

Аналитик: Ольга Беленькая
belenkayao@sovlink.ru

Макропрогноз – 2009

После 5 лет уникально высоких темпов роста российская экономика, по ряду признаков, начинает резко тормозить. До сих пор мировой финансовый кризис практически не сказывался на реальном секторе, хотя еще со 2Q08 стали очевидны проблемы - аномально высокий рост производственных издержек (+34% год к году), замедление роста промпроизводства и инвестиций. Тем не менее, по итогам 9Mo8, по оценкам МЭРТ, рост ВВП составил 7.7% (1Q - 8.5%, 2Q - 7.5%, 3Q - 7.1%).

Однако резкое ухудшение ситуации на сырьевых и финансовых рынках, начавшееся с июля-августа и достигшее пика в сентябре-октябре начало доходить и до реального сектора. Нефть с июля по октябрь рухнула более, чем вдвое (со 147 до 60-70 долл/барр), сохранение цен даже на этих уровнях выводит на грань дефицита российский бюджет и внешнеторговый баланс. Растущие риски глобальной рецессии в сочетании с ликвидацией инвестиционных позиций в сырьевых активах не исключают дальнейшего снижения нефтяных цен. С августа впервые за много лет Россия столкнулась с мощным оттоком капитала вследствие усиления мирового финансового кризиса и бегства инвесторов из рискованных активов; ситуацию усугубили внешнеполитические факторы (рост напряженности в отношениях России с Западом из-за войны в Грузии). С 8 августа (на эту дату зафиксирован рекорд ЗВР России 597.3 млрд долл) по 24 октября международные резервы «похудели» на 113 млрд долл. Частично это объясняется переоценкой валютных резервов из-за укрепления доллара к евро и британскому фунту, но основная причина – отток капитала и валютные интервенции ЦБ для поддержания стабильности рубля.

Российские банки и компании с 3-го кв. практически лишились доступа к западным кредитам, долговые рынки закрылись еще раньше. Отток капитала в сочетании с высоким уровнем используемого финансового рычага на фондовом рынке (о масштабах мы можем только догадываться, наблюдая как государство спасает заложенные стратегические пакеты акций крупнейших предприятий от требований банков-кредиторов о внесении дополнительного обеспечения) привел к катастрофическому обвалу на фондовом и долговом рынке. Стоимость активов стремительно тает – индекс РТС с майских максимумов по конец октября рухнул более чем втрое (максимальное падение доходило до 4.5 раз, когда индекс вернулся к уровню конца 2004 г.), доходность облигаций увеличилась в разы (по России – рост доходности за полгода с 5.3% до 10%, октябрьский максимум – 12.5% возвращает нас в 2002 г.). Биржевой крах потянул за собой разорение нескольких крупных банков из топ-50, которые были в срочном порядке проданы госструктурам. Отток частных вкладов, начавшийся в сентябре (почти 90 млрд руб), в октябре, по всей видимости, усилился. Лишь сейчас, за счет увеличения госгарантий по вкладам, разъяснительной работы первых лиц государства и масштабных вливаний ликвидности в банковскую систему, ситуация несколько успокоилась.

Кредитный рынок парализован кризисом доверия. Наиболее заметно это отражается на корпоративном секторе – в сентябре рост банковских кредитов нефинансовым предприятиям оказался минимальным с января 2006 г. (1.7%). Ставки по корпоративным кредитам взлетели до 18-20% годовых. Одновременно, в связи с падением залоговой стоимости предприятия реального сектора также сталкиваются с «маржин-коллами» (требования внести дополнительное обеспечение или погасить кредит). В условиях резкого снижения доступности финансирования многие предприятия металлургии, машиностроения, химической промышленности и др. секторов сокращают объемы производства и персонал; сокращение инвестпрограмм, вероятно, затронет даже наиболее устойчивые нефтегазовые компании.

На этом фоне можно ожидать заметного торможения роста экономики. Степень замедления и его продолжительность будут зависеть от способности восстановить нормальное функционирование кредитного рынка и сформировать механизмы замещения внешних источников кредитования внутренними.

Сценарные прогнозы:

1. Внешнеторговый баланс ¹

Табл. 1. Прогноз внешнеторгового баланса РФ

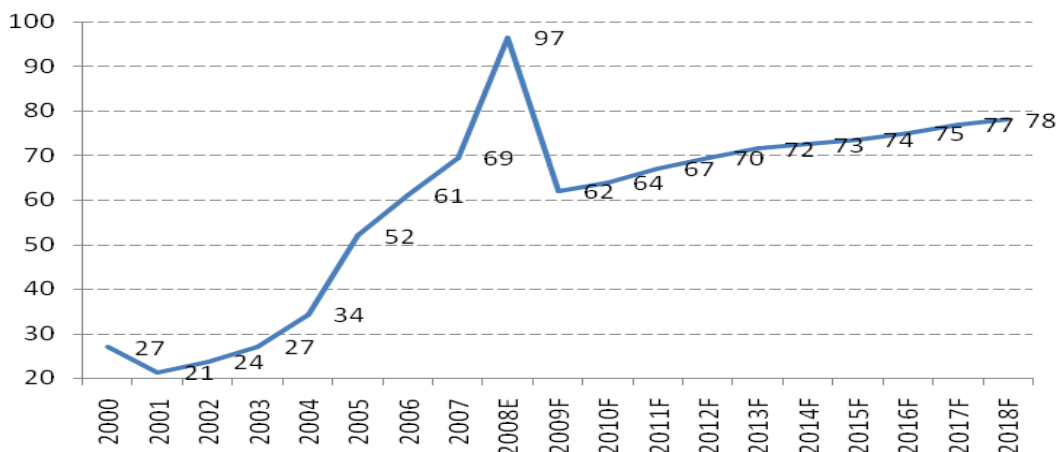
	2008	2009 Вариант 1	2009 Вариант 2	2009 Вариант 3	2009 Вариант 4
Среднегодовая цена на нефть Urals, \$/барр	97	70	65	60	50
Экспорт нефти, млн тонн	253	256	256	256	256
Экспорт нефти, \$ млрд	177	125	117	108	90
Средняя экспортная цена газа, \$/1000 м3	360	280	260	240	200
Экспорт газа, млрд м3	203	206	206	206	206
Экспорт газа, \$млрд	73	58	54	49	41
Экспорт нефтепродуктов, млн тонн	114	115	115	115	115
Экспорт нефтепродуктов, млрд долл	77	54	50	47	30
Экспорт ТЭК, млрд долл	327	237	220	204	170
Экспорт товаров, млрд долл	488	396	367	339	283
Импорт товаров, млрд долл	-290	-317	-294	-271	-226
Экспорт товаров и услуг, млрд долл	510	443	412	380	317
Импорт товаров и услуг, млрд долл	-375	-392	-369	-347	302
Баланс товаров и услуг, млрд долл	134	51	42	33	15
Баланс прочих текущих доходов, млрд долл	-56	-51	-47	-43	-36
Сальдо счета текущих операций, млрд долл	78	0.6	-5	-10	-21

Источники – Росстат, ЦБ РФ, оценки ИК «СОВЛИНК»

Итак, по нашим расчетам, сальдо счета текущих операций выходит в дефицит уже при среднегодовой цене Urals в 65 долл/барр.

