

Модернизация российской экономики

Апрель 2007 г.



Все цены приведены по состоянию на закрытие предыдущей торговой сессии, если не указано иное. Цены местных торговых площадок почерпнуты из данных Reuters, Bloomberg и других поставщиков информации. Источник данных по компаниям – Deutsche Bank и сами компании.

Deutsche Bank находится в деловых отношениях и стремится к установлению таковых с компаниями, деятельность которых освещается в настоящих аналитических обзорах. В связи с этим инвесторы должны осознавать возможность конфликта интересов, который может повлиять на объективность настоящего обзора.

Таким образом, при принятии того или иного инвестиционного решения инвесторы должны руководствоваться комплексом факторов, а не только настоящим обзором.

Клиенты Deutsche Bank Securities Inc. (DBSI) на территории США имеют возможность бесплатного получения аналитических материалов по некоторым компаниям, подготовленных независимыми организациями. Этой услугой клиенты банка могут воспользоваться на сайте (<http://gm.db.com>), а также позвонив по телефону (1-877-208-6300) и оставив заявку на получение интересующих их материалов, подготовленных независимыми аналитиками.

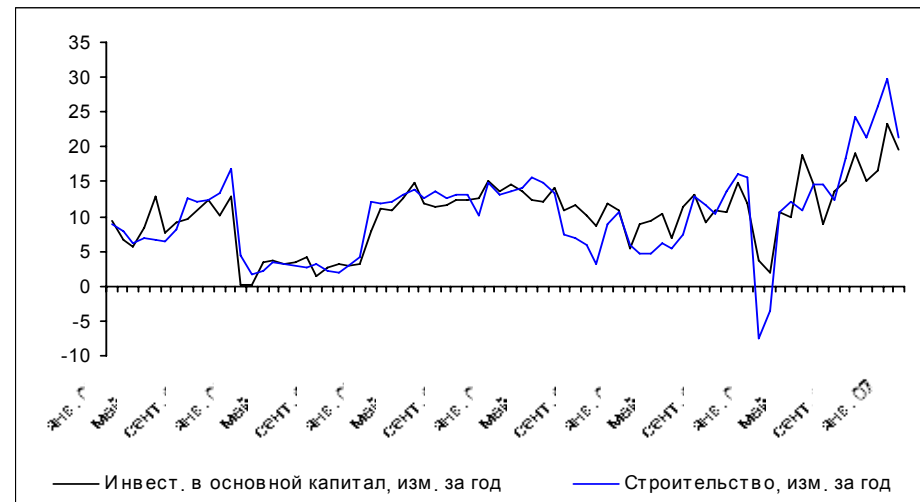
СВЕДЕНИЯ О РАСКРЫТИИ ИНФОРМАЦИИ И ЗАВЕРЕНИЕ АНАЛИТИКОВ УКАЗАНЫ В ПРИЛОЖЕНИИ 1



Темпы роста инвестиций превысили темпы роста потребления

- Минувший год стал самым успешным для России в макроэкономической сфере.
- Новая парадигма: для модернизации экономики разрабатывается новая модель развития

Инвестиции в основной капитал и строительство, изм. за год



Источник: Росстат

Источники роста инвестиций в основной капитал

- Доля прибыли в показателе инвестиций в основной капитал сокращается.
- Возрождение реального сектора нашло отклик у банков.

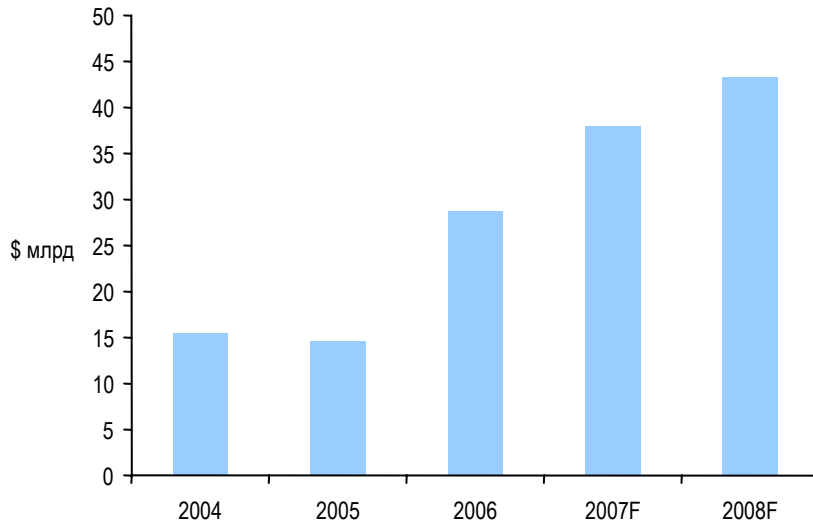
Структура инвестиций в основной капитал, %

