

Макроэкономический обзор РенКап-РЭШ

- **Наш прогноз на четвертый квартал 2012 г. указывает на перспективы некоторого замедления роста ВВП в ближайшее время.** В четвертой редакции наш прогноз роста ВВП на третий квартал 2012 г. несколько ухудшился до 3,3% в годовом сопоставлении (0,3% в квартальном сопоставлении с корректировкой на сезонность) против 3,5% в годовом сопоставлении (0,5% в квартальном сопоставлении с корректировкой на сезонность) месяцем ранее, что подтверждает наметившуюся негативную тенденцию в экономической активности относительно прогнозных показателей роста на 4,4% в годовом сопоставлении на второй квартал 2012 г. и фактического роста на 4,9% в годовом сопоставлении по итогам первого квартала 2012 г. Мы также публикуем первый прогноз роста ВВП на четвертый квартал 2012 г., составивший 1,8% в годовом сопоставлении.
- **Министерство Экономики объявило о замедлении темпов роста ВВП во втором квартале до 3,9% в годовом сопоставлении против 4,9% в годовом сопоставлении по итогам первого квартала 2012 г.** Эта оценка носит предварительный характер, и за ней должно последовать официальное объявление показателей Росстатом. Тем не менее, хотя мы ожидаем от федеральной службы по статистике публикации более высоких результатов, они в любом случае окажутся ниже показателей первого квартала 2012 г., фиксируя по-прежнему высокий, пусть и замедляющийся рост ВВП. В соответствии с прогнозами нашей модели мы ожидаем дальнейшее замедление роста во втором полугодии 2012 г., обусловленного более низким уровнем потребительских расходов, поскольку растущая инфляция приведет к снижению реальной покупательной способности, а в росте потребительского кредитования ожидается некоторое замедление.
- **Ситуация с урожаем, хотя и менее радужная, чем в прошлом году, все-таки уступает в драматизме проблемам 2010 г.** Текущие прогнозы урожая на 2012 г. составляют порядка 75-80 млн тонн. Если оправдается последний прогноз, это означает существенное 15-20% снижение урожая зерновых относительно показателей 2011 г., но тем не менее примерно на 15-20 млн тонн превышает (низкий) урожай зерновых 2010 г. Данный прогноз в целом незначительно отстает от долгосрочных объемов производства зерновых на уровне 81,7 млн тонн, но, что более важно, он вполне достаточен для покрытия обычного годового потребления, составляющего в среднем 72 млн тонн в год.
- **Мы считаем, что ЦБ РФ не должен принимать встречные меры в ответ на развитие ситуации, являющейся классическим инфляционным шоком на продовольственном рынке, связанным с сокращением предложения.** ЦБ РФ все более активно вынуждают реагировать на ситуацию ожидаемого роста инфляции под влиянием цен на продовольствие. По нашему мнению, подобные действия совершенно не оправданы, поскольку экономическая теория учит нас, что центральные банки должны видеть чуть дальше простого противодействия временным колебаниям цен под влиянием снижения предложения.
- **Повышение основных ставок в условиях замедления пусть даже достаточно стабильного экономического роста также с трудом поддается обоснованию.** Сохраняющаяся достаточно высокой динамика роста ВВП пошла на убыль, как свидетельствуют приведенные выше показатели, и в четвертом квартале 2012 г. ожидается замедление роста ниже отметки в 2% в годовом сопоставлении. Мы считаем, что правильной политикой центрального банка, ориентированного на снижение инфляции, будет сопротивление требованиям, направленным на повышение учетных ставок в условиях замедления экономического роста и инфляционного давления под влиянием недостаточного предложения и негативной внешнеэкономической обстановки. Мы также полагаем, что не стоит исключать некоторой компенсации указанных негативных факторов посредством некоторого смягчения кредитно-денежной политики ЦБ РФ.

