



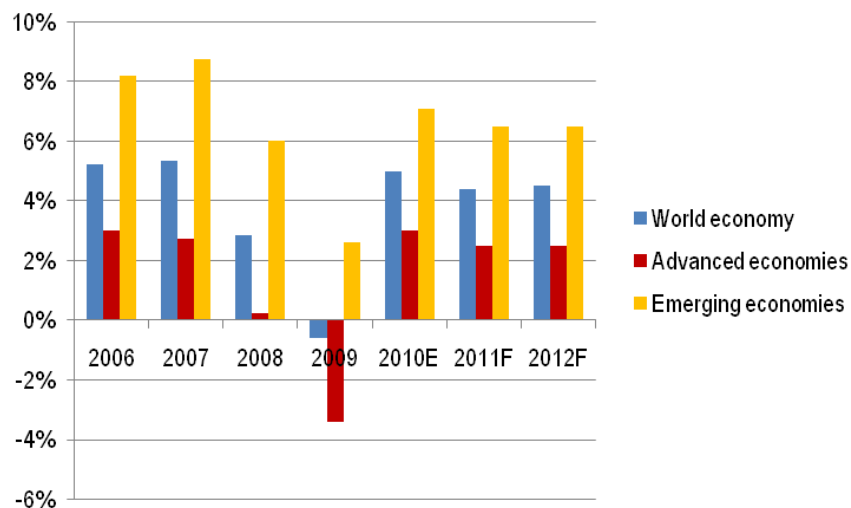
## Российский рынок и вызовы глобальной экономики

Беленькая Ольга

Март 2011

Восстановление мировой экономики после острой фазы кризиса происходит неравномерно – развивающиеся страны по-прежнему растут значительно быстрее развитых. С одной стороны, это можно трактовать как подтверждение версии decoupling и постепенного перераспределения сил в пользу emerging markets, с другой – как продолжение несбалансированного развития мировой экономики, грозящее новым витком незавершившегося кризиса. Прогноз на ближайшие годы предполагает сокращение разрыва в темпах роста DM и EM при сохранении опережающего тренда EM.

Темпы роста мировой экономики

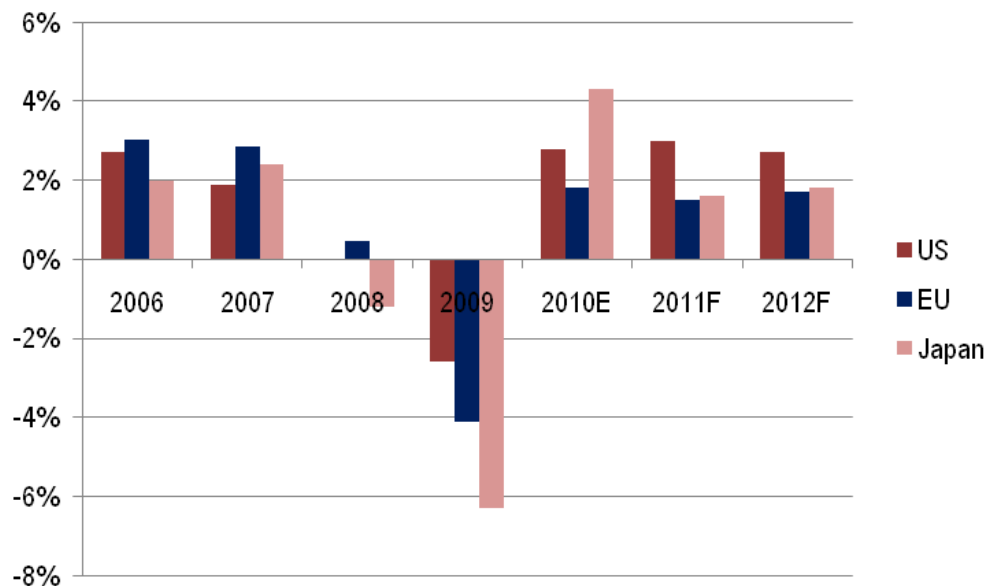


Источник - IMF

## Развитые страны – слабый рост при постепенном улучшении прогнозов

Экономики постепенно восстанавливаются после рецессии, однако темпы роста недостаточны для возврата к докризисным показателям занятости. На данный момент прогноз роста ВВП для США выглядит более позитивно, чем для ЕС и Японии (прогнозы для Японии приводятся до последних трагических событий).

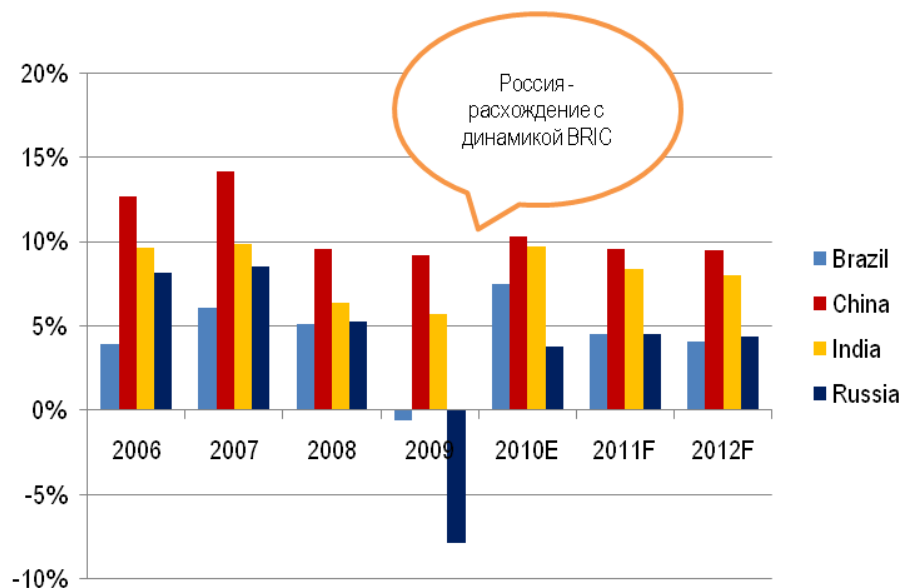
Рост ВВП развитых стран



Источник – IMF

Вопреки устоявшемуся термину, внутри группы стран BRIC не сложилось единой динамики – Китай и Индия лидируют в этой четверке с большим отрывом. Россия тяжелее всего перенесла последствия мирового кризиса в 2009 г. и хуже других восстанавливается после него.

Рост ВВП стран BRIC

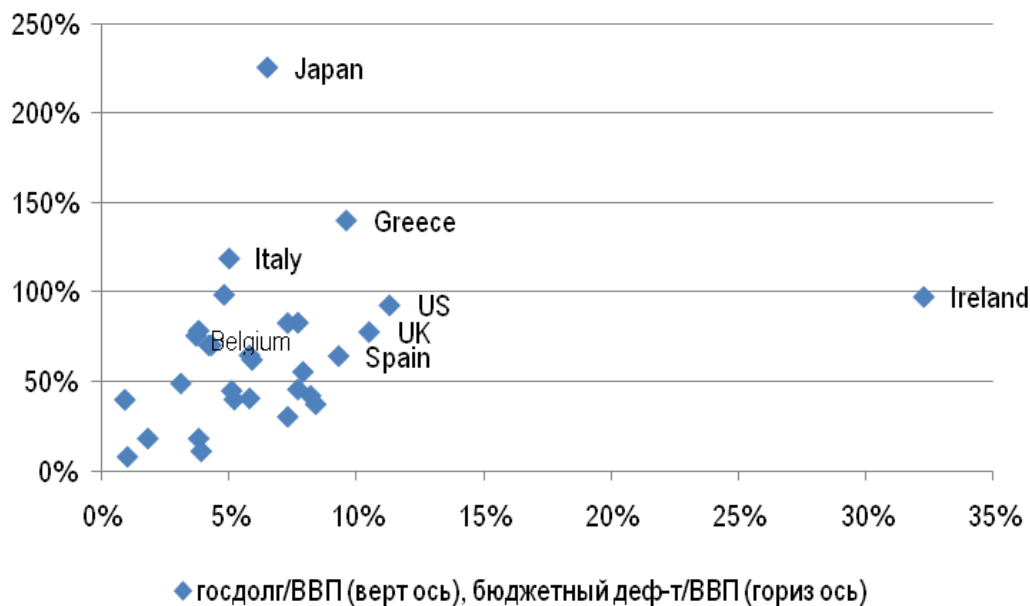


Источник – IMF, Росстат, оценки ИК Совлинк

## Глобальные риски: Кризис госфинансов вследствие рекордного уровня госдолга и бюджетного дефицита

Наиболее уязвимой к долговому кризису рынок сейчас считает еврозону. Маастрихтские соглашения: бюджетный дефицит не более 3% ВВП, госдолг – не более 60% ВВП. Вместе с тем показатели долговой и бюджетной нагрузки США и УК сопоставимы со странами периферии Европы, что пока не учитывается в стоимости их суверенного долга.

