это может оказаться «решающим фактором для решения проблемы плохих долгов». Однако надо отметить, что рост экономики может носить формальный характер, связанный с резким снижением «базы сравнения» год назад.

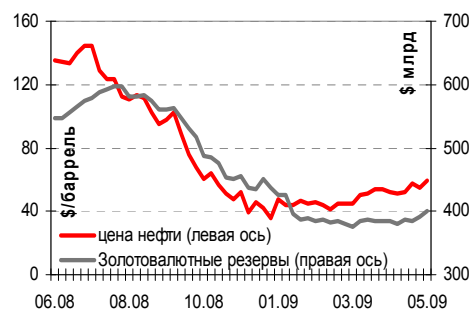
Механизм госгарантий по кредитам начнет работать в июне. До сих пор 300 млрд руб, заложенных в бюджет для госгарантий с целью решить проблему просроченных кредитов, не используются по назначению. Смена ответственности государства с субсидиарной на солидарную может не решить этот вопрос, поскольку сама процедура оформления таких гарантий требует продолжительного времени.

ЦБ не ожидает девальвации и рассчитывает на дефляцию в августе-сентябре. Данные ожидания выглядят чересчур оптимистично с учетом роста денежного предложения и возможного увеличения дефицита бюджета до 10-12% ВВП. На наш взгляд у ЦБ ограничены инструменты стерилизации, избыточная денежная масса выплеснется на валютный рынок, вызвав ослабление рубля во 2П09 и оказывая инфляционное давление.

Динамика промпроизводства в разбивке по секторам, год-к-году

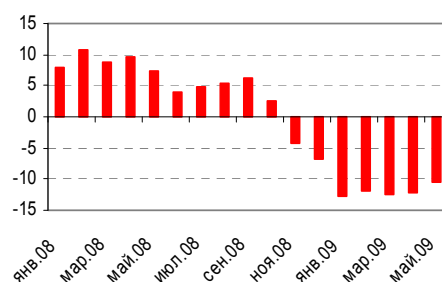
	1кв09	4мес09
Добывающая промышленность	-3,8%	-3,5%
Обрабатывающая промышленность	-20,8%	-22%
Производство регулируемых товаров	-5,1%	-4,6%
Промышленное производство	-14,3%	-14,9%

Динамика золотовалютных резервов и цены на нефть



Источник: Bloomberg, данные ЦБ РФ

Темпы прироста ВВП, %



Источник: Росстат, МЭРТ

Основные экономические показатели за 4М09, год-к-году

	1Кв09	4М09
Реальный располагаемый доход	-2.3%	-1.0%
Розничные продажи	-1.1%	-2.2%
Безработица	9.5%	10.2%
Инвестиции	-15.0%	-15.8%
Промышленное производство	-14.3%	-14.9%

Источник: Росстат, Отдел исследований Альфа-Банка

На чем основан оптимизм Банка России?

В ходе вчерашнего выступления главы ЦБР Сергея Игнатьева прозвучал ряд оптимистичных заявлений, которые идут вразрез с ранее опубликованными статистическими данными. В частности, глава ЦБ заявил следующее:

- Восстановление экономики начнется в 3кв09
- ЦБР не ожидает 2-ой волны девальвации рубля, однако озабочен укреплением рубля к доллару ниже уровня 30 руб/\$, поскольку это снижает конкурентоспособность российских компаний
- ЦБ ожидает дефляцию в августе-сентябре
- Чистый отток капитала из России по итогам 2009 г будет существенно меньше \$70 млрд
- «Отскок» экономики и механизм госгарантий позволят решить проблему просроченных кредитов.

Оптимизм ЦБ основан на сокращении импорта и нефтяных ценах

Такие оптимистичные прогнозы, очевидно, основаны на сокращении объемов импорта на 36% в 1-ом квартале 2009 г. Однако, роль благоприятной внешней конъюнктуры (т.е. растущих цен на нефть) оказывает значительное влияние на стабилизацию курса рубля и настроения участников рынка. На наш взгляд, хотя растущие последнее время нефтяные котировки действительно сглаживают кризисные явления, фундаментальные факторы свидетельствуют, что ситуация не столь блестящая, и вторая осенняя волна кризиса более чем вероятна.

