



## Сентябрь: прохладная осень 2010

**Содержание:**

Опережающие индикаторы	2
Текущее состояние экономики	3
Приложения:	
Состояние мировой экономики	5
Товарные рынки	6
Денежные и долговые рынки	7
Фондовые рынки	8

- ▶ Российской экономике удалось пережить август без потрясений, однако ряд наметившихся в июле тенденций мог продолжиться и в завершившемся месяце. В частности, в июле появились признаки замедления экономической активности (в сфере занятости, а также в инвестиционной деятельности), что может негативно сказаться на динамике показателей реального сектора.
- ▶ Однако резкого торможения процесса восстановления пока не произошло. Оборот розничной торговли в июле вырос на 6,6% г/г на фоне увеличения реальных располагаемых доходов на 5,2% г/г. При этом предельная склонность к сбережению сократилась до 19,3% после достижения пика на уровне 20,0% в начале текущего года (сезонно сглаженные данные), что указывает на повышение оптимизма среди потребителей.
- ▶ Объем вложений в основной капитал за 7 месяцев текущего года увеличился всего на 1,3% г/г после просадки на 16,2% по итогам прошлого года, что указывает на слабость инвестиционного спроса. С исключением сезонных факторов можно сделать вывод лишь о некоторой стабилизации показателя на уровне середины 2007 г. Это может стать препятствием для долгосрочного роста экономики.
- ▶ В то же время хотя некоторые предприятия указывают на рост доступности кредитов, минимальная ставка, под которую банки готовы выдавать ссуды, в июле в среднем составила 13,6% (согласно оценкам ИЭПП), что существенно превышает официальную статистику ЦБ (10,5% в июле). Отметим также, что динамика роста кредитного портфеля в июле замедлилась.
- ▶ На основе сложившихся и перспективных тенденций, а также анализа факторов, которые могут оказать влияние на ситуацию, мы полагаем, что:

**Основные экономические показатели в сентябре**

Индикатор	Сентябрь 2010П	2010П	
		МЭР *	ДАРК ГПБ
<b>Реальный сектор</b>			
ВВП, г/г	-	4,0%	4,1%
Индекс пром. производства, г/г	7,9%	7,6%	2,7%
Инвестиции в основной капитал, г/г	1,4%	2,5%	2,5%
Оборот розничной торговли, г/г	7,2%	4,4%	-
<b>Частный сектор</b>			
Реальные доходы населения, г/г	9,0%	3,0%	3,5%
Начисленная заработная плата, руб.	-	19 975	19 710
<b>Внеэкономический сектор</b>			
Торговый баланс, млрд долл.	11,5	139,0	163,0
Средняя цена на нефть (Urals), долл./баррель	75	76	72
<b>Финансовый сектор</b>			
Индекс РТС, пунктов	1360-1400	-	1500
<b>Обменный курс, уровень ставок и инфляция</b>			
Инфляция (индекс потребительских цен), г/г	7,0%	7,0-8,0%	7,5%
Ставка рефинансирования	7,75%	-	7,75%
Стоимость бивалютной корзины, руб.	34,0-34,6	-	34,3
Курс рубля, руб./долл. США (ср.)	30,5	30,4	30,8

(«-») прогноз отсутствует;  
\* последний доступный прогноз

Источник: Минэкономразвития, прогнозы ГПБ.

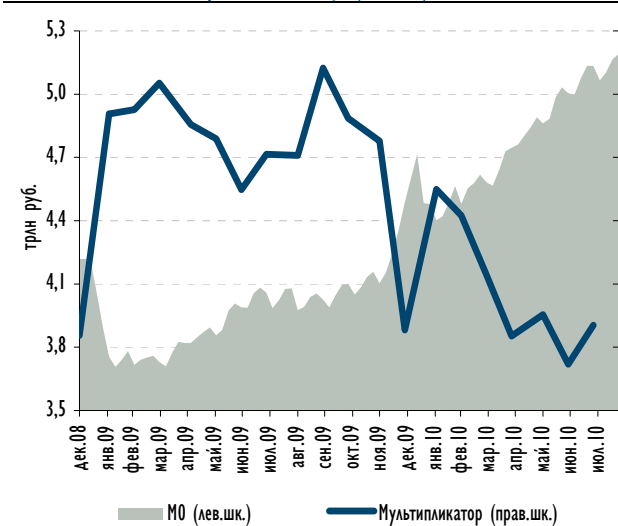
- ♦ Позитивная динамика оборота розничной торговли, вероятно, сохранится. Ускорение инфляции в течение первых недель месяца является косвенным свидетельством высокого спроса на отдельные категории товаров, а рост инфляционных ожиданий будет способствовать сохранению высокой активности потребителей в сентябре. Розничный оборот, по нашим оценкам, вырастет на 7,2%. При этом мы ожидаем дальнейшего ускорения инфляции: на ценах начнут сказываться непосредственные последствия засухи. Таким образом, ИПЦ в сентябре может увеличиться на 7,0% г/г. Однако повышения ставки рефинансирования ЦБ в текущих условиях мы не ожидаем.
- ♦ Замедление динамики промышленного производства в июле отчасти вызвано кратковременным всплеском в соответствующем месяце прошлого года; в августе – сентябре, вероятно, темпы роста вернуться на уровень 0,2–0,5% м/м. Таким образом, мы ожидаем прирост выпуска отраслями российской промышленности на уровне 7,9% г/г по итогам сентября.
- ♦ Сохранение неопределенности относительно темпов восстановления мировой экономики, вероятно, продолжит оказывать давление на стоимость энергоносителей, однако, учитывая высокую сопротивляемость последних к негативным новостям, мы не ожидаем долгосрочной просадки ниже уровня 75 долл. за баррель марки Urals. Стоимость бивалютной корзины в сентябре будет находиться в диапазоне 34,0-34,6 руб.; доллар США при этом составит 30,0-30,8 руб.



