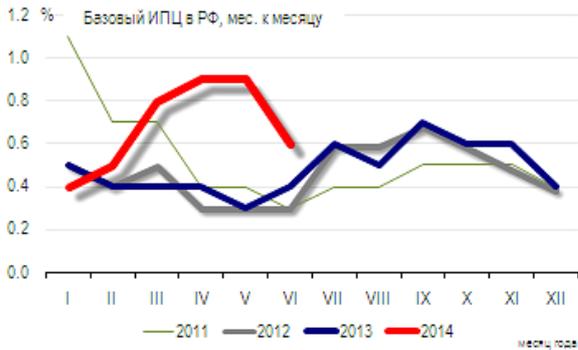




25:07:2014

При всей кажущейся неважности прочих процессов, кроме геополитических, жизнь идет своим чередом и в других областях. Что-то происходит. При всей гамме эмоций, которую вызывают головокружительные политические события, находятся и другие вещи, способные вызвать, например, недоумение. Повод находится. Что поделаешь, все люди, все могут иногда

ПОДДАВАТЬСЯ ЭМОЦИЯМ



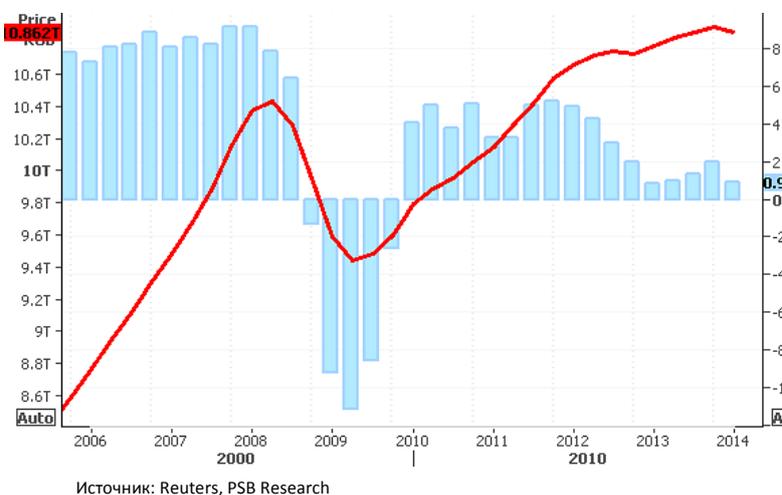
Это невозможно обойти вниманием, несмотря на уже немалое число комментариев. На графике слева – инфляция в РФ в сопоставлении с предыдущими годами: базовая, которую обычно рассматривает, например, ФРС для оценки своих возможных действий, поскольку считается, что она исключает «случайные» и сезонные компоненты, а также общая, известная как потребительская инфляция. Как мы видим, ситуация по итогам 6 месяцев была неоднозначная, но вселяющая некоторую надежду: она замедлялась, в части базовой (как бы монетарной) – весьма заметно, по общей цифре – почти в обычном русле (как в 2011 г.), чуть-чуть замедляясь, но, к сожалению для ЦБ, с более высокой базы.

И тут ЦБ повысил свои ставки на 50 б.п.! Сопроводив это следующим комментарием (цитатат по Reuters): “Замедление роста потребительских цен в июле 2014 года происходит меньшими темпами, чем

прогнозировалось. При этом возросли инфляционные риски, связанные в том числе с усилением геополитической напряженности и его возможным влиянием на динамику курса национальной валюты, а также обсуждаемыми изменениями в налоговой и тарифной политике”.

Таким образом, к известному удивлению рынка, ЦБ решил повысить ставку в ответ на... немонетарные факторы, способствующие нежелательному движению инфляции, а также в проактивных целях – сражаясь против будущей девальвации, которой еще нет.

Как нам всем, безусловно, известно, снижение инфляции на западных рынках обычно достигается снижением темпов экономического роста, ускорением которого инфляция и



вызвана: занятость при экономическом буме растет, рынок труда становится настолько хорош, что там наблюдается нехватка предложения, следовательно, растет total compensation рабочей силы, спрос на товары и услуги тоже, понятно, растет, а за ним – растут и цены. Наступает перегрев, и центральный банк повышает ставки, чтобы этот затормозить слишком быстрый рост. А для чего это делаем мы?