Константин Стырин, PhD
+7 (495) 956-9508 x254
KStyrin@nes.ru

Иван Чакаров, PhD
+7 (495) 258-7770 x7400
ITchakarov@rencap.com

Валентина Потапова, CFA
Наталья Сусеева

Таблица 1: Реальный сектор экономики, %

	Июнь 2012	Май 2012	2005-2008	2009	2010	2011
Промышленное производство	1,9	3,7	4,1	-10,8	8,2	4,7
Инвестиции в основные средства	4,7	7,7	15,0	-17,0	6,0	6,2
Объем розничных продаж	6,9	6,8	13,7	-5,5	4,4	7,2
Реальная зарплата	12,9	12,4	14,2	-2,6	4,4	4,1
Реальный располагаемый доход	3,0	4,1	10,6	0,8	4,3	0,3
Безработица, %	5,4	5,4	6,9	8,2	7,2	6,3

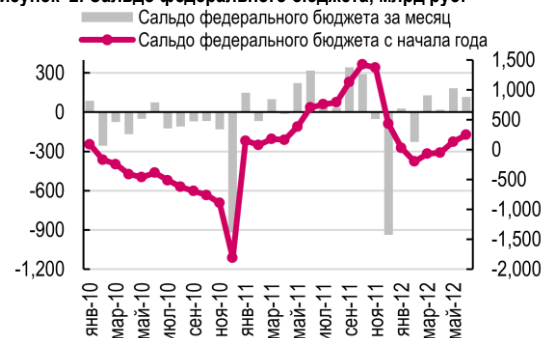
Источник: Федеральная служба государственной статистики, оценки Ренессанс Капитала

Рисунок 1. Россия – Инфляция потребительских цен и цен производителей в годовом сопоставлении



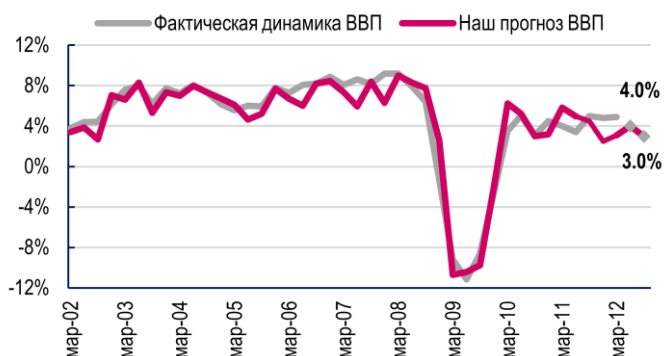
Источник: Федеральная служба государственной статистики

Рисунок 2. Сальдо федерального бюджета, млрд руб.



Источник: Министерство финансов

Рисунок 3. Рост реального ВВП в годовом сопоставлении, %



Источник: Федеральная служба государственной статистики, оценки РЭШ и Ренессанс Капитала

Рисунок 4. Динамика курса рубля



Источник: Bloomberg

ОСНОВНЫЕ ВЫВОДЫ

Наш прогноз на четвертый квартал 2012 г. указывает на перспективы некоторого замедления роста ВВП в ближайшее время. В четвертой редакции наш прогноз роста ВВП на третий квартал 2012 г. несколько ухудшился до 3,3% в годовом сопоставлении (0,3% в квартальном сопоставлении с корректировкой на сезонность) против 3,5% в годовом сопоставлении (0,5% в квартальном сопоставлении с корректировкой на сезонность) месяцем ранее, что подтверждает наметившуюся негативную тенденцию в экономической активности относительно прогнозных показателей роста на 4,4% в годовом сопоставлении на второй квартал 2012 г. и фактического роста на 4,9% в годовом сопоставлении по итогам первого квартала 2012 г. Основными факторами, обусловившими негативную коррекцию прогноза, стали индексы Российского Экономического Барометра (РЭБ), учитывающие ожидания в области занятости, цен на факторы производства, заработной платы и финансовой ситуации в промышленности. Мы также сделали первый прогноз роста ВВП на четвертый квартал 2012 г., составивший 1,8% в годовом сопоставлении.

