



## Август 2010: хрупкое равновесие

**Содержание:**

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

**Основные экономические показатели в августе**

Индикатор	Август 2010П	2010П	
		МЭР **	ДАРК ГПБ*
<b>Реальный сектор</b>			
ВВП, г/г	-	4,0%	4,0%
Индекс пром. производства, г/г	7,7%	2,5%	2,7%
Инвестиции в основной капитал, г/г	6,5%	2,9%	2,5%
Оборот розничной торговли, г/г	6,5%	4,4%	-
<b>Частный сектор</b>			
Реальные доходы населения***, м/м	9,0%	3,0%	3,5%
Начисленная заработная плата, руб.	-	19 975	19 710
<b>Внешнеэкономический сектор</b>			
Торговый баланс, млрд дол.	10,0	102,0	163,0
Средняя цена на нефть (Urals), долл./баррель	70	76	72
<b>Финансовый сектор</b>			
Индекс РТС, пунктов	1450-1550	-	1850
<b>Обменный курс, уровень ставок и инфляция</b>			
Инфляция (индекс потребительских цен), г/г	5,9%	6,0-7,0%	7,5%
Ставка рефинансирования	7,75%	-	7,75%
Стоимость бивалютной корзины, руб.	34,0-35,0	-	33,4
Курс рубля, руб./долл. США (ср.)	30,5	28,3	28,2

«(-) прогноз отсутствует;

\* прогноз от 30/12/2009;

\*\* уточненные параметры от 30/04/2010;

\*\*\* - по итогам года приведены годовые темпы роста

Источник: Минэкономразвития, прогнозы ГПБ

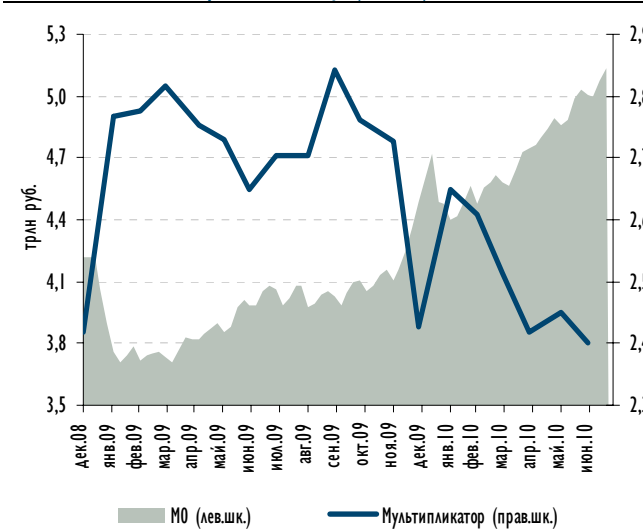
- ▶ Август традиционно является самым сложным месяцем для российской экономики с точки зрения возникновения негативных шоков. Способны ли российские рынки пережить «кризисный» месяц без потрясений? Данные о состоянии реального сектора РФ указывают на восстановление экономической активности, однако ряд опережающих индикаторов, а также слабая статистика из-за рубежа свидетельствуют о хрупкости установившегося равновесия.
- ▶ Отметим также, что аномально жаркая погода угрожает урожаю сельскохозяйственных культур, что может привести к резкому скачку цен на продовольственные товары. В результате, могут существенно возрасти инфляционные риски.
- ▶ Индикаторы потребительского спроса в июне продемонстрировали признаки стабилизации: оборот розничной торговли увеличился на 5,8% г/г, однако реальные располагаемые доходы замедлились до +1,4%. В то же время снижение уровня безработицы способно позитивно повлиять на настроения потребителей. Интерпретация данных по объему инвестиций в основной капитал (+7,4% г/г в июне) усложняется наличием эффекта низкой базы прошлого года, однако с исключением сезонности можно сделать вывод лишь о стабилизации показателя на уровне середины 2007 г.
- ▶ Текущие и опережающие индикаторы состояния банков и финансовых компаний свидетельствуют о том, что ситуация в целом остается стабильной. Так, спрос на инструменты рефинансирования ЦБ продолжает снижаться, что выражается в сокращении уровня задолженности банков перед ЦБ, однако не сопровождается повышением ставок МБК. Тем не менее, объемы кредитования реального сектора продолжают стагнировать, а потенциал понижения стоимости заимствования для конечных потребителей является ограниченным в связи с дефицитом качественных заемщиков и ограниченными потребностями в финансировании со стороны компаний.
- ▶ На основе сложившихся и перспективных тенденций, а также факторов, которые могут оказать влияние на ситуацию, мы полагаем, что:
  - ◆ Позитивная динамика оборота розничной торговли, по всей видимости, сохранится: мы ожидаем увеличения показателя на 6,5% г/г. Этому будет способствовать стабилизация доходов населения и улучшение ситуации на рынке труда. Это будет оказывать давление на цены, однако благодаря эффекту низкой базы темпы инфляции, вероятно, останутся в пределах 5,9% г/г, а последствия засухи начнут сказываться на годовых темпах прироста цен ближе к осени.
  - ◆ Цены на нефть будут находиться под давлением неопределенности относительно темпов восстановления мировой экономики, однако уровень 70 дол. за баррель марки Urals является, на наш взгляд, мощным уровнем поддержки, долгосрочный выход за пределы которого маловероятен. Стоимость бивалютной корзины в августе будет находиться в диапазоне 34-35 руб.; доллар США при этом составит 30,0–30,8 руб.
  - ◆ Ситуация на денежных рынках останется стабильной, хотя потенциал дальнейшего понижения ставок рынка МБК, с нашей точки зрения, исчерпан. В текущих условиях мы не ожидаем скорого повышения ставки рефинансирования Банком России. На фондовых рынках сохранится высокая волатильность и повышенная чувствительность к новостям из-за рубежа.



