В ДОПОЛНЕНИЕ К ВЫШЕСКАЗАННОМУ

8:05:2014

Не трудно было себе представить, что если производственные мощности загружены в высокой степени, безработица очень низка (а, с учетом «нелегалов», она еще ниже) и при этом инвестиции в основной капитал снижаются, рецессия почти неизбежна. Но затем добавились внешние факторы, и рубль заметно ослаб. Это вызвало к жизни довольно необычное сочетание, которое, впрочем может оказаться не столь уж стойким. Его можно описать так:

РЕЦЕССИЯ + ИНФЛЯЦИЯ

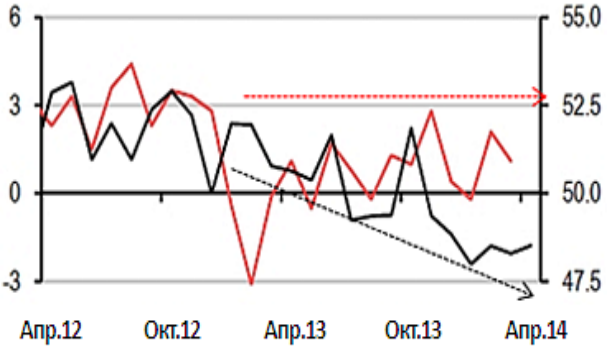
Последние публикации индексов PMI от MarkIt/HSBC недвусмысленно говорят о довольно сложном положении, в котором оказалась экономика РФ. Предсказуемы, на самом деле, обе составляющих этой ситуации: и ускорение инфляции, и снижение в экономике, которое, однако, пока не находит однозначного отражения в официальной статистике ФСГС. Согласно ФСГС, рост ВВП до сих пор продолжался, хотя и темпами на уровне статистической погрешности.

Композитный PMI России: HSBC констатирует начало рецессии.



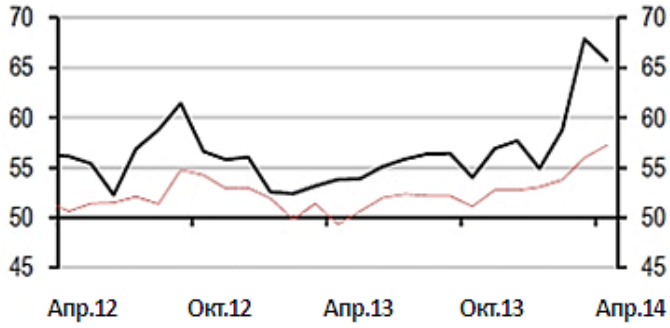
Источник: MarkIt/HSBC

Производственный индекс PMI в России и рост **пром.производства** согласно ФСГС: различная динамика?



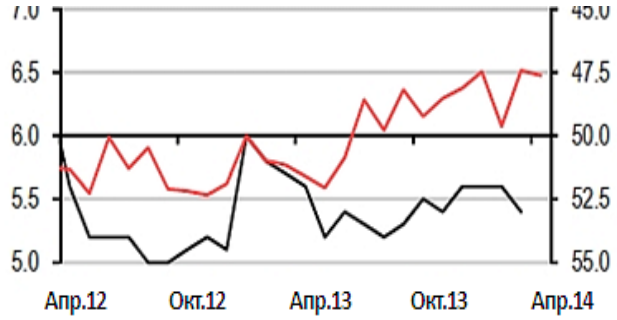
Источник: MarkIt/HSBC

Непростая инфляционная ситуация: индекс ценового давления на «входе» (сырье и полуфабрикаты) растет быстрее, чем цены «на выходе» (готовой продукции), хотя и тот, и другой рост – оба довольно высоки:



Источник: HSBC

Ситуация с рабочими местами соответствует моменту: **индекс занятости PMI** (перевернтуая шкала, ПО) и **официальный уровень безработицы** (ЛО) (который, как мы понимаем, яввляется отстающим индикатором, т.к. PMI появляется в результате опросов; согласно PMI сейчас идут увольнения) :

