



Макроэкономический обзор

В ожидании роста

Июль 2011

Макроэкономический обзор

В ожидании роста

Инвестиционное заключение

Ситуация с греческим и американским госдолгом снизила стоимость большинства финансовых активов, особенно рискованных, по всему миру. Долговые проблемы западных стран еще долго останутся темой №1 в инвестиционном сообществе, однако принятие решительных мер по данному вопросу позволит рынкам восстановиться и показать неплохой рост во втором полугодии. На наш взгляд спросом по-прежнему будут пользоваться золото, сырьевые активы и сырьевые валюты. Второе полугодие может стать хорошим временем для акций при условии стабилизации ситуации с гос. долгом США.

Главными темами этого лета на финансовых рынках стали проблемы гос. долга Греции и США, оказавшие значительное понижающее давление на рынки. Если в отношении Греции ситуация несколько прояснилась и удалось избежать развития событий по негативному сценарию, то политическая борьба в США привела к тому, что вопрос о повышении верхней планки гос. долга и избежании технического дефолта менее чем за неделю до наступления крайнего срока принятия решения остается нерешенным.

В своем предыдущем макрообзоре (Ралли подходит к концу...? От 20 апреля 2011г.) мы дали рекомендацию продавать рискованные активы и увеличивать долю защитных активов в своем портфеле. Наша стратегия полностью оправдала себя по результатам второго квартала. Во втором полугодии мы ожидаем возобновления роста на финансовых рынках и рекомендуем увеличить долю рискованных активов, после прояснения ситуации с госдолгом США.

Мы полагаем, что США удастся избежать технического дефолта, тем самым острота проблем давлевших над рынком в последнее время снизится. Данное обстоятельство положительным образом скажется на стоимости рискованных активов.

Инвесторы продолжают пересматривать свое отношение к долговым инструментам западных стран, обремененных долгами, что повлечет за собой дальнейшее снижение рейтингов по этим бумагам. Своего наивысшего рейтинга может лишиться даже США, если проблема со ставшим уже хроническим дефицитом бюджета не будет решена.

В такой ситуации игроки будут искать замену снижающемуся качеству западных эмитентов в активах развивающихся стран имеющих сильные кредитные метрики, к которым в том числе относится Россия.

Денежно-кредитная политика по-прежнему остается крайне стимулирующей (процентные ставки отрицательны в реальном выражении) а мировая экономика, несколько сбавившая темпы роста во втором квартале, продолжит восстанавливаться во втором полугодии за счет

Российский фондовый рынок

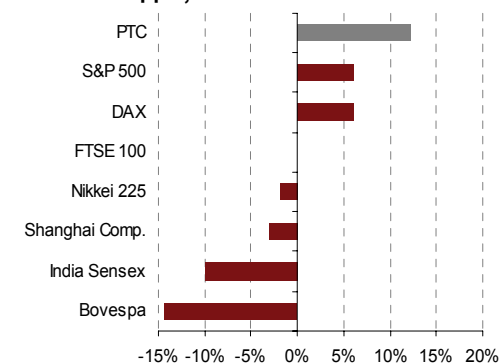
Ключевые показатели

Капитализация (млрд.)	1106
Капитализация/ ВВП, %	67%
Индекс РТС (текущий)*	1988
Индекс РТС (на конец 2011г.)	2200
Потенциал роста, %	11%
P/E 2011	6.1

* на 26.07.2011

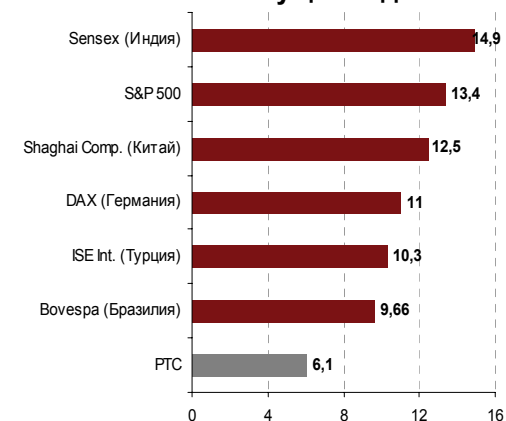
Источник: расчеты Прайм Марк

Динамика фондовых индексов с начала года*, %



* на 26.07.2011

Значение P/E на текущий год*



* на 26.07.2011

Сырьевые товары по-прежнему находятся в бычьем фазе цикла на фоне слабости доллара и растущего спроса в развивающихся странах. Нефтяные котировки, несмотря на новость о выделении стратегических запасов МЭА остаются у своих максимальных значений этого года, дорожают промышленные металлы и удобрения.

Драгметаллы и в особенности золото остается одной из наших ключевых инвестиционных идей с 2009г. Хрупкость мировой финансовой системы и риски обесценения ключевых валют поддерживают котировки желтого металла. Сочетание высоких рисков, низких ставок и слабости доллара способствуют сохранению сильного бычьего тренда в золоте.

Китайский юань остается нашей долгосрочной ставкой. Китайская валюта имеет отличные перспективы по мере либерализации китайской финансовой системы, усилении роли юаня в мировой торговли и в качестве инструмента сбережения. Согласно нашим ожиданиям юань продолжит укрепляться.

Российский рынок, несмотря на коррекцию во втором квартале, остается среди лидеров роста в 2011г. С начала года индекс прибавил более 12%, в то время как индексы остальных стран BRIC снизились на 3-15%. В то же время российский рынок по-прежнему остается одним из самых дешевых (P/E на 2011г. около 6) за счет низких значений мультипликаторов в сырьевых отраслях.

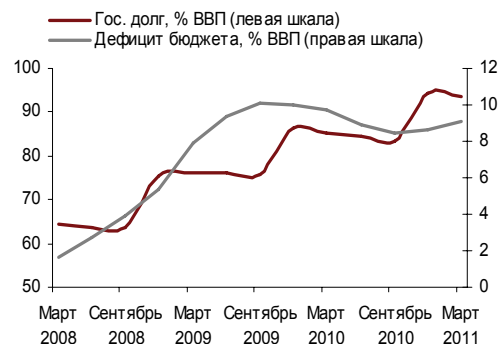
Наихудшую динамику в первом полугодии показали акции компаний малой капитализации (-20% с начала года), так как инвесторы, как правило, старались избегать вложений в наиболее рискованные активы. Индекс компаний большой капитализации (Large Cap) завершил полугодие в нуле.

Среди отраслевых индексов наилучшую динамику в первом полугодии продемонстрировали акции компаний химической промышленности, в частности Уралкалий и Акрон. Фундаментальные факторы говорят в пользу продолжения роста в секторе.