## Опережающие индикаторы

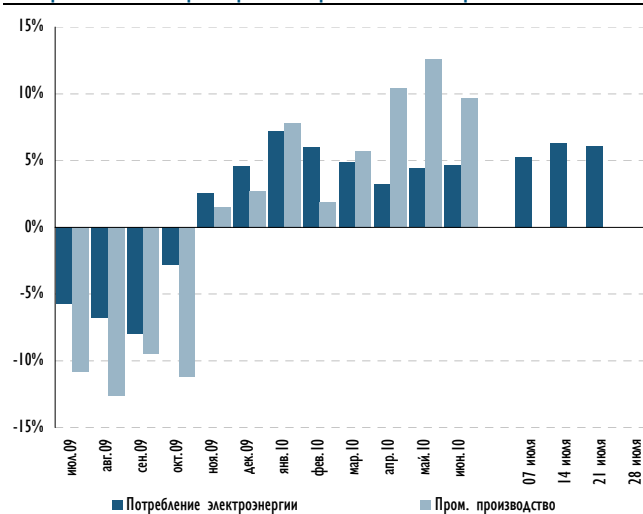
- В сфере кредитования наблюдается смешанная динамика индикаторов. Сбербанк РФ в июне выдал на 35% больше средств нефинансовым организациям по сравнению с предыдущим месяцем, однако за первые 3 недели июля кредитная активность снизилась на 21% по сравнению с аналогичным периодом июня.
- В то же время продолжающийся рост денежной базы (в узком определении индикатор увеличился на 2,6% с начала июля и на 3,0% по итогам июня) не сопровождается увеличением кредитования, на что указывает сокращение денежного мультипликатора. Отметим при этом, что кредитный портфель российских банков по итогам мая еще не достиг уровня годовой давности, что указывает на продолжающуюся стагнацию кредитования.
- Индекс промышленного оптимизма, рассчитываемый ИЭПП, в июне резко сократился после обновления максимума почти за 2 года. Хотя среди производителей преобладают позитивные оценки ситуации, удовлетворенность объемами продаж в июне существенно снизилась, что свидетельствует об ожиданиях слабого потребительского спроса.
- Потребление электроэнергии в июне выросло на 4,7% г/г, однако к уровню предыдущего месяца сократилось на 5,7%, что полностью совпадает с сезонной динамикой предыдущих лет. В июле, напротив, наблюдается рост потребления, однако это отчасти объясняется аномально жаркой погодой, в результате которой увеличивается нагрузка на сети. Кроме того, отметим, что с начала текущего года корреляция между объемом потребления э/э и промышленным производством оказалась отрицательной и составила -53%, в то время как по итогам 2009 г. показатель находился на уровне +88,3%. Вероятно, из-за изменения методики подсчета темпов роста в промышленности взаимосвязь индикаторов была нарушена.

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



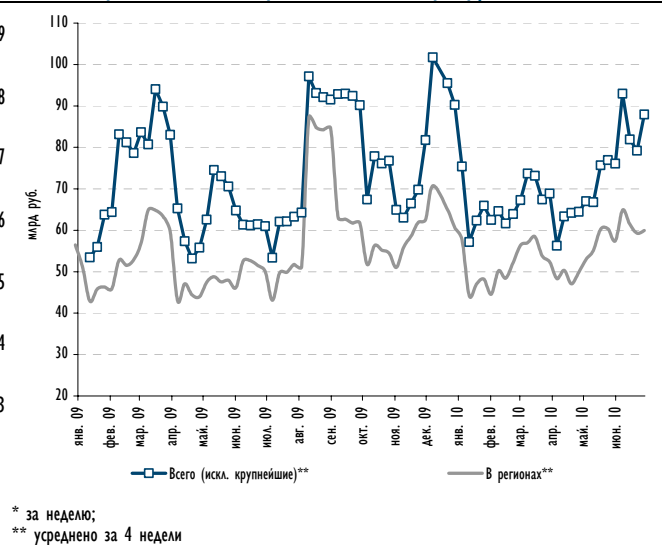
Источник: Банк России, расчеты ГПБ

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



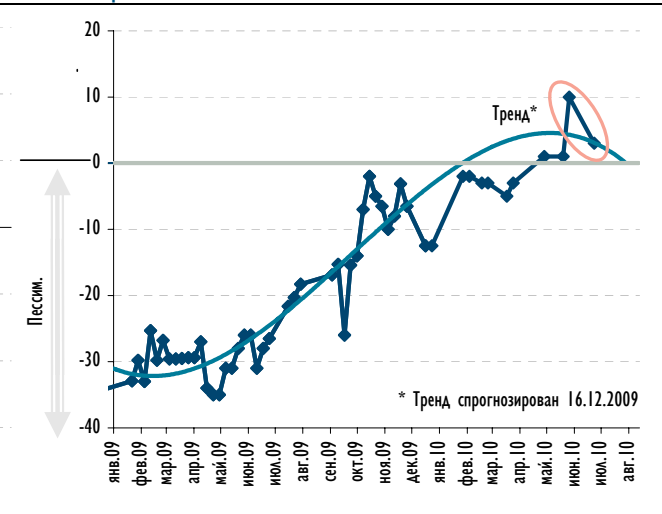
Источник: Системный оператор ЕЭС, Росстат

