ЭКОНОМИКА РОССИИ

Слабый старт нового года

В начале 2015 г. российская экономика столкнулась с перетекшими из прошлого года проблемами. Каждый сегмент воспроизводства ВВП был затронут двумя взаимосвязанными процессами – стремительным ослаблением рубля и сопутствующим ему разгон инфляционных процессов. Конечные потребители уже в значительной, но не в полной мере ощутили на себе снижение благосостояния, большинство отраслей промышленности столкнулись с высокой стоимостью заемных средств, низкой инвестиционной и потребительской активностью. Все эти сигналы говорят о том, что потенциальный негативный эффект для темпов экономического роста еще не реализован в полной мере и впереди нас ожидает дальнейшее ухудшение ситуации.

- **Обстановка в промышленности не выглядела катастрофичной.** Январский рост на 0.9% г/г смотрится неплохо даже после декабрьского всплеска на 3.9% г/г, который был вызван ростом расходов в оборонной промышленности. Поддержку оказали добывающие отрасли, где зафиксирован минимальный, но рост, а также сегмент коммунальных услуг. В обработке, даже несмотря на импортозамещение в пищевых отраслях, наблюдалось замедление. Промышленность испытывает на себе давление обширного набора негативных факторов. Конечное потребление замедляется на фоне высокой инфляции и отрицательной динамики реальных зарплат. Капитальные инвестиции, даже при сопоставлении со слабой базой прошлого года, также не предоставляют стимулов для наращивания объемов производства. Вероятно, текущие темпы роста будут максимальными в текущем году, поскольку они были обеспечены в значительной степени бюджетными вливаниями. Тем не менее, мы не склонны драматизировать ситуацию и полагаем, что процесс импортозамещения будет продолжен в отраслях, ориентированных на конечное потребление. В других отраслях (особенно в производстве товаров инвестиционной группы) этот процесс будет более затруднительным из-за высокой инфляции и неприемлемых кредитных ставок.

- **Инвестиционная активность остается наиболее уязвимым местом в экономике.** Падение цен на мировых товарно-сырьевых рынках и недоступность длинных денег по адекватным ставкам обусловили дополнение списка причин падения капвложений. Инвестиции в основной капитал могут рассчитывать лишь на успехи импортозамещения, государственные программы поддержки и реализацию крупных инфраструктурных проектов. В то же время, около половины всех инвестиций – строительство – не имеет никаких стимулов к развитию. В части жилищного строительства неуверенность в будущем спросе дополняет слабая привлекательность ипотечных кредитов и снижение доходов населения. Стоит отметить, что наряду с оттоком портфельного иностранного капитала давление на экономику идет и со стороны прямых зарубежных инвестиций, объем которых в прошлом году сократился на 70% (данные ООН/UNCTAD) против роста на 83% в 2013 г. Усиливающаяся внешняя изоляция на фоне украинских событий лишает Россию привлекательности прямых иностранных вложений, которые, в отличие от спекулятивных потоков капитала, требуют гораздо большего времени для восстановления. Таким образом, поддержку капитальным инвестициям в среднесрочной перспективе могут оказать лишь крупные инфраструктурные проект (газо- и нефтепроводы в Китай, сооружения для чемпионата мира по футболу 2018 г.) и также правительственные антикризисные инициативы (увеличение доступности ипотеки).

- **Потребительская активность в январе преподнесла самый неприятный сюрприз.** Розничные продажи упали на 4.4% г/г после декабрьского роста на 5.3% г/г. Такое поведение потребителей объясняется исключительно девальвационными и инфляционными ожиданиями. Население совершило необходимые покупки в конце прошлого года, опасаясь резкого роста цен в начале 2015 г. Теперь же, когда эти риски оправдываются, потребители реализуют «кризисный» сценарий поведения: экономия, усиление склонности к наращиванию сбережений, отсутствие покупок дорогостоящих товаров длительного срока использования. В перспективе ближайших месяцев этот дисбаланс будет только нарастать, поскольку цены на товары и услуги продолжат расти, перекладывая на конечных потребителей эхо девальвационных процессов, тогда как доходы граждан в реальном выражении продолжат сокращаться на фоне повышенной инфляции.

