



SBERBANK

Российская экономика в среднесрочной перспективе

Евгений Гавриленков, главный экономист
Антон Струченевский, старший экономист

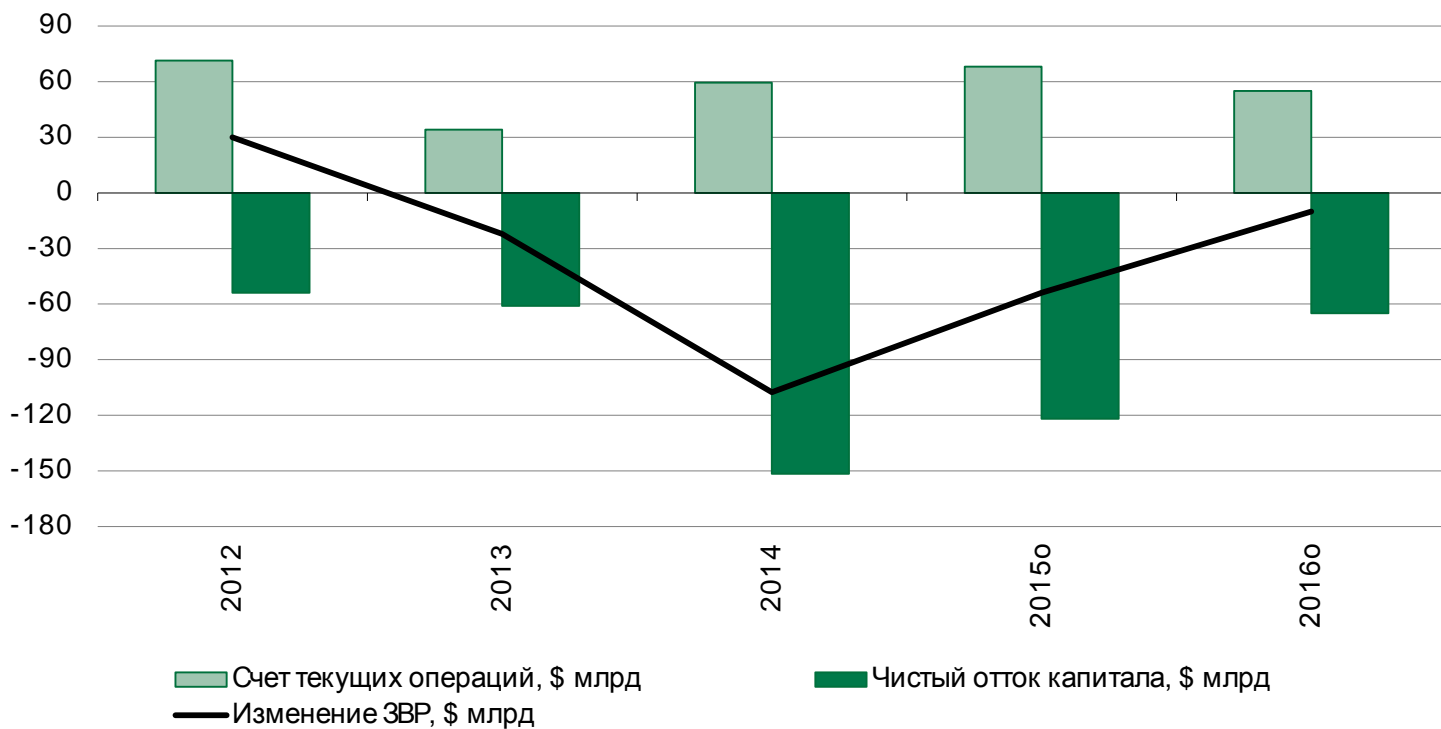
Сентябрь 2015

INVESTMENT RESEARCH

Возможности и вызовы для России в среднесрочной перспективе

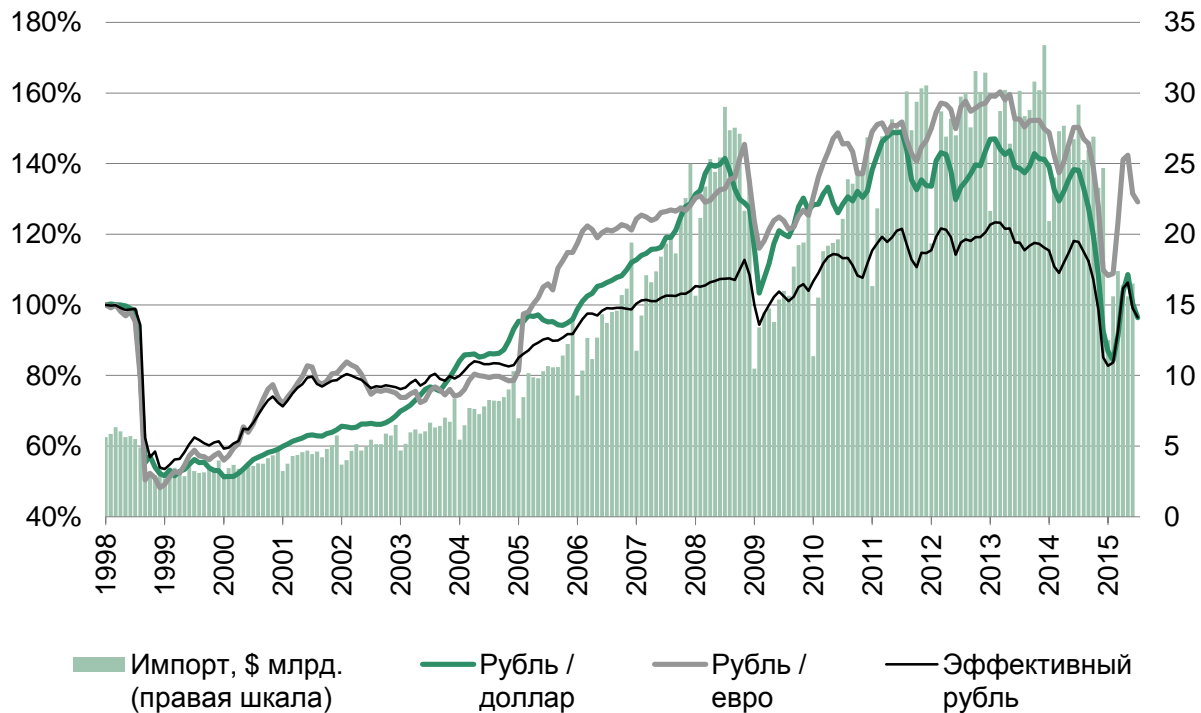
- **Экономика России продемонстрировала необходимую гибкость и адаптивность к новым условиям.** Снижение цен на нефть и необходимость отдавать внешние долги привели к девальвации рубля и снижению внутреннего спроса и импорта. Тем не менее экономика нашла новые равновесные уровни и способна вернуться на траекторию роста, основанного на импортозамещении.
- **Макроэкономическая стабильность является необходимым условием возобновления роста.** В первую очередь это означает минимизацию дефицита бюджета, снижение инфляции и уменьшение процентных ставок.
- **Власти должны быть готовы к внешним шокам.** Нельзя исключать нового снижения цены на нефть или очередного ухудшения условий обслуживания внешнего долга (например, полного отсутствия возможностей для частичного рефинансирования). Не имеет смысла в этих условиях сопротивляться девальвации с помощью интервенций, но волатильность должна быть снижена за счет разумного ужесточения денежной политики.
- **Денежная политика должна стать последовательной.** ЦБ должен воздержаться от интервенций на валютном рынке в случае ужесточения внешних условий. При этом излишняя «щедрость» на денежном рынке также может быть опасна. ЦБ необходимо задуматься о расширении списка залоговых инструментов для «нормального» рефинансирования. Один из вариантов – стимулирование облигационных выпусков.

