

# Опережающий индикатор ВВП РенКап-РЭШ

## Последние оценки подтверждают замедление роста во втором полугодии

- Последние опубликованные экономические данные подтверждают наши ожидания, что во втором полугодии 2010 г. рост ВВП в годовом исчислении окажется более медленным, чем в первой половине года (4.2%). Согласно нашим оценкам, в июле-декабре ВВП России увеличится на 3.3% в годовом сопоставлении.
- Наш прогноз роста ВВП на 2010 г. в целом повысился до 3.7%, что несколько превосходит результат сентябрьских расчетов на уровне 3.4%, однако не достигает среднерыночной оценки в 4.2%.
- Основное влияние на нашу оценку оказал пересмотр исторических данных по ВВП Федеральной службой государственной статистики: в начале сентября были опубликованы скорректированные показатели роста ВВП за 2004-2008 гг.
- С учетом пересмотренных данных по ВВП за прошлые периоды и вышедших статистических параметров наш прогноз роста ВВП на третий квартал 2010 г. увеличился с 2.9% до 3.0%, а прогноз на четвертый квартал – с 2.9% до 3.6%.
- Используя опережающий индикатор ВВП РенКап-РЭШ, Ренессанс Капитал и Российская экономическая школа планируют в декабре начать публикацию специального ежемесячного отчета, в котором будут представлены анализ состояния экономики страны, прогнозы динамики ВВП, инфляции, торговли и перспектив реформ.
- Более подробные комментарии о перспективах развития экономики России представлены на *стр. 3-4* данного отчета.

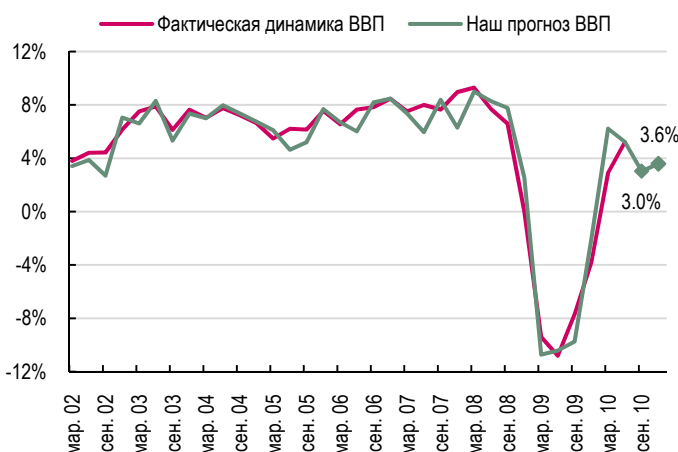
Таблица 1. Оценки роста реального ВВП

Прогнозный период	К предыдущему году	К предыдущему кварталу	К предыдущему кварталу с корректировкой на сезонность	В годовом исчислении
3 кв. 2010 г. (оценка 5)	3.0%	11.3%	0.8%	3.2%
4 кв. 2010 г. (оценка 3)	3.6%	6.2%	1.0%	4.1%
4 кв. 2010 г. (оценка 2)	2.9%	5.4%	0.3%	1.2%
2010 г.	3.7%			
2 пол. 2010 г.	3.3%			

Источник: оценка Ренессанс Капитала и РЭШ

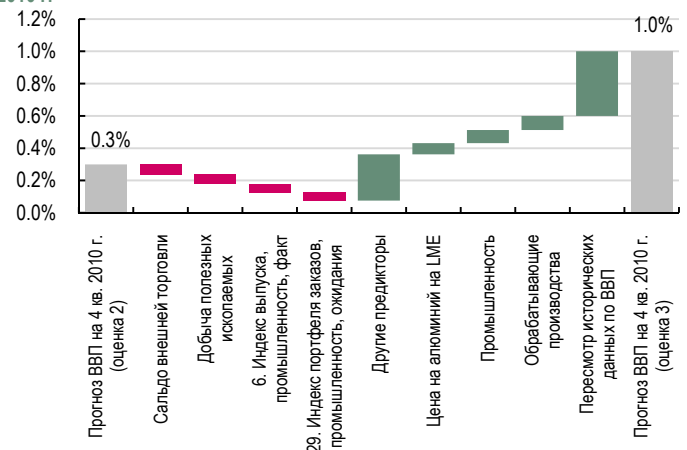
Примечание. Краткое описание модели приведено в *Приложении*. Детальное описание см. в нашем отчете «Опережающий индикатор ВВП РенКап-РЭШ: лучше и раньше» от 10 декабря 2009 г.