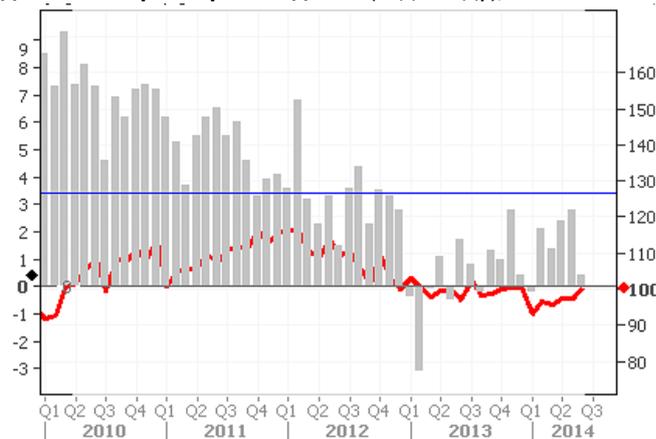
На графике – ВВП РФ, в





ПОСТОЯННЫХ ценах и **квартал** к кварталу прошлого года. Начиная с 2012 г. рост резко затормаживается, а затем начинает сокращаться квартал к предыдущему кварталу, прямо указывая на возможность рецессии. Два квартала подряд – и вот она, формальная рецессия. Эту ситуацию нельзя не описать, как весьма тревожную, потому что она развивается, и уже давно, на фоне цены нефти, приближающейся время от времени к 110 долл. за барр. И даже превосходящей этот уровень. Правда, последняя волатильность в нефти заканчивается для Urals не совсем на мажорной ноте: прежний, вроде бы медленно снижающийся тренд, как оказалось, не был сломлен событиями в Ираке. И тем не менее...

Инвестиции в основной капитал в РФ (год к году) и **динамика пром.производства** (год к году), ежемесячно



Источник: Reuters, PSB Research

Нефть Urals (спот) и **Brent** (ближ.фьючерс): there and back again (туда и обратно), часть 2.



Источник: Reuters, PSB Research

Несмотря на то, что рост промышленного производства начал было ускоряться в последние месяцы, июнь разочаровал. Но даже и прежние достижения в этом смысле оказались намного хуже докризисного уровня, что, вообще-то, не уникально в мире. А вот динамика инвестиций в основной капитал разочаровывает примерно полтора года подряд. Таким образом, стремление экономики, по лучшей мере, к стагнации – точно не разовое, а устойчивое и системное явление. Причем, как мы уже несколько раз говорили, связанное прежде всего со свертыванием инвестиционной активности.

Необходимо еще раз заметить, что экономический рост на 1%, стагнация или сокращение ВВП на 1% при, например, инфляции в 7% - это не более, чем игра в статистическую погрешность. Развивающаяся или переходная экономика «не имеет права» показывать рост ниже 5% - иначе она просто не интересна глобальному инвестору, и, если такая ситуация продлится, то применительно к ней, вероятно, придется вспомнить потерявшийся было в прошлом термин «третий мир», в смысле стагнации в относительной бедности.

Итак, мы, в целом, знаем, почему перестали расти при высокой цене нефти: потому что механизм роста более не работает - мощности выбраны, производительность труда при этом осталась низкой, трудовые ресурсы практически исчерпаны (безработица на крайне низком уровне), а unit labor costs из-за рентной экономики с высокой рентой – напротив, высоки. Все это – в относительном выражении, разумеется. Казалось бы: инвестиции в обновление, а также строительство новых, самых современных производительных мощностей с целью кардинального повышения производительности труда – логичный выход, а при такой макроэкономике (столь низкой долговой нагрузке, что является фетишем для мировой экономики сегодня) инвестиции просто сами должны напрашиваться в гости. Однако этого не происходит. И не только потому, что Россия сталкивается с санкциями: торможение началось раньше. Тем более, если вы сталкиваетесь с санкциями, т.е. ситуация уже вдвойне





неблагоприятная, правомерен вопрос: а что мы делаем для исправления этой кардинальной проблемы?

Кстати, о санкциях... Ниже приведено слегка «препарированное» расписание платежей по внешнему (точнее, валютному) долгу РФ таким, каким его видел Центробанк на начало года. Обычно такие расписания подвергаются довольно заметным изменениям, т.к. процесс динамический: берутся дополнительные обязательства, какие-то долги рефинансируются, что-то даже реструктуризируется и т.п. Для сравнения приведена оценка чистого движения капитала в РФ за первые два квартала года; их не следует пытаться хоть сколько-либо точно соотносить с выплатами по внешнему долгу, т.к. это – разные категории, реально состоявшиеся выплаты по внешнему долгу – лишь составная часть статьи «чистые ссуды и займы», отражающей движение соответствующих средств за период..