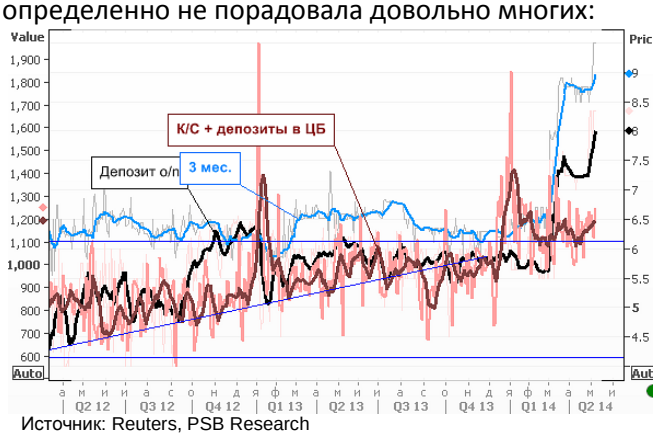


Источник: HSBC

Что является причиной рецессии? Как уже неоднократно подчеркивалось, непосредственным фактором является, прежде всего, свертывание инвестиций, сопровождающееся оттоком капитала. Нет никаких сомнений в том, что и последние события никак не способствуют

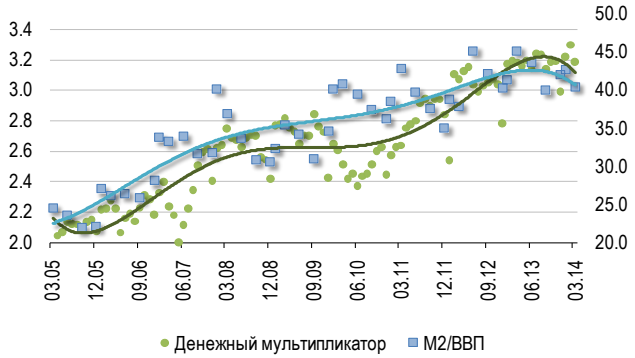
события никак не способствуют улучшению делового климата. В данном случае, однако, следовало бы взглянуть и на такой аспект конъюнктуры, как денежная политика:

Рост ставок ЦБ обескуражил рынок. Не то, чтобы он был совсем неожиданным, но ее амплитуда определенно не порадовала довольно многих:



Источник: Reuters, PSB Research

Рост денежных агрегатов медленно замедляется, как можно заметить на этом графике



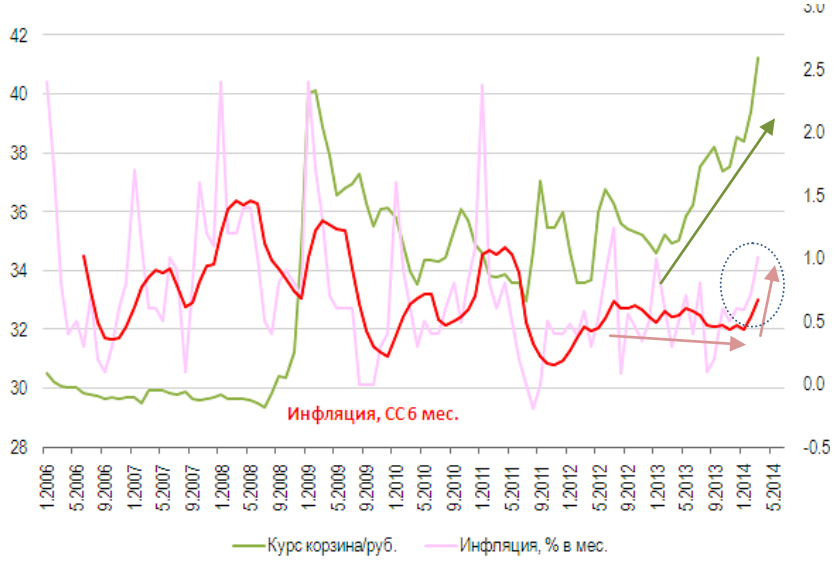
Источник: ЦБ РФ, PSB Research

Рынок может теперь с достаточной обоснованностью посетовать на то, что ЦБ РФ проводит довольно противоречивую политику: с одной стороны, он расширяет и совершенствует систему рефинансирования банковской системы, а с другой ведет ее контрциклически: отзывает лицензии у банков* (не так важно, что «по делу», в данном случае важно, какие сигналы подаются рынку в начале рецессии и какие эмоции у них это вызывает) и, сосредоточившись на борьбе с инфляцией, поднимает ставки, причем довольно резко (мы полагаем, что до конца года ставки могут подняты в целом на 1 проц.пункт.) Логика ЦБ ясна, но она определенно не может быть принята рынком однозначно в текущей ситуации. Ну и, разумеется, в который раз ЦБ сложно позавидовать: комбинация рецессии и относительно высокой инфляции никак не добавляет комфорта при принятии решений. Хотя, в целом, понятно, что ЦБ в этой сложной ситуации решил педантично следовать своему основному мандату: прежде всего – инфляция, все остальное потом.