Министерство Экономики объявило о замедлении темпов роста ВВП во втором квартале до 3,9% в годовом сопоставлении против 4,9% в годовом сопоставлении по итогам первого квартала 2012 г. Эта оценка носит предварительный характер, и за ней должно последовать официальное объявление показателей Росстатом. Тем не менее, хотя мы ожидаем от федеральной службы по статистике публикации более высоких результатов, они в любом случае окажутся ниже показателей первого квартала 2012 г., фиксируя по-прежнему высокий, пусть и замедляющийся рост ВВП. В соответствии с прогнозами нашей модели мы ожидаем дальнейшего замедления роста во втором полугодии 2012 г., обусловленного более низким уровнем потребительских расходов. Мы полагаем, что замедление будет связано с дальнейшим снижением роста розничных продаж и реальной заработной платы во втором полугодии под влиянием нарастающей инфляции и более медленными темпами роста потребительского кредитования. Тем не менее, потребительские расходы продолжают оказывать существенную поддержку ВВП. Мы по-прежнему сохраняем наш прогноз ВВП на 2012 г. на уровне 3,0% (ниже среднерыночных прогнозов, предполагающих рост на 3,8% в годовом сопоставлении), хотя и не исключаем возможности последующей корректировки на этот раз в сторону его увеличения.

Ситуация с урожаем хотя и менее радужная, чем в прошлом году, все-таки уступает в драматизме проблемам 2010 г. Складывается впечатление, что анализ текущей ситуации с зерновыми культурами в России сосредоточен исключительно на сопоставлении с выдающимся урожаем 2011 г. и ожидающимся низким урожаем 2012 г. В 2011 г. урожай зерновых составил 94 млн тонн, а Министерство Сельского Хозяйства недавно понизило прогнозы на 2012 г. до 85 млн тонн, не исключая возможность дальнейшего негативного пересмотра прогнозов. Российский Зерновой Союз прогнозирует урожай на уровне 80-85 млн тонн, в то время как независимая компания СовЭкон рассчитывает всего на 75-80 млн тонн. Если оправдается последний прогноз, это означает существенное 15-20% снижение урожая зерновых относительно показателей 2011 г., но тем не менее примерно на 15-20 млн тонн превышает (низкий) урожай зерновых 2010 г. Что более существенно, данный прогноз в целом согласуется с долгосрочными объемами производства зерновых на уровне 81,7 млн тонн.

Баланс спроса и предложения на рынке зерновых культур в 2012 г. не указывает на резкое увеличение цен на продовольствие. В конечном итоге цены на

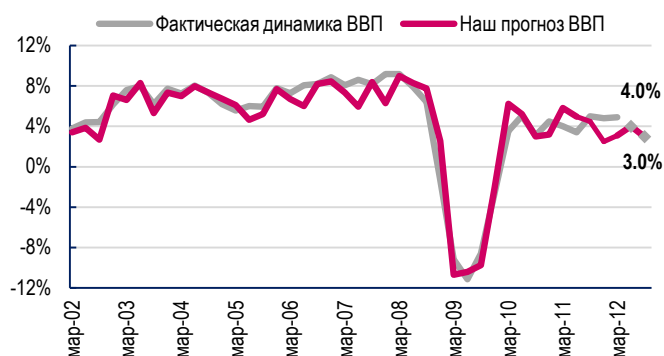
продовольствие должны определяться избыточным спросом и предложением зерновых внутри страны. Долгосрочный годовой объем потребления зерна составляет порядка 72 млн тонн. Немаловажным является тот факт, что в ситуации естественных колебаний объемов производства зерновых в зависимости от погодных условий потребление зерновых остается достаточно стабильным на протяжении последних 15 лет. Таким образом, до тех пор, пока объем производства зерновых в России превышает 72 млн тонн, у страны останутся определенные резервы для экспорта излишков зерна.

Мы считаем, что ЦБ РФ не должен принимать встречные меры в ответ на развитие ситуации, являющейся классическим инфляционным шоком на продовольственном рынке, связанным с сокращением предложения. ЦБ РФ все более активно вынуждают реагировать на ситуацию ожидаемого роста инфляции под влиянием цен на продовольствие. По нашему мнению, подобные действия совершенно не оправданы, поскольку экономическая теория учит нас, что центральные банки должны видеть чуть дальше простого противодействия временным колебаниям цен под влиянием снижения предложения.