млрд.долл.	Долг на 01.01.2014	1-ый кв. 2014	Чистый капитал	2-ой кв. 2014	Чистый капитал	3-ий кв. 2014	4-ый кв. 2014	2014	2015
Всего	727.1	64.3	-48.8	38.1	-25.8	35.0	54.2	191.5	103.8
Органы гос.управления	61.8	2.4		0.9		2.1	1.0	6.4	7.6
Субъекты Российской Федерации	0.8	0.0		0.0		0.0	0.1	0.1	0.1
Центральный банк	16.1	0.0		0.0		0.0	0.0	0.0	0.0
Банки	214.4	18.8	-21.2	18.0	-17.1	13.6	16.0	68.2	29.3
Прочие секторы	434.8	41.2	-27.6	19.2	-8.8	13.4	37.2	115.1	66.9
				1-ое полугодие		2-ое полугодие			
Всего				102.4		-74.6		89.2	
Органы гос.управления				3.3				3.1	
Субъекты Российской Федерации				0.0				0.1	
Центральный банк				0.0				0.0	
Банки				36.8		-38.3		29.6	
Прочие секторы				60.5		-36.4		50.6	

Источник: ЦБ РФ, PSB Research

В настоящее время валютные резервы РФ составляют около 432 млрд.долл., из которых 87 млрд.долл. приходится на средства Минфина в виде резервного фонда РФ и 88 млрд. – в виде фонда национального благосостояния. Таким образом, на поддержание стабильности валютного курса ЦБ РФ теоретически может использовать 257 млрд.долл. Объем выплат по внешнему долгу (без рефинансирования) на начало 2014 г. составлял примерно 300 млрд.долл. за два года. За первые полгода объем валютных резервов сократился примерно на 40 млрд.долл. при чистом оттоке капитала в 75 млрд.долл. Золота в резервах РФ стало на 4.3 млрд.долл. больше (из-за покупок и переоценки), всего 46 млрд.долл. Должны были выплатить 300 млрд.долл. (это если никто ничего не рефинансирует и реструктуризирует), резервов, которые по идее можно использовать на «нейтрализацию» рынка ок. 260 млрд., при этом от положительного счета текущих операций мы имеем чистый приток валюты около 35 млрд.долл. за полгода, т.е. при такой негативно стерильной ситуации, когда мы вынуждены все, без исключения, валютные средства для выплат по долгу приобретать на собственном рынке, куда ничего не поступает по капитальному счету и на котором больше никто из частного сектора в своих финансовых целях валюту не покупает, через два года мы имеем в своем распоряжении (т.е., распоряжении ЦБ, без учета средств Минфина) порядка 100 млрд.долл. вместо изначальных 260. А всего валютные резервы, соответственно составляют 275 млрд.долл. (ЗВ резервы – 320 млрд., при условии сохранения золотой составляющей, вместо нынешних 480 млрд.), а при расходовании фонда национального благосостояния на различные проекты – 190 млрд.долл. (240 млрд.долл. с золотом.)





На самом деле, эти беглые приблизительные расчеты не стоят почти ничего. Они только живописуют относительный масштаб проблемы на сегодняшний день, не более. Движение капитала – нечто, что крайне, крайне, крайне плохо поддается прогнозированию, ибо во многом является бихевиористской категорией, т.к. отражает ту тонкую материю, что называется «настроением инвесторов». Во всех случаях – и негативных, и позитивных – движения капитала обычно имеют свойство мультиплицироваться. Если вам просто не дают денег, то это значит, что инвесторы, скорее всего, постараются забрать все, что уже инвестировали, а домашние игроки, если только имеют такую возможность, побегут в валюту – прятаться и спасаться. Вероятно, именно такую реакцию на санкции ожидает ЦБ РФ, пытаясь сделать саггу по возможности невыносимым для тех, кто считается на рынке спекулянтами. Такое проактивное поведение возможно объяснить логически в ситуации в лучшем случае стагнации экономики, пожалуй, лишь с этой точки зрения.

Просто для информации: каковы сейчас реальные (с поправкой на инфляцию) ставки центральных банков (policy rates) в разных странах мира. Добавили также цифры реального ВВП на конец квартала, но это только для сведения. В большинстве случаев двух кварталов недостаточно, чтобы увидеть связь между динамикой экономики и уровнем ставок. В приведенном примере в 10- и случаях из 18-и динамика ставки и ВВП в двух кварталах имеют ожидаемую обратную корреляцию, но мы все равно мы не можем считать это значимым. Скорее, данная картина рассказывает о том, как именно центральные банки реагируют на происходящее в их странах: например в Бразилии риски девальвации, видимо, все еще больше заботят монетарные власти, чем торможение экономического роста. Напротив, в Малайзии весьма высокий рост экономики не пугает центробанк, и ставки остаются весьма стимулирующими:

	31.12.2013		31.03.2014	
	Реальный ВВП	Ставка ЦБ (реальная)	Реальный ВВП	Ставка ЦБ (реальная)
Бразилия	2.2	4.1	1.9	4.6
Чили	2.6	1.6	2.0	0.1
Китай	7.7	3.5	7.4	3.6
Колумбия	5.3	1.3	6.4	0.7
Чехия	1.1	-1.4	2.9	-0.2
Венгрия	2.9	2.6	3.2	2.5
Индия	4.4	-2.1	6.1	-0.3
Малайзия	5.1	-0.2	6.2	-0.5
Мексика	0.7	-0.5	1.8	-0.3
Перу	6.9	1.1	4.8	0.6
Филиппинь	6.3	-0.6	5.7	-0.4
Польша	2.7	1.8	3.4	1.8
Россия	1.6	-1.0	0.7	0.1
С.Аравия	4.2	-1.0	4.3	-0.6
Сингапур	4.9	-1.4	4.9	-1.1
Тайвань	2.9	1.5	3.1	0.3
Турция	4.7	-2.9	4.5	1.6
ОАЭ	5.2	-0.4	5.2	-0.9

Источник: Bloomberg, PSB Research





Торговые идеи

Прежде всего, необходимо отметить, что летний период сам по себе не считается "плодородным" на торговые идеи, поскольку активность на рынках обычно понижена.

Тем не менее, предстоящая неделя насыщена релизами важных экономических показателей, и, кроме того, приходится считаться с заседанием ФРС, которое, хотя и не предполагает сюрпризов, порождает известный новостной риск.

Ранее предложенные нами идеи практически дошли до расчетных целей, поэтому необходимо некоторое время для формирования новых импульсов или неэффективностей, на которых можно сыграть. Также, многие активы находятся в нейтральной зоне и не являются привлекательными на данном этапе.

Исходя из вышесказанного, воздерживаемся пока от инициации новых позиций.

Р.Османов

Чтобы узнать больше, см. линейку продуктов PSB Research.



Управление исследований и аналитики

114115, Москва, Дербеневская
набережная, д.7, стр.22
e-mail: RD@psbank.ru
Bloomberg: PSBF <GO>

<http://www.psbank.ru>, <http://www.psbinvest.ru>

Николай Кащеев	KNI@psbank.ru	+7 (495) 777-10-20, доб. 77-4739
Роман Османов	OsmanovR@psbank.ru	+7 (495) 777-10-20, доб. 77-7010

НАПРАВЛЕНИЕ АНАЛИЗА ОТРАСЛЕЙ И РЫНКОВ КАПИТАЛА

Евгений Локтюхов	LoktyukhovEA@psbank.ru	+7 (495) 777-10-20, доб. 77-4761
Илья Фролов	FrolovIG@psbank.ru	+7 (495) 777-10-20, доб. 77-4706
Олег Шагов	Shagov@psbank.ru	+7 (495) 777-10-20, доб. 77-4734
Екатерина Крылова	KrylovaEA@psbank.ru	+7 (495) 777-10-20, доб. 77-6731
Игорь Нуждин	NuzhdinIA@psbank.ru	+7 (495) 777-10-20, доб. 77-7011

НАПРАВЛЕНИЕ АНАЛИЗА ДОЛГОВОГО РЫНКА

Игорь Голубев	GolubevIA@psbank.ru	+7 (495) 777-10-20, доб. 77-4729
Елена Федоткова	FedotkovaEV@psbank.ru	+7 (495) 777-10-20, доб. 77-4716
Алексей Егоров	EgorovAV@psbank.ru	+7 (495) 777-10-20, доб. 77-4748
Дмитрий Монастрышин	Monastyrshin@psbank.ru	+7 (495) 777-10-20, доб. 77-4710
Александр Полютков	PolyutovAV@psbank.ru	+7 (495) 777-10-20, доб. 77-6754
Дмитрий Грицкевич	Gritskevich@psbank.ru	+7 (495) 777-10-20, доб. 77-4714

ДЕПАРТАМЕНТ ФИНАНСОВЫХ РЫНКОВ

ПРОДАЖИ ИНСТРУМЕНТОВ С ФИКСИРОВАННОЙ ДОХОДНОСТЬЮ

Пётр Федосенко	FedosenkoPN@psbank.ru	+7 (495) 228-33-86
Богдан Круть	KrutBV@psbank.ru	+7 (495) 228-39-22
Иван Хмелевский	Khmelevsky@psbank.ru	+7 (495) 411-51-37
Ольга Целинина	TselininaOI@psbank.ru	+7 (495) 228-33-12