Нельзя не подчеркнуть особо еще раз – и ЦБ точно держит это в голове постоянно (по крайней мере, как нам представляется) – что инфляция в условиях экономического спада имеет своим главным источником снижение курса рубля. Во всяком случае, это – наиболее логичное объяснение. Потому подъем ставок не направлен, разумеется, как это используется в США, ЕС и Китае на охлаждение экономической активности, которая, ускорившись, раздувает инфляцию, а на сдерживание оттока капитала и падение курса RUB. Что позволяет говорить о правильности действий ЦБ в данном контексте?

- Во 2-ом полугодии 2013 г. было отозвано 27 лицензий банков с общим объемом активов 292.4 млрд.руб. В 2014 г. по сей день – у 18, с объемом активов 125 млрд.руб. Всего объем активов банковской системы РФ – 59 трлн.руб., из которых 32 трлн.приходится на первые пять банков. Для сравнения: общий объем активов у банков с отозванной лицензией сопоставим с совокупным объемом активов последних 400 банков, ранжированных по объему активов и действующих в РФ – 511 млрд.руб.

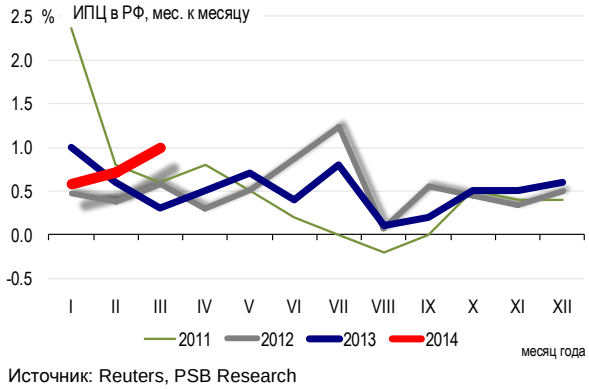
Инфляция и курс рубля к бивалютной корзине



Источник: ЦБ РФ, PSB Research

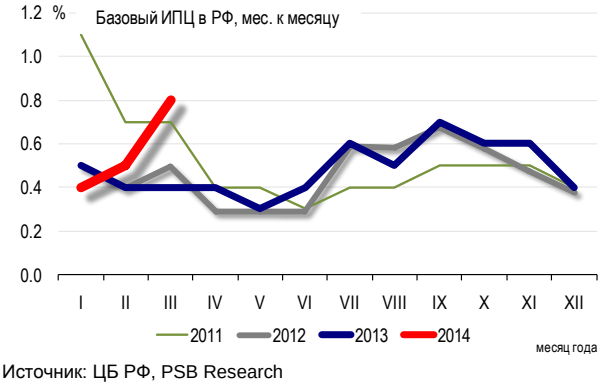
Инфляция в течение 2013 г. не проявляла особой тенденции к тому, чтобы ясно реагировать на изменения обменного курса рубля, который начал очень заметно падать буквально с начала года. Сказывалось, по всем признаком, замедление экономики. Однако резкий скачок курса рубля вниз в начале этого года дал заметный импульс инфляции. Заметный? Если смотреть на график в длинной ретроспективе (как тот, что выше), нельзя не увидеть изрядное снижение макроэкономической волатильности и выраженный тренд на стабилизацию инфляции, начиная с 2012 г. Какой ценой это достигнуто – другой вопрос. Но даже всплеск CPI последнего времени в ретроспективе не выглядит *пока* как нечто, ломающее тенденции. Тем не менее, для последнего периода (2012-2014 гг.) это – очень заметное явление, тем более, что оно не может быть даже частично списано на некие сезонные катализаторы. Именно поэтому ЦБ так бурно прореагировал на происходящее.