	2006	2005
Инвестиции в основной капитал	100	100
Собственные средства, в т.ч.	44.3	45.1
Прибыль	20.2	20.6
Привлеченные средства, в т.ч.	55.7	54.9
Кредиты банков	8.9	8.3
в т.ч. кредиты иностр. банков	1.5	1
Заемные средства других организаций	5.4	7.4
Бюджетные средства	19.8	20.7
в т.ч. федерального бюджета	6.9	7.1
Выпуск акций	2.2	0.3
Иностранные инвестиции как доля совокупных инвестиций в основной капитал	6.1	5.2

Источник: Росстат

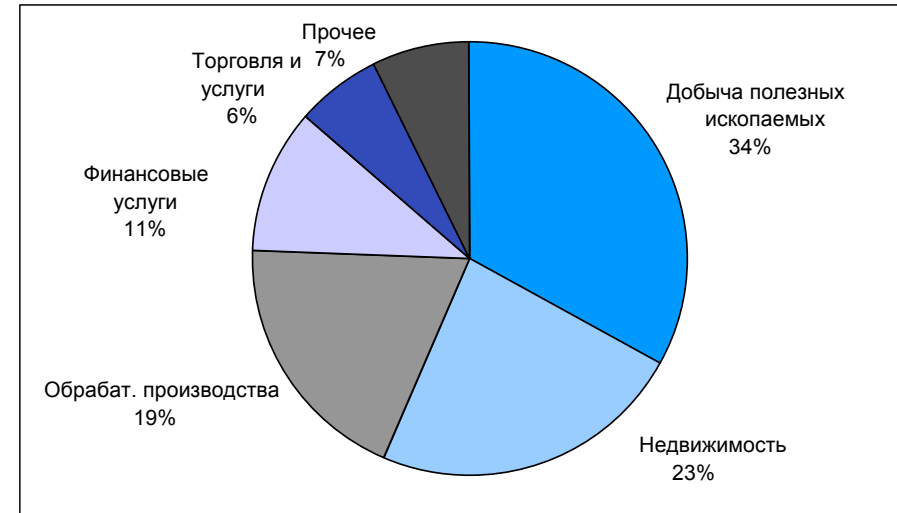
Прямые иностранные инвестиции: новые рекорды

Прямые иностранные инвестиции, прогноз



Источник: ЦБР, Deutsche UFG

Прямые иностранные инвестиции по отраслям, 2006 г.



Источник: Росстат

- В 2006 г. ПИИ составили \$28.7 млрд (около 3% ВВП)...
- ...что значительно превышает уровень 1990-х гг., когда объем ПИИ не достигал и 1% ВВП

Национальные проекты – возрождение системы социальной защиты

- Национальные проекты нацелены на развитие социальной инфраструктуры...
- ...параллельно создавая условия для безболезненной передачи президентской власти в 2008 г.

Финансирование	Национальных проектов,	
2006-2007 гг.	2006 (оценка)	2007
млрд руб.		
Образование	29.3	48.9
Здравоохранение	62.6	107.7
Сельское хозяйство	21.9	23.4
ЖКХ	19.9	26.3
Итого	133.7	206.3

Источник: Минфин

“Азиатская модель” России

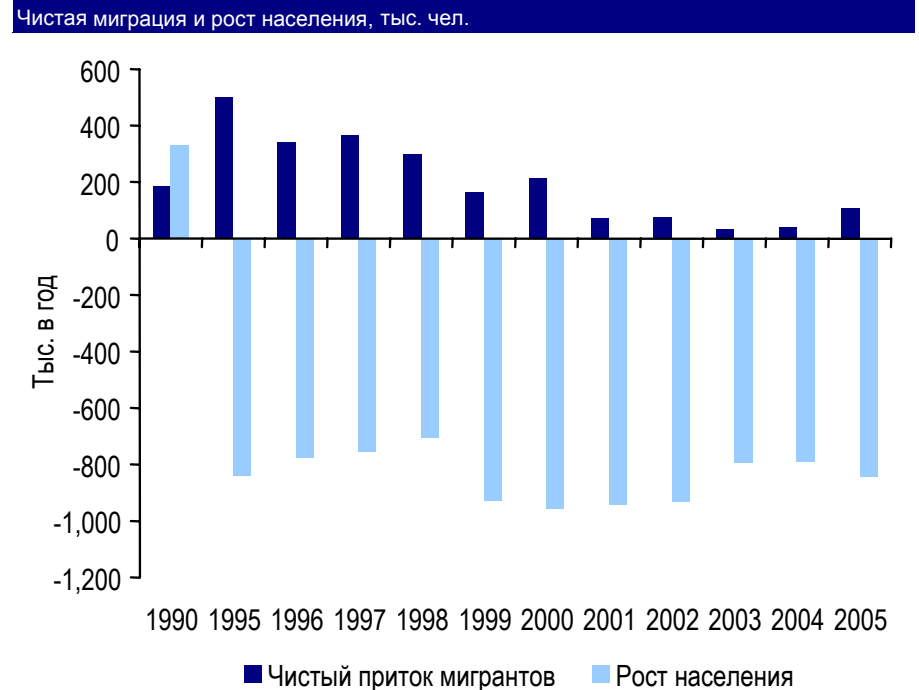
- Цель удвоения ВВП, обозначенная президентом Путиным как приоритетная, уже ставилась в Японии (1950-е гг.), Корее (1960-е гг.) и Китае (в настоящее время)
- Промышленная политика: в августе 2006 года Путин прямо сослался на опыт Южной Кореи, поднимавшей судостроение в 1960-х гг., в качестве модели для подражания
- Особые экономические зоны
- Поддержка государством мер по развитию инвестиций: Инвестиционный фонд, федеральные инвестиционные программы, Венчурный фонд, специальные экономические зоны, приоритетные национальные проекты, бюджетное финансирование инвестиционных программ по секторам