Рисунок 1. Рост реального ВВП в годовом сопоставлении



Источники: Федеральная служба государственной статистики, оценка Ренессанс Капитала и РЭШ

Рисунок 2. Основные факторы изменения оценки ВВП за четвертый квартал 2010 г.



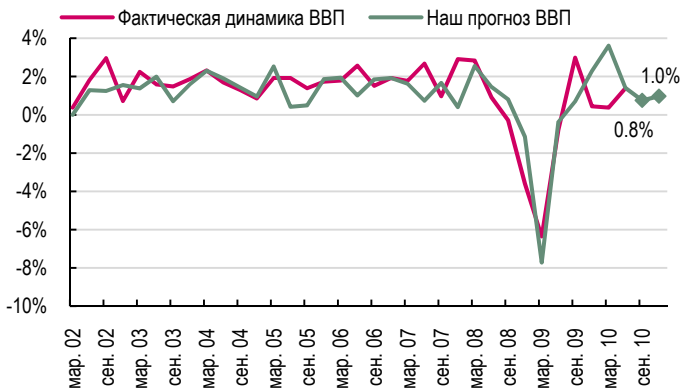
Источник: оценка Ренессанс Капитала и РЭШ

### Наш прогноз динамики реального ВВП в третьем и четвертом кварталах 2010 г.

Мы даем новую оценку роста ВВП в четвертом квартале 2010 г. на основании очередного блока опубликованных экономических данных. Кроме того, мы корректируем наш прогноз на третий квартал с учетом переоценки Федеральной службой государственной статистики исторических показателей ВВП.

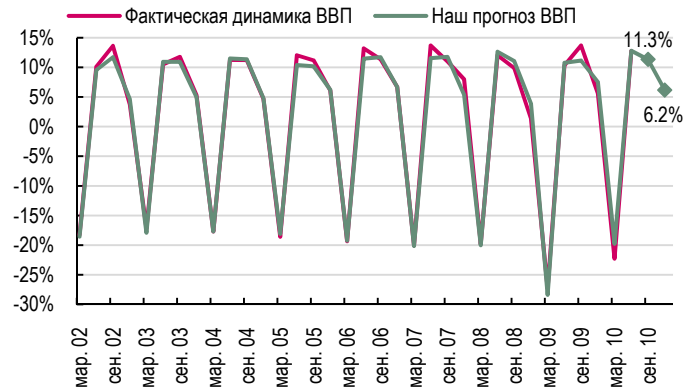
Наш прогноз роста ВВП на третий квартал в результате несколько увеличился – с 2.9% до 3.0%. Мы также пересмотрели оценку динамики ВВП в четвертом квартале, повысив ее до 3.6% (предыдущая оценка составляла 2.9%). Согласно нашей модели, квартальное изменение реального ВВП с корректировкой на сезонность в октябре-декабре текущего года прогнозируется на уровне +1.0% (+4.1% в годовом исчислении). Без корректировок реальный ВВП в четвертом квартале вырастет на 6.2% в квартальном сопоставлении.