## Опережающие индикаторы

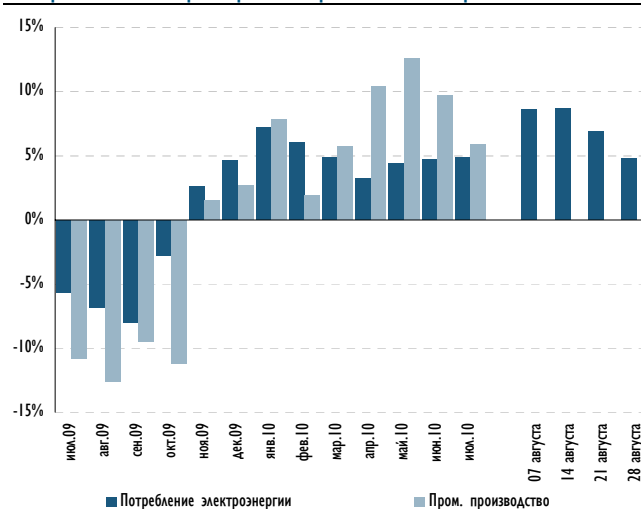
- ▶ В сфере кредитования наблюдается смешанная динамика индикаторов. Сбербанк РФ после локального всплеска активности в июне, в июле вновь сократил объем выданных кредитов до майского уровня (чуть более 300 млрд руб.). В августе негативная динамика сохранилась: за первые три недели месяца объем выданных ссуд сократился на 12,8% по сравнению с соответствующим периодом июля.
- ▶ В то же время темпы роста денежной базы (в узком определении индикатор увеличился на 1,1% с начала августа и на 2,5% по итогам июля) несколько снизились, однако это не сопровождалось замедлением динамики денежного предложения. Напротив, значение денежного мультипликатора в июле поднялось до 2,43х после сокращения до минимального уровня с августа 2007 г.
- ▶ Согласно оценкам ИЭПП, индекс промышленного оптимизма в июле восстановился после резкой просадки в июне текущего года и составил 6,3 п., что свидетельствует о преобладании оптимизма среди производителей. Тем не менее, отдельные компоненты индекса (в частности, оценки потенциала спроса и уровня запасов готовой продукции) демонстрируют высокую волатильность, в связи с чем делать выводы о стабилизации и восстановлении экономической активности пока преждевременно.
- ▶ Потребление э/э в июле увеличилось на 4,9% г/г, к уровню предыдущего месяца – на 1,8%. Рост потребления продолжился и в августе: по состоянию на 29 число показатель вырос на 6,7% г/г и на 1,5% по отношению к соответствующему периоду июля. Отметим, что частично рост потребления был обусловлен аномально жаркой погодой в России. При этом корреляция между потреблением э/э и объемом промышленного производства в январе – июле 2010 г. оказалась отрицательной, в то время как ранее показатель находился в положительной зоне.

### Денежная база и мультипликатор (M2/M0)



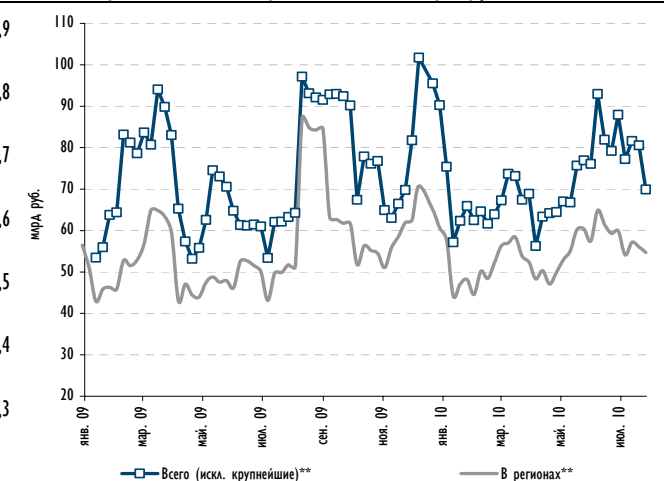
Источник: Банк России, расчеты ГПБ

### Потребление электроэнергии и промышленное производство, % г/г



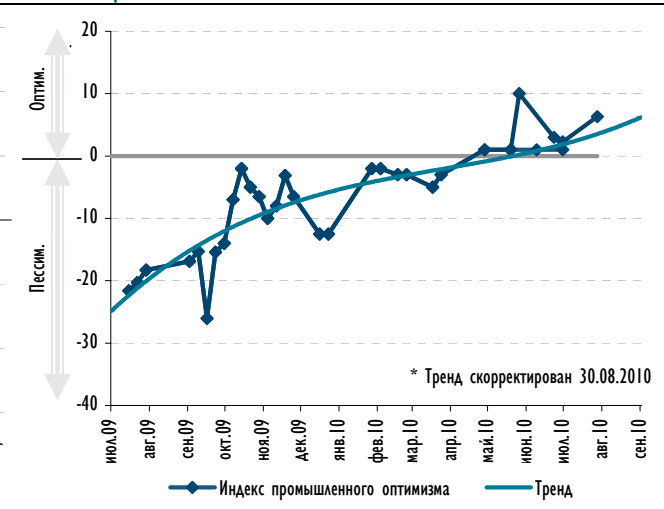
Источник: Системный оператор ЕЭС, Росстат