- **Политика Центробанка остается малопрогнозируемой.** Мы видим ряд не совсем слаженных и последовательных действий. Установление ключевой ставки 16 декабря прошлого года на отметке 17% сменилось ее понижением до 15% на январском заседании. Характерно, что за этот период потенциальные инфляционные риски только возросли из-за ослабления рубля в начале года. На наш взгляд, политика регулятора ищет некий компромисс между давлением со стороны правительства, попыткой не допустить кредитного шока и критичного дефицита рублевой ликвидности, при этом сохранить способность к подавлению инфляционных рисков или минимизацию их негативных последствий. Совмещать все эти 3 задачи в рамках одного курса денежно-кредитной политики крайне сложная задача, которая в текущих условиях выглядит практически нереальной. Мы полагаем, что наиболее последовательным в текущей ситуации, когда годовые темпы инфляции находятся выше ключевой ставки, выглядит удержание последней на текущем уровне в 15% на протяжении I полугодия текущего года.

Слабый старт 2015 г. был ожидаем, однако разочаровывающая динамика розничных продаж оказалась значительно слабее прогнозов. Большинство компонентов ВВП остаются под давлением, а структурные слабости экономики еще больше проявляются в условиях прошедшей девальвации рубля, сопутствующего разгона инфляционных процессов и закрытости внешних рынков капитала для крупнейших российских заемщиков. В текущем году компенсатором снижения ВВП будет лишь сектор внешней торговли. На фоне резкого замедления импорта, даже текущий невысокий уровень мировых цен на основные сырьевые товары России обеспечивает неплохое состояние внешнеторгового баланса.

Макроэкономические итоги января

	Январь'15	Январь'14	Декабрь'14	2014	2013
Промпроизводство					
-к аналог. периоду прошлого года	0.9	-0.2	3.9	1.7	0.3
- к пред. периоду	-21.2	-18.8	8.1	-	-
Инвестиции в основной капитал					
-к аналог. периоду прошлого года	-6.3	-7.3	-2.4	-2.5	-0.3
- к пред. периоду	20.0	21.1	73.9	-	-
Строительство					
-к аналог. периоду прошлого года	-3.5	-9.2	-2.7	-4.5	-1.5
- к пред. периоду	-67.5	-67.3	36.4	-	-
Оборот розничной торговли					
-к аналог. периоду прошлого года	-4.4	2.7	5.3	2.5	3.9
- к пред. периоду	-33.6	-26.9	23.6	-	-
Объем платных услуг населению					
-к аналог. периоду прошлого года	0.9	1.8	1.9	1.3	2.1
- к пред. периоду	-11.8	-10.2	6.0	-	-
Реальная зарплата					
-к аналог. периоду прошлого года	-8.0	5.2	-4.7	1.3	5.2
- к пред. периоду	-28.7	-25.7	25.7	-	-
Реальные располагаемые доходы					
-к аналог. периоду прошлого года	-0.8	-1.1	-7.3	-1.0	3.3
- к пред. периоду	-50.0	-52.7	35.9	-	-
Инфляция					
-к аналог. периоду прошлого года	15.0	6.1	11.4	7.8	6.8
- к пред. периоду	3.9	0.6	2.6	-	-
Безработица	5.5	5.6	5.3	-	-

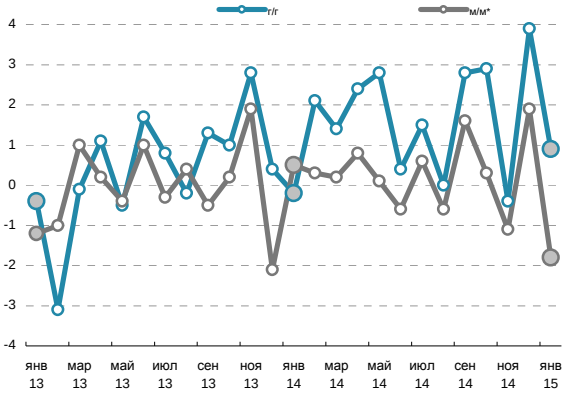
Прогноз Банка ЗЕНИТ на 2015 г.