Рисунок 3. Рост ВВП с корректировкой на сезонность в квартальном сопоставлении



Источники: Федеральная служба государственной статистики, оценка Ренессанс Капитала и РЭШ

Рисунок 4. Рост ВВП без корректировок в квартальном сопоставлении

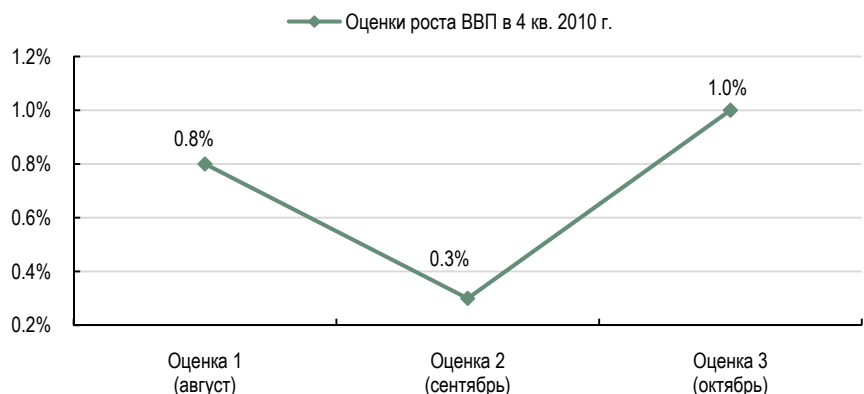


Источники: Федеральная служба государственной статистики, оценка Ренессанс Капитала и РЭШ

### Предикторы, сильнее всего повлиявшие на прогноз роста ВВП после пересмотра

Наша оценка квартального роста ВВП в четвертом квартале с корректировкой на сезонные факторы увеличилась до 1.0% в результате пересмотра (прежний прогноз предполагал рост на 0.3%).

Рисунок 6. Изменение оценки роста ВВП в четвертом квартале 2010 г. (с корректировкой на сезонность) в зависимости от версии прогноза



Источник: оценка Ренессанс Капитала и РЭШ

Главным фактором, обусловившим повышение нашей оценки роста ВВП (на 0.4 п. п.), стал пересмотр исторических данных по ВВП Федеральной службой государственной статистики. Другими предикторами, позитивно повлиявшими на прогноз ВВП, оказались увеличение инвестиций в производственные мощности, восстановление промышленного производства и рост цен на алюминий на LME. Основными негативными факторами стали некоторые индексы ожиданий «Российского экономического барометра» (в отношении портфелей заказов, объемов выпуска и занятости в промышленности). Вклад ключевых предикторов в изменение прогноза роста ВВП в четвертом квартале представлен на *рис. 2* и в *табл. 2*.

Таблица 2. Вклад основных факторов в пересмотр прогноза ВВП на четвертый квартал 2010 г. (оценка 3)

Предиктор	№	Лag публикации, месяцев	Повышение прогноза ВВП под воздействием предиктора, п. п.	Последнее изменение предиктора*	Среднее изменение предиктора в предыдущие месяцы квартала*
<b>Негативное влияние на прогноз ВВП</b>					
Сальдо внешней торговли	32	2	-0.07	-1.5	-
Добыча полезных ископаемых	88	1	-0.07	-0.5%	0.5%
6. Индекс выпуска, промышленность, факт	47	2	-0.06	-5.8	-
29. Индекс портфеля заказов, промышленность, ожидания	60	2	-0.05	-5.4	-
27. Индекс закупок оборудования, промышленность, ожидания	57	2	-0.05	-5.0	-
25. Индекс занятости, промышленность, ожидания	56	2	-0.04	-3.4	-
34. Доля предприятий, не собирающихся брать новые ссуды у банков в ближайшие три месяца, промышленность, %	71	2	-0.04	7.6	-
27. Индекс закупок оборудования, промышленность, ожидания	58	2	-0.03	-2.2	-
Добыча топливно-энергетических ископаемых	89	1	-0.03	-0.5%	0.2%
17. Портфель заказов, промышленность	65	2	-0.03	-2.0	-
<b>Позитивное влияние на прогноз ВВП</b>					
Пересмотр исторических данных Федеральной службы государственной статистики			0.40		
Обработывающие производства	94	1	0.09	1.5%	-0.2%
Промышленность	72	1	0.08	0.7%	-0.1%
Цена на алюминий на LME	42	0	0.07	13.7%	2.3%
Инвестиции в производственные мощности	20	1	0.06	4.2%	-1.3%
1. Индекс цен на выпускаемую продукцию, промышленность, факт	43	2	0.06	4.5	-
Грузооборот	25	1	0.05	0.6%	-1.2%
4. Индекс заработной платы, промышленность, факт	45	2	0.05	2.9	-
13. Загрузка производственных мощностей, промышленность	62	2	0.05	1.3	-
Сальдо федерального бюджета	34	1	0.05	74.1	-102.5

\* С корректировкой на сезонность.