Трудовые ресурсы, капитал и производительность – три кита роста экономики России

- **Труд:** необходим приток мигрантов в Россию
- **Капитал:** острая необходимость в модернизации основного капитала
- **Инновации** – меры по обеспечению авторских прав способствуют развитию инноваций

Расширение рынка труда в большой степени зависит от иммигрантов

- Удручающая демографическая ситуация
- Прогноз рынка труда:
 - До 2007 г. – рост на 0.5% год...
 - В последующее десятилетие – сокращение на 0.8% в год



Источник: Росстат

Основные фонды: острая нехватка инвестиций

Доля нового оборудования в промышленности, %

	1990	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004
Всего пром-ть	6.9	1.7	1.4	1.1	1.2	1.1	1.5	1.6	1.8	1.8	1.9
Электроэнергетика	4	1.7	1.7	1.2	1.3	1.1	0.8	0.9	1.6	1.3	1.7
Топливная пром-ть	8.1	2.8	2.9	1.9	1.7	1.6	2.4	3.5	3.2	3.5	3.4
Черная металлургия	7.5	2.1	1.2	0.7	0.6	0.9	0.8	1.4	1.6	1.1	2
Цветная металлургия	5.3	1.6	1.5	1.2	1	2	2.4	2.8	2.7	3.0	2.7
Химическая и нефтехимическая промышленность	4.1	0.7	0.6	0.6	0.5	0.6	0.8	0.8	0.7	0.9	1.2
Машиностроение и металлургия	6.6	0.8	0.7	0.5	0.4	0.6	0.7	0.9	0.8	0.9	1.0
Лесная, деревообработ. и целлюлозно-бумажн. пром-ть	6.8	1.2	1	0.6	0.7	1.1	1.5	1.7	1.2	1.8	2.2
Пр-во строит. материалов	5.4	1.4	0.7	0.5	0.6	0.8	1.1	1.3	1.3	1.2	2.1
Легкая пром-ть	8.4	0.6	0.3	0.3	0.3	0.3	0.5	0.6	0.4	0.5	0.5
Пищевая пром-ть	7.4	2.6	1.6	1.5	2.1	3.1	2.7	3.1	2.9	4.2	3.3

Источник: Росстат

Сроки эксплуатации основных фондов в России, %

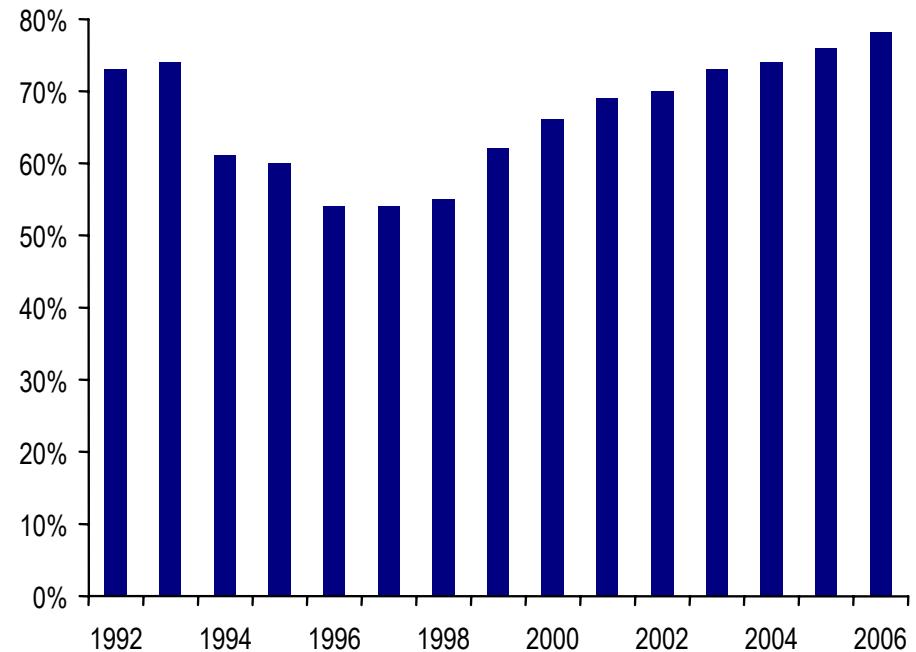
	1990	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004
Менее 5 лет	29.4	10.1	7.2	5.2	4.1	4.1	4.7	5.7	6.7	7.8	8.6
6-10 лет	28.3	29.8	27.5	24.1	20.1	15.2	10.6	7.6	5.8	4.9	5.1
11-15 лет	16.5	22	23.4	24.7	25.3	25.7	25.5	23.2	20	16.4	12.3
16-20 лет	10.8	15	16.1	17.5	18.9	20.1	21	21.9	22.6	22.7	22.5
Более 20 лет	15	23.1	25.8	28.5	31.6	34.8	38.2	41.6	44.9	48.2	51.5
Средний срок эксплуатации	10.8	14.3	15.2	16.1	17.0	17.9	18.7	19.4	20.1	20.7	21.2