Инфляция по ИПЦ:



Источник: Reuters, PSB Research

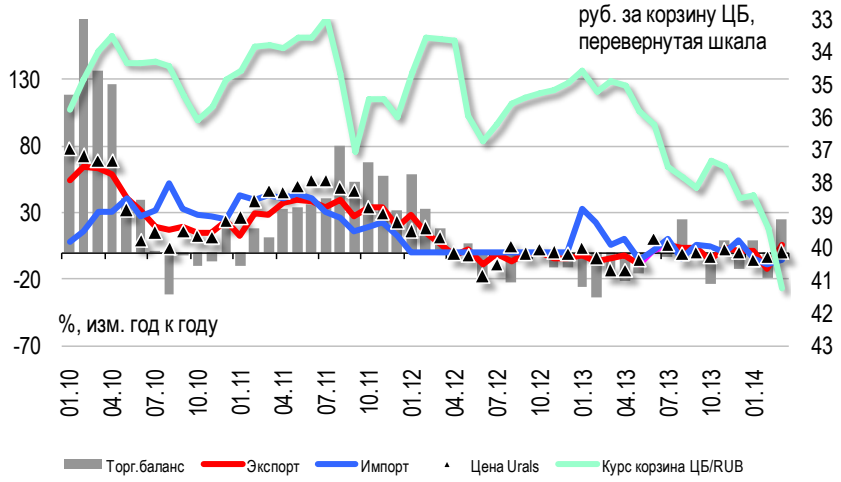
Базовая инфляция (отражение монетарной составляющей): ЦБ неспроста крепко задумался над происходящим



Источник: ЦБ РФ, PSB Research

Текущая стабилизация курса рубля, который, конечно, не только его заслуга, но все же bright spot, светлое пятно во всей этой истории. Теперь инфляция в течение ближайшего времени (месяца-двух) должна прийти «в норму» на фоне формирующей рецессии. В теории, конечно, и если ничего нового – неприятного – не произойдет.

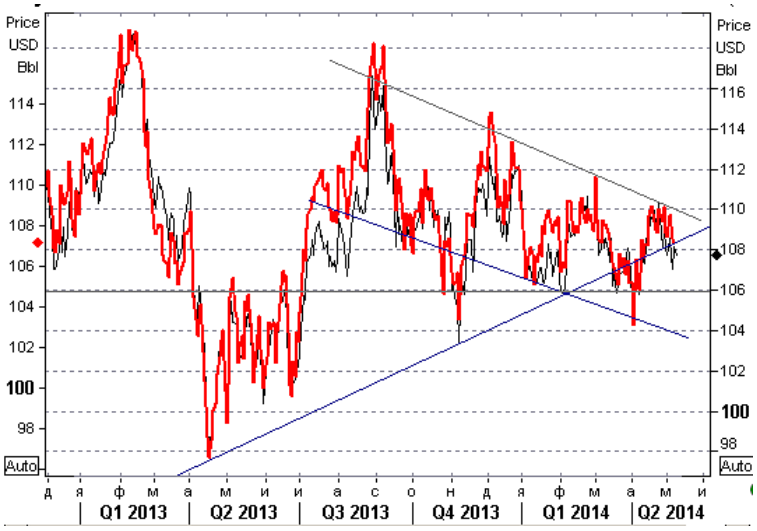
В марте месяце отмечено событие, которое могло повлиять на курс рубля в позитивном смысле и которое теперь может превратиться в тенденцию. По крайней мере, в однгой части уравнения: третий месяц подряд снизился импорт в РФ год к году, в апреле на 6% (январь – минус 5%, февраль – минус 9%). Однако притом экспорт вырос на 5%, тогда как год назад было падение на такую же величину (это все – при почти неизменной цене нефти), в результате чего торговый баланс подскочил на четверть год к году и стал самым высоким аж за два года (если ничего не будет скорректировано). Даже если это событие one off, то снижение импорта – это та тенденция, которую ждали. Как далеко она может зайти без острых кризисных явлений? Не слишком далеко из-за высокой зависимости ОФ от внешних рынков, считают многие. В 2009 г. импорт в РФ с января по ноябрь падал в среднем на примерно 40% год к году.



