

**Аналитик: Ольга Беленькая**  
belenkayao@sovlink.ru

## Есть ли рецессия в России?

12 декабря замглавы Минэкономразвития А. Клепач впервые официально признал - в России наступила рецессия, и она может продлиться дольше, чем 2 квартала. В заочную дискуссию с ним вступил вице-премьер, министр финансов А. Кудрин, утверждая, что в России еще нет рецессии.

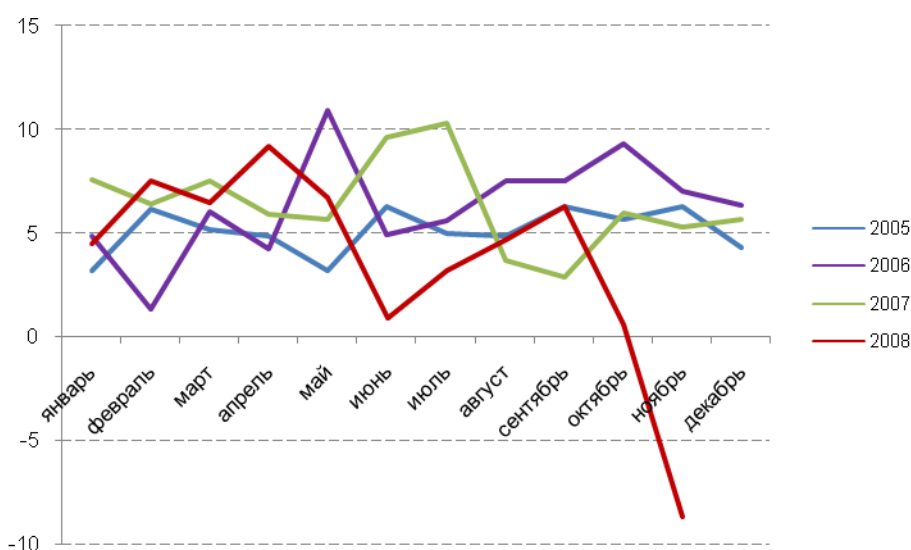
Формально, он прав. Вспомним критерии рецессии. Наиболее распространенный в международной практике признак рецессии - снижение ВВП в течение не менее 2-х кварталов подряд. Сейчас NBER (национальное бюро экономического анализа США) применяет более гибкую методологию - диагноз рецессии ставится по итогам значительного снижения экономической активности, распространяющегося на всю экономику, продолжающегося несколько месяцев и наблюдаемого по показателям производства, занятости, реальных доходов и др. На основании этих критериев NBER признал рецессию в США в настоящее время без классического подтверждения в виде двухквартального снижения ВВП, обозначив ее начало декабрем 2007 г.

Казалось бы, не рано ли говорить о рецессии в России, когда по итогам 2008 г. правительство ожидает рост ВВП на уровне 6% (еще в июле прогнозировали 7.8%) и пока не зафиксировано его снижения даже в течение одного квартала? Нужно ли спешить публично признавать экономический спад в самом его начале, ведь NBER сделала это лишь через год?

Между тем, первый опубликованный Росстатом ноябрьский индикатор – промпроизводство – поражает масштабом снижения: на 8.7% к ноябрю прошлого года и на 10.3% к октябрю. Резко упали объемы грузоперевозок – один из основных оперативных показателей спроса в экономике. Растет безработица, задолженность по зарплате в ноябре увеличилась почти вдвое по сравнению с октябрем (+93%), рост показателя отмечается уже 2 месяца подряд.

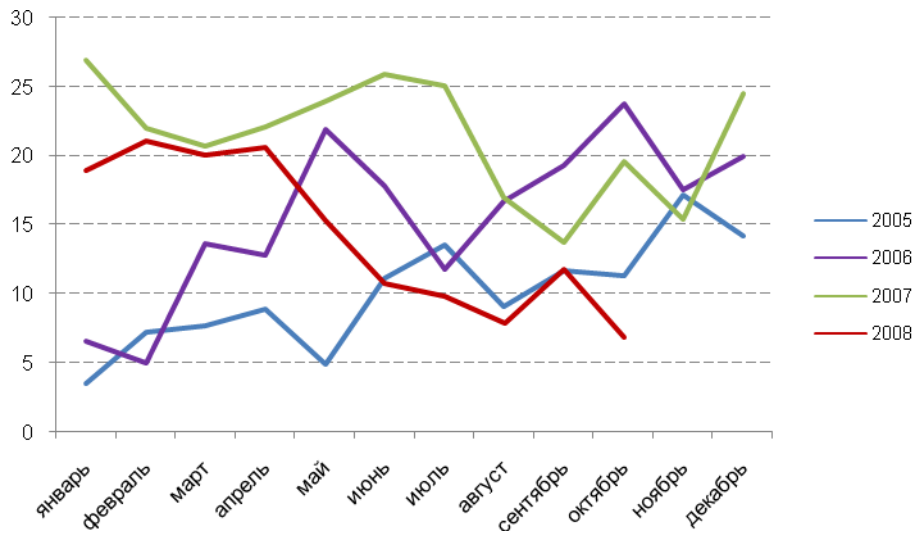
На наш взгляд, основной смысл в заявлении о начале рецессии – не «цепляться» за формальные критерии, а обозначить проблему как можно раньше. Тенденция к резкому ухудшению ситуации в экономике с октября и высокой вероятности спада в ноябре-декабре очевидна, а признание рецессии через полгода-год после ее начала имеет чисто историческую ценность. Заострив проблему на относительно ранней стадии, представитель Минэкономразвития фактически передал дополнительный сигнал правительству и ЦБ о необходимости сконцентрироваться на антикризисных мерах.