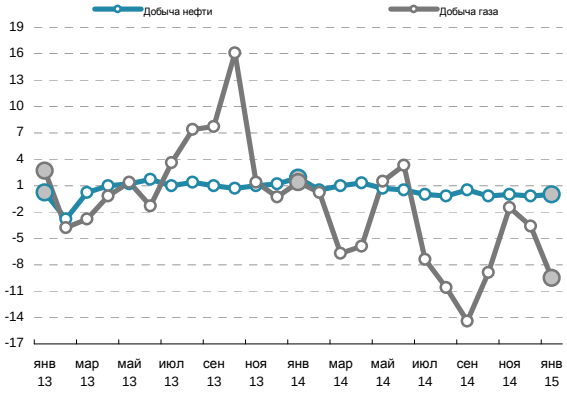
	2010	2011	2012	2013	2014	2014П	2015П
ВВП, %	3.7	4.3	3.5	1.3	0.6	0.3	-2.5
Инфляция, %	8.8	6.1	6.6	6.5	11.4	10.0	12.0
Промпроизводство, %	8.2	4.7	2.6	0.3	1.7	1.3	-0.8
Исполнение бюджета, % к ВВП	-3.9	0.8	0.5	-0.5	-0.5	0.6	-0.5
Торговый баланс, млрд долл.	152.0	198.1	195.0	177.3	210.9	200.0	210.0
Текущий счет, млрд долл.	70.3	101.1	90.0	33.0	56.7	45.0	55.0
Инвестиции в осн. капитал, %	6	8.3	5.7	-0.3	-2.5	-3.0	-5.0
Уровень безработицы, %*	7.2	6.1	5.3	5.5	-5.3	5.4	5.8
Розничные продажи, %	4.4	7.0	5.9	3.9	2.5	2.1	1.1
Динамика иностр. капитала, млрд долл.	-33.6	-80.5	-79.0	-62.6	151.5	-135.0	-140.0
Ключевая ставка ЦБ, 7 дней, %*	5.00	5.25	5.50	5.50	17.00	17.00	13.00
Внешний долг, млрд долл.*	488.9	545.3	595.0	732.0	599.0	690.0	650.0
ЗВР, млрд долл.*	479.0	498.0	533.0	510.0	386.2	410.0	350.0
Курс доллара, руб.**	30.5	32.0	31.0	32.7	38.7	38.8	55.0
Курс евро, руб.**	40.8	41.4	39.9	45.0	51.9	51.0	66.0
Курс бивалютной корзины, руб.**	35.1	35.9	35.0	38.2	44.3	44.0	60.0
Нефть Brent, долл. за барр.**	86.2	112.0	109.0	105.0	97.7	99.0	75.0

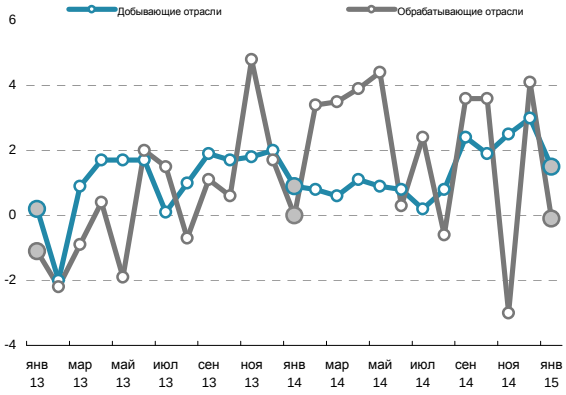
*На конец периода **Среднее значение за год