The last but not the least. Это федеральный бюджет РФ, который традиционно активно влияет на монетарную ситуацию. По первому кварталу судить о тенденциях никогда не было правильным, однако кое-что отметим. Наибольшее, решающее влияние на состояние бюджета РФ за первый квартал 2014 г. оказала статья «курсовая разница», которая составила 491 млрд.руб. (при общем объеме доходов 3 520 млрд.руб.) Доходы выросли по сравнению с 1 кв. 2013 г. на 420 млрд.руб., на 14% в реальном выражении, с учетом инфляции – на 6%. Причем «ненефтегазовые» (такое слово) доходы выросли на 6%, с учетом инфляции – снизились на 1%. Если бы не курсовая разница (год назад она составляла всего 17 млрд.руб.), баланс бюджета достиг бы минус 2.3% оценочного ВВП, т.е. 381 млрд.руб., против итоговой величины +0.7%. Год назад таковая была минус 0.9% ВВП.

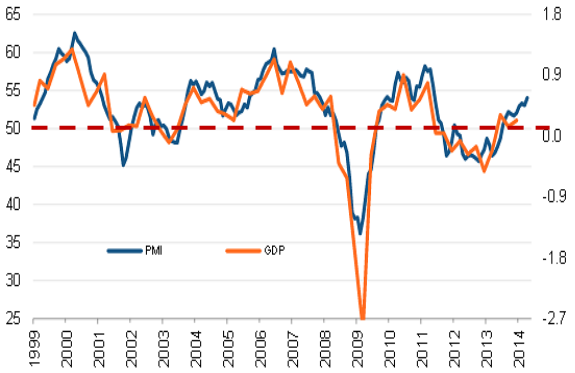
Расходы бюджета – те деньги, которые могли бы поступить в экономику – выросли на 169 млрд.руб., 5%, что в реальном выражении означает снижение на 1.6%. По госдолгу наблюдалась легкая эмиссия… денег: привлечено 136 млрд.руб., на 53 млрд. меньше, а погашено 141 млрд., на 230 млрд. больше, чем год назад. Банкам нужный деньги! Долг перед ЦБ очень большой. Еще к этому: на депозиты в банках за квартал размещено средств Минфина 405 млрд.руб., что на 250 млрд. больше, чем год назад. Правда, общий объем бюджетных депозитов на 1 апреля упал на 155 млрд. и составил 505 млрд.руб. Бюджет не особо помогал финансовой системе РФ бюджетной эмиссией, но и не стерилизовал ликвидность, как это было в «тучные годы». Стерилизовать все равно было бы особо нечего.

Ну, и вот что происходит с ценой на нефть (черным – Brent, ближ.фьючерс, ПО, красным Urals, ЛО). Красноречивая картина, не правда ли? Для тех, кто все равно не видит: это по-прежнему медленное снижение и по-прежнему сильная поддержка на 106 (Brent).



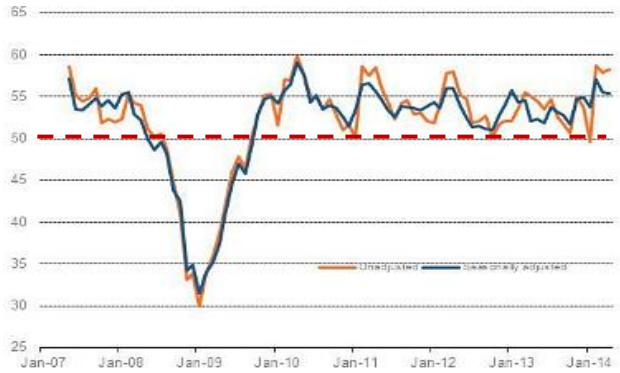
Где не так плохо, и new normal продолжается:

PMI еврозоны (композитный) и **ВВП**:



Источник: MarkIt/HSBC

Производственный PMI США (с **сезонной коррекцией** и **без**)



Источник: MarkIt/HSBC

Чтобы узнать больше, см.линейку продуктов аналитического управления ПСБ.

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.r	+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
Вадим Паламарчук	PalamarchukVA@psbank	+7 (495) 777-10-20, доб. 77-4781
Александр Полютов	PolyutovAV@psbank.ru	+7 (495) 777-10-20, доб. 77-6754

ДЕПАРТАМЕНТ ФИНАНСОВЫХ РЫНКОВ

ПРОДАЖИ ИНСТРУМЕНТОВ С ФИКСИРОВАННОЙ ДОХОДНОСТЬЮ

Пётр Федосенко	FedosenkoPN@psbank.r	+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	SemenovykhDD@psban	+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.r	+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

В ДОПОЛНЕНИЕ К ВЫШЕСКАЗАННОМУ

© 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.