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

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

Источник: Сбербанк, расчеты ГПБ

### Индекс промышленного оптимизма



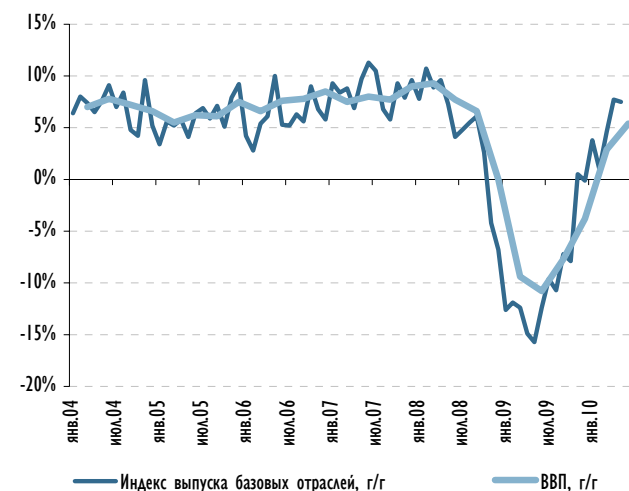
Источник: ИЭПП



## Текущее состояние экономики

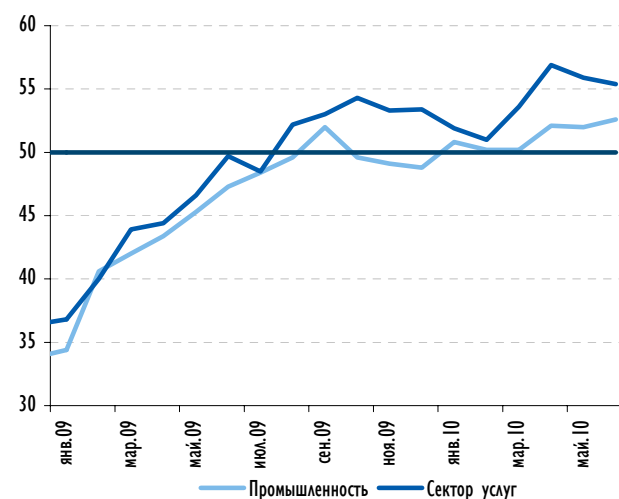
- ▶ Индекс уверенности производителей промышленной продукции в июне вырос до 52,6 п., обновив максимум с апреля 2008 г., что свидетельствует об увеличении экономической активности. Это подтверждается и официальной статистикой: рост выпуска российской промышленности в первом полугодии составил 10,2% г/г. Однако показатель по-прежнему искажается изменением методологии подсчета и эффектом низкой базы прошлого года.
- ▶ По оценке Минэкономразвития, рост ВВП РФ во втором квартале ускорился и составил 5,4% г/г. При этом ведомство планирует пересмотреть в сторону повышения прогнозы изменения показателей реального сектора на 2010 г. При этом, согласно заявлениям А. Клепача, прогноз по промышленности может измениться «в разы» (с текущих 2,7%), в то время как цифра по ВВП существенных изменений не претерпит (сейчас ожидается рост на 4,0%).
- ▶ С января по май сальдо внешней торговли РФ составило 73,2 млрд долл., более чем в 2 раза превысив аналогичный показатель прошлого года. Тем не менее, в последние месяцы наметилась тенденция к сокращению профицита на фоне стабилизации цен на нефть в совокупности с ускорением темпов роста импорта в результате положительной динамики располагаемых доходов населения и инвестиционной активности компаний.
- ▶ Стоимость бивалютной корзины с начала июля практически не изменилась (-0,3%). Это было обусловлено укреплением рубля по отношению к доллару (на 3,1%) на фоне стабильно высоких цен на нефть, с одной стороны, и компенсирующим его ослаблением по отношению к евро (на 2,5%) на фоне мировой тенденции – с другой.