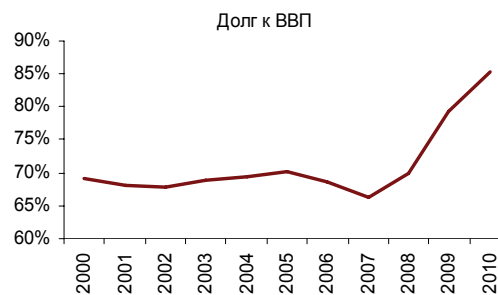
Аутсайдерами, как и прошлом квартале, стали акции сектора электроэнергетики в виду активного вмешательства государства в вопросы ценообразования и изменения правил игры в секторе. Мы считаем, что по мере прохождения предвыборного периода давление на сектор будет ослабевать, и привлекательность сектора увеличиться.

На наш взгляд, наиболее привлекательными секторами на российском фондовом рынке сейчас являются удобрения, металлургия, телекомы и электроэнергетика. Наши top-picks Уралкалий, МТС, Северсталь, Евраз, МОЭСК и Highland Gold.

Уровень госдолга в США и дефицит бюджета



Общая долговая нагрузка стран Еврозоны



Резервы банков и объем US Treasuries на счетах ФРС



Содержание

Макроэкономическая конъюнктура	4
Экономика США	10
Экономика Еврозоны	15
Экономика Китая	17
Экономика России	19
Конъюнктура товарных рынков	24
Нефть и газ	24
Драгоценные металлы	25
Промышленные металлы	27

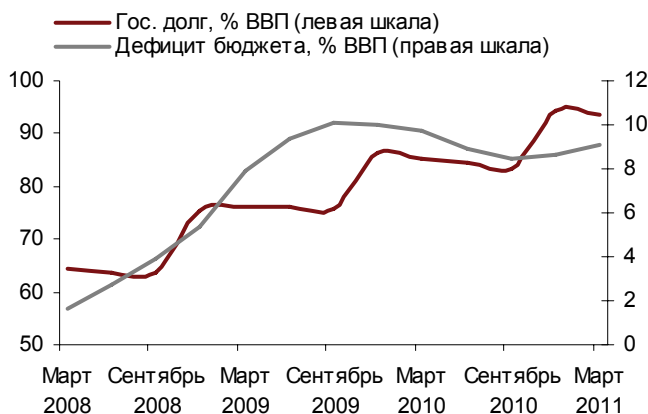
Макроэкономическая конъюнктура

Финансовые рынки с конца апреля находятся под давлением кризиса государственных долгов США и периферийных стран Европы. Задержки с принятием решений по решению проблем гос.финансов в развитых странах приводят к усилению напряженности на финансовых рынках и снижению аппетита к риску. Американским и Европейским регуляторам требуется все больше времени на реагирование на проблемы, в то время как их масштаб становится все больше. В конце июля вероятно долговые проблемы развитых стран отойдут на второй план, по мере того как решения устраняющие наиболее негативные последствия будут приняты, и на передний план вновь выйдут вопросы экономического развития. Тем не менее, пока ни одно политическое решение не устраняет фундаментальных проблем растущих государственных долгов и спустя некоторое время они, возможно, вновь дадут о себе знать.

Госдолг США вызывает беспокойство. В конце апреля 2011г. впервые за несколько десятков лет рейтинговые агентства поставили кредитный рейтинг США на пересмотр с негативным прогнозом. Рейтинг США находится на наивысшем уровне AAA с 1977г. Поводом для этого стало резкое увеличение госдолга страны за последние 3 года и возможная задержка со стороны конгресса с принятием решения о поднятии верхней планки госдолга, которая сейчас составляет \$14.3 трлн. Такое развитие событий будет грозить США техническим дефолтом.

За последние 3 года объем госдолга США вырос на 30% п.п. с 64% ВВП до 94% ВВП. За это время среднегодовой дефицит бюджета составлял 8% ВВП.

Уровень госдолга в США и дефицит бюджета, % от ВВП

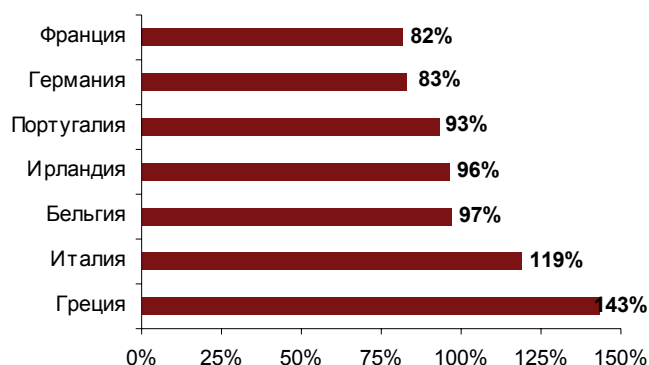


Источник: Bloomberg, расчеты Прайм Марк

До недавнего времени США могли без особых проблем повышать предельно допустимый уровень своей задолженности (с 1962г. он повышался 74 раза). Сейчас увеличение предельно допустимого объема долга становится несколько более проблематичным, так как Конгресс хочет получать более точную информацию о том, насколько и когда именно удастся сократить дефицит бюджета и снизить соотношение госдолга к ВВП.

Дебаты между республиканцами и демократами о способе сокращения бюджетного дефицита привели к тому, что вопрос о повышении верхнего уровня госдолга затянулся до предела (2 августа наступит дедлайн). В итоге, наиболее вероятно, будет принят компромиссный вариант, составленный так называемой «Группой шести», в которую входят по три сенатора от республиканцев и демократов, и который предусматривает сокращение дефицита бюджета США на 3.7 трлн. долл. за 10 лет, за счет изменения налогового кодекса и урезания программ социального страхования и медицинской помощи Medicaid и Medicare.

Долг к ВВП стран Еврозоны, % (2010)



Источник: Евростат

Общая долговая нагрузка стран Еврозоны



Источник: Евростат

Проблемы долгов периферийных стран Европы, в особенности Греции вновь усилились в июне. Доходности и страховки от дефолта (CDS) облигаций Греции, Португалии и Ирландии начали резко возрастать на фоне ухудшающегося финансового состояния Греции и отсутствия согласованной позиции европейских лидеров относительно предоставления финансовой помощи странам-должникам. Это привело к возникновению паники на финансовых рынках, так как риск возможного дефолта был как никогда вероятен. В этот раз это отразилось и на крупнейших странах периферийной Европы, таких как Испания и Италия, размер экономик которых и абсолютный уровень долга несопоставим с долгами Греции и Португалии. В итоге стоимость страховки от дефолта (CDS) Испании и Италии выросла с 250 и 150 п.п. соответственно в начале июня до 350 и 300 п.п. в середине июля. Стоимость CDS Греции, Португалии и Ирландии также возросли почти в два раза.

Все это заставило участников саммита ЕС, состоявшегося 21 июля принять решительные меры для предотвращения разрастания европейского долгового кризиса. По итогам саммита было принято решение, что EFSF (европейский стабилизационный фонд) и МВФ выделят Греции очередной транш в 109 млрд. евро (в прошлом году страна получила от EFSF и МВФ 110 млрд. евро) на 3 года под 3.5%. Еще 50 млрд. евро должен предоставить частный сектор.