Мы считаем наиболее вероятным стабилизацию среднегодовой цены Urals в 2009 г. в диапазоне 60-65 долл/барр с постепенным восстановлением до 70-80 долл/барр. Разумеется, это лишь один из нескольких возможных сценариев, история показывает, что цены на нефть меняются весьма резко и непредсказуемо, тем более сложно их прогнозировать в период значительного роста неопределенности для мировой экономики и финансовых рынков.

Рис. 1 Среднегодовая цена на нефть Urals, \$/барр.



Источники – Bloomberg, оценки ИК «СОВЛИНК»

¹ Основные предпосылки для прогнозирования изложены в Приложении 1

2. Рост ВВП

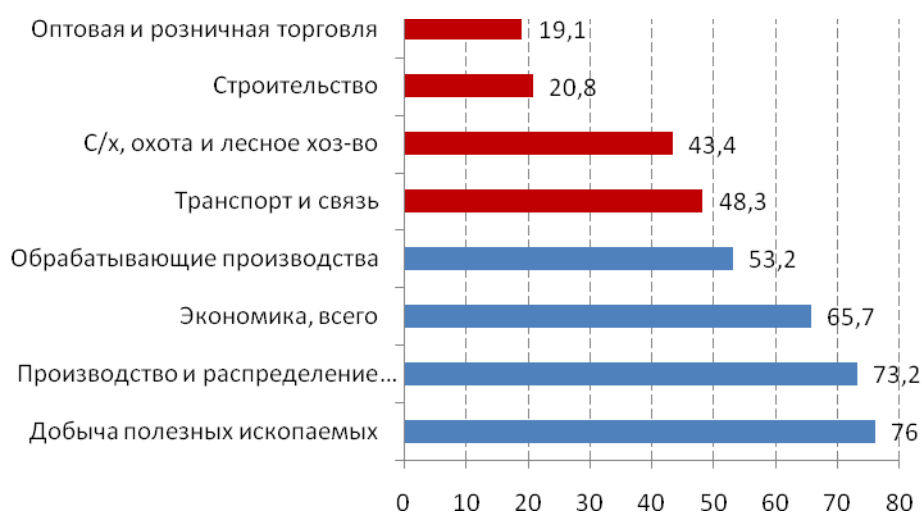
Основными факторами замедления роста ВВП, как ожидается, станет существенное сокращение темпов потребительского и инвестиционного спроса.

Мы предполагаем, что в течение большей части 2009 г. доступ к кредитным ресурсам для российских предприятий будет существенно затруднен. Внешние рынки будут оставаться практически закрытыми, по крайней мере, до середины года. Ключевой проблемой для предприятий станут выплаты по долгу (примерно 160 млрд долл приходится на корпоративный внешний долг, который предстоит выплатить с процентами с 1 октября 2008 г. по 31 декабря 2009 г.). Частично это задача будет решена с помощью рефинансирования ВЭБа.

Однако долговая нагрузка предприятий – это не только внешний долг. По данным ЦБ РФ, внутренний долг нефинансовых предприятий банковскому сектору сроком погашения до 1 года составляет на 01.08.2008 примерно 5.7 трлн руб. или 209 млрд долл. Объем рынка рублевых корпоративных облигаций на сентябрь 2008 г., по данным Sbonds, составляет 1.6 трлн руб. Все эти долги предприятиям нужно каким-то образом рефинансировать, и обеспечение доступа к кредиту в условиях резкого общемирового ужесточения условия кредитования становится вопросом выживания для реального сектора.

Наиболее уязвимые сектора

Рис. 2 Уровень фактического самофинансирования 2008П1., %



Источники – ЦБ РФ

Рис. 3 Коэффициент текущей ликвидности 2008П1

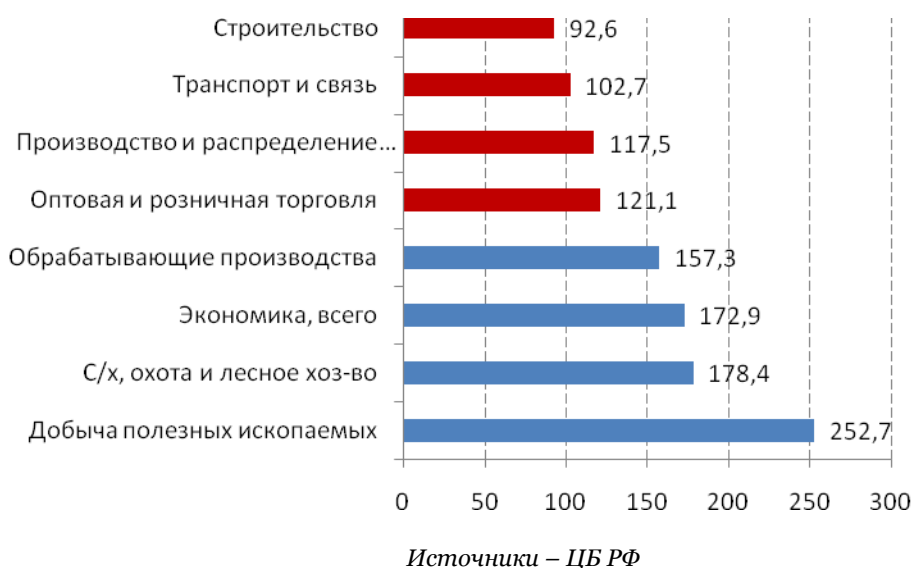
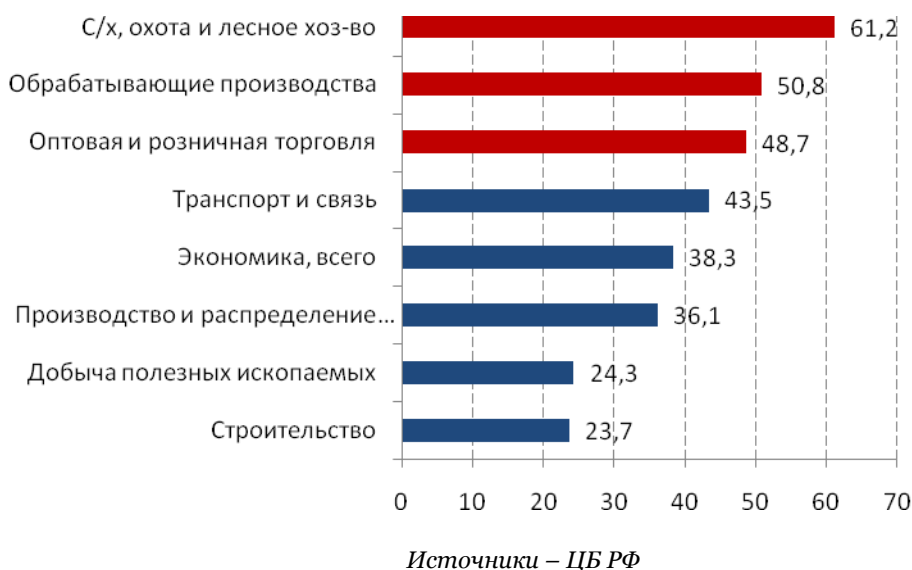