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



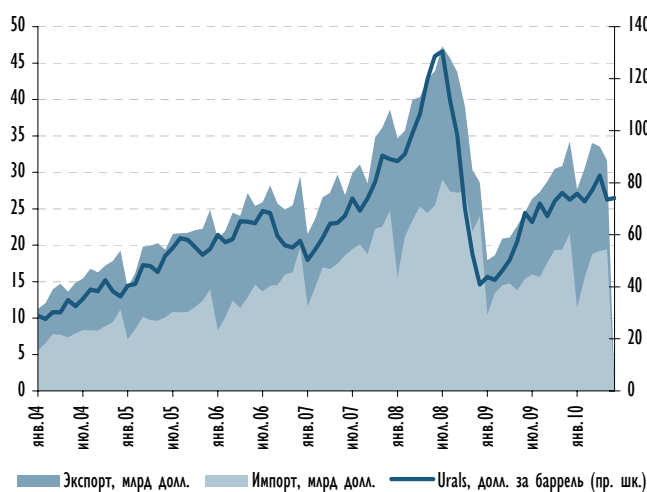
Источник: Росстат

### Индексы уверенности производителей в РФ, пунктов



Источник: Bloomberg

### Сальдо торгового баланса РФ и цены на нефть



Источник: Bloomberg, Банк России

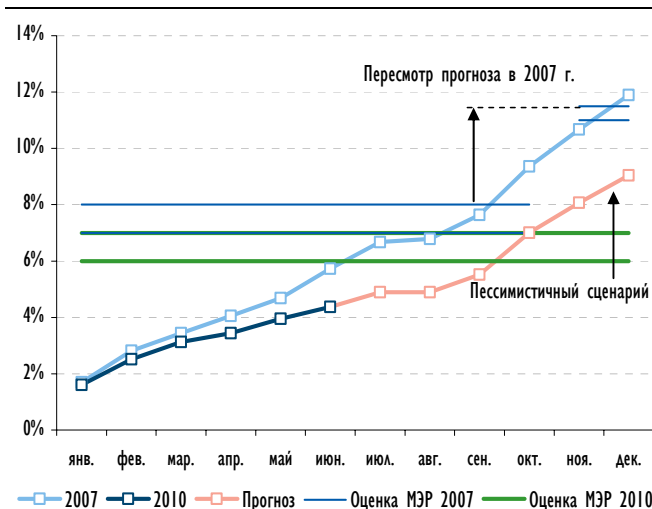
### Динамика стоимости рубля



Источник: Bloomberg

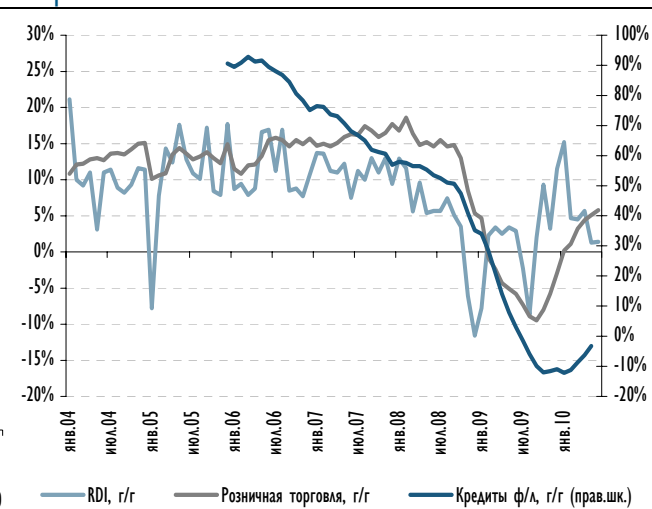
- С начала года по 26 июля цены в РФ выросли на 4,7%, при этом по итогам июня годовая инфляция замедлилась до 5,8%. При этом мы ожидали ускорения инфляции во втором полугодии в результате восстановления потребительского спроса и прекращения действия эффекта низкой базы прошлого года. Аномальная жара, угрожающая сократить предложение сельхозпродукции, может стать дополнительным импульсом. Отметим, что в 2007 г. уже имело место резкое увеличение цен на продовольствие в сентябре – декабре, в результате чего итоговый показатель (11,9%) преодолел верхнюю границу уточненного прогноза Минэкономразвития.
- Тем не менее, мы не ожидаем повышения ставки рефинансирования ЦБ до выхода реального сектора РФ на траекторию устойчивого роста.
- Позитивные сигналы поступают и с рынка труда, где уровень безработицы в июне сократился до 6,8% – минимального уровня с октября 2008 г. Хотя частично увеличение занятости может быть обусловлено сезонными факторами, а также уменьшением экономически активного населения, это может повысить уверенность потребителей и позитивно сказаться на темпах роста спроса. Оборот розничной торговли вырос в первом полугодии на 3,4% г/г, реальные располагаемые доходы населения – на 4,8% г/г.
- На российском фондовом рынке в июле преобладали покупки, при этом рынок двигали преимущественно зарубежные новости. Сильные финансовые результаты американских компаний частично были компенсированы слабыми макроэкономическими данными, однако индексу ММВБ удалось преодолеть отметку в 1400 п. На долгом рынке также преобладал оптимизм: цены рублевых облигаций обновили локальные максимумы, по евробондам – восстановились до апрельских уровней. При этом активность компаний на первичном рынке также возросла, хотя пока облигации размещают эмитенты с высоким кредитным качеством.