Также было принято решение значительно расширить полномочия европейского стабилизационного фонда (EFSF), который теперь сможет приобретать облигации проблемных стран на вторичном рынке, начать кредитовать правительства этих стран упреждающе, до того как они лишатся доступа к рынкам капитала, и проводить рекапитализацию банков, что особенно актуально после проведенных стресс-тестов, показавших, что 24 из 90 банков еврозоны испытывают трудности. Минимальные ставки, которые предоставляет EFSF, будут снижены с 5.5% до 3.5%, а сроки по ним увеличатся с 7.5 до 15 лет.

Динамика CDS на 5-летние облигации стран PIIGS



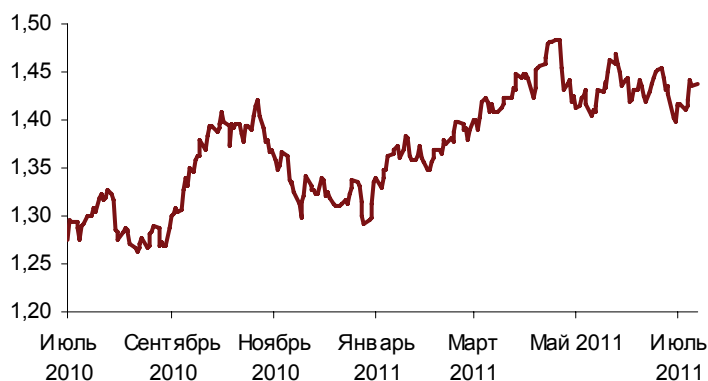
Источник: Bloomberg

После объявления второго плана спасения Греции доходности и CDS по долговым бумагам проблемных стран начали резко снижаться

Крупнейшие рейтинговые агентства (S&P, Fitch и Moody`s) намерены присвоить греческим облигациям рейтинг частичный дефолт, так как расценивают, что планы спасения Греции, объявленные европейскими лидерами, приведут к реструктуризации ее задолженности. Таким образом, Греция станет первой страной западного мира, которая объявила дефолт за последние 60 лет.

Несмотря на эскалацию долгового кризиса Греции курс евро по отношению к доллару оставался стабильным на уровне 1.45 во втором квартале, что подтверждает наше мнения высказанное в предыдущем макро обзоре. Курс евро поддерживается с одной стороны слабостью доллара с другой стороны более высокими процентными ставками в еврозоне.

Динамика курса евро/доллар



Источник: Bloomberg

В конце июня мировые рынки и в особенности рынок нефти взбудоражила новость о том, что МЭА (международное энергетическое агентство) выделит 60 млн. баррелей нефти из своих стратегических запасов в июле, чтобы компенсировать нехватку поставок из Ливии. Напомним, что за всю историю своего существования МЭА лишь дважды использовала свои стратегические запасы. В первый раз это произошло во время войны в Персидском заливе в 1991 году, а во второй - в 2005-м, когда из-за урагана «Катрина» была остановлена добыча на множестве платформ в Мексиканском заливе.

Проблемы в Ливии и других странах Северной Африки и Ближнего Востока привели к колоссальному росту цен на нефть. Так, с начала года цена на нефть марки Brent выросла на 24%.

Цена нефти марки Brent, \$ за баррель



Источник: Bloomberg

Решение МЭА привело лишь к краткосрочному снижению стоимости нефти, цена нефти марки Brent 23-24 июня снизилась на 7.5%, однако уже через две недели цены превысили уровень предшествовавший моменту объявления решения МЭА. Таким образом, выделение запасов МЭА не оказало значительного влияния на рынок нефти, так как объем нефти выделяемой МЭА все равно не удовлетворяет растущему спросу, главным образом в связи с недостаточным уровнем добычи в странах ОПЕК.

Предложение и спрос на жидкие углеводороды (млн. бар./сутки)

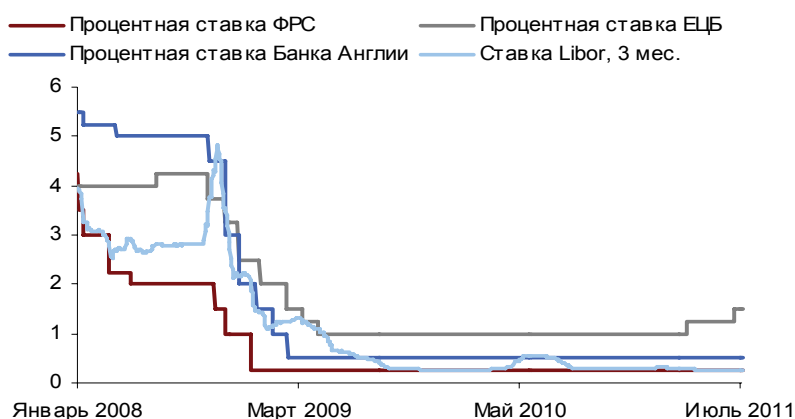
	1 кв. 2011	2 кв. 2011	3 кв. 2011	4 кв. 2011
Потребление	89,1	88,2	90,3	90,6
Предложение, кроме ОПЕК	52,8	52,4	53,2	54
Добыча ОПЕК	35,8	35,2	36,1	36,2
Баланс	-0,5	-0,6	-1	-0,4
Продажа нефти из запасов МЭА	0	0	-0,6	0
Скорректированный баланс	-0,5	-0,6	-0,4	-0,4

Источник: МЭА, расчеты Прайм Марк

*Рынок нефти
пребывает в
постоянном
дефиците*

Ликвидность на рынке поддерживается низкими процентными ставками, которые остаются отрицательными в реальном выражении. Пока только ЕЦБ повысил ключевую ставку на 0.5%. Другие крупные ЦБ, на наш взгляд, взяли паузу в вопросе повышения ставок как минимум до следующего года.

Номинальные процентные ставки ведущих ЦБ и Либор, %



Источник: Bloomberg

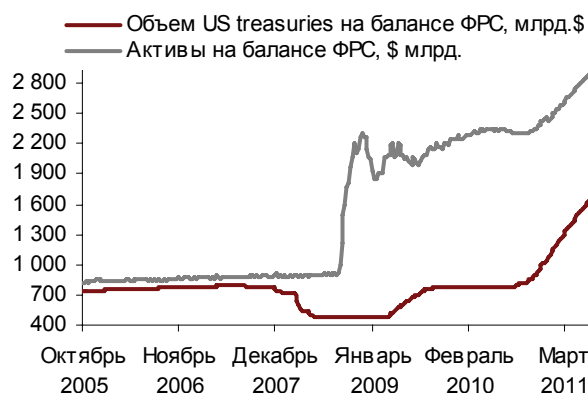
Процентные ставки по-прежнему на рекордно низких значениях, но ужесточение денежно-кредитной политики уже не за горами. ЕЦБ в апреле первым среди мировых ЦБ начал цикл повышения ставок

Ликвидность также поддерживается за счет выкупа ценных бумаг со стороны ФРС и ЕЦБ. За последний год баланс ФРС вырос на 23% за счет покупки US treasuries. На середину июля портфель ценных бумаг на балансе ФРС составлял \$2.65 трлн, из которых 61% приходился на UST и US T-bills (\$1.63 трлн), 34% - ипотечные ценные бумаги (\$909 млрд), 4% (\$115 млрд) – бумаги государственных агентств и агентств, финансируемых государством. Несмотря на завершение второго раунда количественного смягчения (QE2) 30 июня ФРС продолжил реинвестирование поступлений от погашений бумаг на балансе ФРС в UST, что говорит в пользу того что баланс ФРС не будет сокращаться в ближайшей перспективе. Скорее наоборот ожидаемое повышение потолка госдолга США приведет к тому, что американский ЦБ может начать новый этап количественного смягчения.