Источник: Росстат

Загрузка мощностей: палка о двух концах

- Инфраструктурные ограничения всё больше дают о себе знать...
- ... в связи с чем настало время повышать производительность факторов производства

Загрузка мощностей в российской промышленности, %

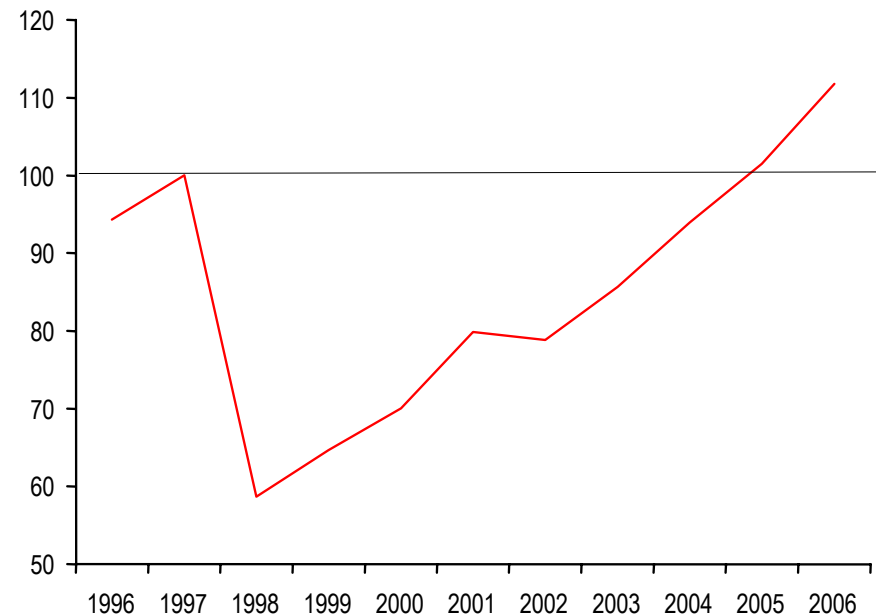


Источник: «Российский экономический барометр»

Задел девальвации исчерпан

- К 2006 г. девальвационный резерв, образовавшийся после кризиса 1998 г., был полностью исчерпан...
- ...что породило опасения по поводу негативных последствий дальнейшего укрепления рубля на экономический рост

Индекс реального обменного курса рубля (1997 г.=100)

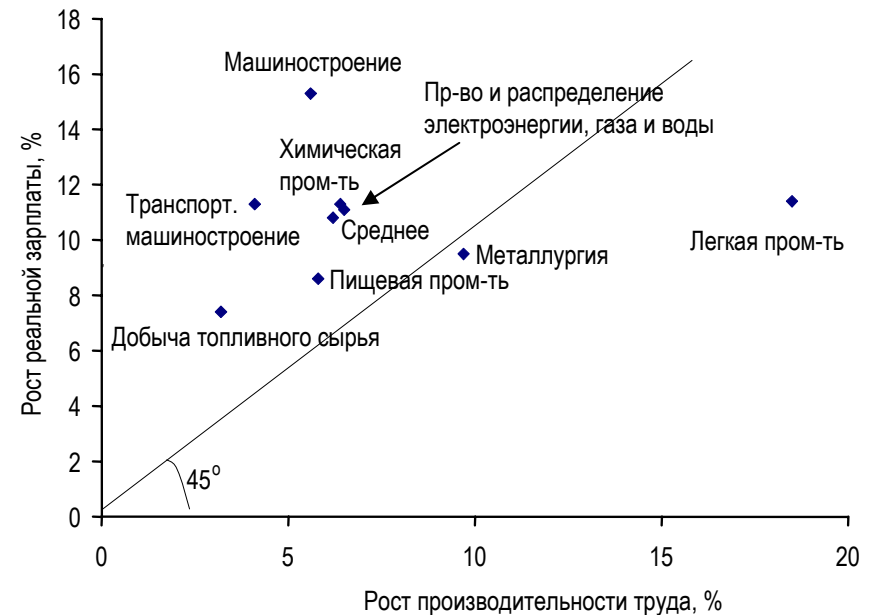


Источник: ЦБР, Deutsche UFG

Рост производительности труда как ответ на укрепление рубля

- Производительность труда выше в секторах, конкурирующих с импортом (пример – легкая промышленность)
- Укрепление рубля и либерализация торговли способствуют росту производительности труда

Рост производительности труда и реальной зарплаты по секторам, 2006 г.