### Объем кредитования Сбербанком РФ\*, млрд руб.

\* за неделю;  
\*\* усреднено за 4 недели

Источник: Сбербанк, расчеты ГПБ

### Индекс промышленного оптимизма



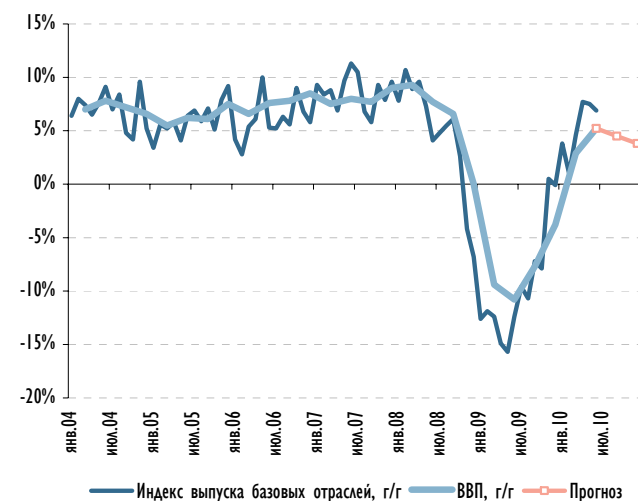
Источник: ИЭПП



## Текущее состояние экономики

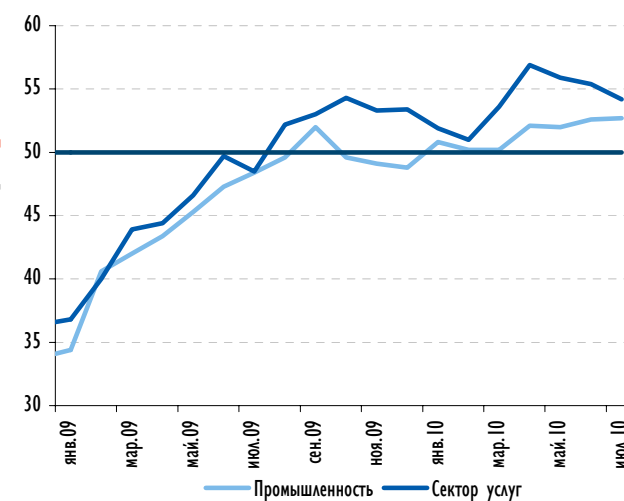
- ▶ Индекс уверенности производителей промышленной продукции в июле вырос до 52,7 п., обновив максимум с апреля 2008 г., что свидетельствует об увеличении экономической активности. Однако официальная статистика по объему промышленного производства в июле продемонстрировала замедление до 5,9% г/г.
- ▶ Согласно уточненному прогнозу МЭР, выпуск продукции российской промышленности в 2010 г. увеличится на 7,6%. Прогноз по ВВП при этом остался неизменным – на уровне 4,0%. Подобная дивергенция в динамике ВВП и показателей промышленности, вероятно, обусловлена сменой методологии подсчета последних.
- ▶ Согласно оценке Минэкономразвития, динамика ВВП в июле замедлилась: индикатор вырос на 2,5% г/г после увеличения на 4,9% г/г месяцем ранее (с исключением сезонной составляющей в июле наблюдался спад на 0,3% м/м после роста на 0,3% м/м в июне). Мы ожидаем, что данная тенденция сохранится в третьем и четвертом кварталах текущего года.
- ▶ За 6 месяцев 2010 г. сальдо внешней торговли РФ составило 85,6 млрд дол., почти в 2 раза превысив аналогичный показатель прошлого года. Учитывая то, что цены на нефть на протяжении последних двух месяцев колебались в коридоре 70-80 дол. за баррель (WTI), профицит сальдо внешней торговли стабилизировался на уровне 12,5 млрд дол. Хотя потенциал роста экспорта, на наш взгляд, ограничен, запас прочности остается высоким.
- ▶ Стоимость бивалютной корзины с начала августа практически не изменилась (+0,2%). Это было обусловлено укреплением рубля по отношению к евро (на 1,1%) и компенсирующим ослаблением по отношению к евро (на 1,6%). При сохранении значения индикатора в коридоре 33,4-36,4 ЦБ не будет проводить активные интервенции.