Профицит счета текущих операций в 2014 г. увеличился.
В текущем году он вырастет еще больше.



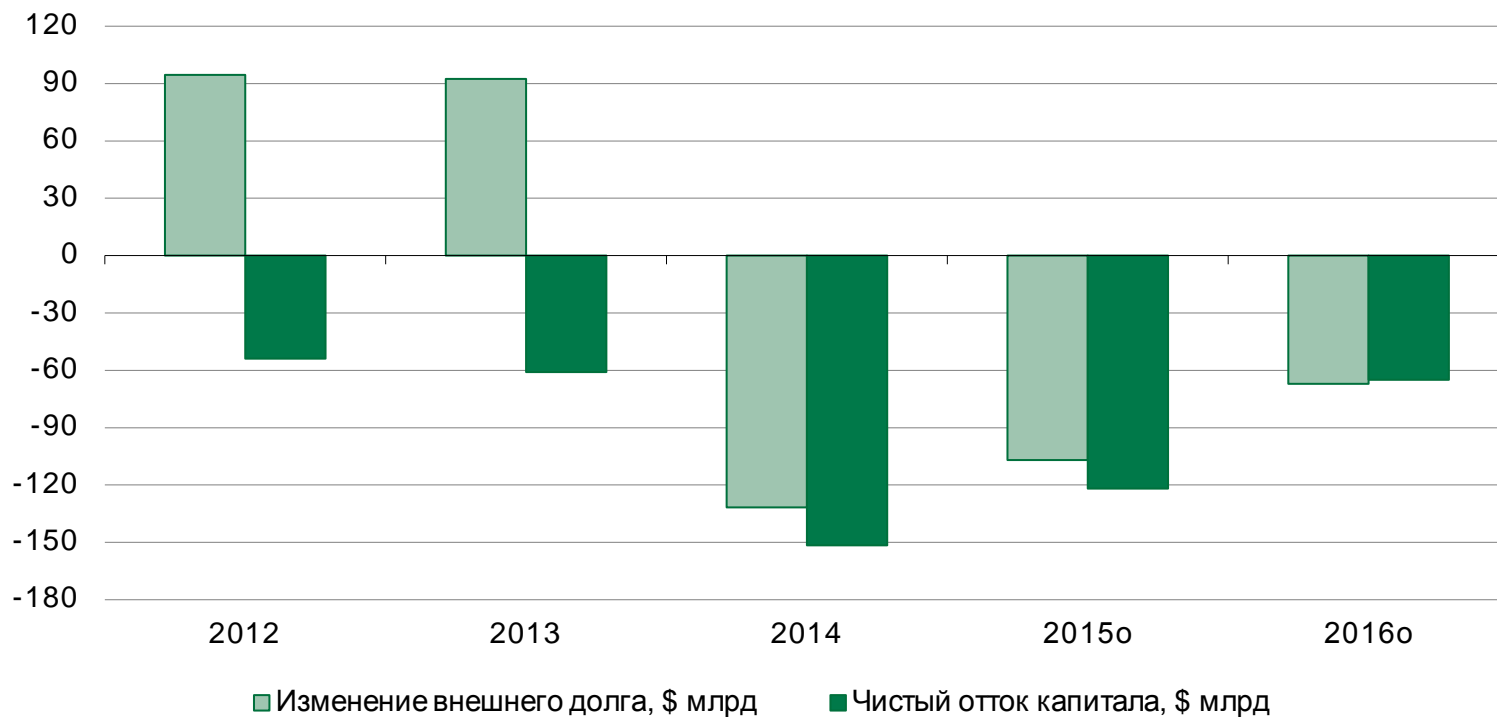
Источник: ЦБ РФ

На фоне девальвации рубля импорт значительно снизился, январь 1998 = 100%



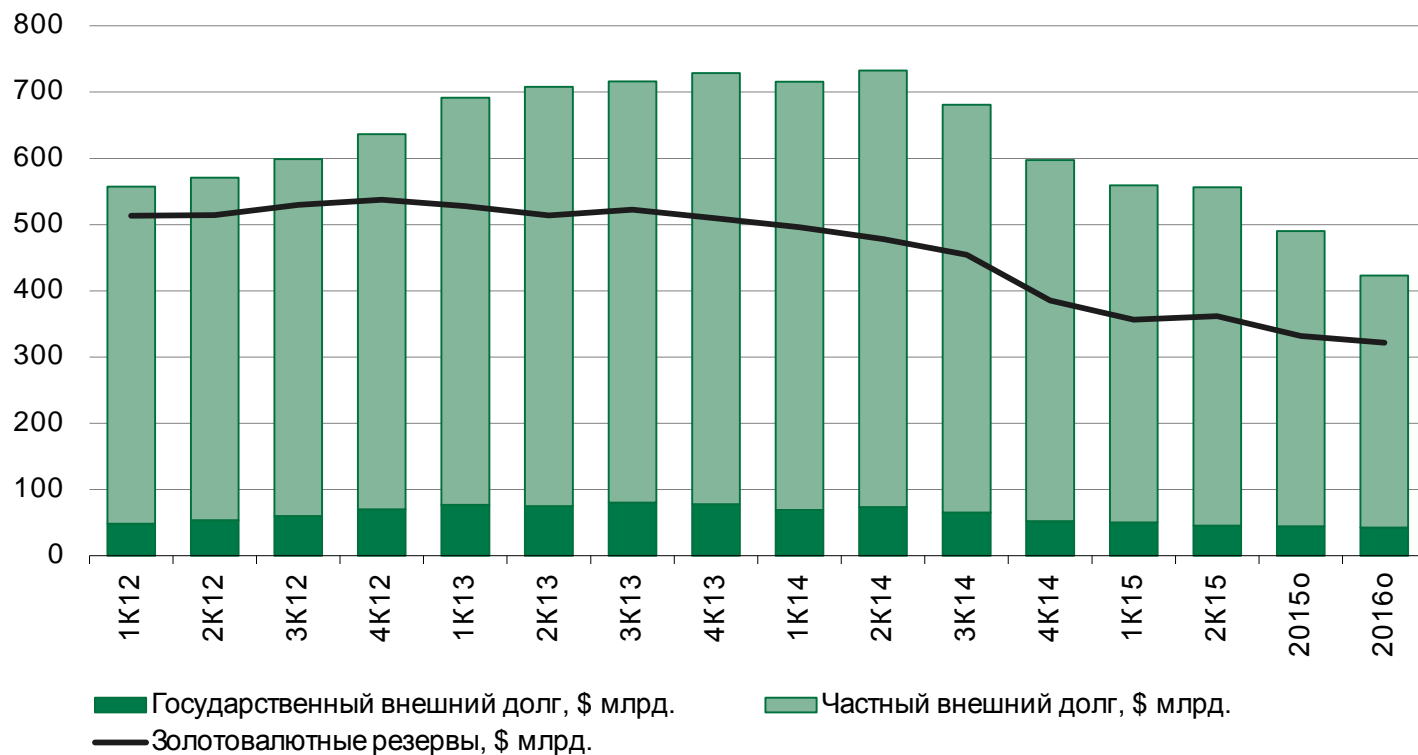
Примечание. Рост индекса означает укрепление рубля.
Источник: ЦБ РФ

С 2014 года отток капитала связан в большей степени с выплатами по внешнему долгу



Источник: ЦБ РФ

Золотовалютные резервы покрывают практически весь внешний долг за вычетом долга перед прямыми инвесторами