Резервы банков и объем US treasuries на счетах ФРС Баланс ФРС



Источник: ФРС



Источник: ФРС

Вливаемая ликвидность не оказывает повышательного давления на инфляцию, за счет того, что большая часть средств аккумулируется на счетах ФРС в виде избыточных резервов банков.

Второй квартал характеризовался достаточно резким падением темпов восстановления мировой экономики. Индекс Global manufacturing&services PMI, характеризующий динамику мирового промышленного выпуска и объема оказанных услуг в сервисном секторе, снизился по итогам квартала до 52.3 (среднее значение за квартал) по сравнению с 57.3 в первом квартале. Мировая экономика продолжает расти, однако замедление роста оказалось самым существенным с момента окончания кризиса.

Восстановление мировой экономики замедлилось, однако темпы роста по-прежнему положительные

Индекс Global PMI



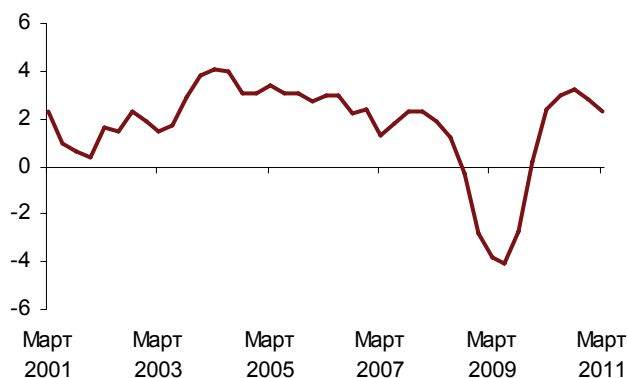
Источник: JP Morgan

Экономика США

В первом квартале американская экономика выросла на 2.3% год к году. Темпы роста немного замедлились по сравнению с 2010г. на фоне эффекта более высокой базы. Экономика восстанавливается медленнее, чем ожидалось. ФРС в конце июня уже во второй раз в этом году снизил прогноз по росту ВВП США в 2011г. с 3.1-3.3% до 2.7-2.9%. Темп роста промышленного производства также сократился с 5.4% год к году в 1 кв. до 3.8% год к году во втором.

Темпы роста экономики США замедляются

Динамика реального ВВП, год к году %



Источник: Министерство торговли США

Динамика пром.производства, % год к году



Источник: Министерство торговли США

Ситуация на рынке труда после некоторого улучшения в первом квартале, начала снова ухудшаться во втором квартале. Уровень безработицы в июне составил 9.2% по сравнению с 8.8% в марте. Количество заявок по пособию по безработице стабилизировалось на уровне 400 тысяч в неделю. По прогнозам ФРС, уровень безработицы в стране в текущем году составит 8.6-8.9%, таким образом, ожидается некоторое улучшение ситуации на рынке труда во втором полугодии.

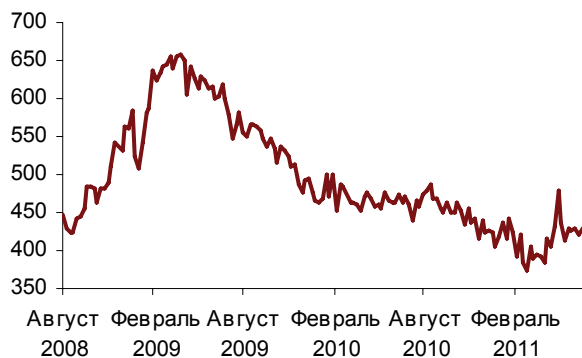
Ситуация на рынке труда немного ухудшилась, но ожидается некоторое улучшение во второй половине года

Уровень безработицы, %



Источник: Министерство труда США

Количество обращений по безработице, тыс.



Источник: Министерство труда США

Индекс потребительской уверенности остается на уровне выше 80 пунктов, но все еще значительно ниже докризисных значений. Темп роста потребительских расходов в 2011г. держится выше уровня 4% год к году.

Уровень потребительской уверенности



Источник: Conference Board

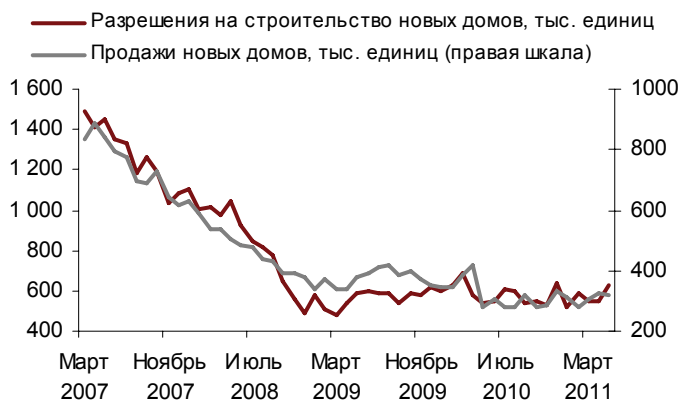
Темп роста потребительских расходов, %



Источник: Бюро экономического анализа США

С рынка недвижимости начинают приходить позитивные сигналы. Количество разрешений на строительство новых домов в июне увеличилось до 629 тысяч, что является максимальным значением с апреля 2010г.

Продажи и строительство новых домов в США



Источник: Бюро переписи населения

Стагнация на рынке жилья продолжается, однако с рынка уже начинают приходить позитивные сигналы

Изменение цен на недвижимость в США, год к году



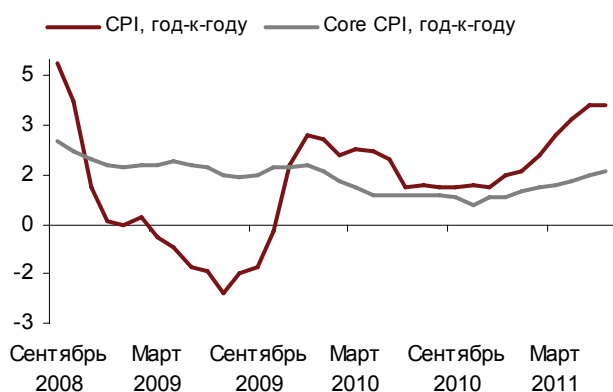
Цены на недвижимость продолжают снижаться

Источник: Case-Shiller

Инфляция в США продолжает расти. Рост индекса потребительских цен составил 3.6% год к году в мае-июне, что является максимальной отметкой с октября 2008г. Тем не менее, базовый индекс CPI (без учета цен на продовольствие и сырье) находится на умеренном уровне около 1.5%. ФРС прогнозирует, что по итогам года индекс CPI и Core CPI составят 2.3-2.5% и 1.5-1.8% соответственно.