### Выпуск базовых отраслей и ВВП РФ в 2004 – 2009 гг.



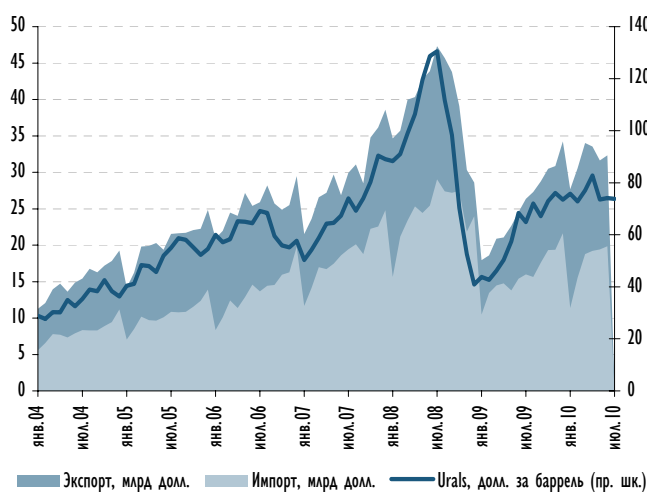
Источник: Росстат

### Индексы уверенности производителей в РФ, пунктов



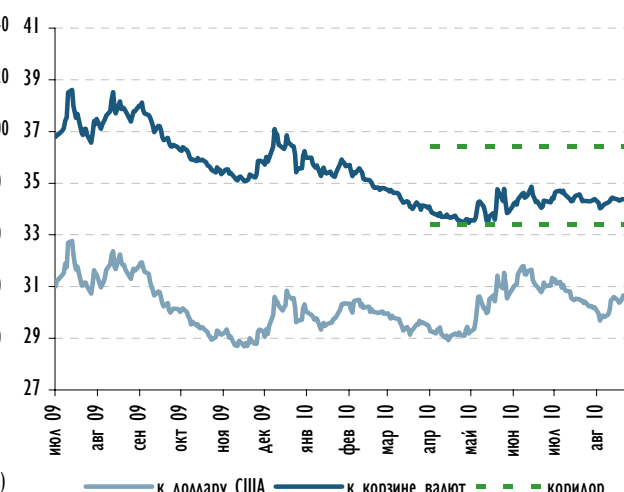
Источник: Bloomberg

### Сальдо торгового баланса РФ и цены на нефть



Источник: Bloomberg, Банк России

### Динамика стоимости рубля

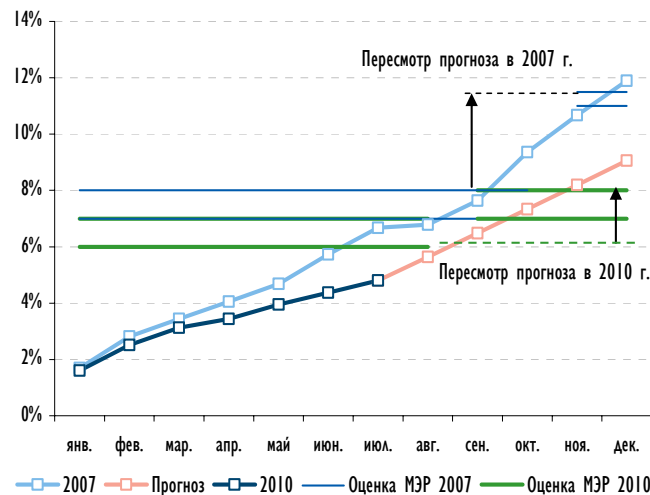


Источник: Bloomberg



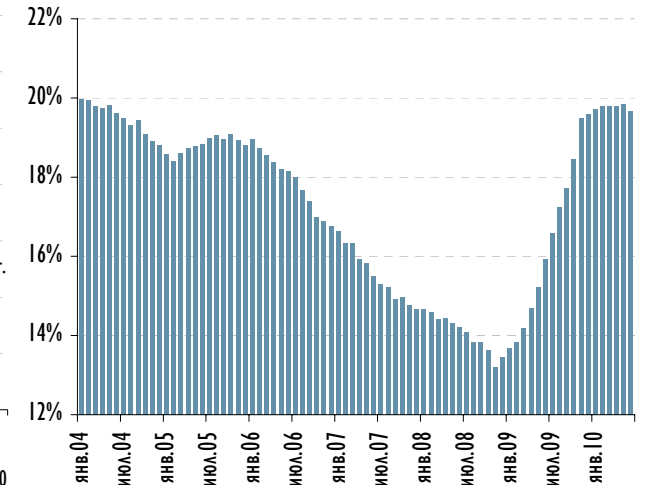
- Хотя по итогам июля инфляция еще продолжала сокращаться благодаря действию эффекта высокой базы, в августе не произошло сезонного замедления темпов роста цен. Напротив, с 1 по 23 августа ИПЦ увеличился на 0,6%, в то время как с апреля по июль среднемесячный прирост показателя составлял 0,4%. Таким образом, с начала года цены прибавили 5,4%, в связи с чем МЭР было вынуждено поднять прогноз инфляции на текущий год с 6–7% до 7–8%. Мы ожидаем, что помимо объективных факторов (засуха) ускорить рост цен могут инфляционные ожидания населения. Однако учитывая немонетарный характер инфляции, ЦБ вряд ли начнет повышать уровень ставок до конца текущего года.
- Позитивным сигналом является, на наш взгляд, прекращение роста предельной склонности к сбережению. На фоне ускорения темпов роста потребительских доходов до 5,2% г/г следует ожидать умеренного восстановления спроса. На это указывает также динамика оборота розничной торговли: индикатор в июле увеличился на 6,6%. Настораживающим сигналом является повышение уровня безработицы до 7,0% в июле после снижения до 6,8% месяцем ранее.
- На российском фондовом рынке в августе преобладали продажи: индекс ММВБ потерял 4,4%, РТС просел на 6,7%. Негативный внешний фон и рост опасений относительно перспектив восстановления мировой экономики способствовал снижению аппетита к риску. Отметим также, что наметилась тенденция перетока средств из акций в облигации: за неделю, завершившуюся 25 августа, из фондов, инвестирующих в акции, по всему миру было выведено 7,1 млрд долл. Одновременно был зафиксирован приток средств в фонды, инвестирующие в облигации (5,2 млрд долл.).
- На российском рынке активизировались размещения ОФЗ. Однако спрос на данный инструмент в отсутствие премии был невысоким.

### Динамика инфляции и официальные прогнозы показателя



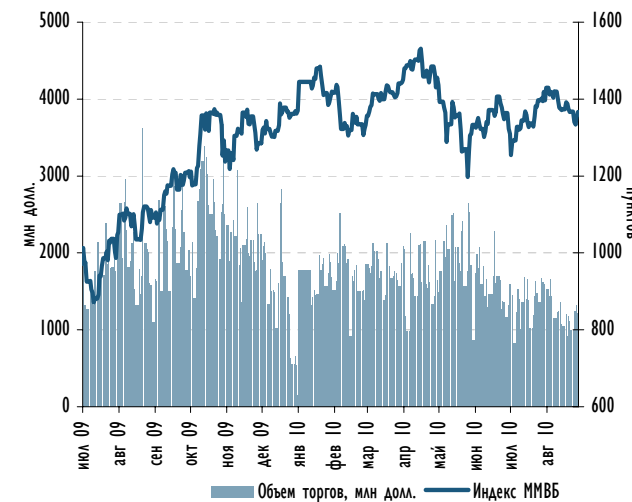
Источник: Росстат, Минэкономразвития, расчеты ГПБ