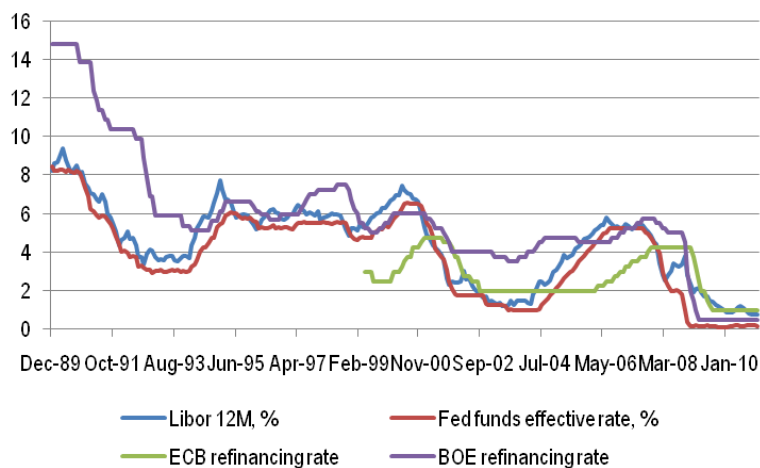
Долговая и фискальная нагрузка стран



Источник – ВЕА, IMF

Процентные ставки ведущих мировых центробанков уже более 2-х лет поддерживаются на рекордно низких уровнях. В дополнение к этому ликвидность пополняется за счет «количественного смягчения» – программ выкупа активов и кредитования банков. ФРС (QE - \$1750 млрд, QE2 – \$600 млрд), BOE – £200 млрд, Банк Японии – \$122 млрд и активные краткосрочные вливания ликвидности в последние дни.

Процентные ставки ведущих мировых центробанков

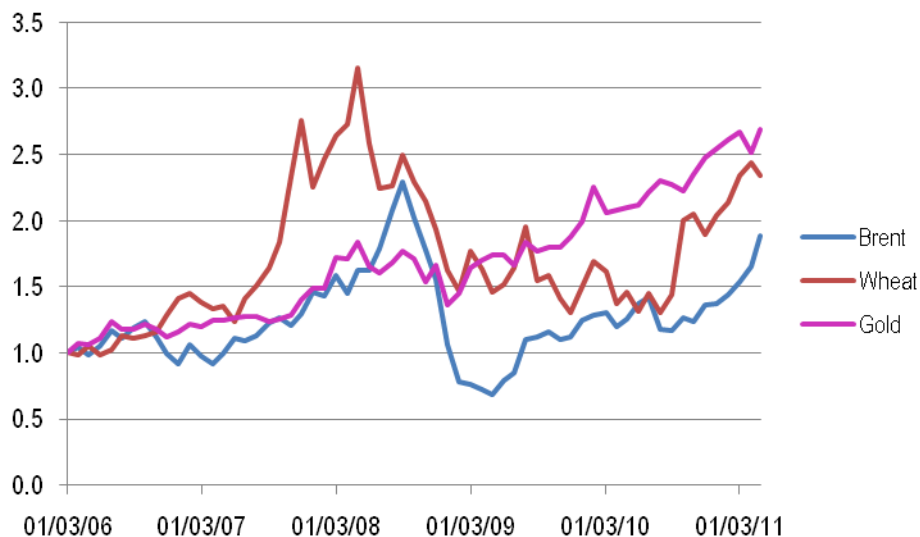


Источник – Fed, ECB, BOE, Bloomberg

## Следствие – инфляционный «разогрев» на рынках сырья и продовольствия

Динамика сырьевых рынков отражает избыток ликвидности, растущие инфляционные ожидания и обесценивание «бумажных» валют. К этому добавляются риски политической нестабильности на Ближнем Востоке (нефть) и последствия аномальных погодных явлений 2010 г. (продовольствие)

Цены на commodities

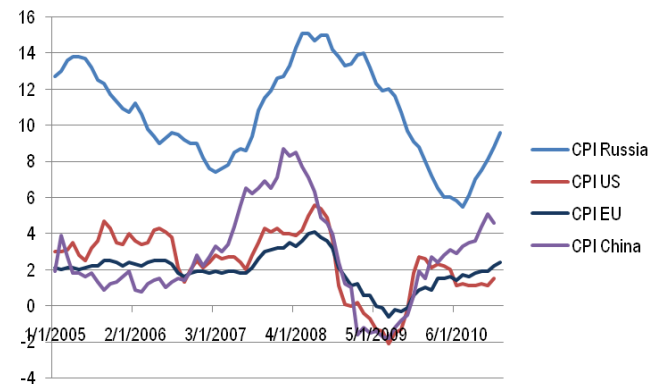
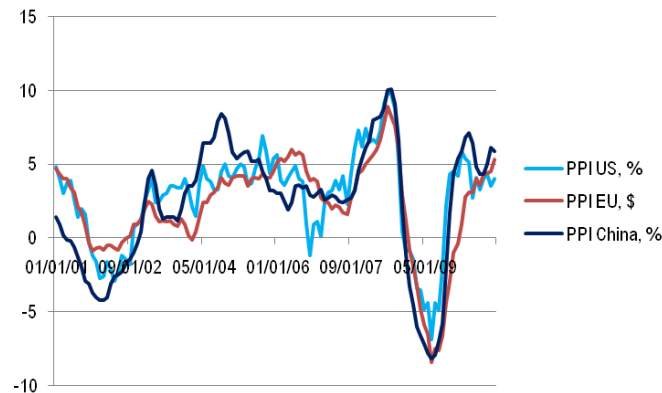


Источник –Bloomberg

## Глобальные риски - инфляция

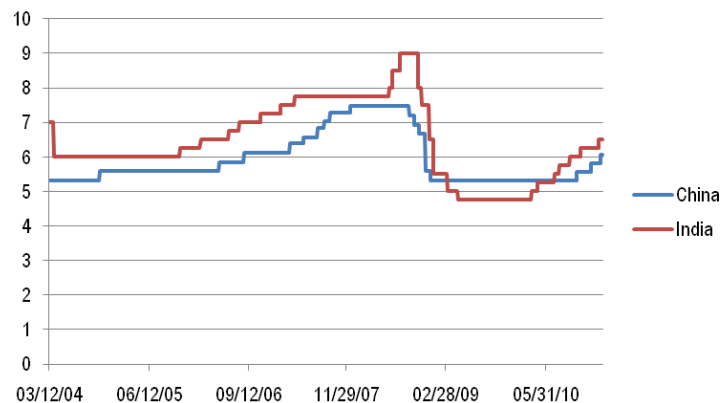
Резкий рост цен производителей происходит синхронно в большинстве стран вслед за мировыми ценами на сырье. Для развивающихся экономик инфляция, «экспортированная» из США, становится ключевым риском. Постепенно ускорение инфляции становится проблемой и для ЕС, в то время как ФРС пока не видит в сырьевом шоке угрозы устойчивого повышения инфляции в США. Тем не менее, и для США рост стоимости продуктов питания и бензина, слабо влияющий на базовую инфляцию статистически, может привести к сокращению реальных располагаемых доходов и затормозить рост экономики.