Более того, ОПЕК оставила квоты на добычу нефти без изменений как минимум до осени, а продолжающийся спад мировой экономики ведет к постоянному снижению спроса на «черное золото». Таким образом, не исключен разворот растущего нефтяного тренда, позволяющего Банку России выступать с оптимистичными прогнозами. «Пороговым» уровнем цены на нефть, по словам Игнатьева, является \$30-35/баррель.

3кв09 – восстановление экономики или новая волна кризиса?

Предположение главы ЦБ о том, что рост экономики может начаться в 3-ем квартале, основано на таком «формальном» объяснении как резкое снижение базы сравнения годом ранее. Так, в 3кв08 рост ВВП замедлился до 5,5% год-к-году, по сравнению с 9,1%-ным ростом в 1кв08 и 6,9%-ным – во 2кв08. Однако даже с учетом «базы» мы ожидаем отскока не ранее последних трех месяцев 2009 г, т.к. в прошлом году именно в последнем квартале началось падение экономики (-2,9%).

В целом, пока нет особых причин ожидать, экономического роста по итогам 3-го квартала даже несмотря на снижение базы. Так, ВВП в апреле упал на 10,5%, отражая продолжившееся снижение инвестиций и оборота розничной торговли. По нашей оценке, падение ВВП в июле-сентябре замедлится до -3,2%, против 9,5%-ного снижения во 2-ом квартале.

Илл. 1: Динамика доходов населения и оборота в торговле



Источник: Росстат, Отдел исследований Альфа-Банка

Илл. 2: Динамика инвестиций и строительного сектора



Источник: Росстат, Отдел исследований Альфа-Банка

Еще более печально выглядят показатели производства в промышленности как составной части ВВП. Там снижение в январе-апреле достигло почти 15% в целом, а обрабатывающая промышленность упала на 22% год-к-году. Кроме того, по данным Минпромторга, доля убыточных предприятий в обрабатывающей сфере к концу марта достигла 44% с суммарными убытками свыше 300 млрд руб. Безусловно, убыточные компании не в состоянии своевременно обслуживать свои обязательства – размер просроченной кредиторской задолженности в промышленности на конец марта составил 1,1 трлн руб, увеличившись к февралю на 6%.

ЦБР рассчитывает, что проблема просроченных кредитов рассосется сама собой

Реструктурированные кредиты = «просрочке»?

По оценкам Банка России доля реструктурированных кредитов в совокупном кредитном портфеле банковской системы составляет примерно 20%. Можно предположить, что основная их часть – скрытые просроченные кредиты, или – потенциальная «просрочка», которая всплывет в осенний период. Без решения проблемы «неплатежей» в экономике начало подъема будет откладываться.

Восстановление экономики решит вопрос плохих долгов

Тем временем, Банк России рассчитывает, что эта проблема разрешится сама собой. По словам Игнатьева, «если отскок в экономике начнется во 2-3-ем кварталах... то увеличение активности в реальном секторе может оказаться решающим фактором для решения проблемы плохих долгов».

Однако мы считаем, что должна работать обратная схема: решение проблемы «плохих» долгов позволит банкам вернуться к кредитованию реального сектора на добровольных началах. До тех пор, пока риск невозврата остается высоким, банки предпочтут изыскивать способы использования бюджетных средств, предоставляемых для этих целей, для игры на финансовом и валютном рынках.

Когда заработают «госгарантии»?

Также в плане решения проблемы «плохих кредитов» Банк России рассчитывает на механизм госгарантий. На эти цели в бюджете заложено 300 млрд руб, однако уже полгода данный механизм не работает. Одна из причин неэффективности данного механизма будет устранена в июне. Если ранее государство при предоставлении госгарантии несло

субсидиарную ответственность (т.е. банк должен был сначала реализовать весь залог и лишь потом мог обращаться за средствами по госгарантии), то теперь ответственность государства будет солидарной (а банк будет иметь право на получение «живых» денег сразу при наступлении просрочки по кредиту).

Тем не менее, еще одно препятствие для работы этого механизма остается в силе: сам процесс получения гарантии по кредиту от государства, по различным оценкам, может занимать не менее 3-6 месяцев. Таким образом, использование этого механизма для быстрого решения проблемы просроченных кредитов к осени остается под сомнением.