Источник: оценка Ренессанс Капитала и РЭШ

## Комментарии Р. Нэша, главного стратега Ренессанс Капитала

Пересмотр исторических данных по ВВП за прошлые периоды, произведенный Федеральной службой государственной статистики, обеспечил «статистическую» прибавку к нашему прогнозу роста ВВП на второе полугодие 2010 г. Однако тренд не вызывает сомнений. Темпы развития экономики во второй половине года, по всей видимости, разочаруют после относительно быстрого восстановления в январе-июне, когда ВВП увеличился на 4.2% в годовом исчислении. Среднерыночный прогноз предполагает, что экономика России по итогам года прибавит немногим более 4%, однако наша модель дает результат 3.7%.

Замедление экономического роста во втором полугодии, по всей видимости, станет следствием переноса на более поздние сроки инвестиционных проектов из-за долгового кризиса в ряде европейских государств в начале лета. Однако учитывая стабилизацию ситуации в Европе, снижение стоимости заимствований на российском рынке капитала и улучшение ценовой конъюнктуры на товарно-сырьевых рынках, можно надеяться, что замедление носит временный характер.

Как мы полагаем, в следующем году экономика России может продемонстрировать быстрый рост сразу по нескольким причинам. Уже наблюдаются признаки восстановления потребительского спроса: показатели продаж в крупных розничных сетях, таких как М.Видео, возвращаются к уровням, имевшим место до кризиса; средний доход на душу населения уже несколько превышает докризисный (USD7 400); быстрыми темпами увеличивается кредитование физических лиц, в прошедшие четыре месяца прибавлявшее по 2%.

Более того, весьма вероятно, что денежно-кредитная и налогово-бюджетная политика в предвыборный год будет относительно мягкой. Процентные ставки, как мы предполагаем, останутся на низком уровне, а расходы правительства будут оставаться высокими даже в условиях оживления частного сектора.

Но насколько устойчивым и продолжительным окажется ускоренный рост? Ответ на этот вопрос зависит от того, будет ли возросший спрос удовлетворяться за счет предложения со стороны российских предприятий и организаций или за счет импорта в сочетании с более высокими ценами. Неожиданное увеличение объемов импорта в нынешнем году дает основания предполагать, что российским компаниям пока трудно реагировать на увеличение спроса.

Мы по-прежнему считаем, что без существенного притока инвестиций Россия вряд ли сможет поддерживать темпы экономического роста выше 3-4% в среднесрочной перспективе, избегая при этом чередования периодов ускоренного развития и глубокого спада.

В будущем мы планируем более подробно анализировать состояние и перспективы российской экономики в специальном ежемесячном отчете совместно с Российской экономической школой. Предполагаемое время публикации нового отчета – декабрь 2010 г.

# Приложение.

## Методология модели

### Опережающий индикатор ВВП РенКап-РЭШ

**Базовая процедура прогнозирования может быть описана следующим образом.** В качестве исходных переменных используются 108 месячных временных рядов (включая результаты опросов, цены на сырьевые товары, валютные курсы, показатели реального сектора экономики, индикаторы рынка труда и денежного рынка и др.). Данные охватывают период с января 1996 г. по настоящее время.

**Во-первых,** все исходные временные ряды преобразуются к стационарному виду с учетом сезонности и трендов. Кроме того, происходит сглаживание выбросов. Выборка разделяется на сбалансированную и несбалансированную части. Сбалансированная часть представляет собой подвыборку максимальной длины, в которой имеются все ежемесячные значения предикторов за полное число кварталов. Сбалансированная часть выборки стандартизуется.

**Во-вторых,** мы применяем метод статических факторов. В сбалансированной части выборки мы оцениваем факторы как обычные главные компоненты исходных данных. В результате множество исходных переменных суммируется в виде всего нескольких факторов.