### Динамика предельной склонности к сбережению, % от доходов



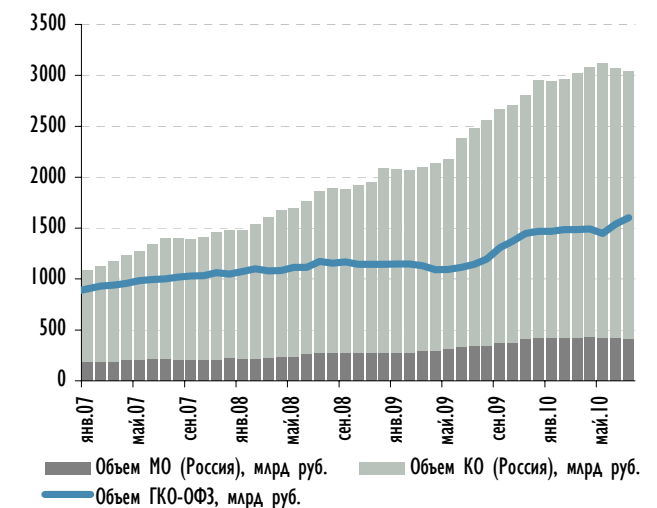
Источник: Росстат, Банк России

### Динамика фондового рынка РФ



Источник: Bloomberg

### Объем рынка облигаций по номиналу



Источник: Сbonds

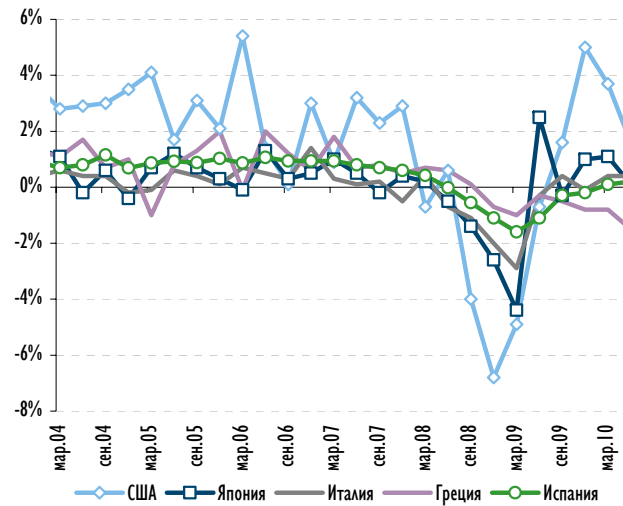


## Приложения:

### 1. Состояние экономики в ключевых зарубежных странах

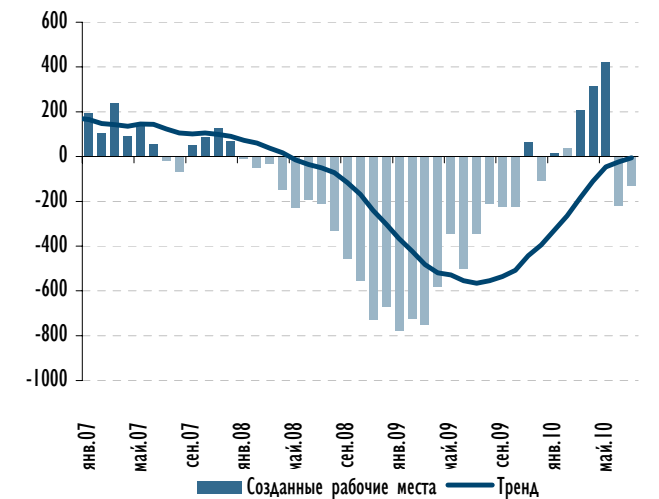
- Согласно уточненным оценкам, ВВП США во втором квартале вырос на 1,6% вместо ранее прогнозирувшихся 2,4%. Пересмотр значения был обусловлен преимущественно спадом в секторе строительства и напряженностью на рынке труда. Резкое замедление темпов роста наблюдалось также в Японии (до 0,1% кв/кв).
- При этом глава ФРС Б. Бернанке на встрече с представителями региональных резервных банков заявил о готовности оказывать дополнительную поддержку экономике. Речь, в частности, шла о продолжении выкупа активов с рынка, а также о понижении ставок по депозитам в ЦБ с целью стимулирования кредитования. Хотя в целом это является позитивным сигналом для рынка, риски, связанные с отказом от данных мер в будущем, сохраняются.
- ВВП еврозоны по итогам второго квартала вырос на 1,7% г/г. Тем не менее, динамика показателей в отдельных странах значительно отличается. Основным драйвером роста остается Германия (+2,2% г/г), в то время как на периферии валютного союза продолжается стагнация.
- При этом аппетит инвесторов к риску остается невысоким. Об этом свидетельствует как высокая волатильность валютных курсов (амплитуда колебаний пары евро/доллар в августе составила 1,26-1,33), так и рост долгосрочных CDS (5 лет) на суверенные облигации стран региона.
- Китай, на который по-прежнему возлагаются большие надежды как на основной драйвер мировой экономики, заставил инвесторов поволноваться: темпы роста ВВП во втором квартале немного замедлились (до 10,3% г/г с 11,9% г/г в первом квартале). Тем не менее, подобная динамика показателей реального сектора, вероятно, будет способствовать переносу введения сдерживающих мер денежно-кредитной политики в стране.

#### Сравнительная динамика темпов роста ВВП, % кв/кв



Источник: Bloomberg

#### Индикаторы ситуации на рынке труда в США



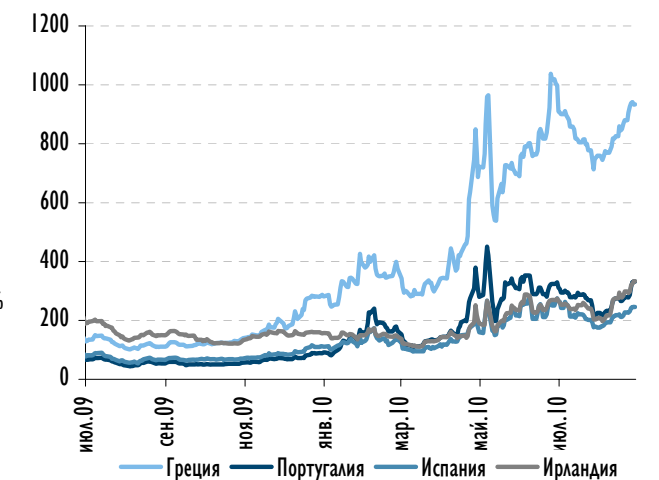
Источник: Bloomberg, расчеты Газпромбанка