Core CPI пока находится на умеренном уровне, не вызывая опасения регуляторов

Индекс потребительских цен, %



Источник: Министерство труда США

Инфляционные ожидания, %



Источник: Мичиганский университет

Денежные средства и сумма выданных кредитов на балансе коммерческих банков в США, млрд. \$

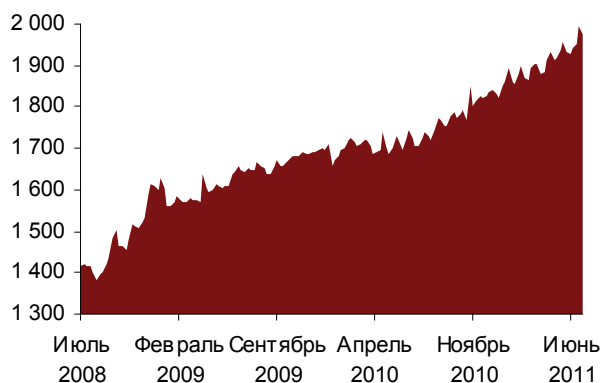


**Снижения уровня
долговой нагрузки в
частном секторе
США продолжается**

Источник: ФРС

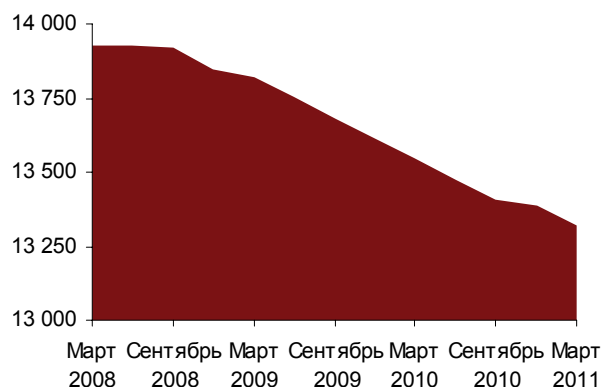
Денежная масса в узком определении (M1) выросла за последние 3 года на 42% до \$2 трлн., прежде всего за счет печатания денег со стороны ФРС. При этом денежный агрегат M2, который включает также срочные вклады, вырос менее чем на 20%, за счет снижения значения денежного мультипликатора на фоне снижения уровня кредитования в американской экономике.

Динамика денежного агрегата M1, млрд.\$



Источник: ФРС

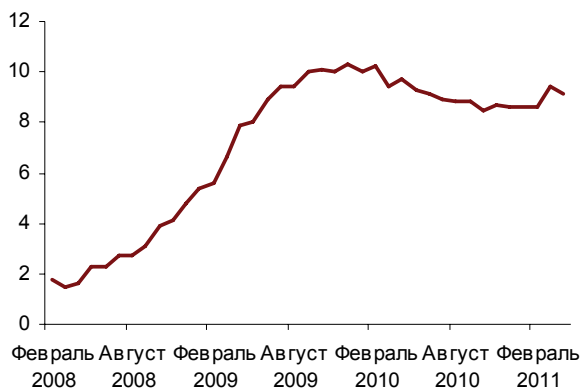
Долги домохозяйств в США, млрд.\$



Источник: ФРС

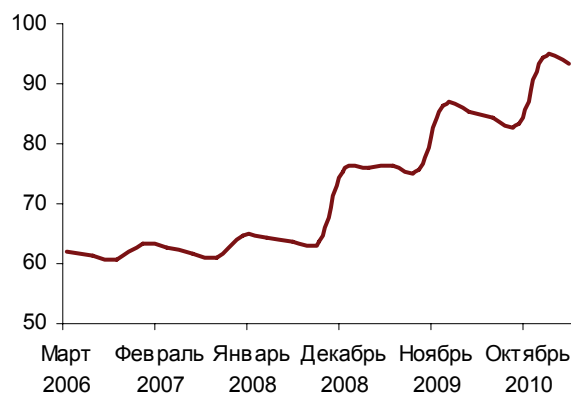
Дефицит федерального бюджета США находится на максимальных значениях с 50-х годов XX века. Таким образом, принятия действенного плана по сокращения дефицита фед.бюджета США является критически необходимым для стабилизации бюджетной и финансовой системы. В последние 3 года отношение госдолга к ВВП выросло с 64% до 94%

Дефицит гос. бюджета США, % от ВВП



Источник: Министерство торговли США

Федеральный долг США, % от ВВП



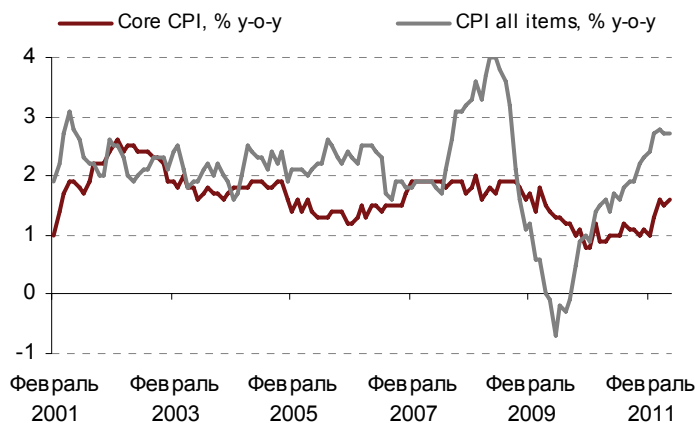
Источник: Министерство торговли США

Экономика Еврозоны

Как и ожидалось в начале июля ЕЦБ во второй раз в течение этого года поднял процентную ставку на 0.25% п.п. до 1.5%. Ключевым аргументом в пользу повышения процентной ставки стала растущая инфляция.

Рост уровня потребительских цен в Европе во втором квартале стабилизировался на уровне 2.7%. Рост индекса цен без учета цен на продовольствие и сырье за аналогичный период времени составил 1.6%. Мы считаем, что рост потребительских цен в Европе должен стабилизироваться на текущем уровне, что позволит ЕЦБ повременить с очередным повышением ставки как минимум до конца текущего года.