**Рис. 1. Динамика промпроизводства, %**



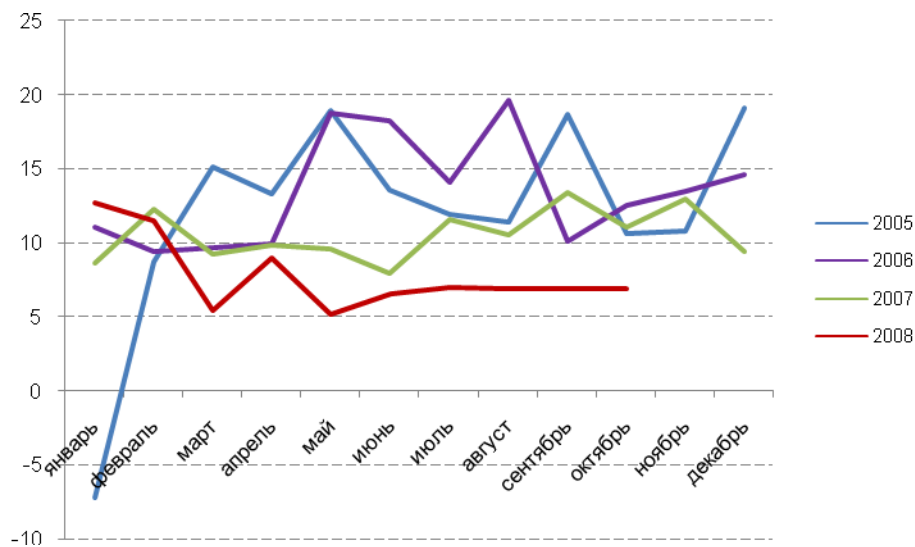
Источник - Росстат

**Рис. 2. Динамика инвестиций в основной капитал, %**



Источник - Росстат

**Рис. 3. Динамика реальных располагаемых доходов населения, %**



Источник - Росстат

**Рис. 4. Число официально зарегистрированных безработных, тыс. чел.**



Источник - Росстат

Минэкономразвития отмечает резкое сокращение экономической активности с октября. В октябре, по его оценке, снижение ВВП к сентябрю, за исключением сезонности, составило 0.4%, более всего пострадали промпроизводство, строительство и инвестиции в основной капитал. Росстат показывает снижение грузооборота транспорта в октябре на 0.6%, по ж/д – на 2.5%. РЖД в ноябре снизила объем перевозки грузов более на чем 20% к аналогичному периоду прошлого года, в декабре ожидает снижения на 28%.

По официальным данным Росстата, в октябре еще наблюдался слабый рост промпроизводства (+0.6% год к году). Не все эксперты были согласны с этой оценкой и многие ожидали спада в ноябре-декабре, но приведенные выше данные о ноябрьском падении на 8.7% стали весьма негативным сюрпризом. По промпроизводству МЭР прогнозирует 1.9%-ный рост по итогам года, что, с учетом 3.7% роста за 11М, означает продолжение спада в декабре.

Минэкономразвития прогнозирует рост ВВП на 2.6% в 4Q08, что с учетом его же оценки октябрьского роста в 5.9% (к аналогичному периоду прошлого года) означало бы снижение темпов роста экономики в ноябре-декабре примерно до 1%. Однако, с учетом статистики ВВП за три квартала и прогноза МЭР в 6% по итогам года, в 4Q вполне вероятен рост менее 2%, и спад по итогам ноября-декабря.

	Рост ВВП к аналогичному периоду прошлого года (данные Росстата), %
1Q08	8.5
2Q08	7.5
3Q08	6.2
4Q08 (оценка, исходя из прогноза за год и данных Росстата за 3 квартала)	1.8
2008 (ср)	6.0

С учетом оценки МЭР роста ВВП в октябре на 5.9%, квартальный рост на 1.8% может означать спад в ноябре-декабре примерно на 0.25%.