#### Динамика курса евро/доллар



Источник: Bloomberg, расчеты Газпромбанка

#### Динамика CDS (5лет) на облигации стран еврозоны



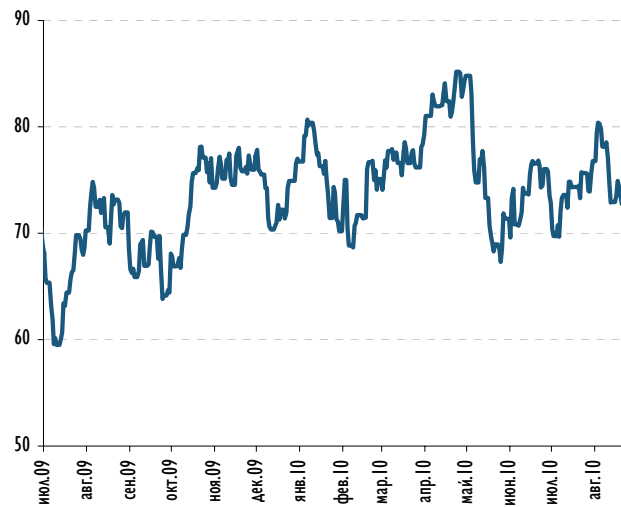
Источник: Bloomberg



## 2. Товарные рынки

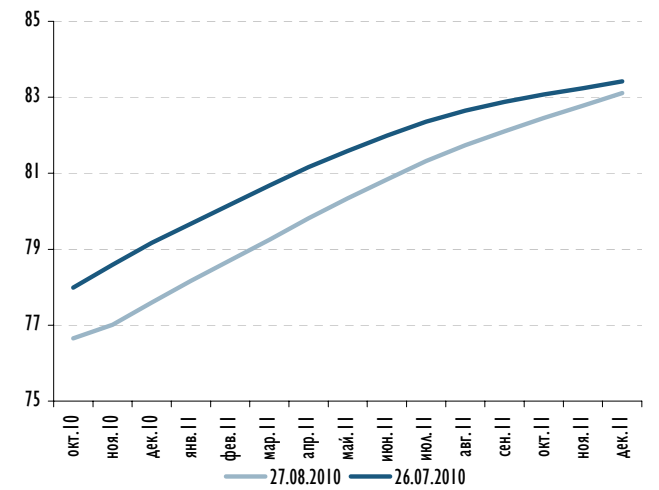
- Котировки сырьевых товаров в августе колебались в широком диапазоне на фоне смешанной макроэкономической статистики. Тем не менее, данные по индексу уверенности производителей в Китае свидетельствуют об увеличении экономической активности, что может оказать некоторую поддержку сырьевым площадкам.
- Нефтяные котировки в августе находились в диапазоне 70–80 долл. за баррель марки Urals, при этом после достижения в начале месяца локального максимума на уровне 80,4 долл. за баррель на рынке преобладала тенденция к снижению. Аналогичная динамика наблюдалась и на рынках базовых металлов: индекс цен опустился почти на 5,0% с максимума в начале месяца. Тем не менее, котировки фьючерсов на металлы за месяц продемонстрировали умеренный подъем, что указывает на оптимизм среди инвесторов.
- Отметим, что кривая фьючерсов на нефть опустилась в среднем на 1,1 долл. за баррель (на 0,3-1,6 долл. в зависимости от дюрации контракта), что свидетельствует о более умеренных ожиданиях относительно динамики стоимости энергоносителей. Однако просадка произошла, прежде всего, за счет переоценки краткосрочных прогнозов, в то время как на длинном конце кривой котировки изменились незначительно.
- Индикаторы мировой торговли тем временем демонстрируют повышательную динамику. Стоимость фрахта судов, согласно динамике индекса Baltic Dry, с начала августа чуть менее 40% на фоне роста спроса на уголь и железную руду. При этом коррекция последних нескольких дней, по всей видимости, была обусловлена увеличением количества доступных судов, а не уменьшением спроса на перевалочные грузы.

Динамика цен на нефть марки Urals, долл. за баррель



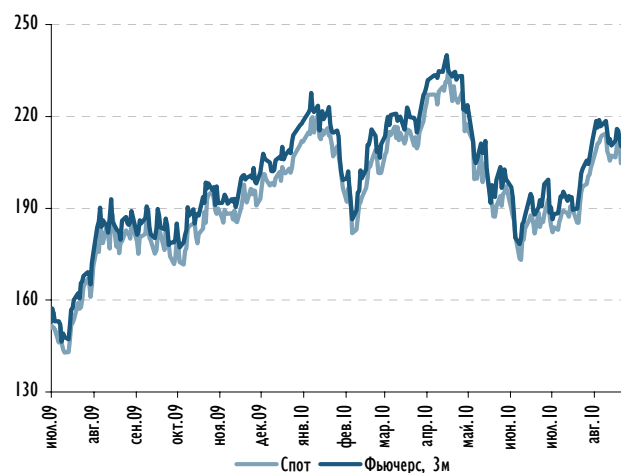
Источник: Bloomberg

Фьючерсы на нефть марки Brent, долл. за баррель



Источник: Bloomberg

Индексы цен на базовые металлы (пунктов)