Инфляция в Еврозоне, % год к году

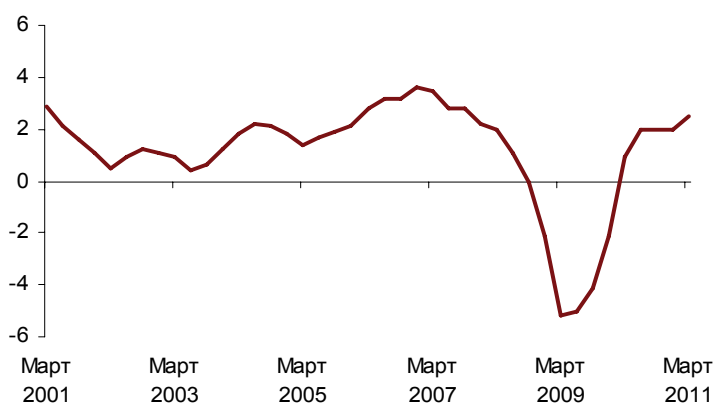


Источник: Евростат

Темп роста цен стабилизировался, что позволит ЕЦБ повременить с повышением ставки

Европейская экономика продолжает расти, благодаря бурному росту в Германии. В первом квартале экономика Еврозоны выросла на 2.5% год к году, при этом ВВП Германии вырос почти на 5%. Данные за второй квартал пока не вышли, но мы ожидаем некоторого сокращения темпов роста на фоне замедления пром.производства и сокращения гос.расходов.

Динамика ВВП, % год к году



Источник: Евростат

Европейская экономика ускоряет рост благодаря Германии

Промышленное производство в Еврозоне продолжает расти, однако темпы роста замедляются. В мае темпы роста снизились до 4% по сравнению с 6-8% в начале года. Данный факт вызван, прежде всего, эффектом более высокой базы.

Промышленное производство в Еврозоне, % год к году



Источник: Евростат

Уровень безработицы в Еврозоне вот уже почти два года находится на уровне 10% и пока не снижается. Наиболее высокий уровень безработицы наблюдается в странах PIGS (Португалия, Ирландия, Греция и Испания) и Прибалтике. Самый низкий уровень безработицы зафиксирован в Нидерландах, Австрии и Германии.

Уровень безработицы в Еврозоне, %



Источник: Евростат

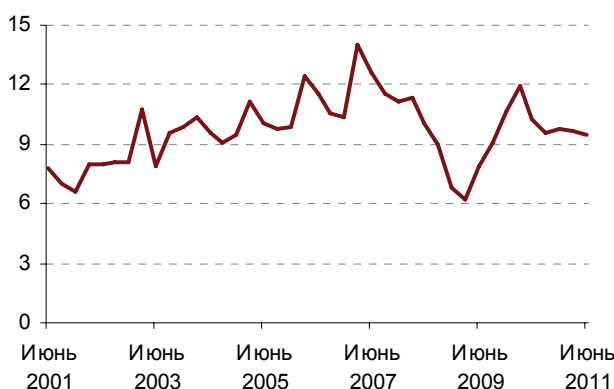
**Уровень
безработицы
находится на уровне
10%**

Экономика Китая

Китайская экономика продолжает демонстрировать высокие темпы роста, несмотря на меры властей по предотвращению перегрева экономики. Рост ВВП Китая в 1 пол. 2011г. составил 9.6%, по сравнению с аналогичным периодом прошлого года. Темп роста промышленного производства в июне превысил 15% год к году, что стала максимальным значением с мая прошлого года.

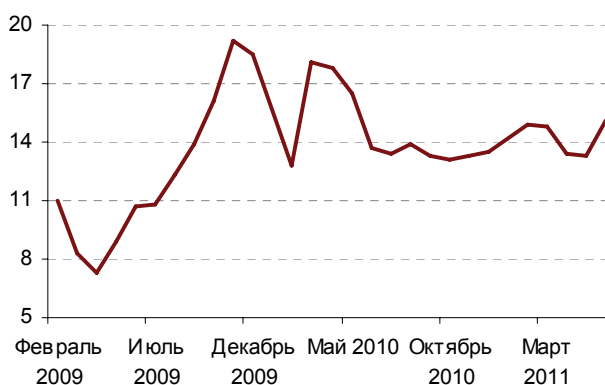
Китайская экономика продолжает расти высокими темпами

Темп роста ВВП, % год-к-году



Источник: Национальное статистическое бюро КНР

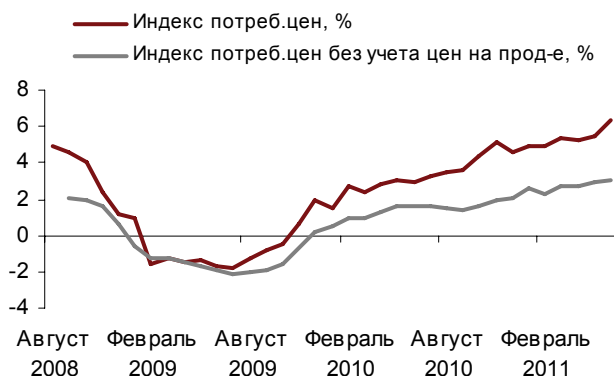
Темп роста пром. производства, %



Источник: Национальное статистическое бюро КНР

Инфляция в июне составила 6.4%, что является максимальным показателем за последние три года. Непродовольственная инфляция также увеличилась до 3%, что является максимальным значением за всю историю расчета индекса. Растущий уровень инфляции будет заставлять правительство прилагать еще больше усилий для поддержания ценовой стабильности.

Уровень инфляции в Китае

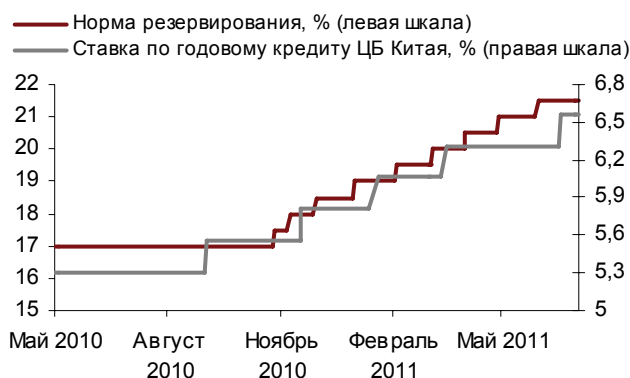


Источник: Национальное статистическое бюро КНР

В июне уровень инфляции в Китае был максимальным за последние три года

Правительство предпринимает меры к тому, чтобы остудить экономику и снизить инфляционное давление. За последний год норма резервирования для банков была увеличена с 16% до 21.5%, а ключевая кредитная ставка с октября 2010г. была повышена с 5.31% до 6.56%.