Повышение основных ставок в условиях замедления пусть даже достаточно стабильного экономического роста также с трудом поддается обоснованию. Сохраняющаяся достаточно высокой динамикой роста ВВП пошла на убыль, как свидетельствуют показатели, приведенные на Рисунке 4, и в четвертом квартале 2012 г. ожидается замедление роста ниже отметки в 2% в годовом сопоставлении. Мы считаем, что правильной политикой центрального банка, ориентированного на снижение инфляции, будет сопротивление требованиям, направленным на повышение учетных ставок в условиях замедления экономического роста и инфляционного давления под влиянием недостаточного предложения и негативной внешнеэкономической обстановки.

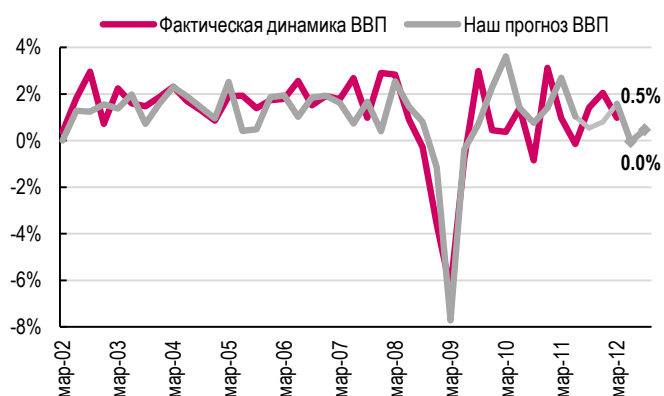
Опережающий индикатор ВВП РенКап-РЭШ

Рисунок 5. Рост реального ВВП, в годовом сопоставлении



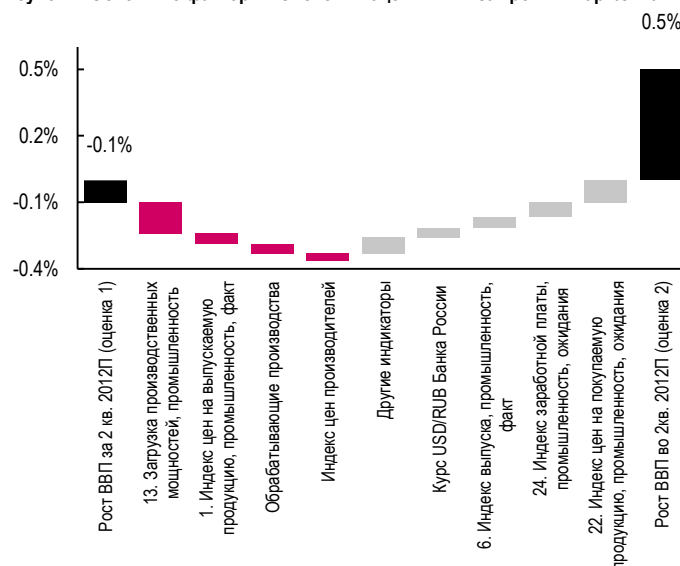
Источник: Федеральная служба государственной статистики, оценки РЭШ и Ренессанс Капитала

Рисунок 6. Рост ВВП с корректировкой на сезонность в квартальном сопоставлении



Источник: Федеральная служба государственной статистики, оценки РЭШ и Ренессанс Капитала

Рисунок 7. Основные факторы изменения оценки ВВП за третий квартал 2012



Источник: оценки РЭШ и Ренессанс Капитала

+3,5% - наш предварительный прогноз роста ВВП на 2012 г.

- В данном отчете мы понижаем прогноз роста ВВП на третий квартал 2012 г. до 3,3% (с 3,5%) в годовом сопоставлении и публикуем первые прогнозы на четвертый квартал и 2012 г. в целом.
- Опережающий индикатор РенКап-РЭШ прогнозирует рост ВВП в четвертом квартале 2012 г. на уровне 1,8% в годовом сопоставлении. В квартальном сопоставлении с корректировкой на сезонность рост составит +0,6%.
- Наш прогноз роста ВВП по итогам третьего квартала в квартальном сопоставлении с корректировкой на сезонность сократился до 0,3% с опубликованных ранее 0,5%. Основными факторами негативной корректировки стали индексы РЭБ, отражающие ожидания в области занятости, цен на факторы производства, заработной платы и финансовой ситуации в промышленности.
- В следующем отчете мы опубликуем окончательные прогнозы роста ВВП в третьем квартале на основе доступных данных за квартал. В отличие от 1-4 версий прогноза роста ВВП, опирающихся на данные предыдущего квартала, окончательная (пятая) редакция прогноза использует данные текущего квартала как основы для публикации прогнозов ВВП на соответствующий квартал.