### Динамика инфляции



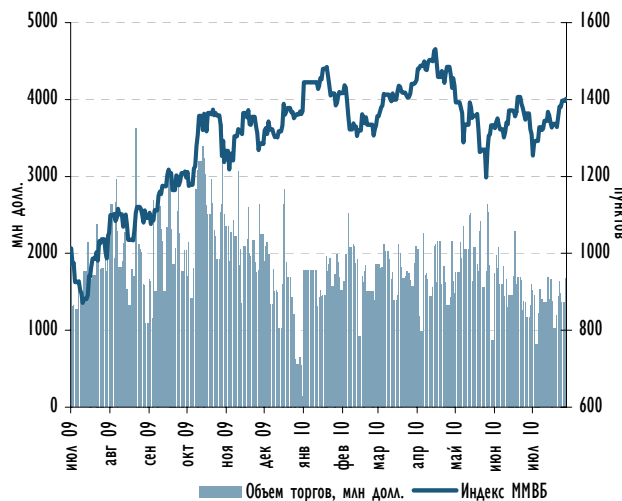
Источник: Росстат, расчеты ГПБ

### Показатели розничной торговли и располагаемых средств потребителей



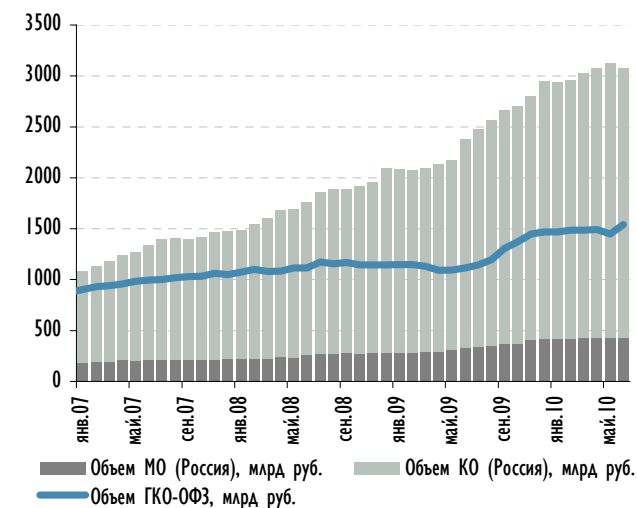
Источник: Росстат, Банк России

### Динамика фондового рынка РФ



Источник: Bloomberg

### Объем рынка облигаций по номиналу



Источник: Сbonds

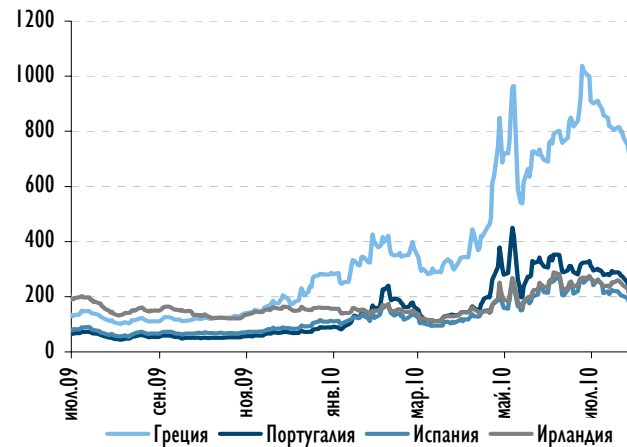


## Приложения:

### 1. Состояние экономики в ключевых зарубежных странах

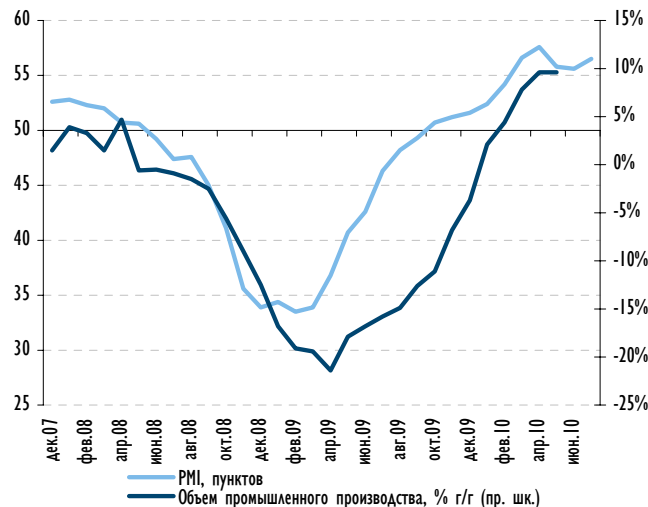
- Пик долгового кризиса в еврозоне был преодолен, и в среднесрочной перспективе мы не ожидаем его усугубления. Европейские банки успешно прошли стресс тестирование, хотя определенные опасения остаются. В частности, предпосылки стрессового сценария до сих пор до конца не ясны, а горизонт тестирования затрагивал только 2 года, в то время как программы правительственной поддержки рассчитаны на 3 года и полностью покрывают этот горизонт. Мы полагаем, что для нового витка неприятия риска в регионе потребуются новые источники беспокойства, вероятно – за пределами еврозоны.
- Несмотря на то, что потенциальное ужесточение регулирования в Китае по-прежнему вызывает опасения участников рынка, замедление темпов роста промышленного производства и ВВП снижает подобные риски.
- Новости из США в июле были противоречивыми. С одной стороны, финансовые результаты компаний существенно превзошли ожидания инвесторов (в среднем на 10% по компаниям, входящим в базу для расчета индекса S&P500). С другой – макроэкономическая статистика оказалась слабой: в частности, отметим продолжающуюся стагнацию в секторе строительства, а также снижение уровня уверенности потребителей.
- Глава ФРС Б. Бернанке в своем выступлении перед конгрессом заявил, что перспективы американской экономики представляются чрезвычайно неопределенными. В опубликованной Бежевой книге представители отдельных федеральных округов отметили замедление экономической активности. При этом регуляторы говорили о готовности продолжать стимулировать экономику в случае необходимости. Ближайшее заседание ФРС состоится 10 августа, однако каких-либо изменений мы не ожидаем. Отметим также замедление темпов роста цен, что указывает на потенциальные риски дефляции.