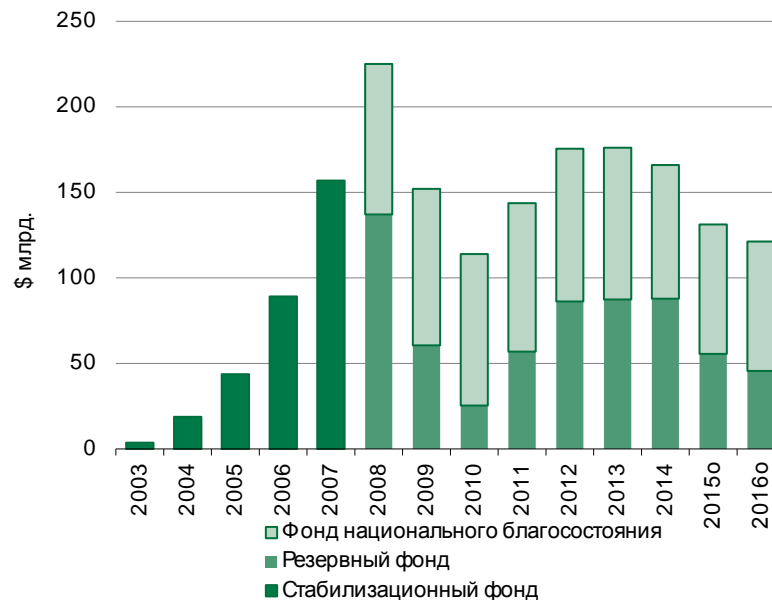
Примечание: долговые обязательства перед прямыми инвесторами и предприятиями прямого инвестирования составили \$131 млрд. по состоянию на конец 2K15

Источник: ЦБ РФ

Цена на нефть, при которой российский бюджет сбалансирован, росла до кризиса 2008 г., потом стабилизировалась и начала снижаться по мере перехода рубля к «свободному плаванию»



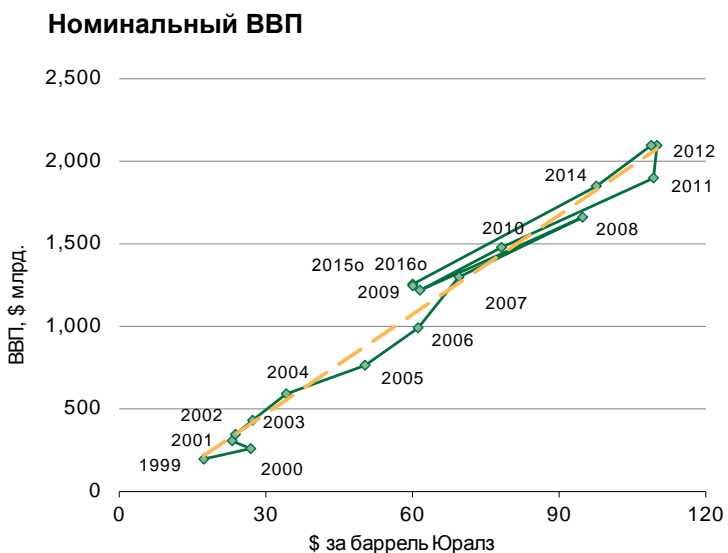
Источник: Минфин, Sberbank CIB Investment Research