Показатели инфляции (PPI и CPI)

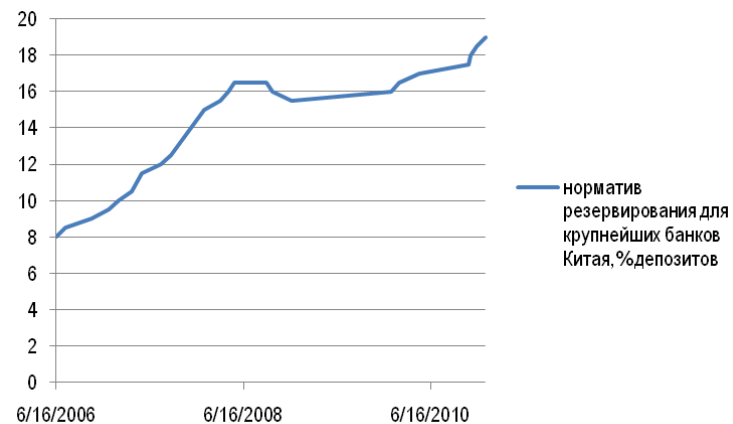


Источник –Bloomberg

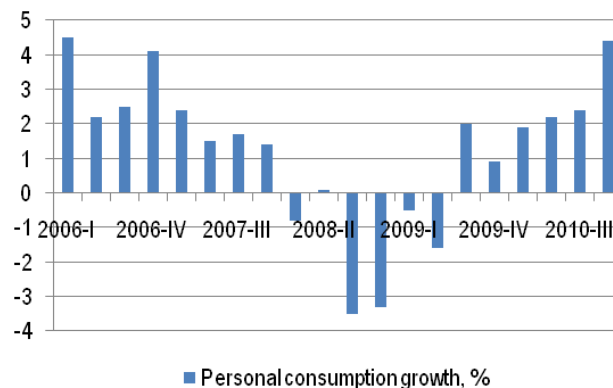
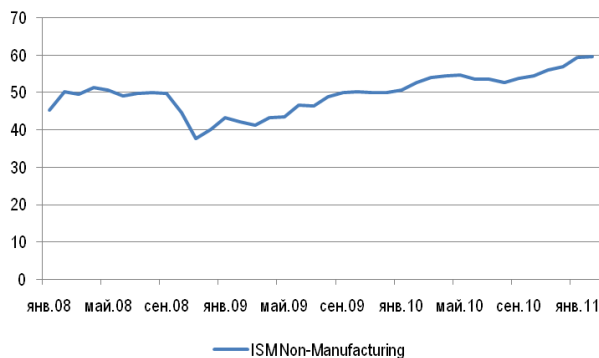
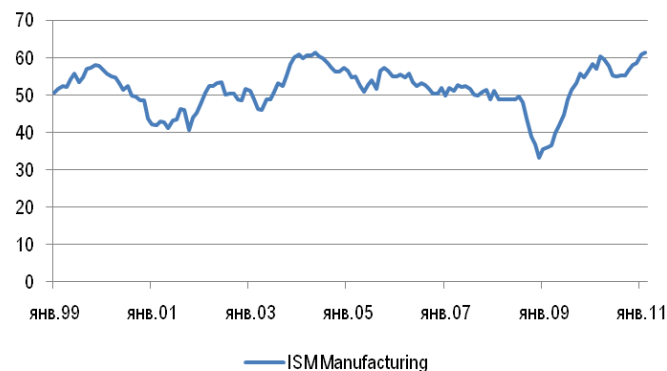
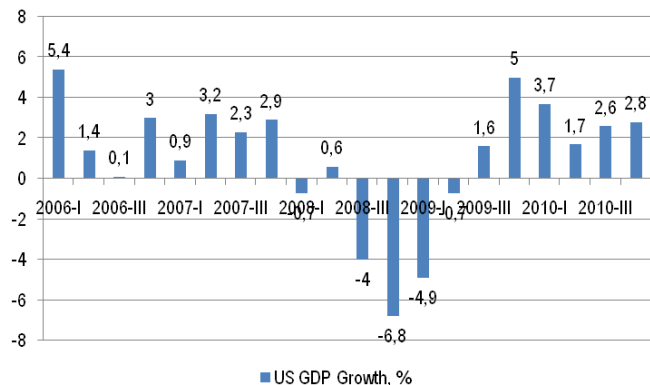
Процентные ставки ЦБ Китая и Индии



Норматив резервирования, Китай



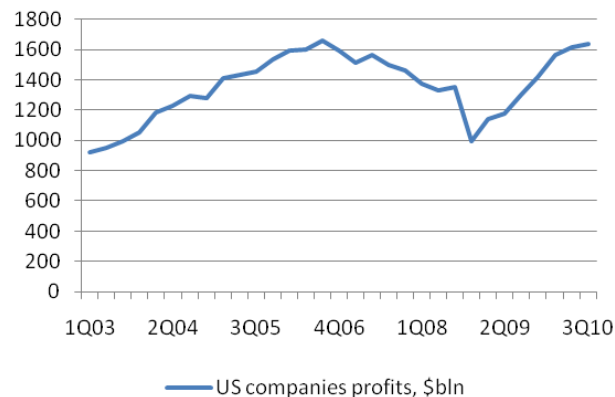
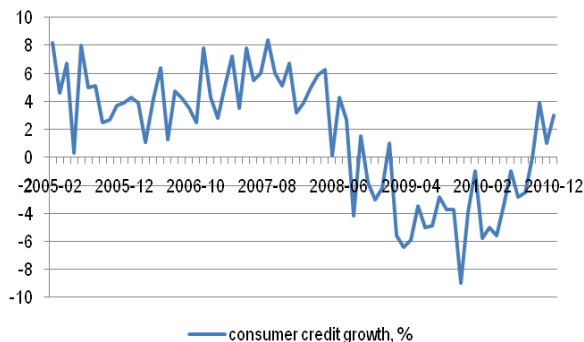
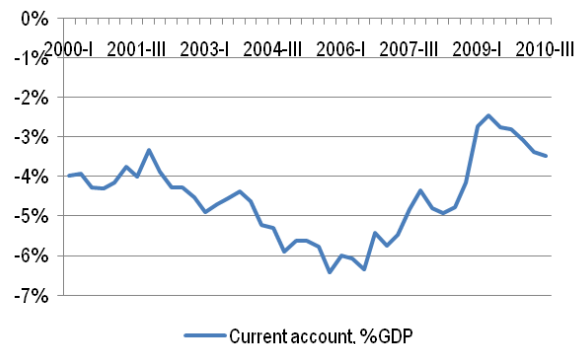
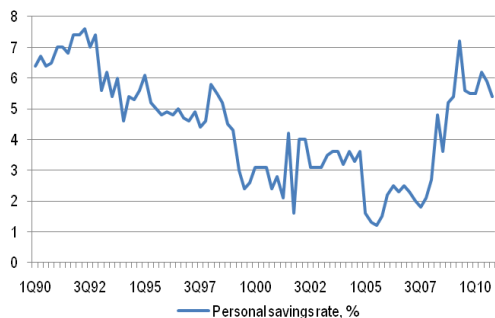
Источник – Bloomberg