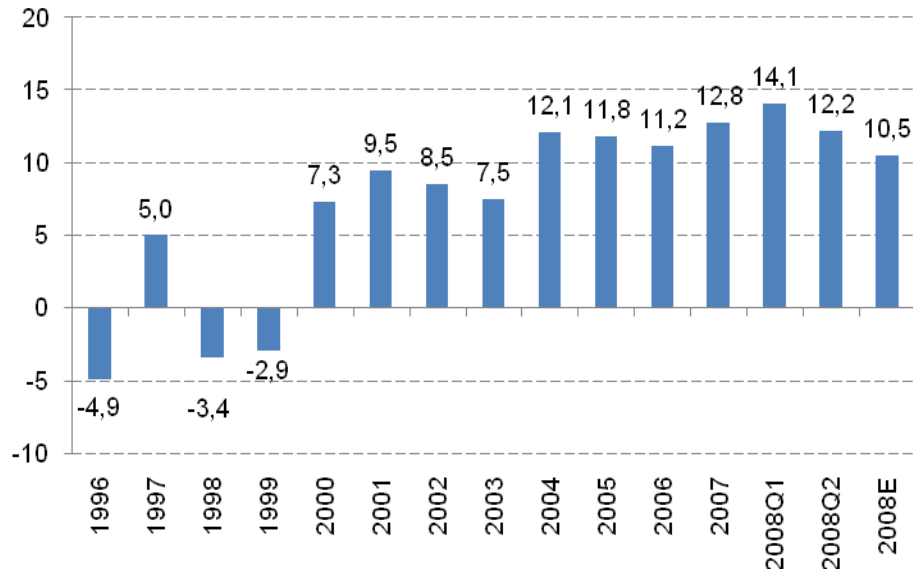
Рис. 4 Доля обязательств перед банками в общем объеме обязательств предприятий



Изъятие из экономики кредитных ресурсов (118 млрд долл или 3.2 трлн руб - внешний корпоративный долг до конца 2009 г. без учета рефинансирования ВЭБ) плюс неполное рефинансирование погашаемых сроком до 1 года кредитов предприятий банкам (примерно 5.7 млрд руб) неизбежно приведет к существенному замедлению роста инвестиций в основной капитал. Одновременно замедлятся и потребительские расходы, поскольку предприятия будут всеми силами стремиться к усилению контроля над расходами, а банки – ужесточать условия кредитования.