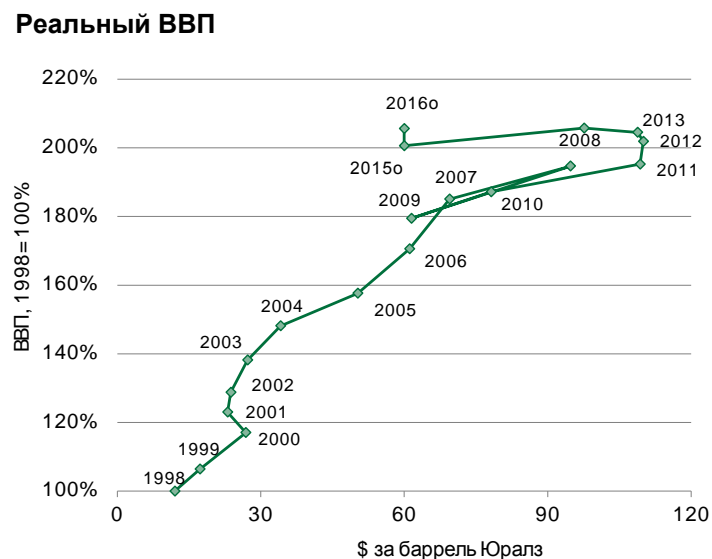
Источник: Минфин, Sberbank CIB Investment Research

Динамика номинального ВВП коррелирует с ценами на нефть...

... тогда как реальный ВВП менее зависим от этого фактора



Источник: Росстат, Sberbank CIB Investment Research



Источник: Росстат, Sberbank CIB Investment Research



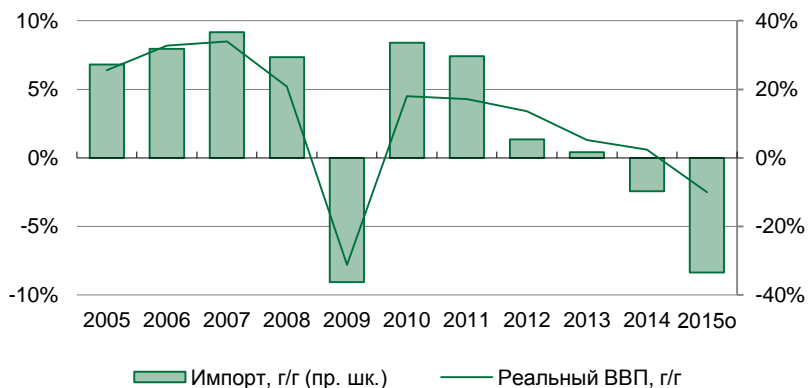
Спад в 2015 г. будет достаточно умеренным. В 2016 г. ожидается возобновление роста экономики

	2014	1K15	2015о	2016о
Валовой внутренний продукт в рыночных ценах	0.6%	-2.2%	-2.5%	2.5%
Валовая добавленная стоимость в основных ценах	0.7%	-2.0%	-2.5%	2.5%
Сельское хозяйство, охота и лесное хозяйство	1.5%	2.9%	3.0%	2.5%
Рыболовство/рыбоводство	-4.1%	-6.8%	-3.0%	0.0%
Добыча полезных ископаемых	0.7%	4.9%	2.0%	2.0%
Обрабатывающая промышленность	2.5%	-0.6%	-2.0%	3.0%
Производство и распределение электроэнергии, газа и воды	-0.1%	0.1%	0.0%	0.0%
Строительство	-5.1%	-4.1%	-5.0%	4.0%
Оптовая и розничная торговля, ремонт автотранспортных средств	0.6%	-7.6%	-7.5%	6.0%
Гостиницы и рестораны	-2.0%	-5.4%	-5.0%	1.0%
Транспорт и связь	0.3%	-0.4%	0.0%	0.0%
Финансовая деятельность	8.8%	-3.9%	-4.0%	4.0%
Операции с недвижимым имуществом	0.7%	-3.3%	-4.0%	2.0%
Государственное управление и обеспечение военной безопасности	-0.3%	0.3%	0.0%	0.0%
Образование	-0.7%	-0.5%	0.0%	0.0%
Здравоохранение и предоставление социальных услуг	1.0%	-0.3%	0.0%	0.0%
Предоставление прочих коммунальных и социальных услуг	-2.7%	-6.9%	-6.0%	0.0%
Чистые налоги на продукты	0.1%	-3.9%	-2.5%	2.5%

Источник: Росстат, Sberbank CIB Investment Research

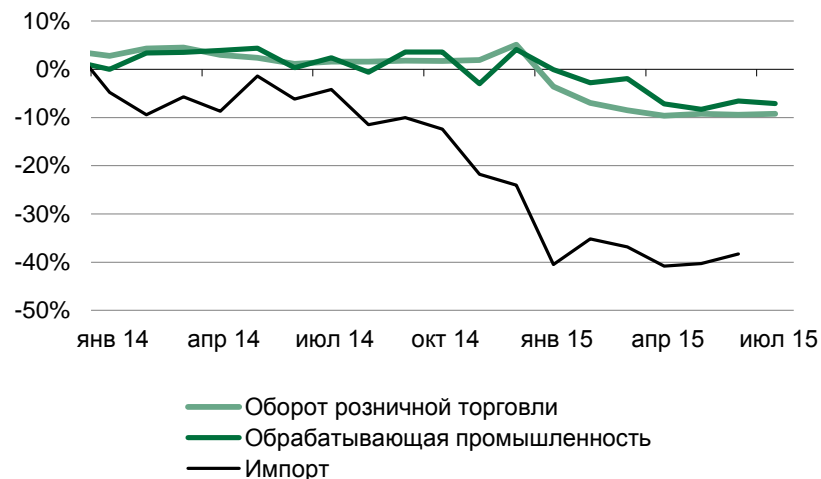
Импортозамещение поддерживало экономику в 2014 г. и 1П15