Источник – BEA, ISM Institute

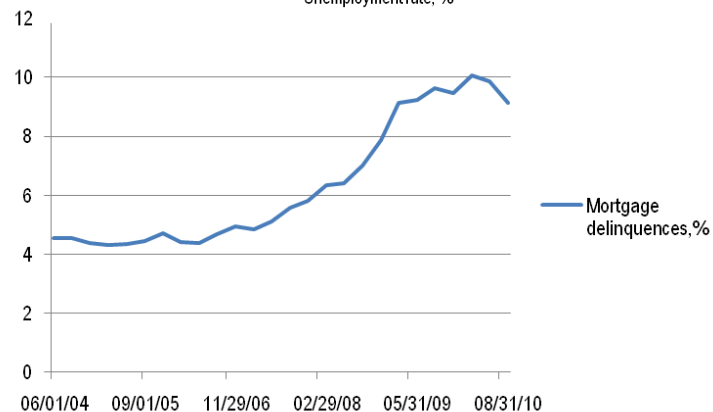
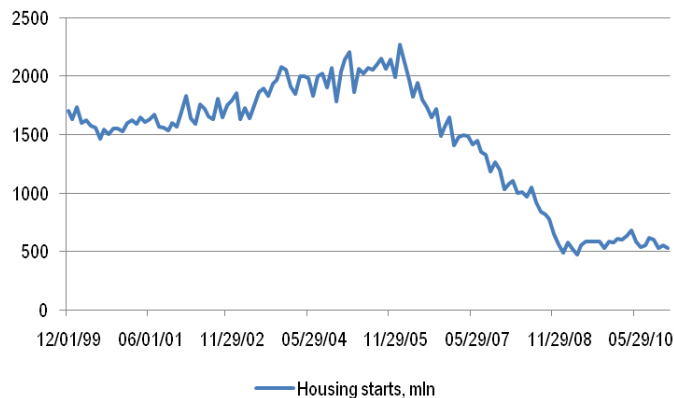
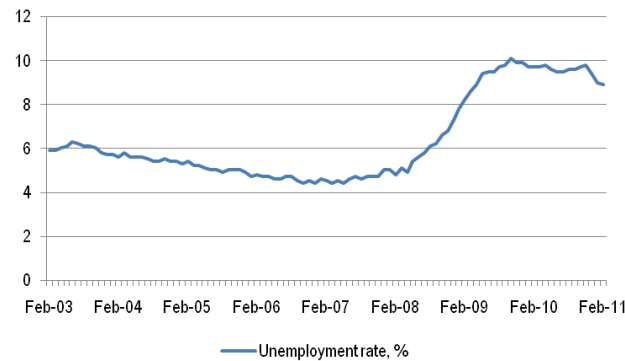
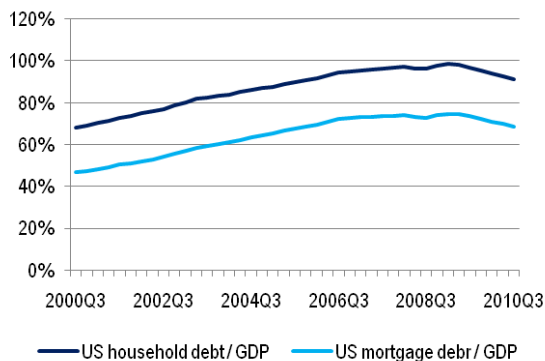
Рост ВВП и потребления ускоряется, показатели деловой активности в производстве и секторе услуг – на многолетних максимумах

После кризиса несколько улучшилась ситуация с дисбалансами в частном секторе – заметно выросла норма сбережений домохозяйств, дефицит торгового баланса растет, но ниже докризисных максимумов. В последние месяцы после длительного периода делевериджа начало расти потребкредитование. Сильную динамику показывают прибыли компаний.



Источник – BEA, Fed

Отношение суммарного долга домохозяйств к ВВП лишь незначительно снизилось по отношению к докризисным историческим максимумам, что сдерживает возможность возобновления кредитного механизма роста экономики. Рынок жилья в упадке, безработица остается высокой. Главным посткризисным стимулом потребления остаются фискальные льготы. **Краткосрочный риск** – в условиях неустойчивого потребительского спроса рост инфляционного давления может затормозить восстановление экономики и даже привести к стагфляции

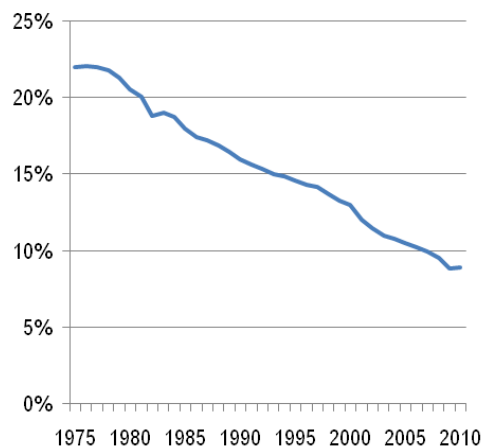


Источник – BEA, Fed, BLS

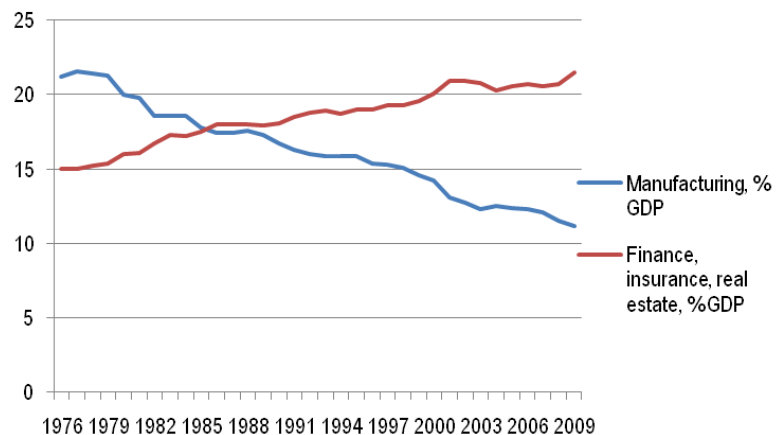
## США, среднесрочный риск – структурные дисбалансы сохраняются. Продолжается деиндустриализация американской экономики

Доля промышленности в структуре ВВП и в структуре занятости снизилась в разы по сравнению с 70-ми гг. и продолжает неуклонно снижаться. В результате потребление критически зависит от импорта товаров, а дефицит внешнеторгового баланса требует постоянного притока капитала извне.

### Доля промышленности в ВВП и структуре занятости США



— Доля занятых в промышленности США, %

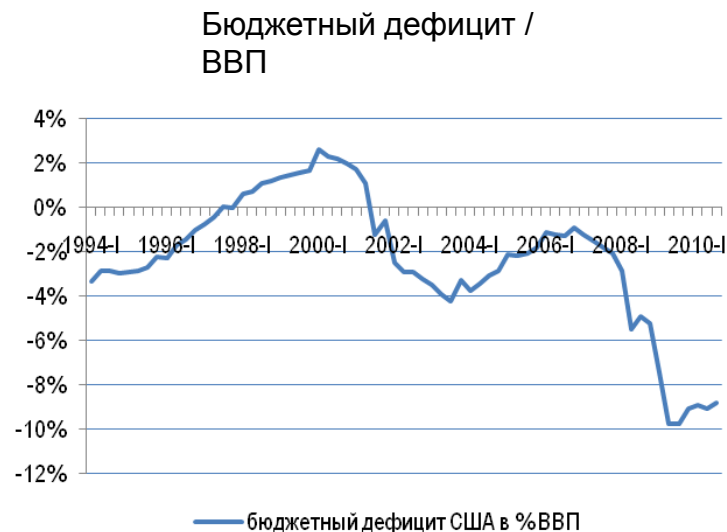
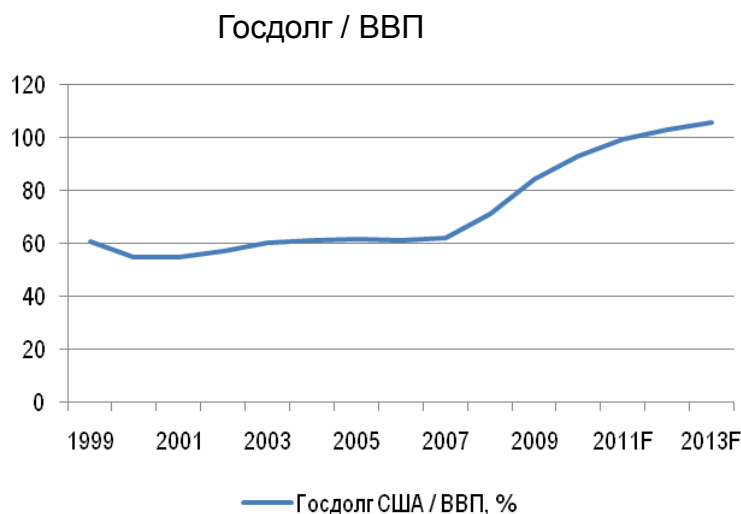


— Manufacturing, % GDP  
— Finance, insurance, real estate, %GDP

Источник – BEA, BLS

## США, среднесрочный риск: Кризис госфинансов вследствие рекордного уровня госдолга и бюджетного дефицита

Государство в кризис взяло на себя часть долгов и обязательств частного сектора, существенно ухудшив макропоказатели. Не решена проблема финансирования долгосрочных обязательств государства, стоимость которых примерно в 3 раза выше текущего уровня госдолга. Возможные последствия – снижение доверия к госдолгу США и рост ожиданий, что долговая проблема будет решаться за счет эмиссии, позволяющей «размыть» стоимость долга в результате обесценения доллара. Эти ожидания могут привести к резкому росту стоимости заимствований для американского минфина, являющейся бенчмарком для всех долговых рынков. Результат – рост корпоративных и частных банкротств, резкое замедление роста экономики или возврат в рецессию.