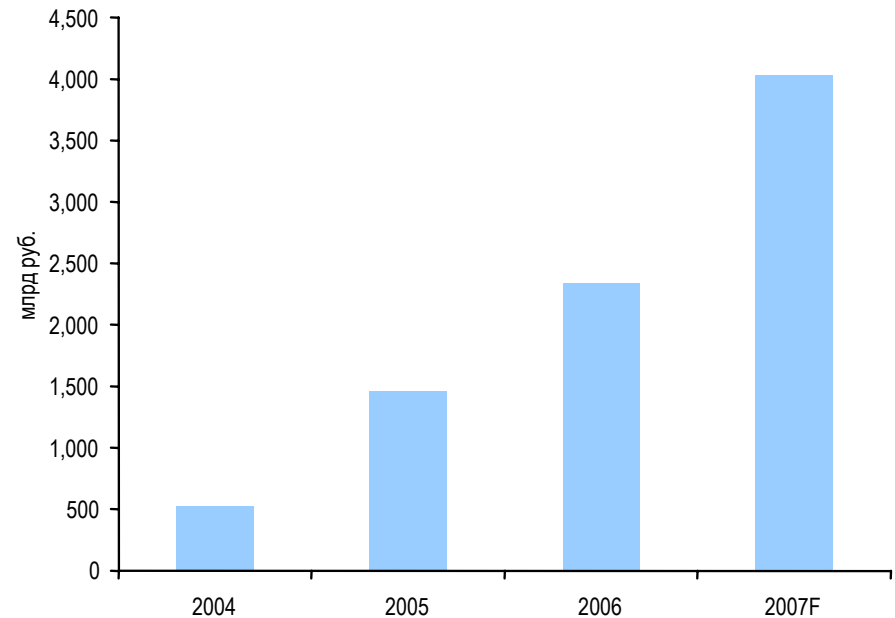


Источник: МЭРТ

Стабилизационный фонд – бюджетный «якорь»

- По состоянию на конец 2006 г. размер Стабфонда достиг 2.3 трлн руб. (\$89.1 млрд)
- Ожидается, что к концу текущего года он превысит 4 трлн руб. ...
- ... что составит более 80% отчислений, предусмотренных бюджетом РФ на 2007 г.

Стабилизационный фонд, бюджетные прогнозы



Источник: Минфин, Минэкономразвития

Жесткие правила экономической политики

- Соблюдение экономических правил приобретает растущее значение.
- Политика четких правил применительно к реформам в денежной, бюджетной и структурной сферах...
- ...как доказательство того, что успехи российской экономики определяются не только уровнем цен на нефть

Сфера применения правил

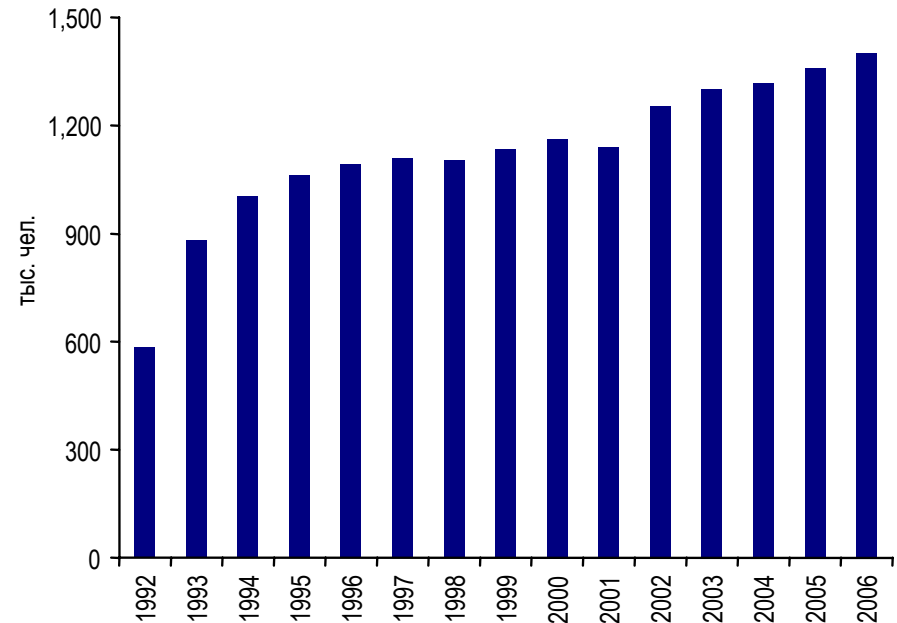
Сфера применения правил	Срок
Бюджетные правила:	
Стабфонд	2004
Трехлетнее бюджетное планирование	2008
Бюджетный федерализм, основанный на бюджетных правилах	2005
Правила в денежно-кредитной сфере:	
Таргетирование инфляции	2010
Либерализация счета капитальных операций	2006
Правила в структурной сфере:	
Вступление в ВТО	II пол. 2007

Источник: Deutsche UFG

Незавершенное дело Путина: административная реформа

- Задача удвоения ВВП остается в силе...
- ... однако с 1990-х гг. удалось удвоить лишь число чиновников.