После 5 лет уникально высоких темпов роста российская экономика начала резко тормозить. В период глобального спада российская экономика вошла с неоправданно завышенными ценами активов (нефть, фондовый рынок, недвижимость, издержки предприятий), и их коррекция происходит очень болезненно. Нефть за полгода рухнула более, чем в 3 раза (со 147 до 44 долл/барр), сохранение цен на этих уровнях в течение длительного времени выводит в дефицит российский бюджет и внешнеторговый баланс. Растущие риски глобальной рецессии 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; с 8 августа (на эту дату зафиксирован рекорд ЗВР России 597.3 млрд долл) по 5 декабря международные резервы «похудели» на 161 млрд долл. (более 25%). По словам первого зампреда ЦБ А. Улюкаева, примерно \$80 млрд было потрачено ЦБ на поддержку рубля в результате оттока капитала и повышенного спроса населения и бизнеса на валюту. В сентябре-октябре это сопровождалось заметным оттоком частных вкладов из банков (в общей сложности, на 7.5%), ситуация несколько стабилизировалась в ноябре-начале декабря. Одновременно на банковских балансах происходит накопление кредитных рисков – рост просроченной задолженности ускоряется, и банки готовятся к существенному увеличению резервов на потери по ссудам (МДМ-банк готовится поднять их с 3.8% на 30.09.2008 до 9-11% к концу 2009 г.). Для большинства банков это приведет в лучшем случае к снижению прибыли, а в худшем – к проеданию собственного капитала. После обвала фондового рынка основной риск представляет недвижимость. Один из крупнейших кредиторов строительства – Сбербанк – прогнозирует падение долларовых цен на жилье в течение года на 40-60%, реализация этого прогноза может стать началом полноценного кредитного кризиса.

Экономический спад в развитых странах, резкое изменение параметров платежного баланса и бюджета не могло не отразиться на состоянии российской экономики. Спрос на продукцию экспортеров неизбежно должен был сократиться, но сектора, ориентированные на внутренний спрос, длительное время представлялись защищенными, что должно было предотвратить экономику от рецессии. Они пострадали вследствие сокращения доступа к кредитным ресурсам и неэффективности финансовой системы, основной задачей которой стало рефинансирование собственных долгов и спекулятивная игра на девальвационных ожиданиях. Из 4 трлн руб, полученных банковской системой от правительства и ЦБ, основная масса ресурсов – «короткие» деньги, которые могли использоваться лишь для поддержания денежных расчетов и извлечения краткосрочной прибыли; до реального сектора дошла лишь незначительная доля этих средств и в основном – через госбанки, причем есть основания предполагать, что значительная часть «новых» кредитов была лишь пролонгацией выданных ранее.

На этом фоне можно ожидать, что экономика будет балансировать в 2009 г. между слабым ростом и спадом. Степень замедления и его продолжительность будут зависеть как от мировой экономики, так и от способности восстановить нормальное функционирование кредитного рынка и сформировать механизмы замещения внешних источников кредитования внутренними. Ключевым вопросом становится даже не объем предоставленных государством банковской системе ресурсов (премьер-министр В. Путин обещал удвоить его до 9 трлн руб), а «расчистка денежных каналов» в экономике, создание эффективных механизмов доведения этих средств до реального сектора.

### Сценарные прогнозы:

**Табл. 1. Прогноз роста ВВП**

	2008	2009 Var1	2009 Var 2	2009 Var3	2009 Var4	2009 Var5
Среднегодовая цена нефти Urals, \$/барр	93	70	65	60	50	30
ВВП, млрд руб	41,084	47,203	46,366	45,763	44,891	42,445
<b>Рост ВВП (реал), %</b>	<b>6.0%</b>	<b>3.9%</b>	<b>2.8%</b>	<b>2.1%</b>	<b>1.2%</b>	<b>-2.9%</b>
Дефлятор ВВП	117.5%	110.5%	109.8%	109.1%	107.9%	106.4%
Расходы на конечное потребление, млрд руб	27,283	33,335	33,003	32,785	32,569	32,125
Рост (реал), %	10.0%	7.6%	7.0%	6.8%	6.6%	5.1%
Дефлятор	114%	113.5%	113%	112.5%	112.5%	112%
Валовое накопление, в т.ч. инвестиции в основной капитал, млрд руб	10,296	12,332	12,102	11,987	11,872	10,950
Рост (реал), %	9.5%	7%	5%	4%	3%	-5%
Дефлятор	116%	112%	112%	112%	112%	112%
Чистый экспорт, млрд руб	3,510	1,536	1,260	990	450	-630

*Источники – Росстат, ЦБ РФ, оценки ИК Совлинк*

Итак, по нашим оценкам, рост ВВП в 2008 г. составит около 6% (что соответствует прогнозам МЭР), а в 2009 г., в зависимости от рассматриваемых сценариев, от роста на 3.9% до спада на 2.9%. 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 Вар. 4 (среднегодовая цена Urals \$50/барр, рост ВВП 1.2%).**

В среднесрочной перспективе мы прогнозируем постепенное восстановление темпов роста экономики до 3-4.5% 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.

## Рекомендации по ценным бумагам

<b>STRONG BUY:</b>	Потенциал роста более 25%, степень уверенности «высокая» / потенциал роста более 100%, степень уверенности «низкая»
<b>BUY:</b>	Потенциал роста 15-25%, степень уверенности «высокая» / потенциал роста 25-100%, степень уверенности «низкая»
<b>HOLD:</b>	Потенциал роста менее 15%, степень уверенности «высокая», потенциал роста менее 25%, степень уверенности «низкая»
<b>SELL:</b>	«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](http://www.sovlink.ru)

[research@sovlink.ru](mailto: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.