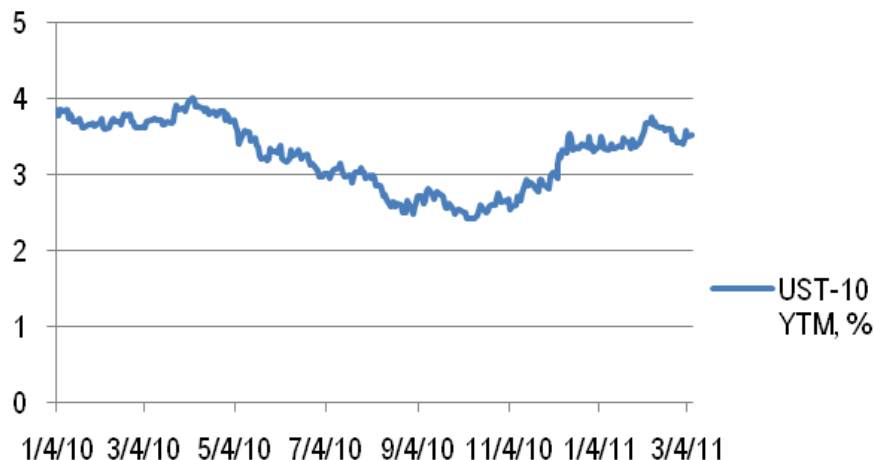


Источник – ВЕА, IMF

## Рост доходностей US Treasuries – оптимизм в отношении роста американской экономики или рост инфляционных ожиданий?

Разворот доходностей US Treasuries, несмотря на увеличение монетарных стимулов, может сигнализировать как об улучшении прогнозов американской экономики (при котором ФРС быстрее сможет начать повышение ставок), так и о росте инфляционных ожиданий (вследствие слишком мягкой денежной политики и неудовлетворительного состояния госфинансов США).

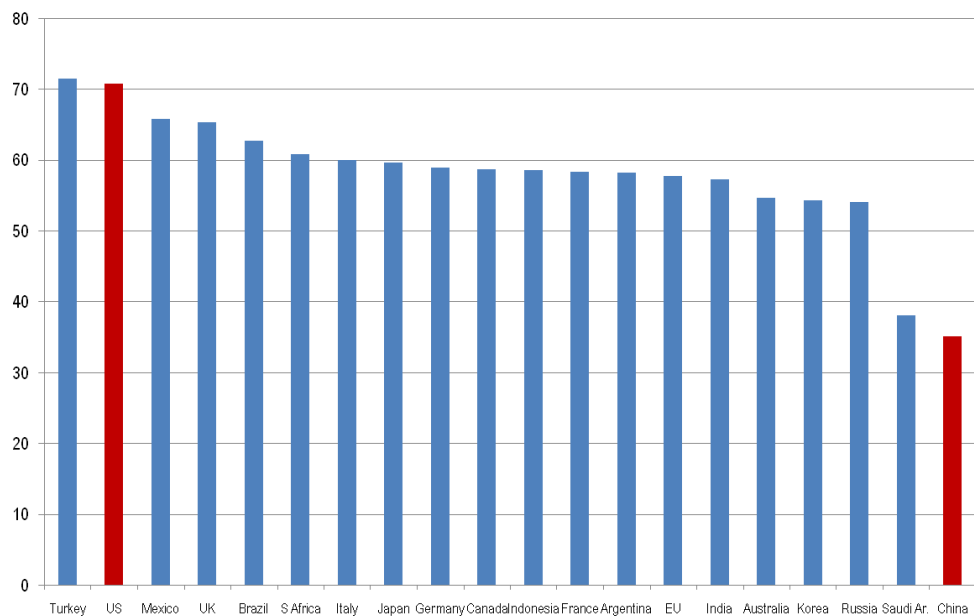
Доходность UST-10



Источник – Bloomberg

Среди крупных экономик мира у Китая минимальная доля потребительских расходов в структуре ВВП и максимальная норма накопления капитала (45%). Это лишает экономику потенциально наиболее стабильного источника спроса, подвергая ее рискам формирования избыточных производственных мощностей и пузырей на рынке активов.

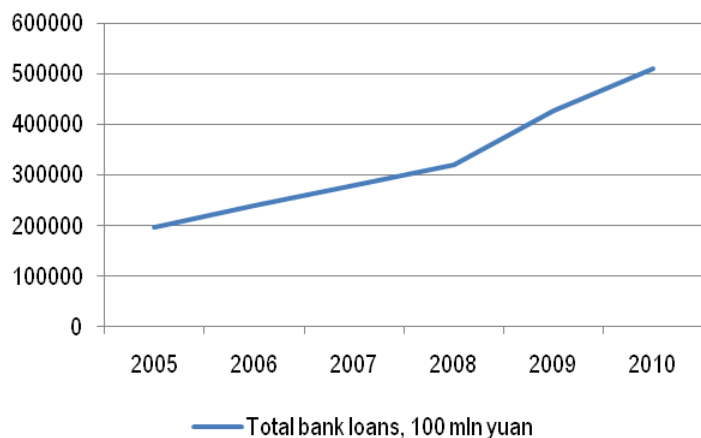
Доля потребления домашних хозяйств в ВВП, %



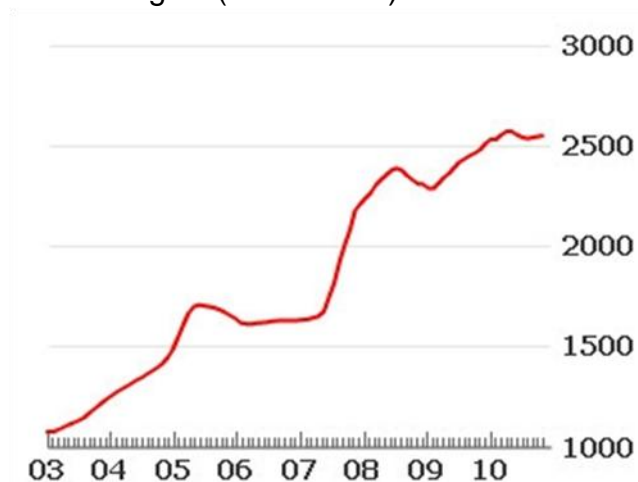
Источник – IMF

Эффект от стимулирующих программ в сфере кредитования и жилищного строительства, принятых правительством в конце 2008 г., избыток валютной выручки и приток внешнего капитала привели к ускорению роста банковского кредитования, разгону общей инфляции и формированию «пузыря» на рынке недвижимости. Риски резкого замедления роста экономики и банковского кризиса в ближайшие несколько лет

Total bank loans



Second-hand House Price Index, Shanghai (2003=1000)

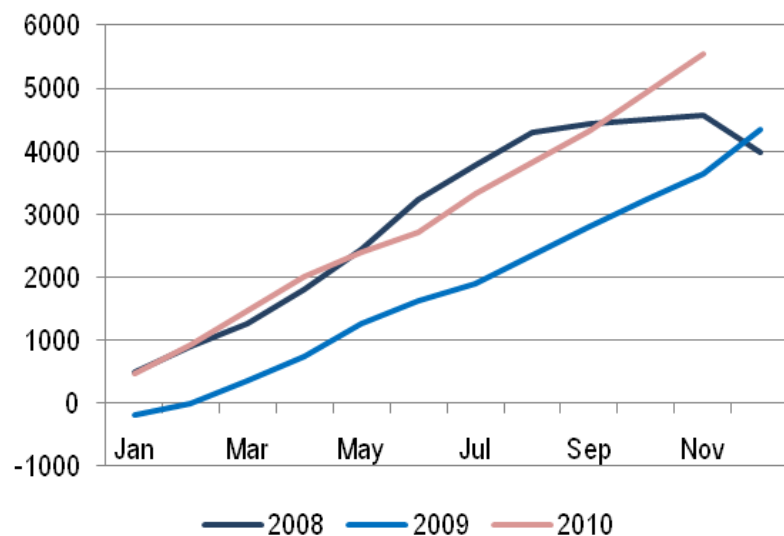


Источник – PBOC, [globalpropertyguide.com](http://globalpropertyguide.com)