**В-третьих,** применяя фильтр Калмана, мы решаем так называемую проблему неровного края, которая возникает, когда значения некоторых переменных отсутствуют из-за лага в публикации, и оцениваем значения факторов для остальной части выборки.

**Наконец,** на основании этих факторов и лагов ВВП (в случае необходимости) мы прогнозируем динамику реального ВВП в следующем квартале. Модель прогнозирования построена как проекция роста реального ВВП на пространство факторов и собственных лагов, получаемая с помощью метода наименьших квадратов.

Прогноз квартального роста ВВП дается сразу после публикации ежемесячных данных Федеральной службы государственной статистики и результатов опросов «Российского экономического барометра». Индикаторы сырьевых и финансовых рынков становятся доступны без задержки. Прогноз на данный квартал, сделанный в последующие месяцы, может рассматриваться как корректировка прогноза на этот же квартал, сделанного ранее в предыдущие месяцы, поскольку поступление новой порции данных за очередной истекший месяц служит естественным поводом для пересмотра прогноза динамики ВВП.

Таким образом, мы получаем пять последовательных оценок (версий) квартального роста ВВП. Первая оценка дается в первый месяц предыдущего квартала (за шесть месяцев до того, как Федеральная служба государственной статистики публикует фактический показатель) и основана только на нескольких рядах рыночных данных (РТС, однодневная ставка MOSIBOR и некоторые другие) за этот квартал, а также исторических наблюдениях за предшествующий период. Окончательный пересмотр осуществляется во втором месяце соответствующего квартала, когда все данные за предыдущий квартал опубликованы, т. е. почти за три месяца до публикации официальных данных о ВВП за этот квартал.

## Вклад переменных в пересмотр прогноза ВВП

В рамках этого метода мы анализируем влияние публикации последнего значения предиктора на пересмотр прогноза ВВП, при этом мы игнорируем воздействие на прогноз корректировки экономических индикаторов Федеральной службы государственной статистики за предыдущие периоды. Для анализа влияния каждого предиктора при пересмотре прогноза ВВП мы применяем следующий алгоритм.

Во-первых, для каждого предиктора мы рассчитываем дополнительный прогноз ВВП, исходя из допущения, что последняя доступная величина предиктора не оказывала воздействия на оценку показателя квартального изменения ВВП. Для этого при применении фильтра Калмана мы исключаем последнюю величину данной переменной из усреднения изменений предикторов за анализируемый квартал. В результате мы получаем вектор, состоящий из 108 версий прогноза ВВП, и каждый из этих дополнительных прогнозов ВВП может использоваться для оценки вклада соответствующего предиктора в пересмотр прогноза.

Во-вторых, путем вычитания дополнительных прогнозов ВВП из нашего базового прогноза (рассчитанного на основании изменений всех имеющихся предикторов) мы получаем вектор вклада предикторов в пересмотр прогноза ВВП.

# Раскрытие информации

## Подтверждение аналитиков и отказ от ответственности

Настоящий отчет подготовлен аналитиком (ами), чье имя (чьи имена) указано (ы) на титульном листе настоящего отчета, с целью предоставления информации общего характера об эмитенте или эмитентах (собирательно «Эмитент»), ценных бумагах и рынках, являющихся предметами настоящего отчета. Каждый аналитик подтверждает, что в отношении Эмитента, ценных бумаг и рынков настоящий отчет был подготовлен независимо от Эмитента и все суждения, изложенные в настоящем отчете, точно отражают его или ее личные взгляды касательно Эмитента и всех без исключения указанных ценных бумаг и рынков. С целями сбора, анализа и синтеза рыночной информации каждый аналитик и/или лица, связанные с каким-либо аналитиком, могли находиться во взаимодействии с сотрудниками Управления по торговле акциями и Управления по работе с клиентами. В случае если дата отчета отличается от сегодняшней, мнения и содержание могут не отражать актуальные суждения аналитиков.