ТОРГОВЛЯ ИНСТРУМЕНТАМИ С ФИКСИРОВАННОЙ ДОХОДНОСТЬЮ

Юлия Рыбакова	Rybakova@psbank.ru	+7 (495) 705-9068
Анатолий Павленко	APavlenko@psbank.ru	+7 (495) 705-9069
Андрей Воложев	Volozhev@psbank.ru	+7 (495) 705-9096
Евгений Жариков	Zharikov@psbank.ru	+7 (495) 705-9096
Денис Семеновых	SemenovkhDD@psbank.ru	+7 (495) 705-9757
Дмитрий Грицкевич	Gritskevich@psbank.ru	+7 (495) 777-1020, доб. 77-4714

ДЕНЕЖНЫЙ И ВАЛЮТНЫЙ РЫНОК, ДЕРИВАТИВЫ

Андрей Скабелин	Skabelin@psbank.ru	+7 (495) 777-10-20, доб. 70-47-
Иван Заволоснов	ZavolosnovIV@psbank.ru	+7 (495) 777-10-20, доб. 70-50-

УПРАВЛЕНИЕ БРОКЕРСКОГО ОБСЛУЖИВАНИЯ

Игорь Федосенко	FedosenkoIY@psbank.ru	+7 (495) 705-97-69
Виталий Туруло	TuruloVM@psbank.ru	+7 (495) 411-51-39





© 2013 ОАО «Промсвязьбанк». Все права защищены.

Настоящий информационно-аналитический обзор предоставляется исключительно в информационных целях. Содержащаяся в настоящем обзоре информация и выводы были получены и основаны на источниках, которые ОАО «Промсвязьбанк», в целом, считает надежными. Однако, ОАО «Промсвязьбанк» не дает никаких гарантий и не предоставляет никаких заверений, что такая информация является полной и достоверной, и, соответственно, она не должна рассматриваться как полная и достоверная. Выводы и заявления, сделанные в настоящем обзоре, являются лишь предположениями, которые могут существенно отличаться от фактических событий и результатов. ОАО «Промсвязьбанк» не берет на себя обязательство регулярно обновлять информацию, содержащуюся в настоящем обзоре, или исправлять неточности, и оставляет за собой право пересмотреть ее содержание в любой момент без предварительного уведомления.

Содержащаяся в обзоре информация и выводы не являются рекомендацией, офертой или приглашением делать оферты на покупку или продажу каких-либо ценных бумаг и других финансовых инструментов. Обзор не является рекомендацией в отношении инвестиций и не принимает во внимание какие-либо специальные, особые или индивидуальные инвестиционные цели, финансовые обстоятельства и требования какого-либо конкретного лица, которое может быть получателем настоящего обзора. Сделки, совершенные в прошлом и упомянутые в настоящем обзоре, не всегда являются индикативными для определения результатов будущих сделок.

Инвесторам необходимо принять во внимание, что доход от ценных бумаг или других инвестиций может меняться, и цена или стоимость ценных бумаг и инвестиций может как расти, так и падать, и, как следствие, результаты инвестирования могут оказаться меньше первоначально инвестированных средств. Результаты инвестирования в прошлом не гарантируют доходов в будущем. Множество факторов может привести к тому, что фактические результаты будут существенно отличаться от прогнозов и выводов, содержащихся в настоящем обзоре, включая, в частности, общие экономические условия, конкурентную среду, риски, связанные с осуществлением деятельности в Российской Федерации, стремительные технологические и рыночные изменения в отраслях, в которых действуют соответствующие эмитенты ценных бумаг, а также многие другие риски. ОАО «Промсвязьбанк», его руководство и сотрудники не несут ответственности за инвестиционные решения получателей настоящего обзора, основанные на информации, содержащейся в нем, за прямые или косвенные потери и/или ущерб, возникшие в результате использования получателем настоящего обзора информации или какой-либо ее части при совершении операций с ценными бумагами и иными финансовыми инструментами. Прежде чем принять решение о приобретении ценных бумаг, потенциальный инвестор должен самостоятельно изучить и проанализировать все риски, связанные с такими инвестициями. Использование информации, представленной в настоящем обзоре, осуществляется потенциальным инвестором на свой собственный страх и риск.

Если прямо не указано обратное, настоящий обзор предназначен только для лиц, являющихся допустимыми получателями данного обзора в той юрисдикции, в которой находится или к которой принадлежит получатель обзора, и которые могут получать данный отчет без того, чтобы распространение данного отчета таким лицам нарушало или не соответствовало законодательным и регуляторным требованиям указанной юрисдикции. Соответственно, каждый получатель данного обзора вправе использовать обзор только в случае, если он является допустимым получателем.