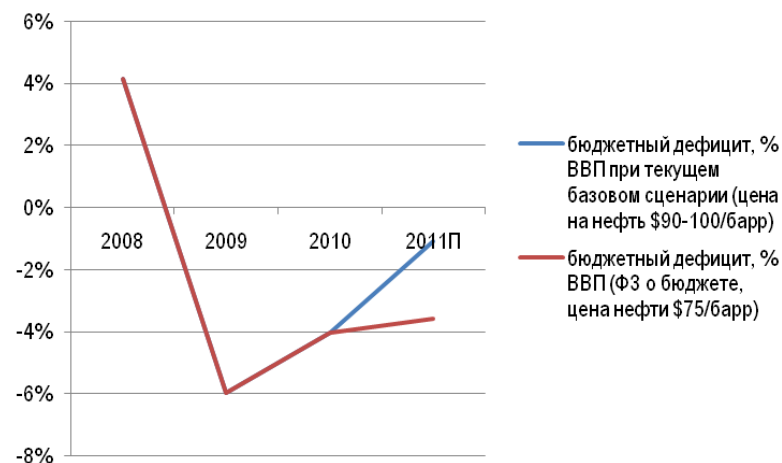
## Россия – глобальный инфляционный сценарий в целом позитивен для экономики, бюджета и фондового рынка

Показатели бюджетного дефицита и прибылей компаний заметно улучшаются на фоне благоприятных сырьевых цен.

Прибыль нефинансовых компаний, млрд руб



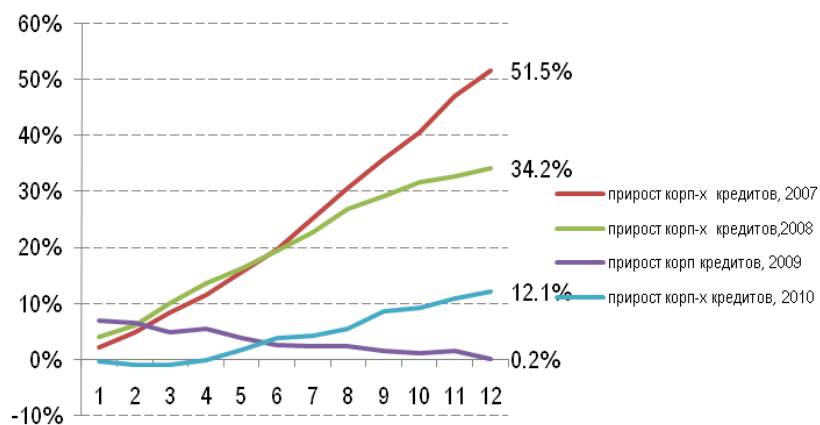
Бюджетный дефицит, % ВВП



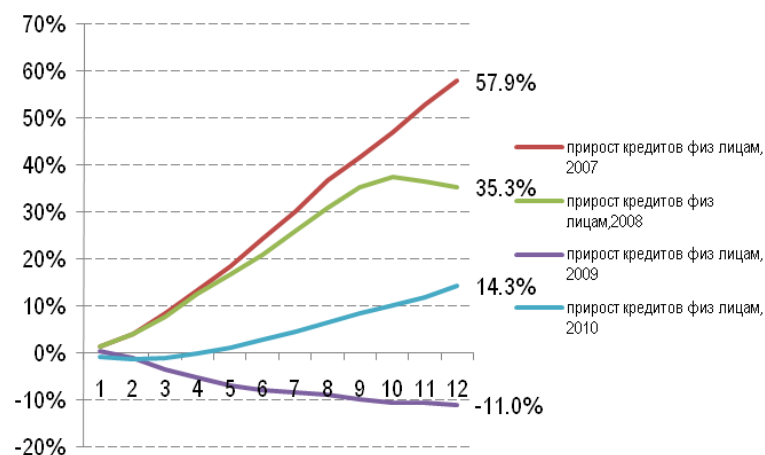
Источник – Росстат, Минфин, оценки ИК Совлинк

Со 2П10 банки заметно увеличили кредитование предприятий и населения, что отражает снижение кредитных рисков и улучшение ожиданий восстановления экономики

### Кредиты предприятиям



### Кредиты населению

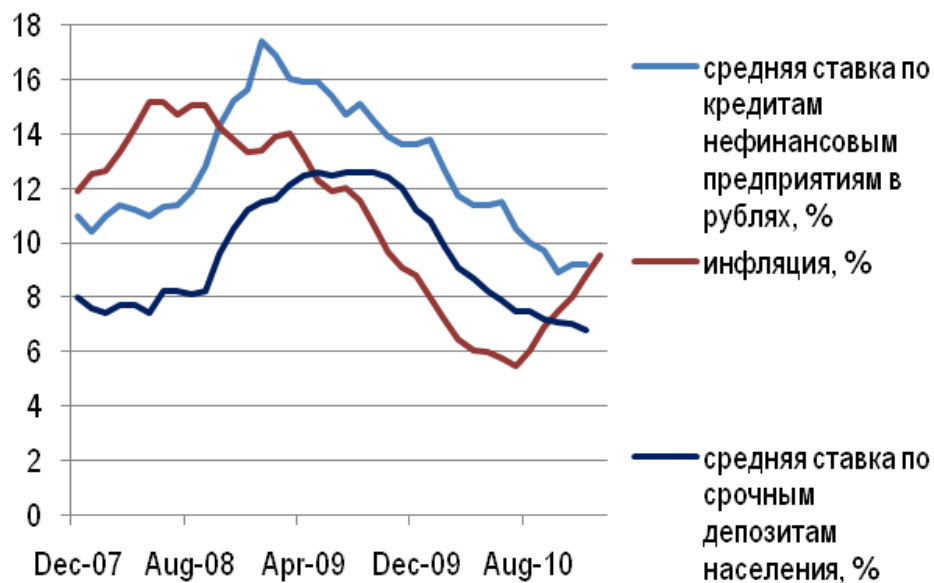


Источник – ЦБ РФ

**Россия: Реальные процентные ставки на данный момент привлекательны для заемщиков и не слишком интересны для вкладчиков**

Это должно способствовать ускорению роста кредитования и изменению модели потребительского поведения (тратить становится выгоднее, чем сберегать).

Процентные ставки и инфляция

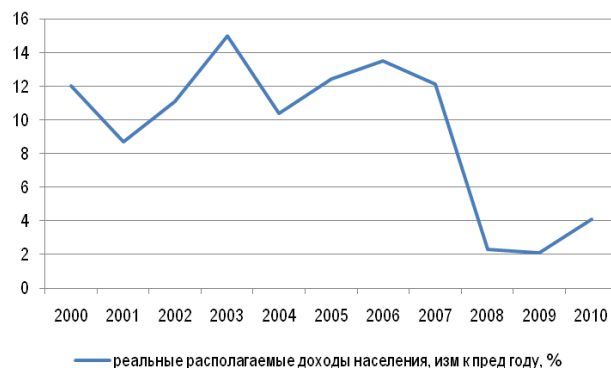


Источник – ЦБ РФ

## Россия: Несмотря на дороговую нефть, ситуация в экономике далека от докризисной

Причины слабости экономики – резкое замедление роста реальных доходов населения, рост налоговой нагрузки на компании, высокие риски для бизнеса, предстоящие президентские и парламентские выборы 2011-12 гг.