Численность госчиновников, тыс.



Источник: Росстат

Прогноз на 2007 г.

Ключевые факторы для макроэкономики в 2007 г.:

- Стимулирование инвестиций: Инвестфонд, Венчурный фонд, ОЭЗ, Национальные проекты
- Принятие законов, регулирующие доступ нерезидентов в стратегические отрасли, и закона о недрах
- Вступление в ВТО
- Рационализация проведения налоговых инспекций
- Переговоры с ЕС о свободной торговле
- Антикоррупционная кампания, административная реформа

Риски: ослабление бюджетной политики, вмешательство государства

Приложение 1

Важные сведения о раскрытии информации

Дополнительная информация предоставляется по требованию

Чтобы получить более подробную информацию, касающуюся рекомендаций или оценок, которые были вынесены в отношении той или иной бумаги, упомянутой в настоящем обзоре, следует обратиться к одному из последних обзоров, посвященных данной компании, либо к соответствующей странице на сайте <http://equities.research.db.com>.

Заверение аналитика

В настоящем обзоре приведены данные об акциях нескольких компаний, подготовленные группой аналитиков. Взгляды, изложенные в настоящем обзоре, в точности отражают личную точку зрения каждого нижеподписавшегося ведущего аналитика по вопросам, имеющим отношение к освещаемому им эмитенту и ценным бумагам последнего. Кроме того, нижеподписавшийся ведущий аналитик не получал и не будет получать какого-либо вознаграждения за высказанное в настоящем обзоре мнение либо вынесенную рекомендацию. Ярослав Лисоволик

Законодательно предписанное раскрытие информации

Раскрытие информации в соответствии с законами и нормативными актами США

Информация по отдельным компаниям раскрывается выше. В ней содержатся следующие сведения, требуемые в отношении анализируемых нами компаний, которые упоминаются в настоящем обзоре: выступление в роли финансового консультанта, управляющего или соуправляющего в случае текущей сделки; доля собственности 1% и выше; вознаграждение за определенные услуги; виды взаимоотношений с клиентом; управление/соуправление публичными размещениями ценных бумаг в предшествующие периоды; участие в совете директоров компании; исполнение функций маркет-мейкера и/или специалиста.

Дополнительные требования к раскрытию информации:

Право собственности и существенные конфликты интересов: DBSI запрещает аналитикам, а также подотчетным им лицам и членам их семей владеть ценными бумагами любых компаний, деятельность которых освещается данными аналитиками.

Вознаграждение аналитиков: выплачиваемое аналитикам вознаграждение частично зависит от прибыльности DBSI, которая включает доходы от инвестиционно-банковской деятельности.

Аналитик в качестве руководящего сотрудника или директора: в соответствии с политикой DBSI аналитикам, а также подотчетным им лицам и членам их семей запрещается являться руководящими сотрудниками, директорами, членами консультативного совета или работниками любых компаний, деятельность которых освещается данными аналитиками.

Присвоение рейтингов: информация о присуждении рейтингов раскрывается выше.

Таблица цен: см. выше таблицу цен, включая изменение рейтингов и прогнозов цен в предшествующие периоды. В электронном виде и в отношении группы различных компаний, анализируемых в настоящем обзоре, информация доступна на вебсайте DBSI – <http://qm.db.com>.

Дополнительное раскрытие информации в соответствии с законами и нормативными актами других стран помимо США

Ниже по странам указаны требования к раскрытию информации в дополнение к требованиям в соответствии с законами и нормативными актами США.

Вознаграждение аналитиков: выплачиваемое аналитикам вознаграждение частично зависит от прибыльности Deutsche Bank AG и его аффилированных структур, которая включает доходы от инвестиционно-банковской деятельности

Австралия: настоящий обзор и любой доступ к нему предназначены только для "оптовых клиентов", как они определяются австралийским "Законом о компаниях" (Corporations Act).

ЕС: общее описание того, как Deutsche Bank AG выявляет и не допускает конфликты интересов в Европе, содержится в нашей обнародованной политике избежания случаев конфликта интересов при осуществлении инвестиционно-аналитической деятельности.

Германия: информация, касающаяся (i) любых чистых коротких позиций, (ii) любых торговых позиций, (iii) владения пятью или более процентами акционерного капитала, представлена выше в разделе раскрытия информации по соответствующей компании. В целях предотвращения или урегулирования конфликтов интересов Deutsche Bank AG использует необходимые организационные процедуры, обеспечивающие соответствие требованиям законодательства и нормативных актов. Исполнение данных процедур обеспечивается Отделом внутреннего регулирования (Compliance-Department).