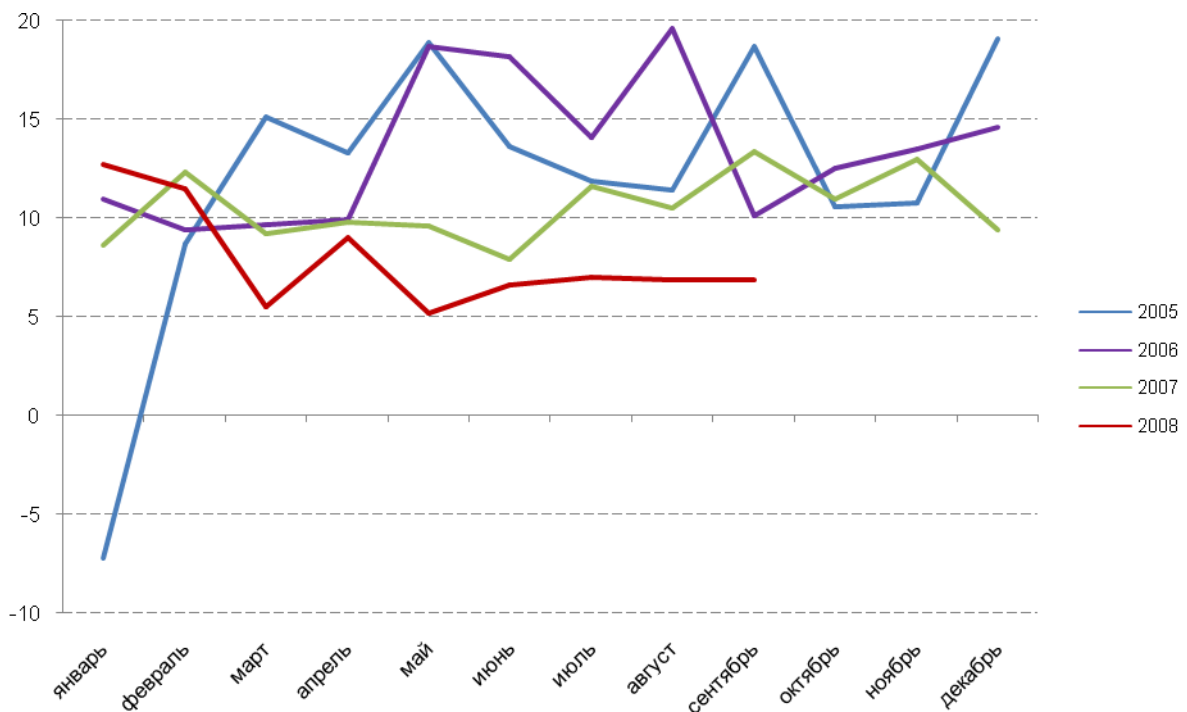
Динамика основных компонентов ВВП, %

Рис. 5 Рост потребления домашних хозяйств, %



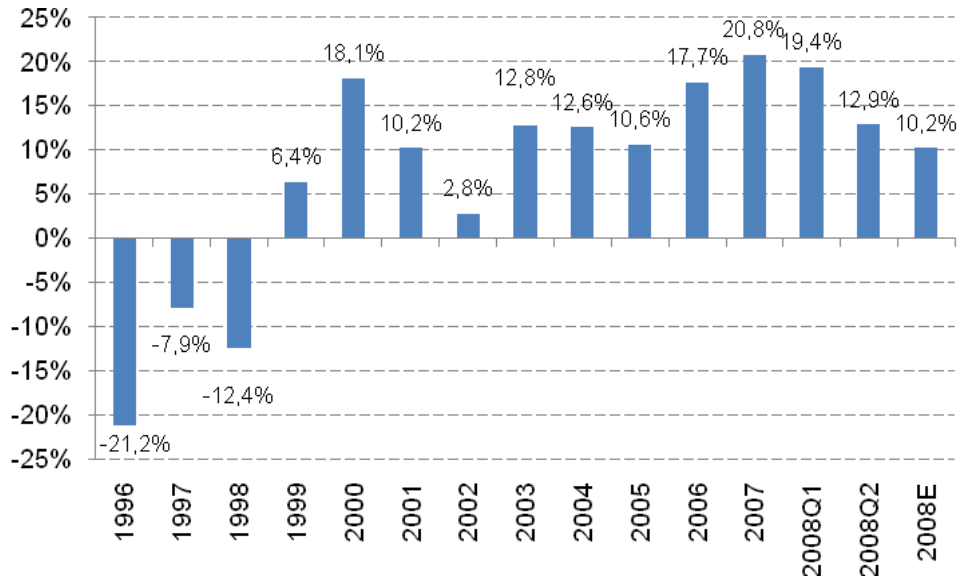
Источники – Росстат, оценки ИК «СОВЛИНК»

Рис. 6 Рост реальных располагаемых доходов населения, %



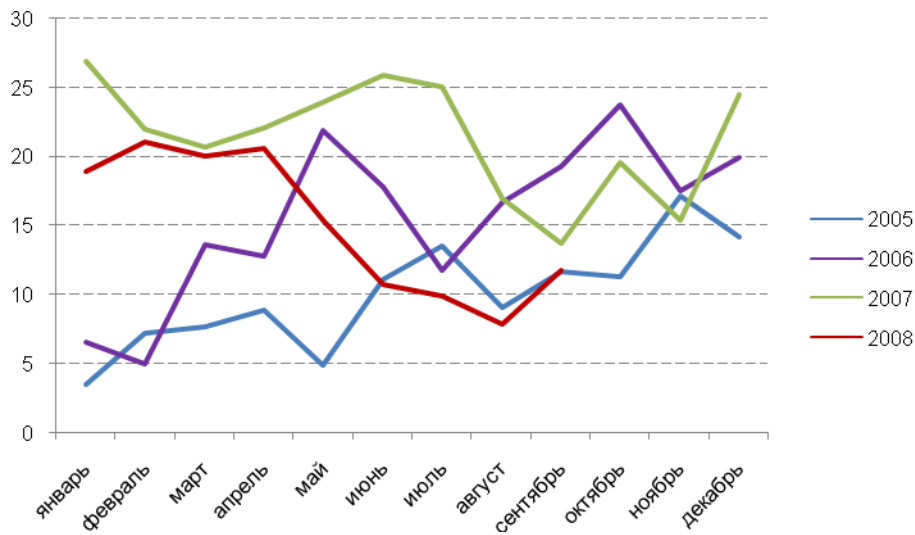
Источники – Росстат, оценки ИК «СОВЛИНК»

Рис. 7 Рост валового накопления основного капитала, %



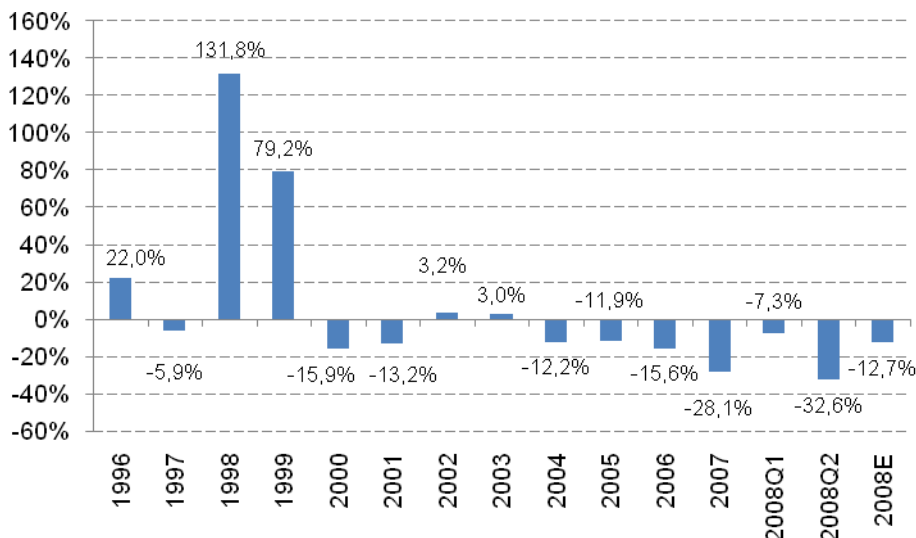
Источники – Росстат, оценки ИК «СОВЛИНК»

Рис. 8 Рост инвестиций в основной капитал, %



Источники – Росстат, оценки ИК «СОВЛИНК»

Рис. 9 Рост чистого экспорта, %



Источники – Росстат, оценки ИК «СОВЛИНК»