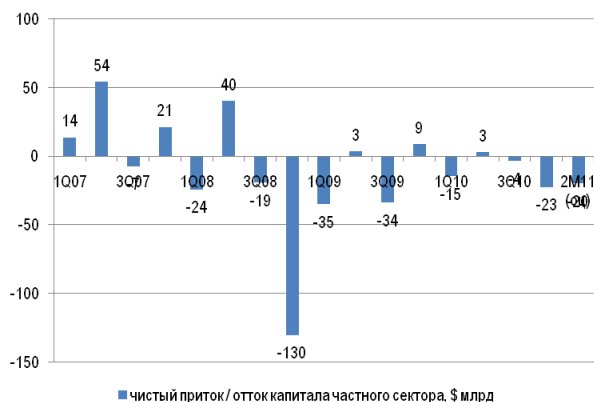
Реальные располагаемые доходы населения, YoY



Оборот розничной торговли, YoY



Приток / отток капитала



Инвестиции в осн капитал, YoY

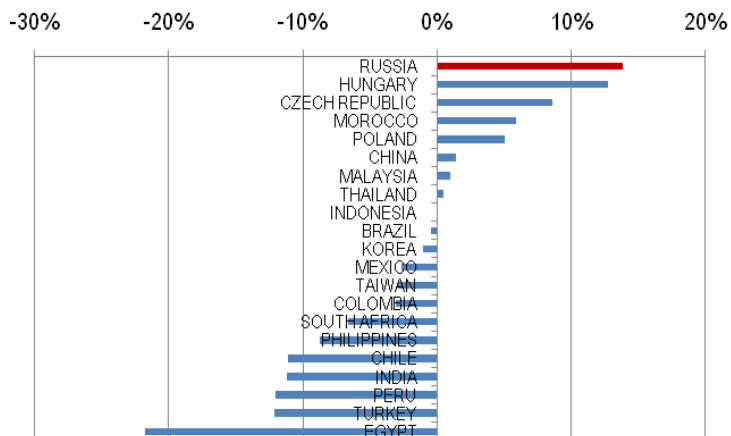


Источник – Росстат, ЦБ РФ

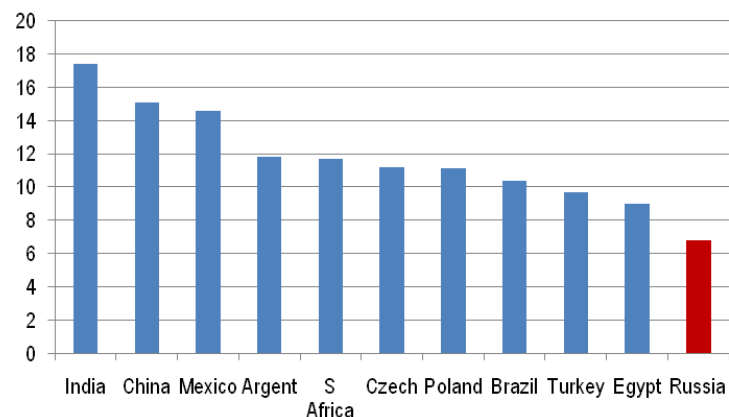
## Россия: Фондовый рынок – интерес к российским акциям возвращается, при этом рынок остается одним из самых дешевых

Подъем на сырьевых рынках и относительная недооцененность – факторы инвестиционной привлекательности российских акций.

Изменение фондовых индексов EM (3М)  
Chg, %

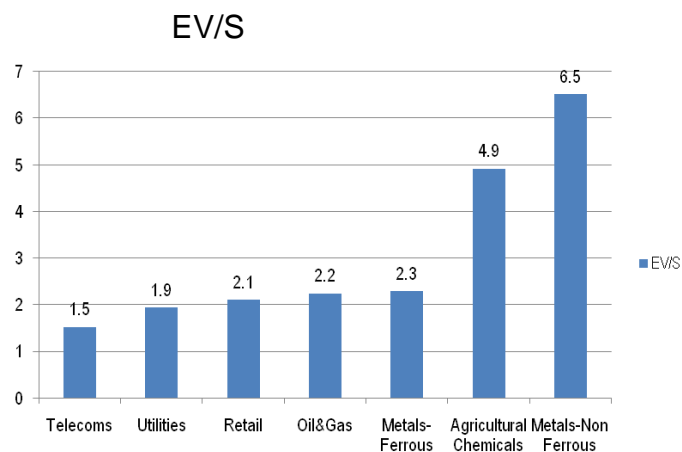
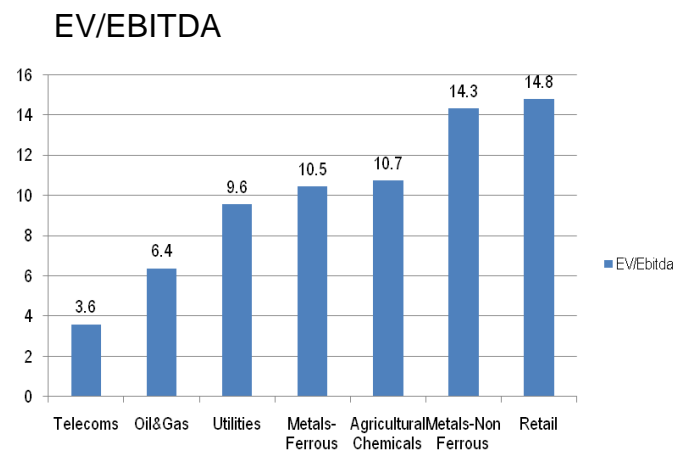
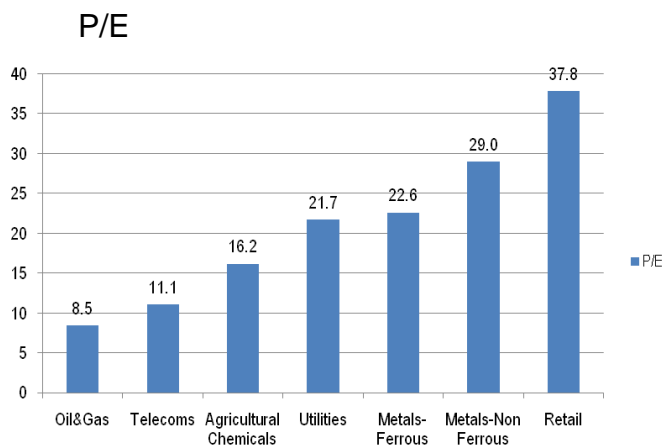


P/E (curr year est)



Источник – MSCI, Bloomberg, на 09.03.2011

Наиболее дешевыми по рыночным мультипликаторам остаются нефтегазовый сектор, телекомы и электроэнергетика.

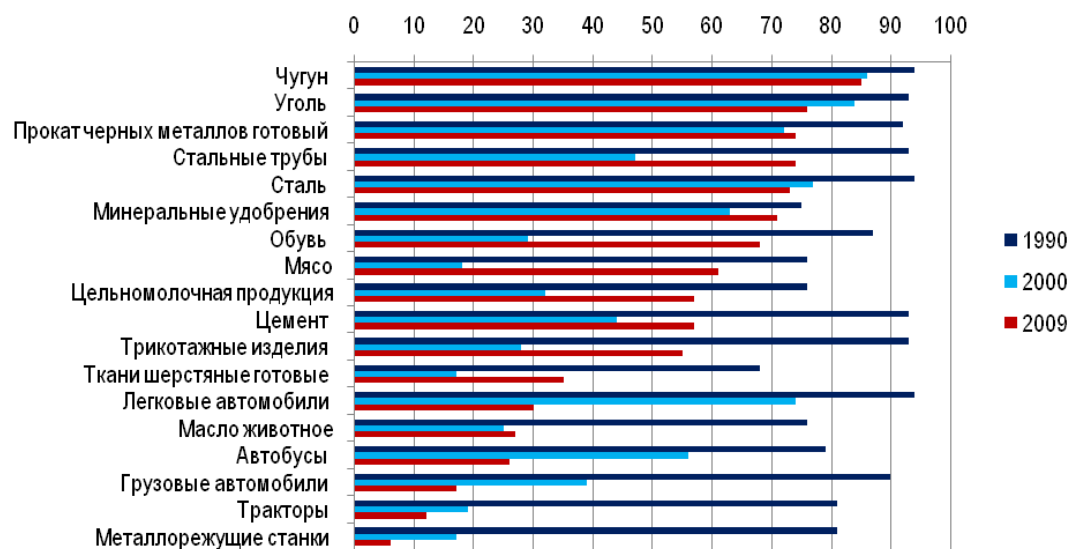


Источник – Bloomberg, оценки ИК СОВЛИНК (по компаниям, входящим в индекс РТС)

## Россия: Промышленность, за исключением сырьевых секторов, находится в упадке по сравнению с началом 90-х

Относительное восстановление производства к уровням 1990 г. отмечается почти исключительно в секторах, ориентированных на сырьевой экспорт.