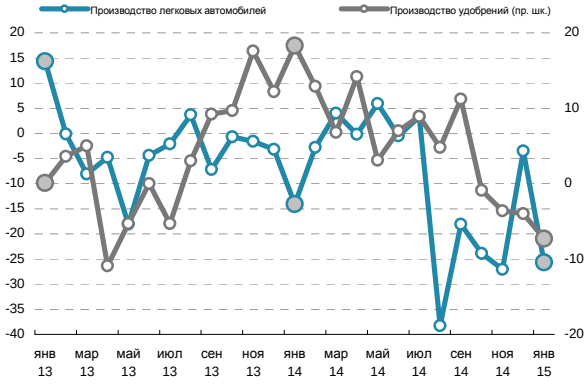
Источник: ЦБ РФ, Минфин, Bloomberg, прогнозы Банка ЗЕНИТ

Промышленное производство (%)

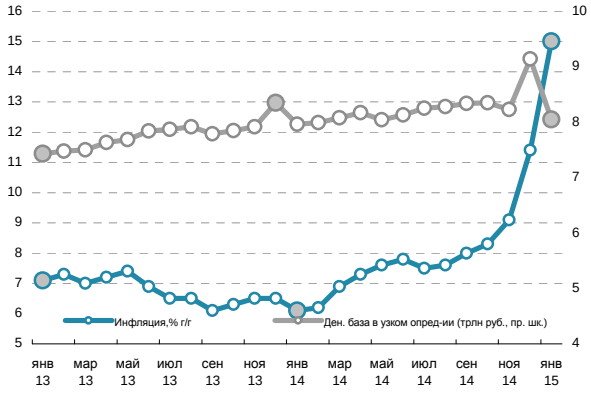




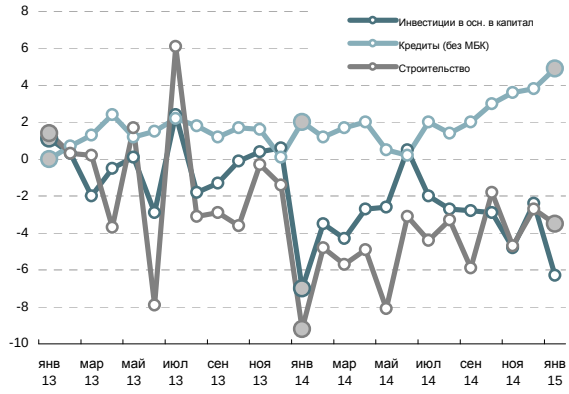




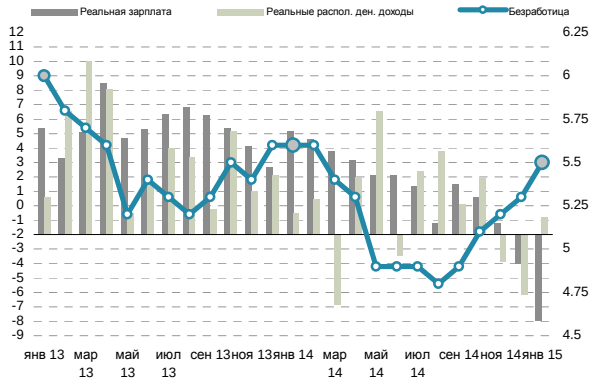
Инфляция (%)

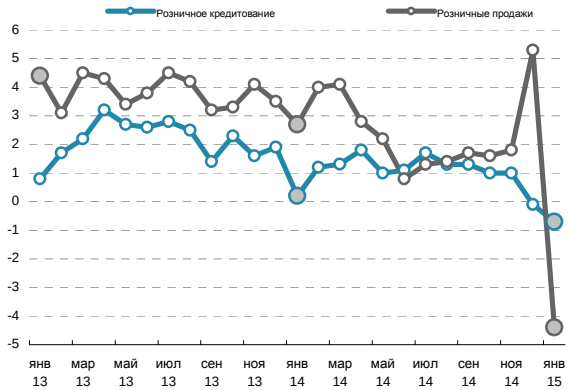


Капитальные инвестиции(%)



Потребительская активность и доходы населения(%)





Источник: Росстат, ЦБ РФ

Инвестиционный Департамент

Россия, 129110, Москва, Банный пер, дом 9
тел. 7 495 937 07 37, факс 7 495 937 07 36
WEB: http://www.zenit.ru