Источник: Bloomberg

Стоимость фрахта судов (Baltic Dry Index), пунктов



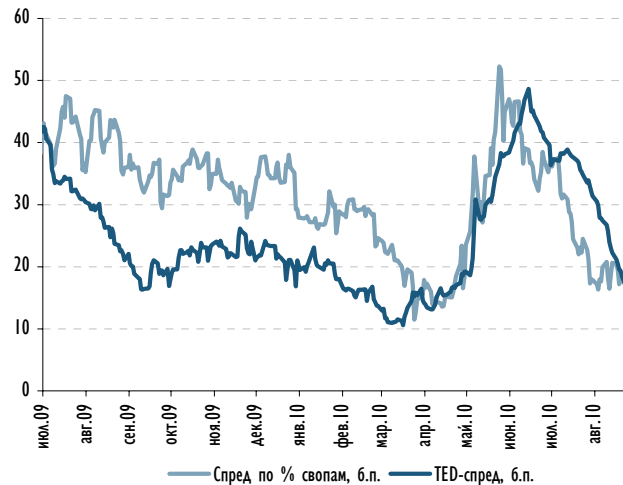
Источник: Bloomberg



### 3. Денежные и долговые рынки

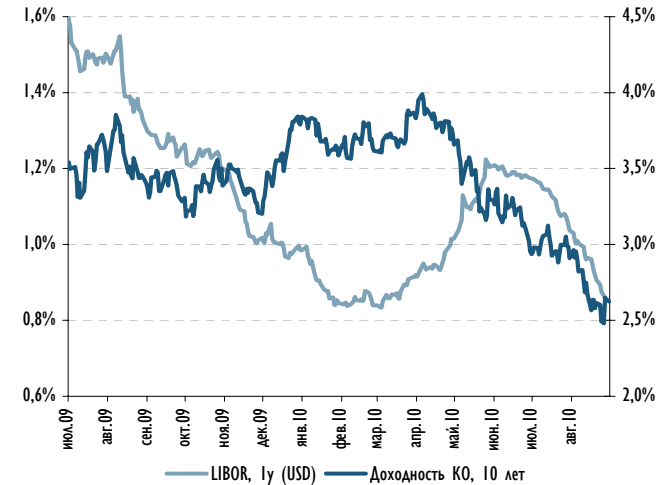
- ▶ На мировых денежных рынках наблюдается смешанная динамика индикаторов. Так, продолжающееся снижение доходностей КО США (10 лет) обусловлено увеличением спроса со стороны инвесторов, не склонных к риску в условиях высокой неопределенности перспектив мировой экономики. Кроме того, снижению ставок способствовали заявления ФРС о готовности покупать КО, поддерживая сумму активов на балансе на постоянном уровне.
- ▶ В то же время динамика ключевых спредов денежного рынка, а также ставок МБК указывает на снижение премии за риск контрагента. Так, TED-спред с начала августа сократился более чем в 2 раза, опустившись ниже 15 б. п., годовой LIBOR в долларах США снизился на 18 б. п.
- ▶ Спред EMBI+ колебался в диапазоне 263–293 п. к доходности КО, однако по итогам месяца практически не изменился, что свидетельствует об отсутствии единой стратегии у инвесторов на развивающихся рынках. Тем не менее, восстановление спреда до уровня 283 п. к концу августа указывает на неготовность игроков активно вкладываться в облигации развивающихся рынков.
- ▶ Ситуация на российском денежном рынке остается достаточно благоприятной. В течение августа банки накапливали запас прочности в виде остатков на корсчетах и депозитах в ЦБ. Кратковременная просадка произошла только в конце месяца в связи с перечислением налоговых выплат в бюджет, однако даже тогда сумма средств на счетах не опускалась ниже 1,0 трлн руб. при этом стоимость заимствования на рынке МБК оставалась практически неизменной: трехмесячная индикативная ставка MOSPRIME находится вблизи отметки в 3,75%, стоимость заимствования о/п лишь незначительно превышает ставку по депозитам в ЦБ, что указывает на практически полное отсутствие премии за риск контрагента.

Динамика ключевых спредов денежного рынка



Источник: Bloomberg

Ставка LIBOR (1 год) и доходность КО США (10 лет)



Источник: Bloomberg

Спред EMBI+



Источник: Reuters

Динамика оценок кредитного качества суверенного долга РФ



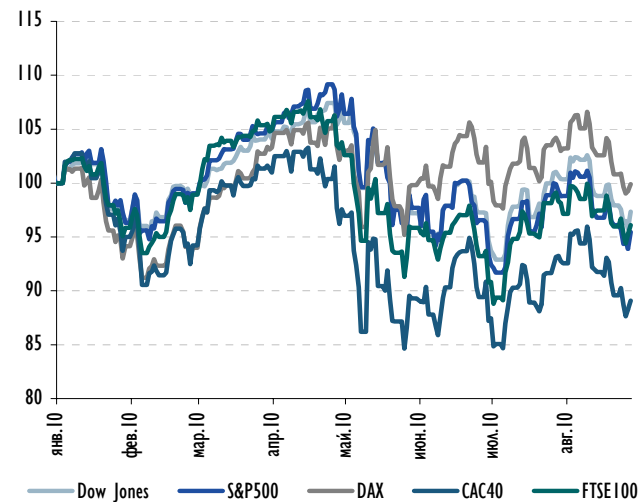
Источник: Bloomberg



## 4. Фондовые рынки

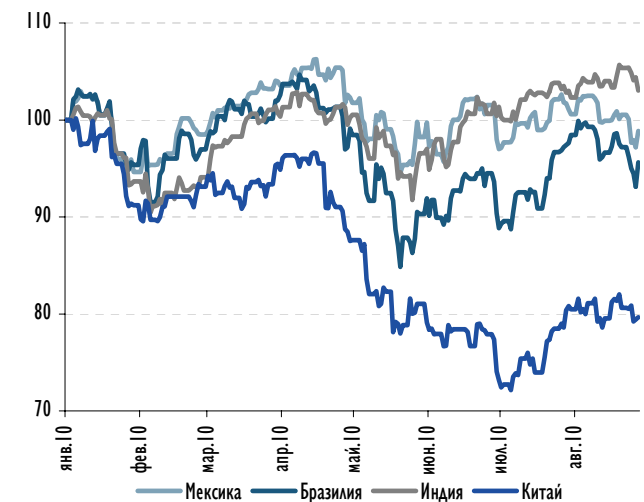
- В августе на большинстве фондовых площадок преобладали продажи. Ключевые индексы развитых стран с начала месяца просели более чем на 3,0%, частично растеряв подъем предыдущего месяца. На развивающихся рынках снижение оказалось менее масштабным (в среднем от 1,0% до 2,5%): акции региона выглядели сравнительно более привлекательными на фоне слабой макроэкономической статистики из США.
- Акции финансовых компаний в августе демонстрировали динамику хуже рынка. После уверенной динамики июля (когда поддержку котировкам оказали результаты стресс-тестирования европейских банков) инвесторы предпочли зафиксировать прибыль на фоне высокой неопределенности макропараметров и рисков ужесточения финансового регулирования. В США индекс банковских акций просел на 11,5%, в Европе – на 5,2%.
- Волатильность котировок в августе вновь начала несколько повышаться, согласно динамике индекса VIX, который за месяц вырос на 11%. Это указывает на расхождение участников рынка в своих оценках его дальнейшей динамики.