Рисунок 8: Наши оценки реального роста ВВП

	К прош. году	В кварт. спост.	В кварт. спост. с корр. на сезонность	В годовом исчислении
2 кв. 2012 (оценка 5)	4,4%	9,8%	0,0%	0,0%
3 кв. 2012 (оценка 4)	3,3%	10,7%	0,3%	1,2%
3 кв. 2012 (оценка 3)	3,5%	10,9%	0,5%	2,0%
4 кв. 2012 (оценка 1)	1,8%	6,1%	0,6%	2,4%

Источники: Росстат, оценки РЭШ и Ренессанс Капитала

Аналитическое управление

Руководитель отдела анализа акций	Дэвид Нангл	+7 (495) 258-7748	DNangle@rencap.com
Заместитель руководителя отдела анализа акций	Милена Иванова-Вентурини	+7 (727) 244-1584	MIvanovaVenturini@rencap.com
Операционный руководитель аналитического управления	Бен Кэрри	+44 (207) 367-8224	BCarey@rencap.com
Со-руководитель африканского аналитического управления	Херард Энгельбрехт	+27 (11) 750-1454	GEngelbrecht@rencap.com
Руководитель отдела анализа рынка акций Турции	Явуз Узай	+44 (207) 367-7982	YUzay@rencap.com
Со-руководитель африканского аналитического управления	Нотандо Ндебеле	+27 (11) 750-1472	NNdebele@rencap.com