Табл. 2 Прогноз роста ВВП

	2008	2009 Вариант 1	2009 Вариант 2	2009 Вариант 3	2009 Вариант 4
Среднегодовая цена нефти Urals, \$/барр	97	70	65	60	50
ВВП, млрд руб	41,882	48,156	47,346	46,651	45,589
Рост ВВП (реальный), %	7.1%	4.7%	4.1%	3.3%	2.1%
Дефлятор ВВП	118.5%	109.8%	108.6%	107.9%	106.7%
Расходы на конечное потребление, млрд руб	27,374	33,122	32,686	32,359	32,034
Рост (реал), %	10.1%	8.0%	7.6%	7.0%	6.3%
Дефлятор	114%	112%	111%	110.5%	110%
Валовое накопление, в т.ч. инвестиции в основной капитал, млрд руб	10,890	13,651	13,525	13,400	13,150
Рост (реальный), %	14%	9%	8%	7%	5%
Дефлятор	118%	115%	115%	115%	115%
Чистый экспорт, млрд руб	3,618	1,382	1,134	891	495

Источники – Росстат, ЦБ РФ, оценки ИК «СОВЛИНК»

Итак, по нашим оценкам, рост ВВП в 2008 г. составит 7-7.1%, а в 2009 г., в зависимости от рассматриваемых сценариев, от 2.1% до 4.7%. Разумеется, фактический результат может выходить за границы прогноза вследствие более значительных колебаний цен на энергоресурсы, степени восстановления кредитных рынков, способности государства заместить внешние источники финансирования российской экономики внутренними.

В качестве базового прогноза выбираем Вариант 3 (среднегодовая цена Urals \$60/барр, рост ВВП 3.3%).

В среднесрочной перспективе мы прогнозируем постепенное восстановление темпов роста экономики до 4.3% в 2010 г. и до 5-5.3% до 2013 г. Это будет происходить по мере постепенной переориентации на внутреннее производство, импортозамещение, создания более самообеспеченной финансовой системы.

3. Обменный курс.

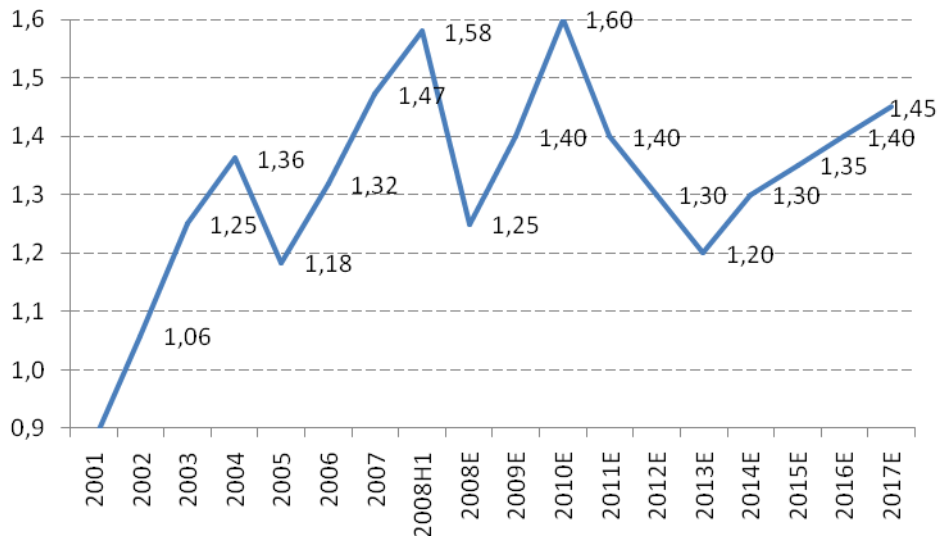
На мировых рынках происходит стремительный отток капиталов из всех рискованных активов и спекулятивных (carry trade) валют в американские гособлигации, что способствует стремительному укреплению доллара и иены к большинству других мировых валют. На наш взгляд, здесь действуют два ключевых фактора. Первый – растущие риски тяжелой и длительной глобальной рецессии поддерживает спрос на надежные активы. Стереотип, в соответствии с которым safe haven – это не что иное, как американские гособлигации, пока доминирует в мире, несмотря на то, что все новые обязательства, которые берет на себя правительство США для спасения финансового сектора, должны привести к значительному ухудшению параметров госдолга и бюджетного дефицита. Второй – процесс «делеведринга», при котором выданные ранее дешевые кредиты в долларах и иенах отзываются кредиторами по всему миру из-за стремительно обесценивающихся залогов (margin calls), что приводит к повышенному спросу на доллар и ликвидации позиций в других валютах, размещенных в рискованные активы. Таким парадоксальным образом все более угрожающее состояние американской экономики сочетается с временным укреплением доллара.

Мы предполагаем, что процесс укрепления доллара может продлиться еще несколько месяцев; по отношению к евро на конец года вероятен диапазон \$1.2-1.3 EUR/\$. При сохранении курса рубля к бивалютной корзине на текущем уровне (примерно 30.4), это соответствует курсу рубля к доллару на уровне 27.32 руб./\$.

Однако 2009 г. может стать серьезным испытанием для доллара. По прогнозам рынка, с учетом уже предпринятых Д.Бушем мер по поддержке финансовой системы США дефицит бюджета может достичь \$1 трлн в 2009 финансовом году. Минфин США заявил об ожидаемом росте потребности в заимствованиях до конца года до 550 млрд долл по сравнению со 142 млрд долл, прогнозировавшимися в июле. По оценке аналитиков Goldman Sachs Group, Минфин будет вынужден разместить рекордные объемы госбумаг в этом финансовом году - до \$2 трлн. Причем это будет происходить на фоне существенного снижения свободных средств у зарубежных центробанков (основных инвесторов в американские госбумаги) из-за необходимости поддержки собственных финансовых систем. Это может привести к существенному росту требуемой доходности американских гособлигаций и к ослаблению доллара. На конец 2009 г. мы ожидаем снижения курса доллара до 1.40 EUR/USD, а на конец 2010 г. – до 1.6. Дальнейшие прогнозы весьма туманны; многое будет зависеть от способности крупнейших экономик мира выработать некие согласованные решения по «новой финансовой архитектуре», одним из лоббистов которой выступает президент Франции Н. Саркози. Мы предполагаем постепенное восстановление американской экономики с 2010 г. и новый виток укрепления доллара до 1.20 EUR/USD, а с 2015 г. – стабилизацию на уровне 1.35-1.45.