Норма резервирования и годовая ставка по кредиту Народного Банка Китая

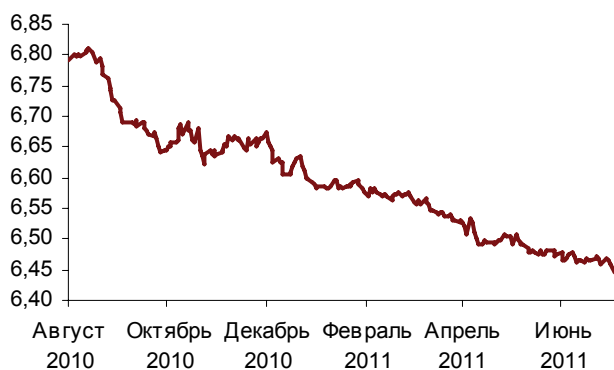


С начала 2010г. ЦБ Китая поднимал норму резервирования 10 раз, а ключевую кредитную ставку 5 раз

Источник: Народный банк Китая

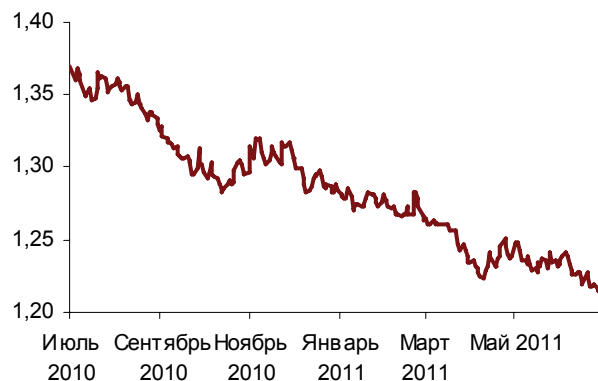
Две ключевые валюты, на которые мы делали ставку весной 2010г. китайский юань и сингапурский доллар оправдали наши ожидания. Обе валюты уверенно укреплялись по отношению к доллару. За последний год юань и сингапурский доллар укрепились на 5% и 12% соответственно, несмотря на то, что китайский ЦБ сдерживает рост курса китайской валюты. С начала 2011г.года рост курса и юаня и синг.доллара составил 2.4% и 6% соответственно. Мы по-прежнему считаем, что юань сохранит свою привлекательность в средне- и долгосрочной перспективе. По итогам года рост курса юаня может составить 5-10%.

Курс \$/юань



Источник: Bloomberg

Курс \$/сингапурский доллар



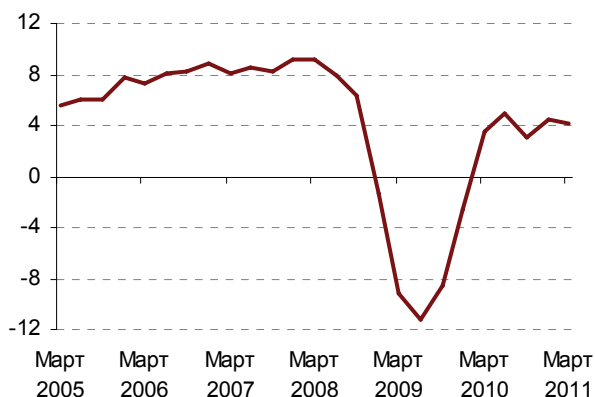
Источник: Bloomberg

Экономика России

Рост ВВП по итогам 1П 2011г. составил 3.9% год к году, (4% в 2010г.). При этом во 2кв. темпы роста сократились до 3.7% год к году по сравнению с 4.1% в 1кв. 2011г. Мы ожидаем ускорения темпов роста ВВП во втором полугодии до 4.4-4.5%, за счет роста пром.производства, сельского хозяйства и увеличения инвестиций. Таким образом, рост ВВП по итогам года может составить около 4.2%.

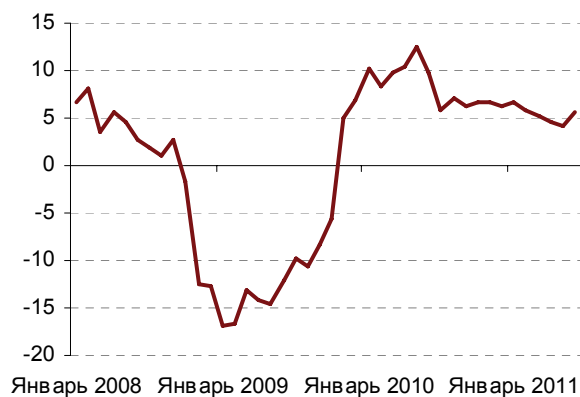
За 1 пол. 2011г. рост промышленного производства составил 5.4% год к году. Наибольший вклад в рост индекса вносит обрабатывающая промышленность, рост в которой в первом полугодии составил в 8.3%.

Динамика ВВП, %



Источник: Росстат

Динамика промышленного производства



Источник: Росстат

Профицит федерального бюджета в 1пол. 2011г. составил 640 млрд. руб. (2.7% ВВП). В I пол. 2011 г. поступления в бюджет увеличились примерно на 33% по сравнению с I пол. 2010 г., тогда как расходная часть выросла всего на 6.7%. Минфин прогнозирует, что дефицит бюджета по итогам 2011г. составит около 1% ВВП, в то время как мы ожидаем нулевого дефицита бюджета в этом году. Мы также полагаем, что после режима относительно жесткой экономии, имевшего место в первой половине года, во 2 пол. 2011 г. расходы бюджета существенно возрастут. Как следствие мы ожидаем притока ликвидности на рынок, за счет увеличения бюджетных расходов в IV кв. 2011 г. в преддверии выборов.

Несмотря на неплохую бюджетную дисциплину российский бюджет все в большей степени становится зависимым от цен на нефть. В программе бюджета на 2012-2014гг. бюджет балансируется при ценах на нефть \$125 за баррель, при этом неняфтяной структурный дефицит бюджета на протяжении всех трех лет превышает 10% ВВП.

Параметры федерального бюджета на 2011-2014гг

	2011	2012	2013	2014
Доходы, млрд.руб.	10 303	10 615	11 674	12 631
в т.ч. нефтегазовые доходы, млрд.руб.	5 228	4 942	5 229	5 444
Расходы, млрд.руб.	11 023	12 185	13 148	14 280
Дефицит, млрд.руб.	-720	-1 570	-1 474	-1 649
Дефицит, % ВВП	1,3	2,7	2,7	2,3
Инфляция, %	7,5	6,0	5,5	5,0
Рост ВВП, %	4,2	3,5	4,2	4,6
Цены на нефть марки Urals, \$/баррель	105	93	95	97
Равновесная цена нефти для бездефицитного бюджета	118,3	124,6	125,2	125,7

Источник: Министерство Финансов

Улучшается обстановка на рынке труда. Уровень безработицы в июне составил 6.1%, что является минимальным значением с августа 2008г. Растет темп роста реальных заработных плат, в июне он увеличился до 4.2% год к году

Уровень безработицы, %



Источник: Росстат

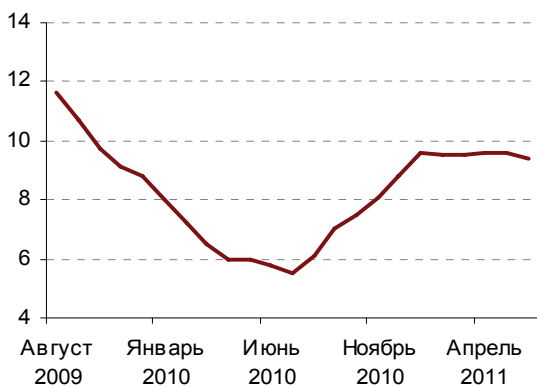
Темп роста реальных заработных плат, %



Источник: Росстат

Инфляция в 1 пол.2011г. в годовом выражении составила 9.5%. Минэкономразвития прогнозирует инфляцию в диапазоне 6.5-7.5% в текущем году. При этом накопленная инфляция в этом году уже превышает 5%. Во втором полугодии ожидается сокращение уровня инфляции за счет снижения цен на продовольственные товары, на фоне улучшения ситуации в сельском хозяйстве по сравнению с прошлым годом. Тем не менее, увеличения социальных выплат в предвыборный период может дать новый инфляционный толчок. Мы ожидаем, что инфляция в текущем году будет ближе к верхней границе прогнозируемого МЭР диапазона.