Имя	Телефон	Рынок	Имя	Телефон	Рынок
Стратегия на рынке акций			Нефть и газ		
Чарльз Робертсон	+44 (207) 367-8235	Мировой рынок	Ильдар Давлетшин	+7 (495) 725-5244	Россия/СНГ
Герман ван Папендорп	+27 (11) 750-1465	ЮАР	Драган Трайков	+44 (207) 367-7941	Африка, Страны Ближнего Востока и Северной Африки
Ренда Рандл	+44 (207) 367-8240	ЕМЕА	Херард Энгельбрехт	+27 (11) 750-1454	ЮАР
Милена Иванова-Вентурини	+7 (495) 258-7916	Россия	Артем Квас	+7 (495) 641-4188	Россия/СНГ
Геннадий Бабенко	+7 (495) 258-7770x4149	Россия	Михаил Ротаев	+7 (495) 725-5247	Россия/СНГ
			Брэдли Вэй	+86 (105) 969-6628 x8801	Китай
Макроэкономика			Металлургия		
Чарльз Робертсон	+44 (207) 367-8235	Мировой рынок	Борис Красноженов	+7 (495) 258-7770 x4219	Россия/СНГ
Иван Чакаров	+7 (495) 258-7770 x7400	Россия/СНГ	Эндрю Джонс	+44 (207) 367-7734	Россия/СНГ
Мерт Йылдыз	+44 (207) 367-7735	СЕЗ/Турция/Египет	Джим Тейлор	+44 (207) 367-7736	Африка
Наталья Сусеева	+7 (495) 258-7770 x4082	Россия/СНГ	Василий Кулигин	+7 (495) 258-7770 x4065	Россия/СНГ
Элна Мулман	+27 (11) 750-1462	ЮАР	Эмма Таунсенд	+27 (21) 794-8345	ЮАР
Ивонн Манго	+27 (11) 750-1488	Страны Африки южнее Сахары	Деррин Мааде	+27 (11) 750-1427	ЮАР
Финансы			Медиа и ИТ, сектор недвижимости		
Дэвид Нангл	+7 (495) 258-7748	ЕМЕА	Дэвид Фергусон	+7 (495) 641-4189	Россия/СНГ, Африка
Милена Иванова-Вентурини	+7 (727) 258-7916	Средняя Азия	Йохан Снайман	+27 (11) 750-1432	Африка
Явуз Узай	+44 (207) 367-7982	Турция	Ник Робинсон	+7 (495) 258-7770 x4811	Россия/СНГ
Кан Демир	+90 (212) 362 3511	Турция	Количественный анализ		
Светлана Ковальская	+7 (495) 258-7752	Россия	Ренда Рандл	+44 (207) 367-8240	ЕМЕА
Армен Гаспарян	+7 (495) 258-7770 x4964	СЕЕ	Предметы роскоши и табачные изделия/Производство напитков		
Илан Стермер	+27 (11) 750-1482	ЮАР	Рей Вим	+27 (11) 750-1478	Мировой рынок/ЮАР
Нотандо Ндебеле	+27 (11) 750-1472	Страны Африки южнее Сахары	Промышленность/Прочие секторы		
Адесожи Соланке	+234 (1) 448-5300 x5384	Страны Африки южнее Сахары	Ылгыз Эрдоган	+90 (212) 362-3528	Турция
Потребительский сектор и сельское хозяйство			Рой Муттоони	+27 (11) 750-1469 x 1469	ЮАР
Наталья Загвоздина	+7 (495) 258-7753	Восточная Европа, Россия/СНГ	Электроэнергетика		
Ульяна Ленвальская	+7 (495) 258-7770 x7265	Восточная Европа, Россия/СНГ	Дерек Уивинг	+44 (207) 367-7793	Россия/СНГ
Робин Коллинз	+27 (11) 750-1480	ЮАР	Владимир Скляр	+7 (495) 258-7770 x4624	Россия/СНГ
Жаннин Уомерсли	+27 (11) 750-1458	ЮАР	Компании со средней капитализацией/транспорт/строительство		
Лорен Бил	+27 (11) 750-1424	ЮАР	Джон Арон	+27 (11) 750-1466	Африка
Антеа Александр	+263 (772) 421-845	Южная Африка	Доступ к аналитическим продуктам ПК можно получить через следующие платформы:		
Кормильцева Татьяна	+7 (495) 258-7770 x7431	Россия	Портал аналитического управления РК: research.rencap.com		
Метэ Озбек	+90 (212) 362-3505	Турция	Thomson Reuters: thomsonreuters.com/financial		
Телекоммуникации и транспорт			Factset: www.factset.com		
Александр Казбеги	+7 (495) 258-7902	Мировой рынок	Bloomberg: RENA <GO>		
Иван Ким	+7 (495) 258-7770 x5620	Россия/СНГ, Африка	Capital IQ: www.capitaliq.com		
Александра Серова	+7 (495) 258-7770 x4073	Россия/СНГ			
Йохан Снайман	+27 (11) 750-1432	Африка			

Доступ к аналитическим продуктам ПК можно получить через следующие платформы:

Портал аналитического управления РК: research.rencap.com

Bloomberg: RENA <GO>

Capital IQ: www.capitaliq.com

Thomson Reuters: thomsonreuters.com/financial

Factset: www.factset.com

© 2012 ООО «Ренессанс Капитал – Финансовый Консультант», ООО «Ренессанс Брокер», Ренессанс Секьюритиз (Сайпрес) Лимитед (далее совместно «РК»). Все права защищены. Никакая часть настоящего документа не может быть распространена, воспроизведена или использована без явного письменного согласия РК. Настоящий документ является переводом на русский язык соответствующего отчета (соответствующей части отчета) на английском языке, подготовленного аналитиками вышеуказанных компаний на основании договора между ними. РК не несет ответственности в связи с какими-либо расхождениями между английским и русским текстом отчета. Настоящая публикация носит исключительно информационный характер и не является предложением о продаже или попыткой со стороны РК купить или продать какие-либо ценные бумаги, на которые в публикации может содержаться ссылка, или предоставить какие-либо инвестиционные рекомендации или услуги. Такие предложения могут быть сделаны исключительно в соответствии с применимым законодательством. Прошлая доходность не является показателем доходности инвестиций в будущем. Настоящая публикация основана на информации, полученной из публичных источников, которую мы считаем надежной, однако мы не утверждаем, что все приведенные сведения абсолютно точны. Мы не несем ответственности за использование клиентами информации, содержащейся в настоящей публикации, а также за операции с ценными бумагами, упоминающимися в ней. Мы не берем на себя обязательство регулярно обновлять информацию, которая содержится в настоящей публикации или исправлять возможные неточности. РК и его аффилированные лица, директора, партнеры и сотрудники, в том числе лица, участвующие в подготовке и выпуске этого материала, имеют право покупать и продавать упоминающиеся в материале ценные бумаги и производные инструменты от них. На ценные бумаги номинированные в иностранной валюте могут оказывать влияние обменные курсы валют, изменение которых может вызвать снижение стоимости инвестиций в эти активы. Инвестирование в российские ценные бумаги несет значительный риск и инвесторы должны проводить собственное исследование надежности эмитентов.