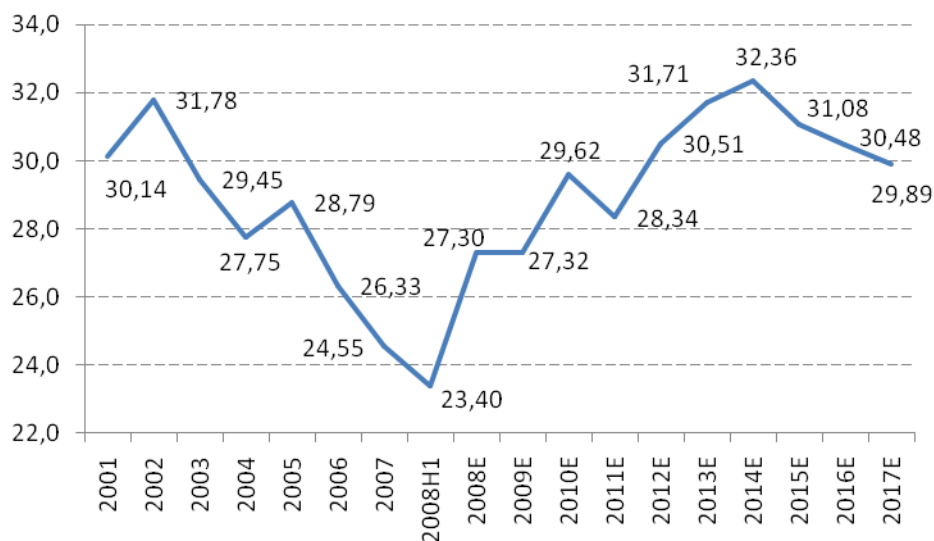
С учетом неоднократных заявлений представителей российского правительства о вреде резкой девальвации рубля, мы предполагаем, что до конца года ЦБ будет удерживать стабильный курс рубля к бивалютной корзине. Однако в 2009-2010 гг. в сценарии низких цен на нефть и закрытости внешних финансовых рынков, на наш взгляд, можно ожидать снижения курса рубля к корзине на 15% в 2009 г. и еще на 3% - в 2010, с последующей стабилизацией.

Рис. 10. Курс EUR/USD



Источники – Bloomberg, ЦБ РФ, оценки ИК «СОВЛИНК»

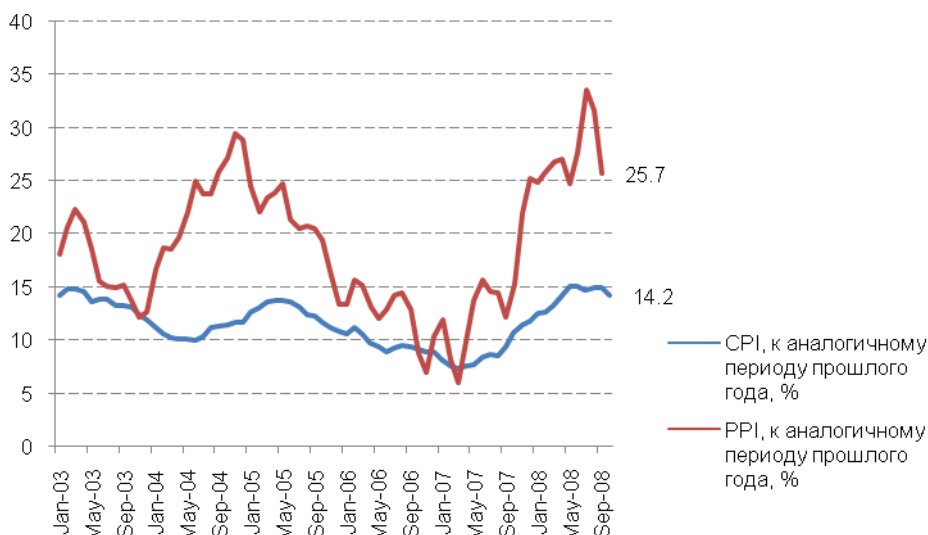
Рис. 11 Курс RUR/USD



Источники – ЦБ РФ, оценки ИК «СОВЛИНК»

4. Инфляция

Рис. 12 Инфляция (CPI и PPI), год к году



Источники – Росстат, оценки ИК «СОВЛИНК»

Несмотря на наметившееся замедление инфляции на фоне падения мировых цен на сырье, снижения темпов роста денежной массы и охлаждения экономики, показатели как потребительской, так и производственной инфляции находятся вблизи многолетних максимумов. Так, по последним доступным оценкам, в октябре рост CPI к аналогичному периоду прошлого года снизился с 15% до 14.2%. По PPI последние данные Росстата доступны лишь за сентябрь, с июля темпы роста замедлились с аномальных 33.6% до все еще рекордных 25.7%.

По итогам 2008 года мы ожидаем потребительскую инфляцию (CPI) на уровне 14%; в производственном секторе вероятно снижение до 18-20%.

В отношении прогноза инфляции на 2009 г. очень высока неопределенность. **В целом, мы ожидаем некоторого снижения инфляции (до 11% по CPI и до 15% - по PPI) вследствие сохранения низких цен на сырье и сокращения платежеспособного спроса.** Однако, скорее всего, замедление инфляции будет неравномерным и определяться ситуацией с издержками в производственном секторе и эластичностью спроса в том или ином сегменте.

Напомним, в результате кризиса 1998 г. инфляция резко ускорилась (с 11% в 1997 до 84% в 1998 и 36% в 1999 г.), что сочеталось со спадом в экономике. Однако, с учетом девальвации рубля примерно в 4 раза и высокого уровня долларизации экономики, реальные показатели инфляции были существенно ниже.