Начальник Департамента	Кирилл Копелович	kopelovich@zenit.ru
Зам.начальника Департамента	Константин Поспелов	konstantin.pospelov@zenit.ru
Зам.начальника Департамента	Виталий Киселев	v.kiselev@zenit.ru
Управление продаж		
Валютные и рублевые облигации	Юлия Шабанова	j.shabanova@zenit.ru
Валютные и рублевые облигации	Максим Симагин	m.simagin@zenit.ru
Валютные и рублевые облигации	Александр Валканов	a.valkanov@zenit.ru
Валютные и рублевые облигации	Юлия Паршина	y.parshina@zenit.ru
Аналитическое управление	Акции	research@zenit.ru
	Облигации	firesearch@zenit.ru
Макроэкономика	Владимир Евстифеев	v.evstifeev@zenit.ru
Макроэкономика/кредитный анализ	Кирилл Сычев	k.sychev@zenit.ru
Кредитный анализ	Наталия Толстошеина	n.tolstosheina@zenit.ru
Кредитный анализ	Евгений Чердаков	e.cherdakov@zenit.ru
Кредитный анализ	Дмитрий Чепрагин	d.chepragin@zenit.ru
Акции	Евгения Лобачева	eugenia.lobacheva@zenit.ru
Управление рынков долгового капитала		ibcm@zenit.ru
Рублевые облигации	Денис Ручкин	d.ruchkin@zenit.ru
	Фарида Ахметова	f.akhmetova@zenit.ru
	Марина Никишова	m.nikishova@zenit.ru
	Вера Панова	vera.panova@zenit.ru
	Алексей Басов	a.basov@zenit.ru
	Екатерина Гашигуллина	e.gashigullina@zenit.ru
Департамент доверительного управления активами		
	Тимур Мухаметшин	t.mukhametshin@zenit.ru
Брокерское обслуживание	Иван Рыжиков	i.ryzhikov@zenit.ru

Каждый аналитик, задействованный в написании данного обзора, подтверждает, что все положения отражают его собственное мнение в отношении финансовых инструментов или эмитентов. Вознаграждение аналитиков не связано напрямую или косвенно с мнениями или рекомендациями, изложенными в данном обзоре. Банк ЗЕНИТ не несет ответственности за операции третьих лиц, совершенные на основе мнений аналитиков, изложенных в данном обзоре. Мнение Банка может не совпадать с мнением аналитика, изложенным в данном обзоре.
Информация, представленная в обзоре, основана на источниках, которые Банк ЗЕНИТ признает надежными, тем не менее, Банк не несет ответственности за ее достоверность и полноту. Описания финансовых инструментов и эмитентов не претендуют на полноту. Прошлые показатели не являются гарантией своего повторения в будущем. Обзор не имеет отношения к инвестиционным целям или финансовой ситуации третьих лиц. Все мнения и рекомендации, основанные на представленной информации, соответствуют дате выхода обзора и могут быть изменены без уведомления. Обзор предоставляется исключительно в информационных целях и не является предложением купить или продать соответствующие финансовые инструменты. Инвесторы должны самостоятельно принимать инвестиционные решения, используя обзор лишь в качестве одного из средств, способствующих принятию взвешенных решений. Обзор подготовлен Банком ЗЕНИТ для распространения среди профессиональных участников рынка и институциональных инвесторов. Не являющиеся профессиональными участниками инвесторы должны искать возможность дополнительной консультации перед принятием инвестиционного решения. Обзор может содержать информацию и рекомендации касательно финансовых инструментов, недоступных для покупки или продажи непрофессиональными участниками рынка.
Банк ЗЕНИТ может выступать маркетмейкером по одному или нескольким финансовым инструментам, упомянутым в данном обзоре и иметь по ним длинные или короткие позиции. Банк ЗЕНИТ также может предоставлять услуги финансового советника и выступать организатором и андеррайтером по проектам корпоративного финансирования одной из указанных в обзоре компаний.
Дополнительная информация и сопроводительная документация может быть предоставлена по запросу. © 2015 Банк ЗЕНИТ.