Более глубокое снижение импорта по сравнению с динамикой экономики в целом



Источник: Росстат, ЦБ РФ

Россияне частично переориентируются на товары отечественного производства, г/г



Источник: Росстат, ЦБ РФ

Изменение структуры импорта отражает изменения в экономике

Структура импорта отражает изменения в модели экономического развития

	Потребительские товары	Промежуточные товары	Инвестиционные товары
2006	46.2%	36.8%	17.0%
2007	44.4%	36.7%	18.9%
2008	41.8%	34.4%	23.8%
2009	44.3%	36.0%	19.7%
2010	40.4%	40.1%	19.5%
2011	36.8%	41.8%	21.4%
2012	38.1%	37.0%	24.9%
2013	37.6%	38.1%	24.3%
2014	36.1%	39.4%	24.5%

Источник: Росстат

Структура экспорта и импорта за 1П15

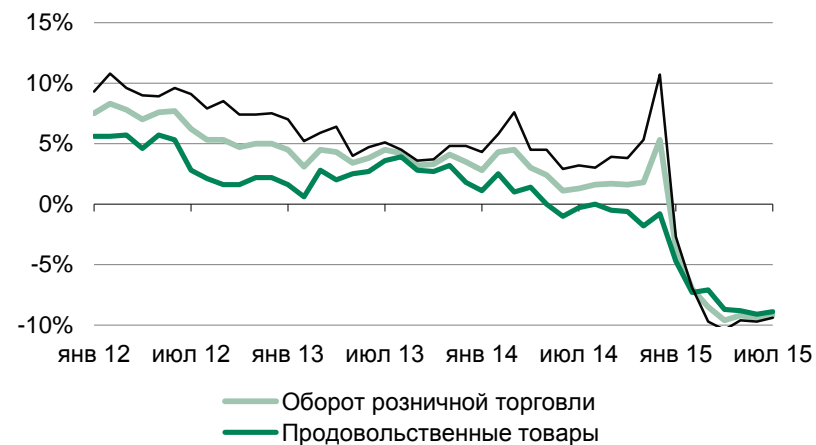
	Экспорт	Импорт
Продовольственные товары и сельскохозяйственное сырье	3.9%	14.6%
Полезные ископаемые	65.9%	3.1%
Химическая продукция	7.3%	18.8%
Продукция деревообрабатывающей и целлюлозно-бумажной промышленности	2.7%	2.0%
Текстиль	0.2%	5.9%
Металлы	9.7%	6.4%
Машины и оборудование	6.4%	44.4%
Прочие товары	3.9%	5.0%

Источник: таможенная статистика

Снижение инфляции поддержит потребление населения



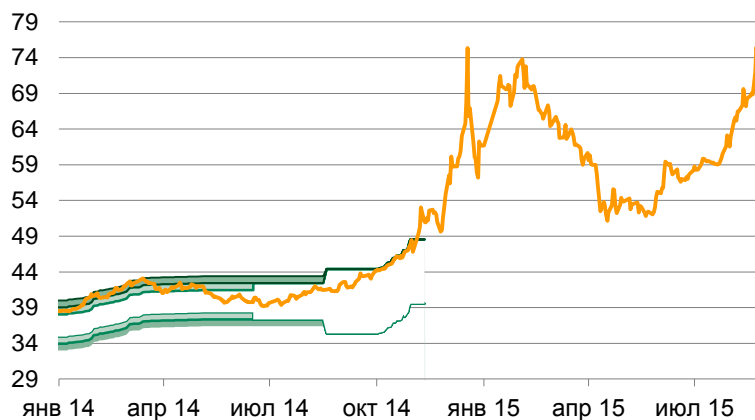
Источник: Росстат



Источник: Росстат

ЦБ отказался от валютного коридора

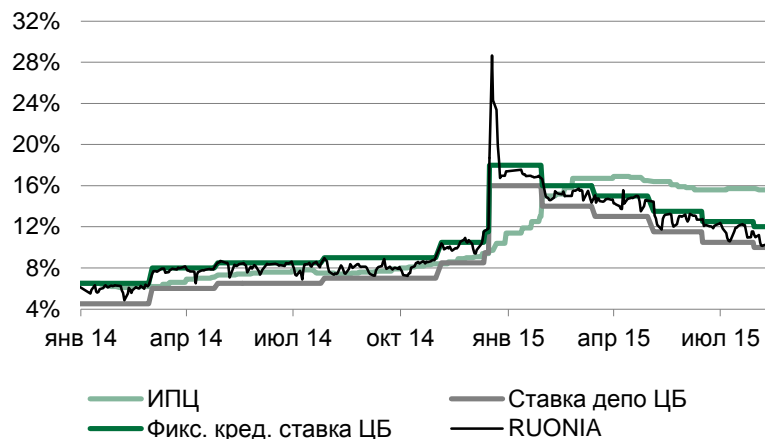
Динамика бивалютной корзины



Примечание. 22 мая ЦБ сократил объем интервенций на \$100 млн., а 17 июня – еще на \$100 млн., устранив границу первой интервенции

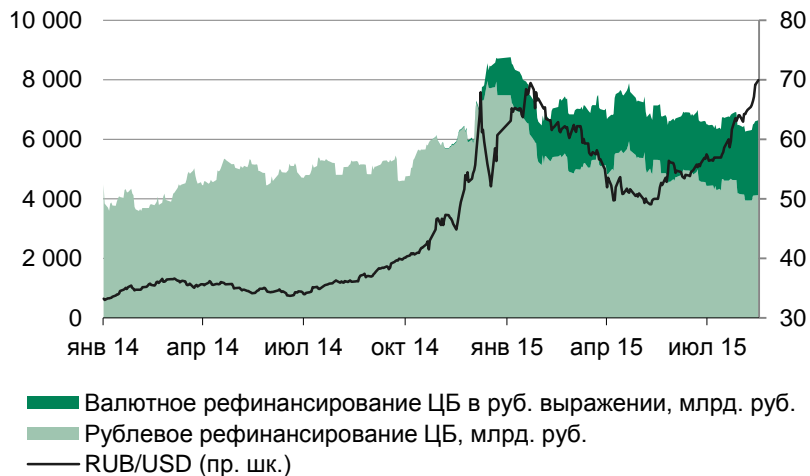
Источник: ЦБ РФ, Sberbank CIB Investment Research