Динамика фондовых индексов развитых рынков, июн.09=100



Источник: Bloomberg

Динамика индексов развивающихся стран, июн.09=100



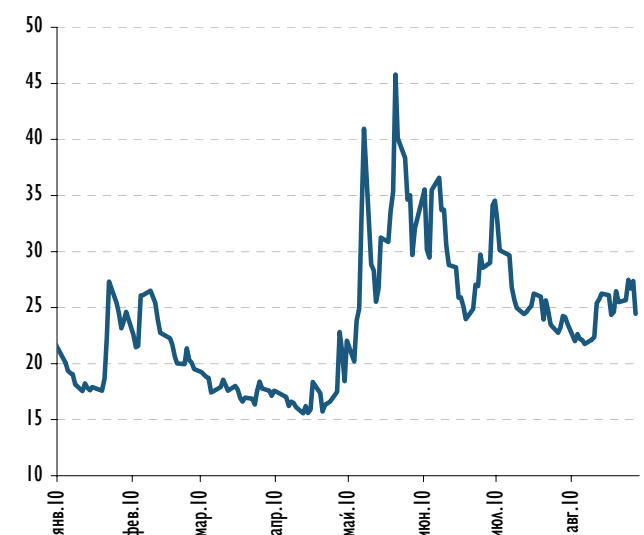
Источник: Bloomberg, расчеты ГПБ

Динамика стоимости банковских акций, дек.08=100



Источник: Bloomberg, расчеты ГПБ

Индекс волатильности (VIX)



Источник: Bloomberg



## Газпромбанк

117420, г. Москва, ул. Наметкина, 16, стр. 1  
(Офис: ул. Новочеремушкинская, 63)

### Департамент анализа рыночной конъюнктуры

**Андрей Богданов**  
начальник департамента  
+7 (495) 988 23 44

Andrei.Bogdanov@gazprombank.ru

#### Стратегия на фондовом рынке

**Андрей Богданов**  
**Анна Богдюкевич**  
+7 (495) 983 18 00 доб. 54085

#### Долговой рынок

**Алексей Дёмкин, CFA**  
+7 (495) 980 43 10  
**Яков Яковлев**  
+7 (495) 988 24 92  
**Юрий Тулинов**  
+7 (495) 913 74 74 доб. 2 14 17

#### Банковский сектор

**Андрей Клапко**  
+7 (495) 983 18 00 доб. 21401  
**Макроэкономика**  
**Анна Богдюкевич**  
+7 (495) 983 18 00 доб. 54085

#### Телекоммуникации и медиа

**Андрей Богданов**  
+7 (495) 988 23 44  
**Анна Курбатова**  
+7 (495) 913 78 85  
**Транспорт и машиностроение**  
**Алексей Астапов**  
+7 (495) 428 49 33

#### Нефть и газ

**Иван Хромушин**  
+7 (495) 980 43 89

#### Потребительский сектор

**Рустам Шихахмедов**  
+7 (495) 428 50 69

#### Металлургия

**Сергей Канин**  
+7 (495) 988 24 06

#### Электроэнергетика

**Дмитрий Котляров**  
+7 (495) 913 78 26

#### Химическая промышленность

**Алексей Астапов**  
+7 (495) 428 49 33

#### Редакторская группа

**Татьяна Курносенко**  
+7 (495) 983 18 00 доб. 54084  
**Юлия Мельникова**  
+7 (495) 980 43 81

### Департамент инструментов долгового рынка

**Павел Исаев**  
начальник департамента  
+7 (495) 980 41 34  
Pavel.Isaev@gazprombank.ru

#### Управление рынков заемного капитала

**Игорь Ешков**  
начальник управления  
+7 (495) 913 74 44

#### Управление торговли и продаж долговых инструментов

**Андрей Миронов**  
начальник управления  
+7 (495) 428 23 66

#### Продажи

**Илья Ремизов**  
+7 (495) 983 18 80  
**Дмитрий Кузнецов**  
+7 (495) 428 49 80**Вера Ярышкина**  
+7 (495) 980 41 82

#### Трейдинг

**Елена Капица**  
+7 (495) 988 23 73  
**Дмитрий Рябчук**  
+7 (495) 719 17 74

### Департамент рынков фондового капитала

**Максим Шашенков**  
начальник департамента  
+7 (495) 988 23 24  
Maxim.Shashenkov@gazprombank.ru

#### Управление торговли и продаж инструментов фондового рынка

#### Продажи

**Константин Шалшаров**  
директор  
+7 (495) 983 18 11**Евгений Терещенко**  
+7 (495) 988 24 10  
**Мария Братчикова**  
+7 (495) 988 24 03**Артем Спасский**  
+7 (495) 989 91 20**Светлана Голодинкина**  
+7 (495) 988 23 75

#### Управление рынков фондового капитала

**Виталий Зархин**  
директор  
+7 (495) 988 24 48

#### Трейдинг

**Валерий Левит**  
директор  
+7 (495) 988 24 11**Андрей Чичерин**  
директор  
+7 (495) 983 19 14

#### Управление биржевых интернет-операций

**Максим Малетин**  
начальник управления  
+7 (495) 983 18 59

### Copyright © 2003 — 2010. «Газпромбанк» (Открытое акционерное общество). Все права защищены

Данный отчет подготовлен аналитиками «Газпромбанка» (Открытого акционерного общества) (далее — ГПБ (ОАО)) на основе публичных источников, заслуживающих, на наш взгляд, доверия, однако проверка представленных в этих источниках данных нами не проводилась. За исключением информации, касающейся непосредственно ГПБ (ОАО), последний не несет ответственности за точность и полноту информации, содержащейся в отчете. Представленные в отчете мнения и суждения отражают только личную точку зрения аналитиков относительно описываемых событий и анализируемых ситуаций. Они не обязательно отражают мнение ГПБ (ОАО) и могут изменяться без предупреждения, в том числе в связи с появлением новых корпоративных и рыночных данных. ГПБ (ОАО) не обязан обновлять, изменять или дополнять данный отчет или уведомлять кого-либо об этом. Финансовые инструменты, упоминаемые в данном отчете, могут быть не подходящими инструментами инвестирования для определенных инвесторов. Отчет не может являться единственным основанием для принятия инвестиционных решений. Инвесторы должны принимать инвестиционные решения самостоятельно, привлекая для этих целей собственных независимых консультантов, если сочтут это необходимым, и руководствоваться интересами и задачами. Авторы не берут на себя ответственность за действия, предпринятые на основе изложенной в этом отчете информации. Информация, содержащаяся в данном отчете или приложениях к нему, не является предложением об оказании услуг, не может рассматриваться как оферта, приглашение делать коммерческие предложения или реклама, если иное прямо не указано в настоящем отчете или приложениях к нему.