Средняя загрузка производственных мощностей, %

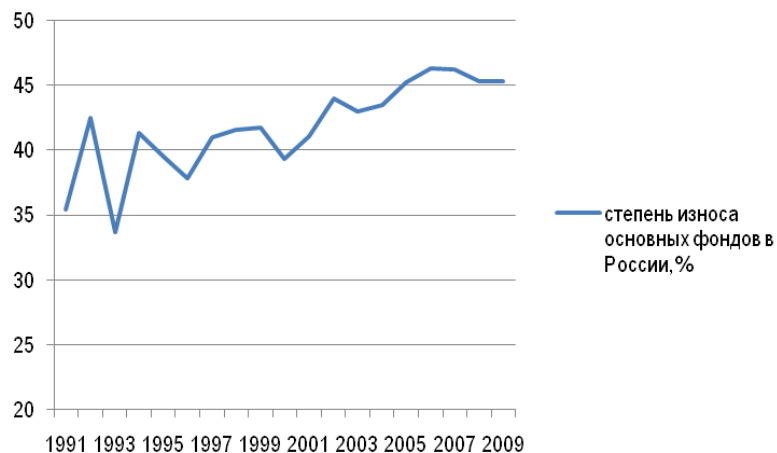


Источник – Росстат

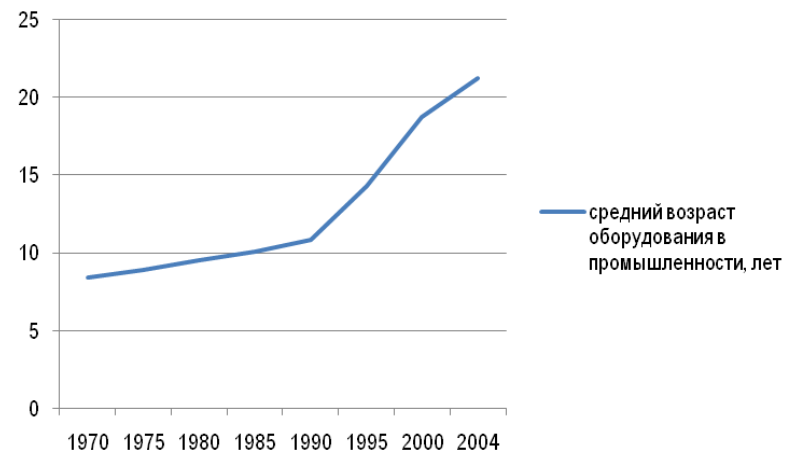
## Россия: Материально-техническая база промышленности устарела

Показатели износа и возрастной структуры промышленного оборудования значительно ухудшились за последние 20 лет.

Степень износа основных фондов в России, %

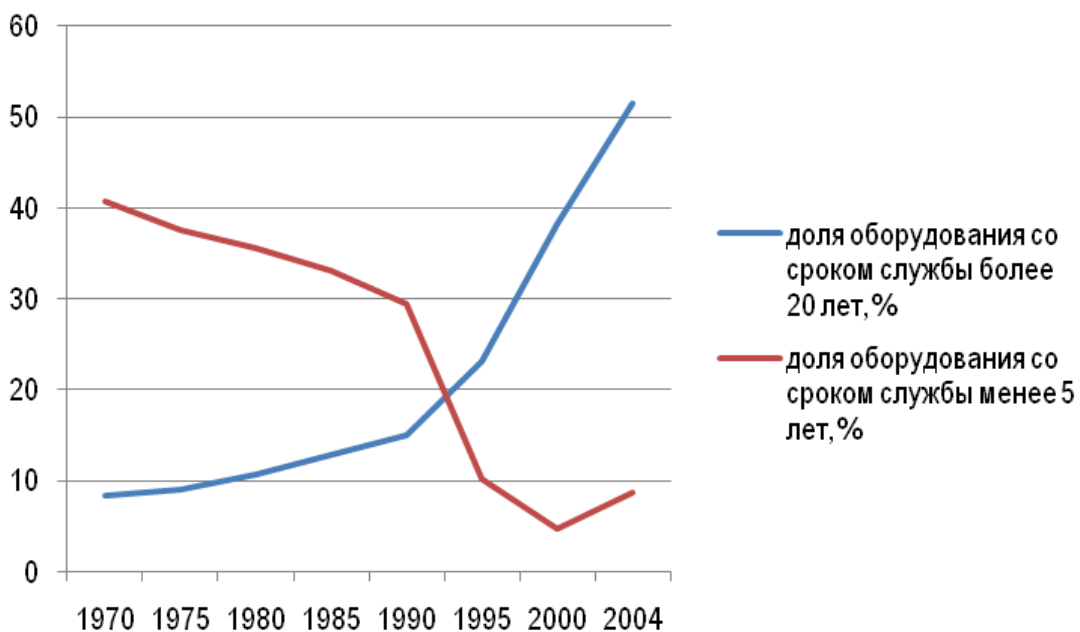


Средний возраст производственного оборудования, лет



Источник – Росстат

Возрастная структура производственного оборудования в российской промышленности



Источник – Росстат

Краткосрочно ситуация умеренно благоприятна для российской экономики и фондового рынка. Основными издержками глобального инфляционного тренда для российского реального сектора является инфляция (как следствие – стагнация доходов населения, высокие издержки для бизнеса) и избыточное укрепление рубля.

Однако, несмотря на дорогую нефть, темпы роста основных показателей российской экономики существенно ниже докризисных, а продолжающийся отток капитала указывает на невысокую инвестиционную привлекательность нашей экономики в настоящее время. По-видимому, основные причины слабости восстановления – резкое замедление роста реальных доходов населения, высокая налоговая нагрузка на компании, высокие риски ведения бизнеса, приближающийся сезон президентских и парламентских выборов.

Раскручивание сырьевых цен увеличивает риски резкого торможения мировой экономики, что может привести к снижению спроса на сырье и непропорционально сильной коррекции сырьевых цен за счет усиления фундаментальных факторов техническими, как это происходило в 2008 г. В этом сценарии восстановление российской экономики может пострадать.

**США.** Чрезмерный уровень госдолга и бюджетного дефицита по отношению к ВВП, в том числе на уровне местных бюджетов. Отсутствие внятных решений по источникам финансирования в долгосрочной перспективе необеспеченных налоговыми доходами правительственных обязательств в сфере социального обеспечения и здравоохранения, приведенная стоимость которых оценивается в \$45.8 трлн., т.е. примерно в 3 раза выше текущего уровня госдолга. Это означает потенциальные риски дестабилизации долгового рынка США, что грозит тяжелым кризисом всей мировой финансовой системе и глобальной экономике.

**США.** Деиндустриализация делает американскую экономику критически зависимой от импорта промышленных товаров.

**Европа.** Отсутствие координации в бюджетной политике, суверенных заимствованиях, социальных обязательствах стран еврозоны, а также механизмов, заставляющих страны соблюдать установленные ограничения (сейчас ищутся пути решения этих проблем). Разрыв в конкурентоспособности экономик стран центра и периферии еврозоны и болезненный путь сокращения дефицитов.

**Китай.** Стратегическая задача переориентации экономики на увеличение доли внутреннего конечного потребления критически важна для стабильного роста. В ближайшие годы китайская экономика останется уязвимой к резкому сокращению внешнего спроса. Нет четкого понимания, как повлияют на экономический рост меры властей по сдерживанию инфляции и ограничению банковского кредитования. В случае резкого замедления роста Китая высоко вероятно снижение спроса и мировых цен на сырьевых рынках.

**Россия.** Экономический потенциал страны реализуется слабо. Происходит примитивизация структуры промышленности за счет гипертрофированного развития сырьевых секторов. Не работают стимулы диверсификации экономики, создания критической массы производств с высокой добавленной стоимостью, продукция которых была бы востребована на внешнем и внутреннем рынке.



**Ольга Беленькая**

Зам руководителя  
Аналитического департамента

+7 (495) 967-1300

[belenkayao@sovlink.ru](mailto:belenkayao@sovlink.ru)

Россия, Москва, 119019

Кремлевская наб., д. 1, стр. 2

+ 7 (495) 967-1300

+ 7 (495) 967-1311

[www.sovlink.ru](http://www.sovlink.ru)