Процентные ставки на денежном рынке (RUONIA) вернулись в коридор процентных ставок ЦБ

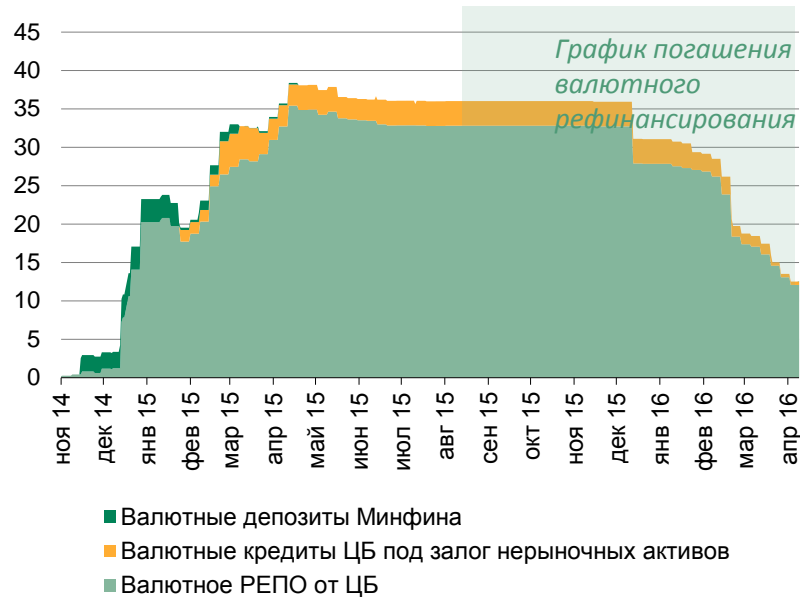


Источник: ЦБ РФ

ЦБ начал предоставлять банкам рефинансирование в валюте, что стимулировало укрепление рубля в 2К15



Источник: Росстат, Sberbank CIB Investment Research



Источник: ЦБ РФ, Минфин, Sberbank CIB Investment Research

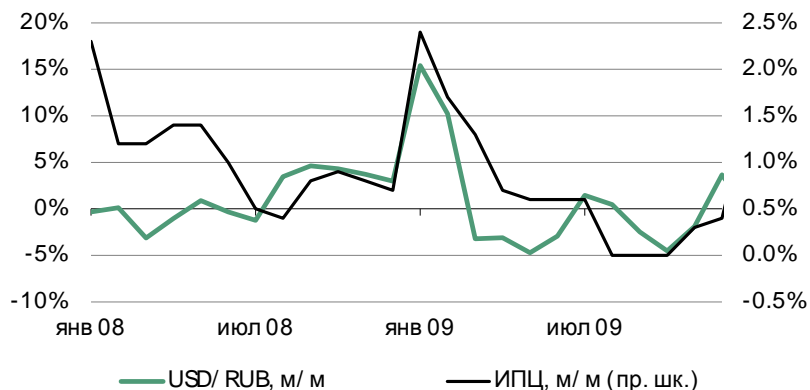
Укрепление рубля в 2К15 негативно сказалось на выпуске в обрабатывающей промышленности, г/г

	1К15	7М15
Обрабатывающая промышленность	-1.6%	-4.9%
Производство продуктов питания	3.5%	2.1%
Текстильное и швейное производство	-19.4%	-17.2%
Производство изделий из кожи, обуви	-15.7%	-16.3%
Обработка древесины	0.3%	-2.9%
Целлюлозно-бумажное производство	-16.8%	-13.8%
Производство кокса и нефтепродуктов	2.1%	1.0%
Химическое производство	6.7%	6.3%
Производство резиновых и пластмассовых изделий	2.6%	-3.7%
Производство прочих неметаллических минеральных продуктов	1.8%	-5.3%
Металлургическое производство	-2.7%	-6.0%
Производство машин и оборудования	-8.8%	-14.1%
Производство электрического, электронного и оптического оборудования	-6.3%	-6.5%
Производство транспортных средств и оборудования	-13.5%	-18.9%
Прочее	-0.1%	-11.6%

Источник: Росстат

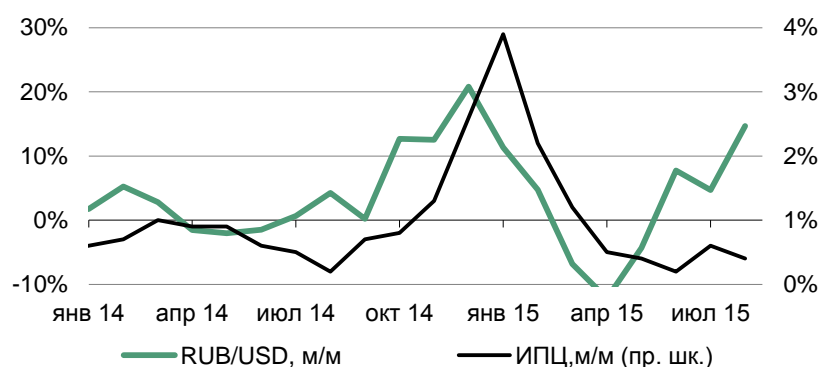
Влияние ослабления рубля на инфляцию достаточно быстро исчезло в 2009 году, что повторилось и в 2015 году

Эффект в 2009 году...