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



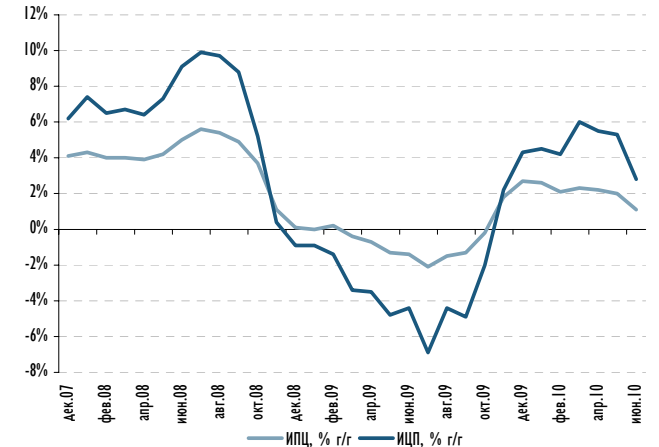
Источник: Bloomberg

#### Динамика индикаторов уверенности производителей и объема промышленного производства в Европе



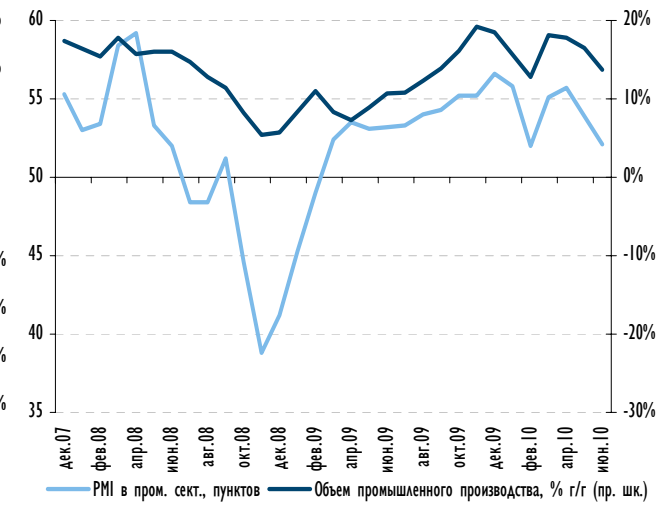
Источник: Bloomberg

#### Индикаторы инфляции в США



Источник: Bloomberg

#### Динамика индикаторов уверенности производителей и объема промышленного производства в Китае



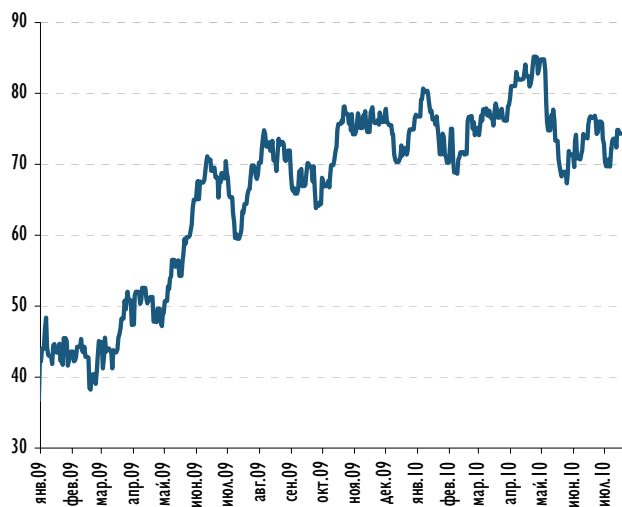
Источник: Bloomberg



## 2. Товарные рынки

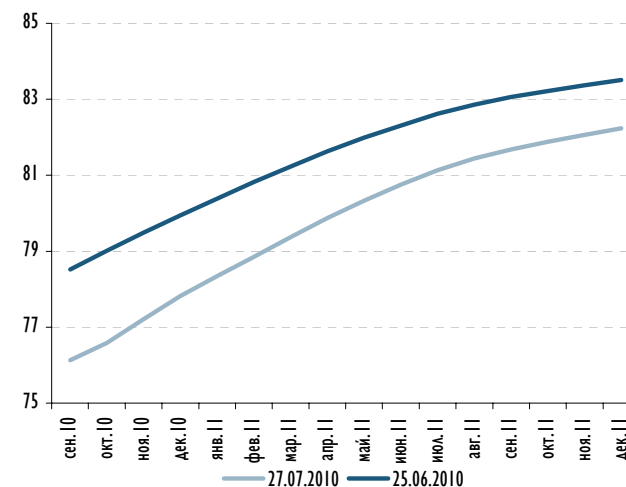
- ▶ На сырьевых площадках сохраняются определенные риски со стороны фундаментальных факторов. Так, замедление роста промышленности в Китае (в частности, за счет производства стали), а также стагнация в секторе строительства в США создают предпосылки для умеренного снижения уровня цен. Тем не менее, нефтяные котировки в течение июля демонстрировали высокую степень устойчивости к слабым макроэкономическим данным.
- ▶ Нефтяные котировки в июле находились в диапазоне 70–75 долл. за баррель марки Urals, при этом после достижения уровня поддержки в районе 70 долл. в целом преобладала тенденция к росту. Аналогичная динамика наблюдалась и на рынках базовых металлов: индекс цен вырос с конца июня на 8,7%. Исключением на рынке металлов стали цены на сталь: перегрев на рынке недвижимости Китая создал предпосылки для пересмотра прогнозов спроса на нее в сторону понижения.
- ▶ Отметим, что кривая фьючерсов на нефть опустилась в среднем на 1,8 долл. за баррель (на 1,2–2,5 долл. в зависимости от дюрации контракта), что свидетельствует о более умеренных ожиданиях относительно динамики стоимости энергоносителей.
- ▶ Индикаторы мировой торговли тем временем демонстрируют смешанную динамику. Стоимость фрахта судов, согласно динамике индекса Baltic Dry, с начала июля снизилась более чем на 22%, однако на протяжении последних полутора недель индекс восстановился с минимума почти на 10%. Однако повышение стоимости фрахта обусловлено, по всей видимости, пополнением запасов, а не наращиванием производства, в связи с чем подъем индикатора может оказаться непродолжительным.