Раскрытие информации

Подтверждение аналитиков и отказ от ответственности

Настоящий отчет подготовлен аналитиком (аналитиками), чье имя (чьи имена) указано (ы) на титульном листе настоящего отчета с целью предоставления справочной информации о компании или компаниях (собираетельно «Компания») и ценных бумагах, являющихся предметами настоящего отчета. Каждый аналитик подтверждает, что все позиции, изложенные в настоящем отчете в отношении какой-либо ценной бумаги или эмитента, точно отражают личные взгляды этого аналитика касательно любого анализируемого эмитента/ценной бумаги.

Любые рекомендации или мнения, представленные в настоящем отчете, являются суждением на момент публикации настоящего отчета. Настоящий отчет был подготовлен независимо от Компании, и любые рекомендации и мнения, представленные в настоящем отчете, отражают исключительно точку зрения аналитика. При всей осторожности, соблюдаемой для обеспечения точности изложенных фактов, справедливости и корректности представленных рекомендаций и мнений, ни один из аналитиков, Компания, ее директора и сотрудники не устанавливали подлинность содержания настоящего отчета и, соответственно, ни один из аналитиков, Компания, ее директора и сотрудники не несут какой-либо ответственности за содержание настоящего отчета, в связи с чем информация, представленная в настоящем отчете, не может считаться точной, справедливой и полной.

Ни одно лицо не несет какой-либо ответственности за какие-либо потери, возникшие в результате какого-либо использования настоящего отчета или его содержания, либо возникшие в какой-либо связи с настоящим отчетом. Каждый аналитик и/или связанные с ними лица мог предпринять действия в соответствии, либо использовать информацию, содержащуюся в настоящем отчете, а также результаты аналитической работы, на основании которых составлен настоящий отчет, до его публикации. Информация, представленная в настоящем документе, не может служить основанием для принятия инвестиционных решений любым его получателем или иным лицом в отношении ценных бумаг Компании. Настоящий отчет не является оценкой стоимости бизнеса Компании, ее активов, либо ценных бумаг для целей, предусмотренных законодательством Российской Федерации и иных стран СНГ в сфере деятельности по оценке стоимости.

Каждый аналитик подтверждает, что никакая часть полученного вознаграждения не была, не является и не будет связана прямо или косвенно с определенной рекомендацией (ями) или мнением (ями), представленными в данном отчете. Вознаграждение аналитикам определяется в зависимости от деятельности и услуг, направленных на обеспечение выгоды инвесторам, являющимся клиентами Renaissance Securities (Cyprus) Limited, RenCap Securities, Inc., Renaissance Capital Limited, ООО Ренессанс Брокер, ООО «Ренессанс Капитал – Финансовый Консультант», а также их аффилированных компаний («Фирма»). Как и все сотрудники Фирмы, аналитики получают вознаграждение в зависимости от рентабельности деятельности Фирмы, которая включает выручку от ведения прочих видов деятельности подразделениями Фирмы.

Каждый аналитик, аффилированные компании либо иные лица являются или могут являться членами группы андеррайтеров в отношении предлагаемых к продаже ценных бумаг Компании. Каждый аналитик имеет право в будущем участвовать в публичном выпуске ценных бумаг Компании.