Дефляция + стабильный курс VERSUS инфляция + девальвация

Следующие тезисы главы ЦБР – дефляция в конце лета и начале осени в совокупности с заявлением, что второй волны девальвации не будет, также выглядят сомнительно.

ЦБР который год подряд обещает дефляцию в августе

Ожидания дефляции в августе-сентябре, как и прогноз «отскока» ВВП в 3кв09, - обусловлены формальным фактором сезонного снижения цен на плодоовощную продукцию. В то же время, инфляцию будет подстегивать наращивание денежного предложения в рамках докапитализации банковской системы и рост расходов бюджета. Судя по всему, правительство уже готово повысить прогноз по бюджетному дефициту. Мы оцениваем этот показатель по итогам года на уровне не менее 10-12% ВВП. Причем рост расходов наблюдался уже в апреле. Поэтому, с учетом временного лага, даже в конце лета мы можем не увидеть дефляцию.

Тем не менее, в мае-июне ситуация с ростом потребительских цен останется спокойной, что позволит Банку России еще раз понизить ставку рефинансирования в первой половине июня. В дальнейшем же ЦБ будет искать рычаги откачки излишней ликвидности из банковской системы для сдерживания инфляционных процессов.

В частности, Игнатьев уже заявил о возможности повышения нормативов отчислений в ФОР. Кроме того, Банк России может сократить объемы предоставления средств через беззалоговые кредиты. Сейчас размер выданных кредитов чуть менее 1 трлн руб, что уже вдвое ниже «топовых» значений начала года. В дальнейшем ЦБР продолжит сокращать объемы выдаваемых кредитов, поскольку, по словам Игнатьева, "данный инструмент очень нетрадиционный, и кредитные риски мы видим очень сильные".

Девальвация: до верхней границы коридора рубль может упасть на 10%

Пока Банк России озабочен возможностью дальнейшего укрепления рубля – до уровня ниже 30 руб/\$, мы ожидаем – в перспективе 2-4 месяцев – возобновление тренда на его ослабление. Даже если рубль останется в пределах валютного коридора, его достижение отметки 41 руб означает обесценение более, чем на 10% от текущего уровня.

Причем, в отличие от ситуации в начале года, теперь Банк России не будет препятствовать девальвации. С одной стороны, слабый рубль поддержит отечественных производителей. С другой, - более важной для ЦБ, - станет фактически единственным для Банка России способом изъять избыток рублевой ликвидности.

Таким образом, мы не видим поводов для оптимистичных заявлений главы ЦБР поскольку:

- **Ситуация в экономике в апреле продолжила ухудшаться.**
- **Размер просроченных кредитов, судя по всему, уже достигает 15-20%, и надежных путей решения этой проблемы пока не предложено.**
- **Дефицит бюджета в 2009 г может оказаться существенно выше, чем ожидает правительство, достигнув 10-12%.**
- **Рост расходов бюджета и наращивание денежной массы в рамках докапитализации банковской системы вызовет во 2П09 обесценение рубля, вернув его к отметке 41 руб к бивалютной корзине.**

Вероятность второй волны кризиса, основанной на растущих «неплатежах» в экономике, очень высока. Она может быть сильнее, чем год назад, учитывая пассивную позицию Банка России.

Информация

Альфа-Банк (Москва)	Россия, Москва, 107078, пр-т Академика Сахарова, 12
Управление долговых ценных бумаг и деривативов	Саймон Вайн, Руководитель Управления (+7 495) 745-7896
Торговые операции	Олег Артеменко, директор по финансированию (7 495) 785-74 05 Константин Зайцев, вице-президент по торговым операциям (7 495) 785-74 08 Михаил Грачев, вице-президент по торговым операциям (7 495) 785-74 04 Сергей Осмачек, трейдер (7 495) 783 51 02 Игорь Панков, вице-президент по продажам (7 495) 786-48 92 Владислав Корзан, вице-президент по продажам (7 495) 783-51 03 Дэвид Мэтлок, директор по международным продажам (7 495) 974-25 15 доб. 7050 Татьяна Мерлич, старший менеджер по международным продажам (7 495) 786-48 97 Ольга Паркина, менеджер по продажам (7 495) 785-74 09
Аналитическая поддержка	Екатерина Леонова, старший аналитик по внутреннему долгу (7 495) 785-96 78 Михаил Авербах, аналитик по внешнедолговому рынку (7 495) 783-50 29 Денис Воднев, старший кредитный аналитик (7 495) 792-58 47 Екатерина Журавлева, кредитный аналитик (7 495) 974-2515 доб. 7121
Долговой рынок капитала	Мария Широкова, вице-президент по продажам на долговом рынке капитала (7 495) 755-59 26 Наталья Юркова, Старший менеджер (7 495) 785-9671

© Альфа-Банк, 2009 г. Все права защищены. Генеральная лицензия ЦБ РФ № 1326 от 29.01.1998 г.