В пользу сохранения инфляции издержек говорят темпы запланированного повышения тарифов естественных монополий на 2009 г.:

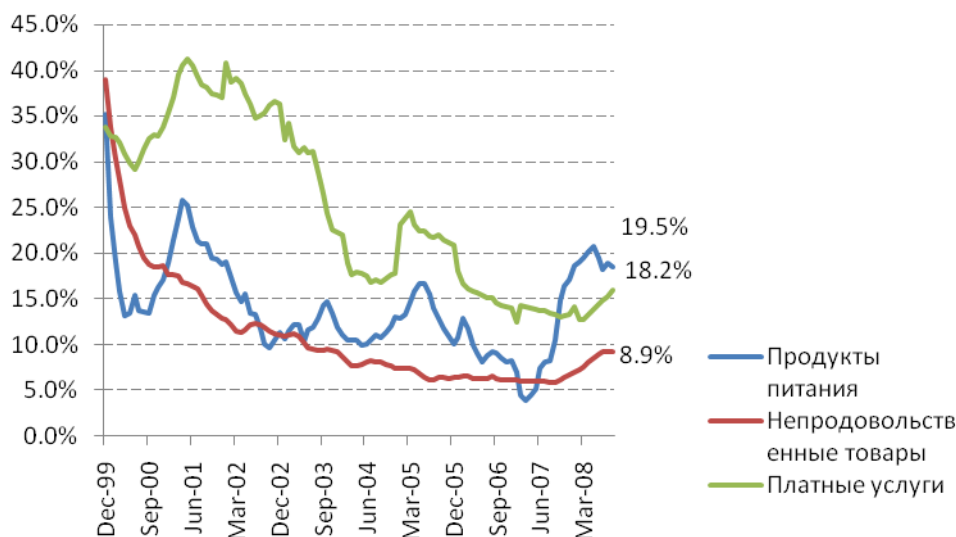
Электроэнергия (рост цен, регулируемых правительством)	+19%
Газ (рост цен, регулируемых правительством, для всех категорий потребителей)	+20.3%
Газ (рост цен, регулируемых правительством, для населения)	+25.0%
Ж/д перевозки грузов	+17.1%

Источник – МЭРТ, прогноз от августа 2008 г.



В отношении групп товаров и услуг наибольший потенциал замедления инфляции и даже снижения цен, на наш взгляд, возможен в непродовольственных товарах, особенно длительного пользования (бытовая техника, автомобили, недвижимость). В то же время по продовольственным товарам и ряду платных услуг инфляционное давление может оставаться высоким из-за низкой ценовой эластичности спроса. В секторе услуг основная экономия может быть по расходам на отдых, транспорт и связь; в худшем случае – на образовании и здравоохранении.

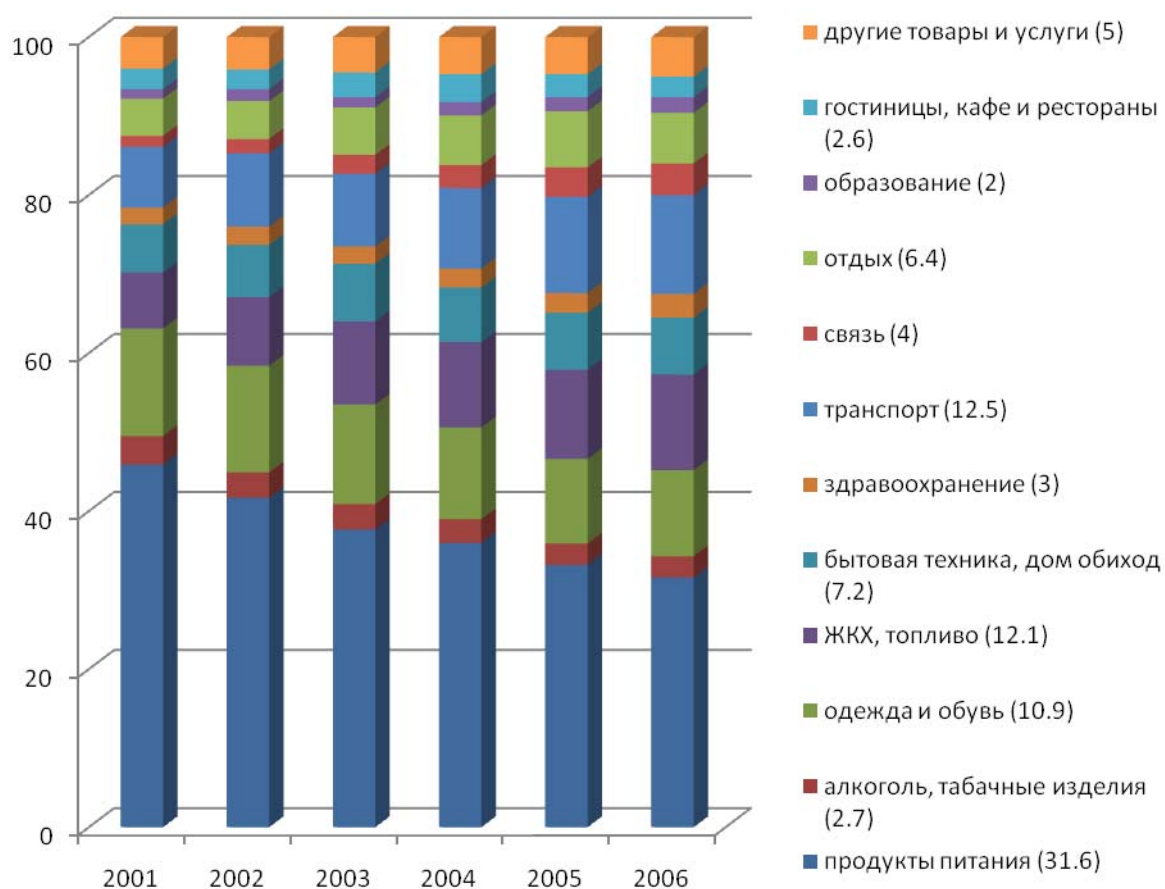
Рис. 13 Динамика цен по группам товаров, год к году



Источники – Росстат, оценки ИК «СОВЛИНК»



Рис. 14. Структура потребительских расходов населения, %



Источники – Росстат



Табл. 3. Основные макроэкономические индикаторы (прогноз)