Источник: ЦБ РФ, Росстат

... и в 2014-2015 годах



Источник: ЦБ РФ, Росстат

Ключевая процентная ставка будет снижаться. К концу года она может быть около 10%



Источник: ЦБ РФ, Sberbank CIB Investment Research

Продолжающаяся девальвация – наиболее болезненный сценарий для России

- **Россия способна адаптироваться к любому уровню цены на нефть.** Скажем, снижение цены на нефть до \$40 за баррель в текущем году приведет к более глубокой девальвации и росту инфляции. Если, однако, цена нефти стабилизируется на новом уровне, обменный курс рубля может достаточно быстро найти новое равновесие, и экономический рост возобновится.
- **Долгосрочное неуклонное снижение цены на нефть – наихудший сценарий для России.** В этих условиях рубль также будет девальвироваться, следствием чего будут чрезмерная инфляция, высокие процентные ставки и стагнация в экономике.
- **Требования к макроэкономической политике резко возросли.** В условиях внешнеэкономической неопределенности макроэкономическая политика должна быть максимально прозрачной, простой и иметь долгосрочную цель минимизировать дефицит бюджета и инфляцию.

Руководство компании

Руководитель Sberbank CIB

Олег Ганеев

Со-руководитель Sberbank CIB

Александр Базаров

Руководитель Департамента глобальных рынков,
Управляющий директор

Максим Сафонов

Главный экономист, Управляющий директор

Евгений Гавриленков

Аналитическое управление

(495) 258 05 11

Начальник управления Александр Кудрин (495) 933 98 47

Стратегия

Главный аналитик Кингсмилл Бонд, CFA (495) 933 98 86

Аналитик Андрей Кузнецов (495) 933 98 68

Экономика

Старший экономист Антон Струченевский (495) 933 98 43

Экономист Наталья Сусеева (495) 258 05 11

Экономист Сергей Коныгин (495) 933 98 48

Нефть и газ

Старший аналитик Александр Фэк (495) 933 98 29

Аналитик Валерий Нестеров (495) 933 98 32

Металлургия, химическая промышленность

Старший аналитик Ирина Лапшина (495) 933 98 52

Аналитик Анна Антонова (495) 787 23 90

Финансовый сектор

Старший аналитик Эндрю Кили +44 (20) 7936 04 39

Аналитик Андрей Павлов-Русинов (495) 933 98 17

Телекоммуникации, медиа и интернет

Старший аналитик Анна Лепетухина (495) 933 98 35

Младший аналитик Мария Суханова (495) 933 98 56

Информационные технологии

Старший аналитик Юлия Гордеева, CFA (495) 933 98 46

Старший аналитик Игорь Васильев (495) 933 98 42

Младший аналитик Иван Беляев, CFA (495) 933 98 53

Потребительский сектор

Старший аналитик Михаил Красноперов (495) 933 98 38

Аналитик Артур Галимов (495) 933 98 33

Электроэнергетика

Старший аналитик Игорь Васильев (495) 933 98 42

Недвижимость, строительство

Старший аналитик Юлия Гордеева, CFA (495) 933 98 46

Старший аналитик Игорь Васильев (495) 933 98 42

Младший аналитик Иван Беляев, CFA (495) 933 98 53

Транспорт, машиностроение

Старший аналитик Игорь Васильев (495) 933 98 42

Старший аналитик Юлия Гордеева, CFA (495) 933 98 46

Младший аналитик Иван Беляев, CFA (495) 933 98 53

Стратегия долговых, сырьевых и валютных рынков

Главный стратег FX/IR Том Левинсон (495) 933 98 58

Старший стратег FI Владимир Пантюшин (495) 933 98 51

Стратег/Quant FX/IR Искандер Абдуллаев (495) 787 23 46

Стратег по товарно-сырьевым рынкам Геннадий Андрианов (495) 787 23 81

Младший стратег FI Александр Голынский (495) 258 05 11

Рынок долговых инструментов с фиксированной доходностью

Старший аналитик Алексей Булгаков (495) 933 98 66

Старший аналитик Дмитрий Поляков, CFA (495) 933 98 36

Аналитик Сергей Гончаров (495) 933 98 54

Младший аналитик Николай Минко (495) 933 98 57

Настоящий аналитический обзор Sberbank CIB Investment Research подготовлен ЗАО "Сбербанк КИБ" и/или его аффилированными лицами (совместно именуемыми "Sberbank CIB") и может использоваться только в качестве информации общего характера. В частности, отдельные части обзора Sberbank CIB Investment Research, имеющие отношение к турецкому рынку, были подготовлены в Турции при участии DENIZ YATIRIM MENKUL DEGERLER A.S. – компании, аффилированной с ЗАО "Сбербанк КИБ", под руководством и в соответствии с внутренней политикой ЗАО "Сбербанк КИБ".

Настоящий аналитический обзор Sberbank CIB Investment Research в полной мере отражает личное мнение аналитиков об анализируемой компании (компаниях) и ее (их) ценных бумагах. Компенсация, выплачиваемая аналитикам, ни в коей мере, ни прямо, ни косвенно, не зависит от рекомендаций и мнений, опубликованных в настоящем обзоре. Мнения аналитиков могут не совпадать. Как ранее опубликованные, так и будущие аналитические обзоры Sberbank CIB Investment Research могут содержать определенную информацию и/или выводы, не в полной мере соответствующие изложенному в настоящем обзоре.