Каждый аналитик также подтверждает, что никакая часть полученного им или ею вознаграждения не была и не будет связана прямо или косвенно с определенными рекомендациями, прогнозами, расчетами, мнениями или суждениями, изложенными в настоящем отчете. Вознаграждение аналитиков определяется на основании деятельности и услуг, направленных на получение выгоды инвесторами, которые являются клиентами Renaissance Securities (Cyprus) Limited и всех дочерних и зависимых компаний («Ренессанс Капитал»). Как и все сотрудники Ренессанс Капитала, аналитики получают вознаграждение в зависимости от доходности деятельности Ренессанс Капитала, которая включает выручку прочих.

## Ренессанс Капитал

123317, Москва

Пресненская набережная, 10

Тел.: + 7 (495) 258 7777

Факс: + 7 (495) 258 7778

www.rencap.com

## Аналитическое управление

### Руководитель отдела анализа акций

Дэвид Нангл

+ 7 (495) 258 7748

DNangle@rencap.com

#### Стратегия на рынке акций

+ 7 (495) 258 7916

Роланд Нэш

RNash@rencap.com

Ованес Оганисян

Виталий Шушковский (Украина)

#### Банковский сектор

+ 7 (495) 258 7748

Дэвид Нангл

DNangle@rencap.com

Милена Иванова-Вентурини

Армен Гаспарян

Светлана Ковальская

#### Медиа и ИТ, сектор недвижимости

+ 7 (495) 258 4350

Дэвид Фергусон

DFerguson@rencap.com

#### Металлургия

+ 7 (495) 258 7743

Роб Эдвардс

REdwards@rencap.com

Борис Красноженов

Эндрю Джонс

Екатерина Газадзе (Средняя Азия)

Джим Тейлор

#### Нефть и газ

+ 7 (495) 258 7904

Александр Бурганский

ABurgansky@rencap.com

Ирина Елиневская

Ильдар Давлетшин

Татьяна Калачева (Средняя Азия)

#### Потребительский сектор

и сельское хозяйство

+ 7 (495) 258 7753

Наталья Загвоздина

NZagvozdina@rencap.com

Ульяна Ленвальская

Константин Фастовец (Украина)

#### Телекоммуникации и транспорт

+ 7 (495) 258 7902

Александр Казбеги

AKazbegi@rencap.com

Иван Ким

#### Химия и машиностроение

+ 7 (495) 783 5653

Михаил Сафин

#### Электроэнергетика

+ 44 (20) 7367 7793

Дерек Уивинг

DWeaving@rencap.com

Владимир Скляр

#### Макроэкономика и рынок

долговых обязательств

+ 7 (495) 258 7946

Антон Никитин

Илья Жила

Анастасия Головач (Украина)

Касымхан Каппаров (Казахстан)

Любовь Никитина

Михаил Никитин

#### Рынок Средней Азии

+ 7 (727) 244 1544

Милена Иванова-Вентурини

Татьяна Калачева

Екатерина Газадзе

Касымхан Каппаров

#### Рынок Украины

+ 38 (044) 492 7383

Анастасия Головач

Виталий Шушковский

Константин Фастовец

#### Редакционно-издательский отдел,

выпуск на английском языке

+ 7 (495) 258 7785

Александра Волдман

AWaldman@rencap.com

Патриция Сомервилль

Мичико Фокс

Абигайль Модлин

Адриан Чиали

Иван Алешин

Сергей Туров

Виктория Бен-Шивар

#### Редакционно-издательский отдел,

выпуск на русском языке

+ 7 (495) 258 7770 x4001

Екатерина Малахова

EMalakhova@rencap.com

Станислав Захаров

Мария Дунаева

Анна Ковтун

#### Административная поддержка

+ 7 (495) 725 5216

Екатерина Лизунова

Наталья Фадеева

© 2010 ООО «Ренессанс Капитал – Финансовый Консультант» (далее «РК»). Все права защищены. 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, 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. Инвесторы в Американские депозитарные расписки также подвергаются риску изменения обменного курса валют. Инвестирование в российские ценные бумаги несет значительный риск, и инвесторы должны проводить собственное исследование надежности эмитентов.