Гонконг: информация по каждой компании, раскрытие которой в связи с публикацией настоящего аналитического обзора является обязательным в соответствии с законодательством Гонконга, представлена по адресу <http://gm.db.com>. Пункт № 5 раскрытия информации касается помощников соответствующего аналитика. Пункт № 6 удовлетворяет требованию о раскрытии информации, касающейся финансовых интересов, в соответствии с параграфом 16.5(a) Кодекса поведения ("Кодекс") Комиссии по ценным бумагам и фьючерсам (SFC). Доля в размере 1% или более рассчитывается по состоянию на конец предыдущего месяца. Пункты № 7 и № 8 раскрытия информации в совокупности удовлетворяют требованию параграфа 16.5(d) Кодекса SFC о раскрытии информации об имеющихся контактах в инвестиционно-банковской среде.

Япония: информация, раскрытие которой является обязательным в соответствии с требованиями фондовых бирж Японии, Японской ассоциации дилеров ценных бумаг (Japanese Securities Dealers Association) или Japanese Securities Finance Company, представлена в разделе раскрытия информации по соответствующей компании.

Россия: информация, интерпретация и мнения, представленные в настоящем документе, не связаны с деятельностью и не являются деятельностью по оценке, требующей лицензирования на территории Российской Федерации.

Южная Африка: Издатель: Deutsche Securities (Pty) Ltd, 3 Exchange Square, 87 Maude Street, Sandton, 2196, South Africa. Автор: указан на первой странице. Все права защищены. При цитировании в качестве источника необходимо ссылаться на Deutsche Securities Research.

Турция: информация, интерпретации и рекомендации, представленные в настоящем документе, не связаны с услугами инвестиционного консультирования. Услуги инвестиционного консультирования предоставляются брокерскими фирмами, компаниями по управлению портфельными инвестициями и банками, не уполномоченными принимать депозиты, по договору оказания услуг инвестиционного консультирования, заключаемому между такими компаниями и их клиентами. Интерпретации и рекомендации, содержащиеся в настоящем документе, представляют собой личное мнение их авторов. Мнение авторов может не соответствовать вашему финансовому положению и соображениям, касающимся уровня прибыльности/рискованности инвестиций. В связи с этим результаты инвестиционных решений, принятых исключительно на основе информации, содержащейся в настоящем документе, могут отличаться от ожидаемых.

Великобритания: лицам, согласно определению Управления по финансовым услугам Великобритании (Financial Services Authority) попадающим в категорию частных клиентов, при чтении настоящего аналитического обзора следует учитывать ранее опубликованные аналитические материалы Deutsche Bank AG, посвященные компаниям, являющимся предметом настоящего аналитического обзора.

Рейтинг акций

Покупать: Ожидаемая совокупная доходность за 12 мес. (включая дивиденды) составляет 10% и более.

Держать: Ожидаемая совокупная доходность за 12 мес. (включая дивиденды) находится в диапазоне от минус 10% до 10%.

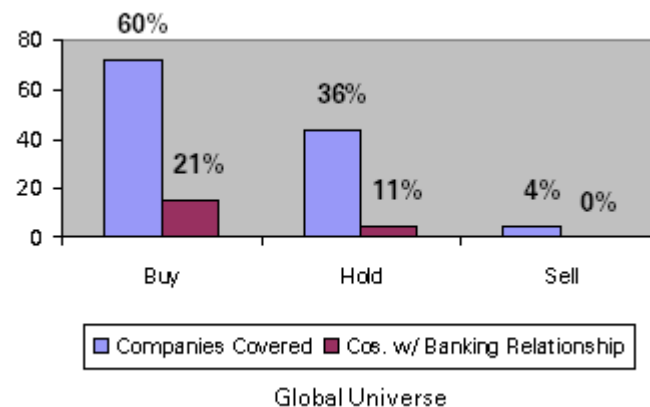
Продавать: Ожидаемая совокупная доходность за 12 мес. (включая дивиденды) составляет минус 10% и ниже.

Примечания:

1. Периодически рейтинги, приведенные в опубликованных аналитических материалах, могут выходить за рамки вышеуказанных критериев. В таком случае в публикуемом обзоре, а также на соответствующем сайте (<http://gm.db.com>) дается соответствующая информация

2. Новые аналитические рекомендации и ценовые прогнозы, фигурирующие в только что опубликованных обзорах, всегда заменяют все прежние аналогичные показатели, приведенные в ранее опубликованных обзорах.

Дисперсия рейтингов и доля компаний, ведущих бизнес с DB



Заявление об ограничении ответственности

Изложенные в настоящем документе сведения и мнения высказаны от лица Deutsche Bank AG либо аффилированной с ним организации (собирательное название – "Deutsche Bank"). Приведенная в обзоре информация, которую Deutsche Bank считает надежной, была получена из открытых источников, которые Deutsche Bank также считает надежными. За исключением сведений о Deutsche Bank, последний не несет ответственности за точность или полноту представляемой информации.

Настоящий обзор может приниматься во внимание Deutsche Bank при вынесении последним решения о покупке или продаже собственных позиций в акциях компаний, упомянутых в настоящем обзоре.