Настоящий аналитический обзор Sberbank CIB Investment Research основан на доступной в настоящее время публичной информации, которую Sberbank CIB считает надежной. Однако Sberbank CIB не предоставляет никаких гарантий и заверений в том, что такая информация является полной и достоверной, и, соответственно, она не должна рассматриваться как полная и достоверная. Sberbank CIB стремится своевременно обновлять аналитическую информацию в соответствующих случаях, однако это не является обязанностью Sberbank CIB. Содержащиеся в настоящем обзоре информация и выводы не являются рекомендацией, офертой или приглашением делать оферты на покупку или продажу каких-либо ценных бумаг, опционов, фьючерсов или каких-либо иных инструментов. Настоящий аналитический обзор Sberbank CIB Investment Research не является советом или рекомендацией в отношении инвестиций и не принимает во внимание специальные, особые или индивидуальные инвестиционные цели, финансовые обстоятельства и требования какого-либо конкретного лица, которое может получить данный обзор. Услуги, ценные бумаги и инвестиции, о которых идет речь в данном обзоре, могут быть недоступными или не соответствующими требованиям всех инвесторов. Инвесторам необходимо самостоятельно получить финансовый совет в отношении инвестиций в любые ценные бумаги, а также в отношении любых других инвестиций и инвестиционных стратегий, упомянутых в данном обзоре, а равно учитывать, что предполагаемые события в будущем могут в действительности не состояться. Инвесторам необходимо принять во внимание, что доход от таких ценных бумаг или других инвестиций может меняться, и цена или стоимость таких ценных бумаг и инвестиций может как расти, так и падать. Соответственно, результаты инвестирования могут оказаться меньше первоначально инвестированных средств. Результаты инвестирования в прошлом не дают оснований для прогноза будущей динамики, не гарантируют будущих доходов и не исключают возможной потери первоначального капитала. Sberbank CIB не несет ответственности за любые прямые, косвенные убытки, ущерб, потери, или иные последствия, которые могут наступить вследствие использования материалов, содержащихся в аналитических обзорах Sberbank CIB Investment Research. Инвесторы должны проводить свою собственную оценку рисков, не полагаясь исключительно на информацию, представленную в аналитических обзорах Sberbank CIB Investment Research. Инвесторам необходимо получить отдельные правовые, налоговые, финансовые, бухгалтерские и другие необходимые профессиональные консультации, основываясь на индивидуальных обстоятельствах. Любая информация, содержащаяся в настоящем аналитическом обзоре Sberbank CIB Investment Research и относящаяся к налоговому режиму инвестиций в финансовые инструменты, не является налоговой консультацией, а также не предназначена и не может быть использована кем-либо для предоставления налоговых консультаций.

Sberbank CIB не берет на себя обязательств регулярно обновлять информацию, содержащуюся в аналитических обзорах Sberbank CIB Investment Research, или исправлять неточности. Время от времени Sberbank CIB, его аффилированные лица или их сотрудники могут инвестировать, выступать маркет-мейкером или совершать в качестве принципала иные сделки с ценными бумагами или другими инструментами, упомянутыми в настоящем аналитическом обзоре Sberbank CIB Investment Research, а также предоставлять инвестиционно-банковские или консультационные услуги, действовать в качестве директора или члена наблюдательного совета компании, упомянутой в настоящем обзоре. Сейлз-менеджеры, трейдеры и прочие специалисты Sberbank CIB могут предоставлять клиентам Sberbank CIB и трейдерам Sberbank CIB, совершающим сделки за счет и в интересах Sberbank CIB, комментарии по рынку или торговые стратегии в устной или письменной форме, отражающие мнение, противоречащее мнению, выраженному в данном аналитическом обзоре. Сегмент управления активами Sberbank CIB, его трейдеры, совершающие сделки за счет и в интересах Sberbank CIB, и инвестиционное подразделение могут принимать инвестиционные решения, не соответствующие рекомендациям или мнениям, опубликованным в данном аналитическом обзоре. Sberbank CIB проводит строгую внутреннюю политику, направленную на предотвращение и устранение существующих и потенциальных конфликтов интересов.

За исключением специальных аналитических обзоров по отдельным секторам, которые выходят на регулярной основе, прочие аналитические материалы Sberbank CIB Investment Research выпускаются с нерегулярными временными интервалами по усмотрению аналитика.

Дополнительная информация о ценных бумагах и других инструментах, упомянутых в настоящем аналитическом обзоре Sberbank CIB Investment Research, может быть получена от Sberbank CIB по запросу. Данный аналитический обзор Sberbank CIB Investment Research не может быть воспроизведен или копирован полностью или в какой-либо части без письменного согласия Sberbank CIB.

Материалы Sberbank CIB Investment Research не содержат юридических рекомендаций и не являются таковыми. Действия Sberbank CIB и Sberbank CIB USA, Inc. в дальнейшем не должны рассматриваться как стимулирующие или побуждающие граждан США и стран ЕС, а также физических лиц, подпадающих под юрисдикцию США или ЕС, инвестировать средства или иным образом участвовать в каких-либо сделках, участие в которых, равно как и посреднические действия или действия, способствующие их участию в таких сделках, запрещены для граждан этих стран и лиц, подпадающих под их юрисдикцию. Инвесторы должны самостоятельно оценивать законность сделок, совершаемых ими после ознакомления с материалами Sberbank CIB Investment Research, в соответствии с законодательством об экономических санкциях или прочими нормативно-правовыми актами, регулирующими их инвестиционную деятельность.

ДЛЯ РЕЗИДЕНТОВ США. Настоящий аналитический обзор распространяется в США компанией Sberbank CIB USA, Inc., имеющей лицензию на оказание брокерских и дилерских услуг в США и являющейся участником FINRA. Настоящий обзор был подготовлен и проверен аналитиками, которые не являются сотрудниками Sberbank CIB USA, Inc., не зарегистрированы/не сертифицированы FINRA, и на которых не распространяются требования FINRA. Sberbank CIB USA, Inc. не несет ответственности за содержание настоящего обзора. В США настоящий обзор предназначен для распространения исключительно среди крупных институциональных инвесторов США согласно ст. 15а-6 Закона о ценных бумагах и биржах 1934 года.

Настоящий обзор не предназначен для каких-либо других лиц в США. Все крупные институциональные инвесторы США или лица за пределами США, получающие настоящий аналитический обзор Sberbank CIB Investment Research, не могут передавать его оригинал или копию другим лицам в США. Для получения дополнительной информации или совершения сделок с ценными бумагами и инструментами, упомянутыми в настоящем обзоре, вы можете связаться с официальным представителем Sberbank CIB USA, Inc., по телефону 212.300.9600 или по адресу Carnegie Hall Tower 152 W 57th Street 44th Floor New York, NY 10019.

ЕВРОПЕЙСКИЙ СОЮЗ. Если прямо не указано обратное, настоящий аналитический обзор предназначен только для лиц, являющихся правомочными контрагентами или профессиональными клиентами, и не предназначен для розничных клиентов (в соответствии с EU Markets in Financial Instruments Directive 2004/39/EC).