Настоящий отчет и содержащаяся в нем информация являются исключительной собственностью Альфа-Банка. Несанкционированное копирование, воспроизводство и распространение настоящего материала, частично или полностью, в отсутствие разрешения Альфа-Банка в письменной форме строго запрещено.

Данный материал предназначен ОАО «**Альфа-Банк**» (далее – «Альфа-Банк») для распространения в Российской Федерации. Он не предназначен для распространения среди частных инвесторов. Несмотря на то, что приведенная в данном материале информация получена из источников, которые, по мнению Альфа-Банка, являются надежными, Альфа-Банк, его руководящие и прочие сотрудники не делают заявлений и не дают заверений ни в прямой, ни в косвенной форме, относительно своей ответственности за точность, полноту такой информации и отсутствие в данном материале каких-либо важных сведений. Любая информация и любые суждения, приведенные в данном материале, могут быть изменены без предупреждения. Альфа-Банк не дает заверений и не заявляет, что упомянутые в данном материале ценные бумаги и/или суждения предназначены для всех его получателей. Данный материал и содержащиеся в нем сведения носят исключительно информативный характер и не могут рассматриваться ни как приглашение или побуждение сделать оферту, ни как просьба купить или продать ценные бумаги или другие финансовые инструменты, или осуществить какую-либо иную инвестиционную деятельность. Альфа-Банк и связанные с ним компании, руководящие сотрудники и прочие сотрудники всех этих структур, в т.ч. лица, участвующие в подготовке и издании данного материала, могут иметь отношения с маркет-мейкерами, а иногда и выступать в качестве таковых, а также в качестве консультантов, брокеров или представителей коммерческого или инвестиционного банка в отношении ценных бумаг, финансовых инструментов или компаний, упомянутых в данном материале, либо входить в органы управления таких компаний. Ценные бумаги с номиналом в иностранной валюте подвержены колебаниям валютного курса, которые могут привести к снижению их стоимости, цены или дохода от вложений в них. Кроме того, инвесторы, вкладывающие средства в ценные бумаги типа АДР, стоимость которых изменяется в зависимости от курса иностранных валют, принимают на себя валютный риск. Инвестиции в России и в российские ценные бумаги сопряжены со значительным риском, поэтому инвесторы, прежде чем вкладывать средства в такие бумаги, должны провести собственное исследование и изучить экономические и финансовые показатели самостоятельно. Инвесторы должны обсудить со своими финансовыми консультантами риски, связанные с таким приобретением. Альфа-Банк и их дочерние компании могут публиковать данный материал в других странах. Поскольку распространение данной публикации на территории других государств может быть ограничено законом, лица, в чьем распоряжении окажется данный материал, должны быть информированы о таких ограничениях и соблюдать их. Любые случаи несоблюдения указанных ограничений могут рассматриваться как нарушение закона о ценных бумагах и других соответствующих законов, действующих в той или иной стране. **Примечание, касающееся законодательства США о ценных бумагах:** Данная публикация распространяется в США компанией Alfa Capital Markets (USA) Inc. (далее «**Alfa Capital**»), являющейся дочерней компанией Альфа-групп, постольку, поскольку это разрешено законодательством США по ценным бумагам и другими соответствующими законами и положениями. В этой связи Alfa Capital несет ответственность за содержание данного исследования. Лица на территории США, получившие данную публикацию и желающие осуществить сделку с той или иной ценной бумагой или финансовым инструментом, анализируемым в ней, должны делать это только после уведомления об этом представителя Alfa Capital в США. Любые случаи несоблюдения данных ограничений могут рассматриваться как нарушение законодательства США о ценных бумагах.