	2006	2007	2008E	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E
Средний курс, USD/RUB	27.18	25.57	24.60	28.47	28.98	29.42	31.11	32.04	31.72	30.78
Курс на окончание периода, USD/RUB	26.33	24.55	27.32	29.62	28.34	30.51	31.71	32.36	31.08	30.48
CPI	9.0%	11.9%	14.0%	11.0%	9.9%	9.2%	8.5%	7.8%	7.2%	6.7%
Накопленная CPI, 08	0.0%	0.0%	14.0%	26.6%	39.1%	51.9%	64.8%	77.7%	90.4%	103.2%
PPI	10.4%	25.1%	18.0%	15.0%	13.5%	12.0%	11.0%	10.0%	9.3%	8.7%
Накопленная PPI, 08	0.0%	0.0%	18.0%	35.7%	54.0%	72.5%	91.5%	110.6%	130.2%	150.2%
Средняя цена Brent, \$/bbl	65	74.16	100	65	67	70	72	74	75	76
Средняя цена Urals Med cif \$/bbl	61	69.47	96.5	62	64	67	69.5	71.5	72.5	73.5
Курс на окончание периода, EUR/USD	1.32	1.47	1.25	1.40	1.60	1.40	1.30	1.20	1.30	1.35
ВВП номинальный, млрд рублей	26,781	32,989	41,828	46,604	54,295	63,052	72,798	83,479	95,065	107,607
ВВП реальный, темпы роста, %	6.70%	8.1%	7.0%	3.3%	4.3%	5.0%	5.2%	5.3%	5.2%	5.1%
Дефлятор ВВП	1.161	1.136	1.185	1.079	1.117	1.106	1.098	1.089	1.083	1.077

Источник – данные Росстата, ЦБ РФ, прогнозы ИК «СОВЛИНК»

Приложение 1.

Допущения для прогнозирования внешнеторгового баланса

Принимаем следующие предпосылки:

1. В структуре экспорта примерно 60% занимает ТЭК (нефть, природный газ, нефтепродукты). В 2008 г. – 67%
2. Ожидаемые объемы добычи и экспорта нефти, газа и нефтепродуктов соответствуют прогнозным значениям МЭРТ
3. Мировые цены на газ привязаны к ценам на нефть (из-за неопределенности условий множества долгосрочных контрактов, на основе которых вычисляется формула цены на газ, принимаем за основу среднеисторические годовые значения ценовых коэффициентов или коэффициенты, определяемые на основе прогнозных цен МЭРТ).
4. Мировые цены на нефтепродукты также привязаны к ценам на нефть (для прогнозирования берем за основу среднеисторический коэффициент 0.92).
5. Стоимостной объем импорта товаров исторически (с 1994 г.) не превышает 81% от объема экспорта; максимум (81%) относится к 1997 г. По итогам 2008 г. ожидается соотношение импорт / экспорт на уровне 59%. На 2009-2011 гг. закладываем максимальный исторический уровень в 80%.

Рекомендации по ценным бумагам

STRONG BUY:	Потенциал роста более 25%, степень уверенности «высокая» / потенциал роста более 100%, степень уверенности «низкая»
BUY:	Потенциал роста 15-25%, степень уверенности «высокая» / потенциал роста 25-100%, степень уверенности «низкая»
HOLD:	Потенциал роста менее 15%, степень уверенности «высокая», потенциал роста менее 25%, степень уверенности «низкая»
SELL:	«Справедливая цена» на уровне или ниже текущего курса

ООО СОВЛИНК

Тел.: +7 495 967 1300

Факс: +7 495 967 1311

Кремлевская набережная, д. 1, стр. 2,
Москва 119019, Россия

www.sovlink.ru
research@sovlink.ru

©2008г., ООО «Совлинк». Содержащаяся в настоящей Аналитической Справке информация («Информация») не является рекламой ценных бумаг или рекламой эмитента и не может рассматриваться как таковая. Информация предназначена исключительно для личного пользования клиентов ООО «Совлинк» или иных согласованных с ООО «Совлинк» лиц. Информация не предназначена для граждан США или юридических лиц, зарегистрированных в США. Ничто в настоящей Информации не должно и не может толковаться как информация, предназначенная для неопределенного круга лиц.

Информация носит исключительно ознакомительный/аналитический характер и не может толковаться как рекомендации ООО «Совлинк» по покупке или продаже ценных бумаг. Информация не может служить основанием и на нее нельзя ссылаться при совершении каких либо действий по осуществлению инвестиций. ООО «Совлинк» не несет ответственности за действия, осуществленные на основе Информации. Настоящая Аналитическая Справка не содержит оферты или предложения делать оферту на покупку или продажу каких-либо ценных бумаг, опционов, фьючерсов или иных деривативов, имеющих в качестве базового актива такие ценные бумаги.

Настоящая Аналитическая Справка не учитывает специфику инвестиционных целей, финансовой ситуации и частных интересов какого-либо лица, которое может получить настоящую Аналитическую Справку. Инвесторам следует обращаться за получением финансовых консультаций по вопросам целесообразности осуществления инвестиций в какие-либо ценные бумаги, указанные в настоящей Аналитической Справке, им также следует осознавать, что заявления в отношении будущих планов могут не реализоваться. Инвесторам следует иметь в виду, что доход от таких ценных бумаг, если таковой имеется, может изменяться, и что цена или стоимость любой ценной бумаги может увеличиваться или уменьшаться. В силу этого инвесторы могут в итоге получить меньше, чем они первоначально инвестировали. Прошлые показатели деятельности не обязательно определяют будущие показатели деятельности. Курсы обмена валют могут негативно повлиять на цену, стоимость или доход на любую ценную бумагу, указанную в настоящей Аналитической Справке. Пожалуйста, обратите внимание на то, что инвестиционная деятельность на развивающихся рынках отличается высокой степенью риска, и инвесторы обязаны проводить свои собственные исследования перед тем, как принимать инвестиционные решения.

Лица, подготовившие данную Аналитическую Справку, или ООО «Совлинк» могут держать как короткие, так и длинные позиции по любым, упоминавшимся в данной Аналитической Справке ценным бумагам, а также могут принимать участие в инвестиционной деятельности упоминавшихся в данной Аналитической Справке компаний.

При подготовке настоящей Аналитической Справки лицо(а), подготовившее данную Аналитическую Справку, исходило из того, что упомянутые в настоящей Аналитической Справке эмитенты раскрывают информацию в объеме и порядке, которые предусмотрены законодательством Российской Федерации о ценных бумагах для эмитентов, публично размещающих ценные бумаги.

Данная Аналитическая Справка и Информация основаны исключительно на общедоступной информации, которая представляется надежной, однако ООО «Совлинк» не дает никакой гарантии того, что эта информация является точной или полной, а потому не следует полагаться на нее как на точную или полную. ООО «Совлинк» не дает никакой гарантии ни относительно того, что все читатели получают эту Аналитическую Справку одновременно, ни относительно того, что ООО «Совлинк» будет обновлять данный материал на регулярной основе, а также исправлять неточности, содержащиеся в данной Аналитической Справке.