Динамика цен на нефть марки Urals, долл. за баррель



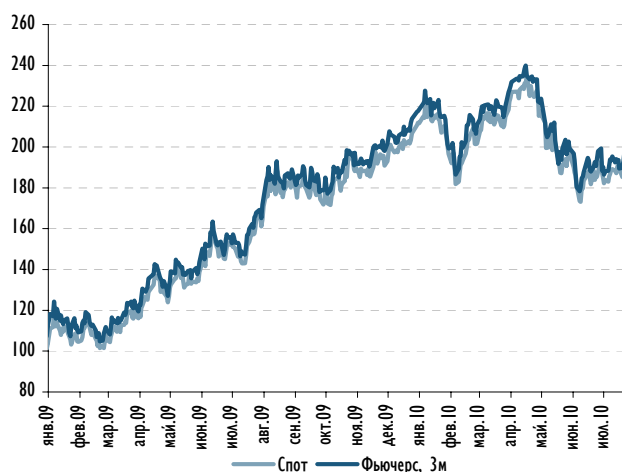
Источник: Bloomberg

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



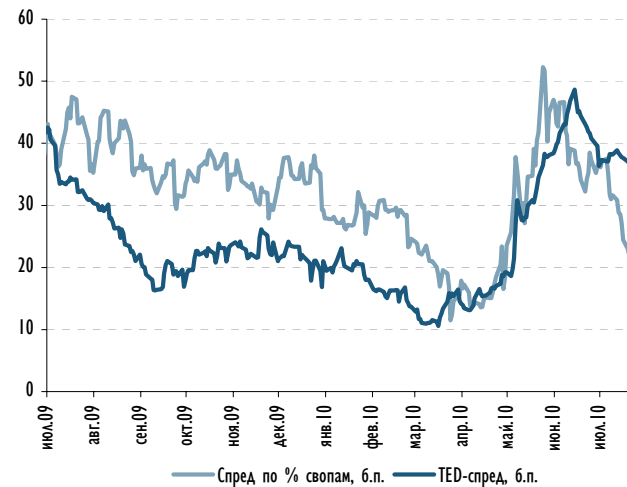
Источник: Bloomberg



### 3. Денежные и долговые рынки

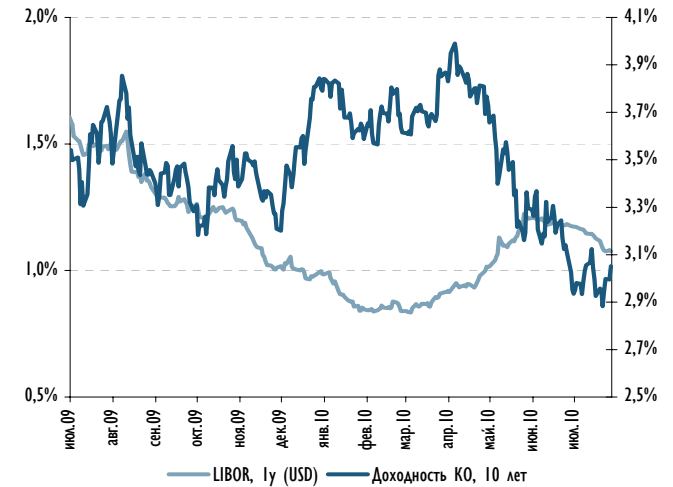
- ▶ Стабилизация доходностей КО США (10 лет) вблизи отметки 3,0% свидетельствует о временной приостановке бегства в качество. О сокращении требуемой премии за риск контрагента также свидетельствует динамика ключевых спредов денежного рынка: TED-спред с начала июля сократился на 24,2 б. п., спред по процентным свопам опустился до 20 б. п. (-15,7 б. п.). Спред EMBI+ к доходности КО также сократился, что свидетельствует о повышении интереса инвесторов к развивающимся рынкам.
- ▶ Увеличение аппетита к риску, обусловленное стабилизацией ситуации в Европе, подтолкнуло котировки пары евро – доллар вверх, в результате чего европейская валюта закрепилась выше отметки в 1,3 долл. Тем не менее, динамика долгосрочных (на 5 лет) контрактов CDS на облигации европейских стран свидетельствует о том, что в перспективе свыше 3 лет (в течение которых будут действовать программы экстренной помощи) значительные риски сохраняются.
- ▶ Ситуация на российском денежном рынке остается достаточно благоприятной. Несмотря на существенное сокращение объемов имеющейся у банков ликвидности (обусловленного, по всей видимости, периодом налоговых выплат в бюджет), уровень межбанковских ставок остается на рекордно низком уровне. Мы полагаем, что факторы, оказавшие давление на ликвидность, носят краткосрочный характер, и в августе банки восполнят запас средств.