В отношении отдельных компаний фондовыми аналитиками Deutsche Bank могут выноситься краткосрочные рекомендации, идущие вразрез с действующими рекомендациями Deutsche Bank ("продавать" или "покупать"), которые относятся к более продолжительному периоду времени. Информация об этом приведена в собственной биржевой базе данных Deutsche Bank (SOLAR), доступ к которой можно получить на веб-сайте <http://gm.db.com>.

После вынесения таких краткосрочных рекомендаций аналитиками Deutsche Bank может осуществлять сделки купли-продажи акций, используя собственный счет, а также участвовать в сделках с ценными бумагами таким образом, который противоречит настоящему обзору и не согласуется с инвестиционной стратегией в отношении ценных бумаг, освещаемым в настоящем обзоре. В частности, Deutsche Bank может покупать такие ценные бумаги у клиентов или продавать их, выступая в роли принципала. Положение о раскрытии информации, касающейся конфликта интересов (в случае возникновения такого) изложено в конце настоящего обзора либо на веб-сайте Deutsche Bank <http://gm.db.com>.

Мнения, оценки и прогнозы, содержащиеся в данной публикации, отражают текущую точку зрения автора на день публикации. При этом они необязательно отражают мнение Deutsche Bank и могут быть изменены без предварительного уведомления. Deutsche Bank не берет на себя каких-либо обязательств относительно обновления, изменения или дополнения настоящей публикации или иной формы уведомления читателей в случае внесения изменений или в том случае, если впоследствии какое-либо из приведенных в данной публикации мнений, оценок и прогнозов претерпит изменения или станет неточным, за исключением случая, когда аналитическое исследование по конкретной компании изымается из обращения. Цены и доступность финансовых инструментов также могут меняться без уведомления. Настоящая публикация носит исключительно информационный характер. Она не может рассцениваться как предложение о покупке или продаже либо приглашение к предложению о покупке или продаже каких-либо финансовых инструментов или участию в определенных торговых операциях в какой-либо юрисдикции. Финансовые инструменты, обсуждаемые в настоящей публикации, необязательно приемлемы для всех инвесторов, которым следует принимать самостоятельные инвестиционные решения, при необходимости обращаясь к услугам собственных финансовых консультантов и основываясь на собственной финансовой ситуации и конкретных инвестиционных целях. В случае, когда финансовый инструмент номинирован в валюте, отличной от валюты инвестора, изменение обменных курсов может негативно сказаться на цене или стоимости данного финансового инструмента либо величине дохода, полученного от операций с его использованием; такой инвестор по умолчанию принимает на себя риск, связанный с изменением валютных курсов. Кроме того, доход от инвестиций может изменяться, а цена или стоимость финансового инструмента, описанного в настоящем материале прямо или косвенно, может как увеличиваться, так и уменьшаться. Помимо этого, следует иметь в виду, что прошлые результаты не обязательно являются индикатором будущих результатов.

В случае если иное не предусмотрено соответствующим законодательством, все транзакции должны осуществляться через подразделение Deutsche Bank, действующее на территории страны, гражданином которой является инвестор. В США настоящий обзор утверждается и/или распространяется Deutsche Bank Securities Inc., который является членом Нью-Йоркской фондовой биржи (NYSE), Национальной ассоциации дилеров ценных бумаг (NASD), Национальной фьючерсной ассоциации (NFA) и Корпорации по защите прав инвесторов в ценные бумаги (SIPC). В Германии настоящий обзор утверждается и/или распространяется Deutsche Bank AG Frankfurt, уполномоченным Федеральным управлением по контролю на рынке финансовых услуг (Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht). В Великобритании настоящий обзор утверждается и/или распространяется Deutsche Bank AG London, который является членом Лондонской фондовой биржи, регулируется с точки зрения ведения инвестиционной деятельности в Великобритании Управлением по финансовым услугам и уполномочен Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin). Распространителями настоящего обзора выступают в Гонконге – гонконгское отделение Deutsche Bank AG, в Корее – Deutsche Securities Korea Co., в Сингапуре – сингапурское отделение Deutsche Bank AG. В Японии настоящий обзор утверждается и/или распространяется Deutsche Securities Inc. Содержащаяся в обзоре информация не представляет собой инвестиционные рекомендации. В Австралии розничным клиентам следует получить "Раскрытие информации о продукте" (Product Disclosure Statement) в отношении любого финансового продукта, упоминаемого в настоящем обзоре, и ознакомиться с указанным документом до принятия решения о приобретении данного продукта. Deutsche Bank AG Johannesburg зарегистрирована в Федеративной Республике Германия (регистрационный номер филиала в Южной Африке: 1998/003298/10). **Дополнительная информация относительно ценных бумаг, других финансовых продуктов или затронутых в данном обзоре эмитентов предоставляется по требованию.** Перепечатка, распространение или публикация настоящего обзора запрещены без предварительного письменного согласия Deutsche Bank. При цитировании просим ссылаться на источник.