Динамика ключевых спредов денежного рынка



Источник: Bloomberg

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



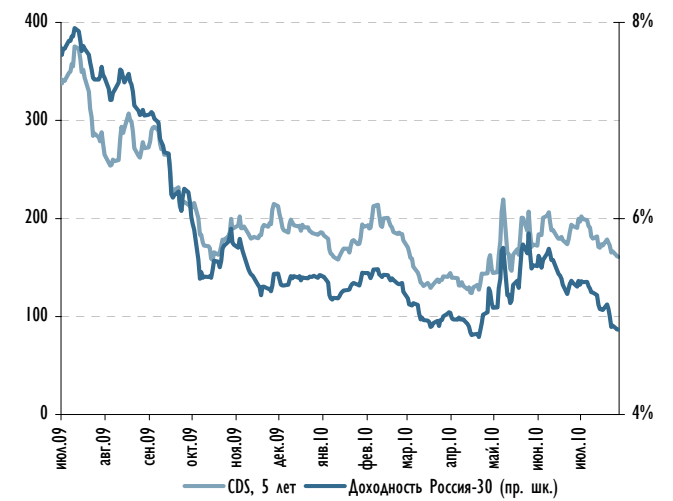
Источник: Bloomberg

Спред EMBI+



Источник: Reuters

Динамика оценок кредитного качества суверенного долга РФ



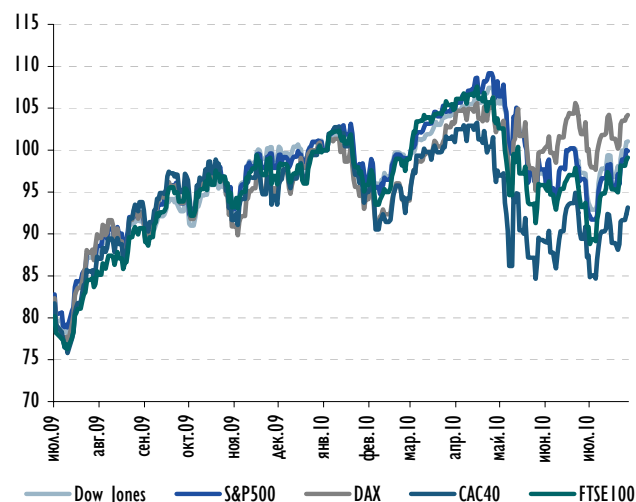
Источник: Bloomberg



## 4. Фондовые рынки

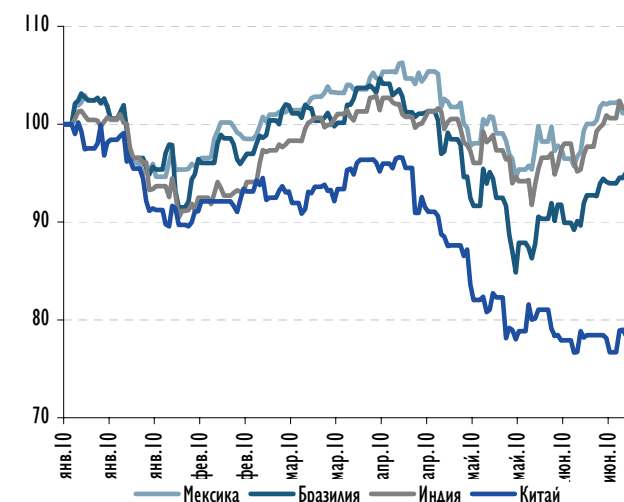
- В июле на большинстве фондовых площадок преобладали покупки, однако торги проходили на фоне высокой волатильности котировок. Ключевые индексы развитых стран прибавили с начала месяца от 4% до 9%, при этом DJIA смог восстановиться до уровня начала года. На развивающихся рынках котировки прибавили от 2% до 9%, при этом в Китае рост индекса превысил 7,0%, несмотря на слабые макроэкономические данные.
- Отметим, что с начала года произошла некоторая дивергенция динамики фондового рынка как в развитых странах, так и в развивающихся. До сих пор китайский Shanghai Comp. отставал от прочих индикаторов, в то время как в Германии наблюдался наиболее уверенный подъем. В то же время высокая корреляция между российским и американскими фондовыми площадками сохраняется: коэффициент «бета» с момента выхода из кризиса превышает 2,0.
- Акции финансовых компаний в июле демонстрировали динамику лучше рынка. Сильные финансовые результаты (в США чистая прибыль превысила прогнозы в среднем на 20%) по итогам второго квартала, а также удовлетворительные результаты стресс тестирования в Европе позволили организациям сектора повысить собственную рыночную капитализацию. В США индекс банковских акций вырос на 8,7%, в Европе – на 16,2%.
- Волатильность котировок в июле хоть и снизилась, однако по-прежнему превышает историческую норму. Индекс VIX опустился с начала месяца на треть – до 23,2 п.

Динамика фондовых индексов развитых рынков, июн.09=100



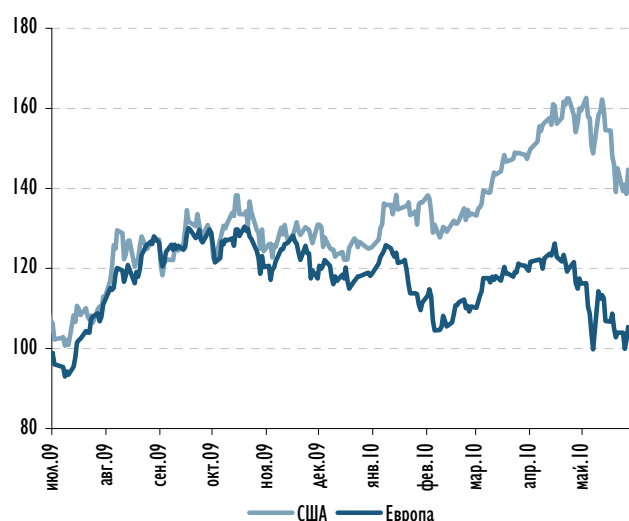
Источник: Bloomberg

Динамика индексов развивающихся стран, июн.09=100



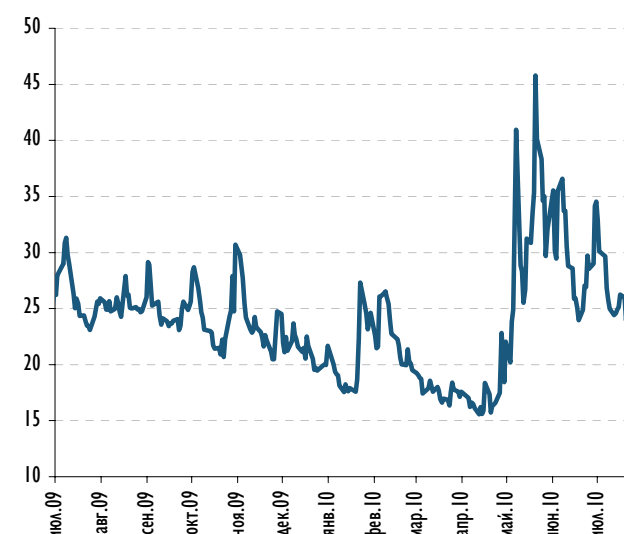
Источник: Bloomberg, расчеты ГПБ

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 Дёжкин, СГА**

+7 (495) 980 43 10

**Яков Яковлев**

+7 (495) 988 24 92

**Юрий Тулинов**

+7 (495) 913 74 74 доб. 2 14 17

#### 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 Мионов**

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 торговлей и продаж инструментов фондового рынка

##### Продажи

**Константин Шапшаров**

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.