Инфляция в годовом выражении, %



Источник: Росстат

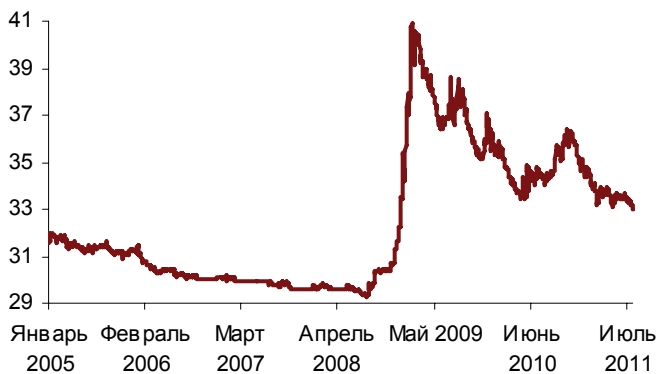
Помесячная инфляция, %



Источник: Росстат

В конце июля рубль достиг трехлетнего максимума (с декабря 2008г.) к бивалютной корзине – 32.96 руб.на фоне высоких цен на нефть и неопределенности с госдолгом США. Нижняя граница коридора бивалютной корзины таргетируемая ЦБ находится на уровне 32.25 руб. Таким образом, рубль еще сохраняет потенциал для укрепления. К тому же, ЦБ может сдвинуть границу коридора еще ниже, как это было сделано в июне. Рубль сохраняет свою привлекательность на фоне высоких цен на сырьевые товары.

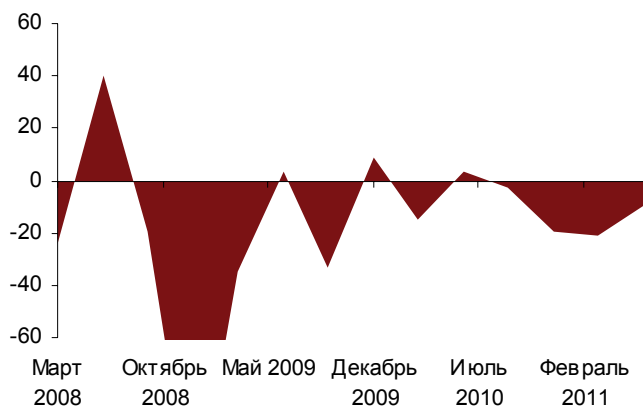
Динамика бивалютной корзины



Источник: ЦБ РФ

Курс рубля к бивалютной корзине стабилизировался во втором квартале на уровне 33 руб.

Отток капитала, \$ млрд.

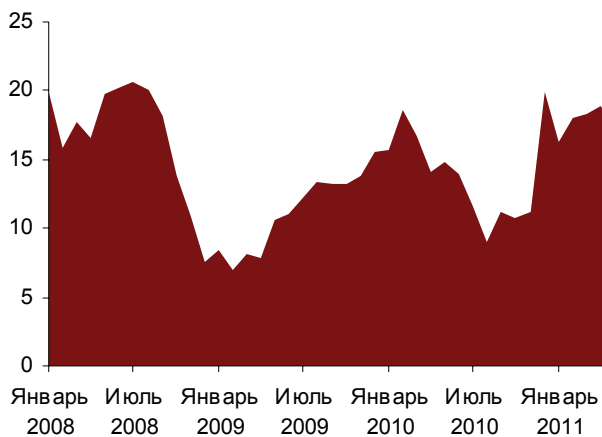


Источник: ЦБ РФ

За последние 3.5 года отток капитала из России составил \$255 млрд.

На курс рубля с одной стороны давит продолжающийся отток капитала, который в текущем году уже превысил \$30 млрд., с другой стороны курс поддерживается стабильно высоким профицитом торгового баланса, ежемесячный профицит которого в последние месяцы составляет \$15-20 млрд.

Торговый баланс, \$ млрд.

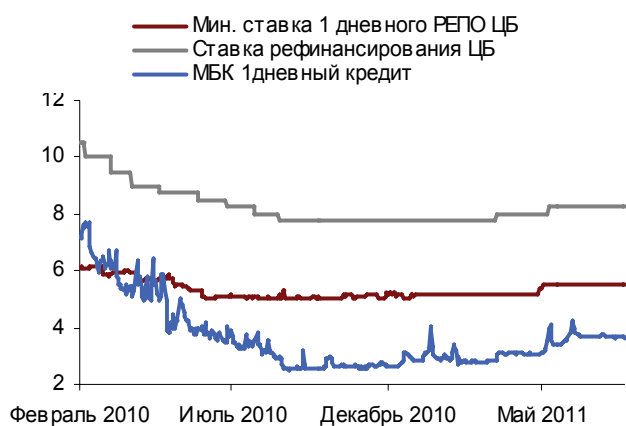


Источник: ФТС, расчеты Прайм Марк

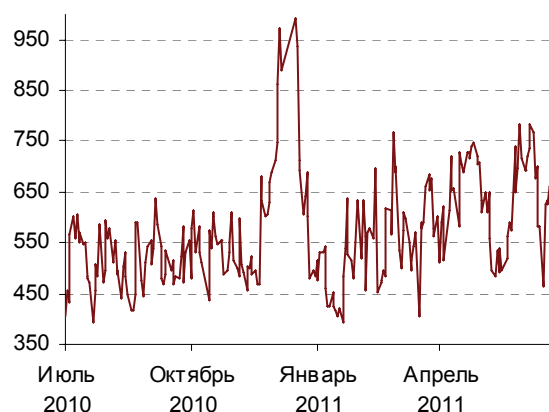
Темп роста импорта вернулся к докризисным значениям

Несмотря на то, что многие участники рынка ожидали более решительных действий ЦБ по ужесточению денежно-кредитной политики, регулятор видимо взял паузу до осени, так как инфляционные риски начали снижаться. Ставки на межбанке по сравнению с концом 2010г. началом 2011г. незначительно увеличились, ставка по 1 дневному кредиту возросла с 2.8% до 3.7%, тем не менее, ликвидность на рынке остается по-прежнему высокой.

Динамика ключевых ставок на российском денежном рынке, % **Остатки на кор.счетах, млрд. руб.**



Источник: ЦБ РФ

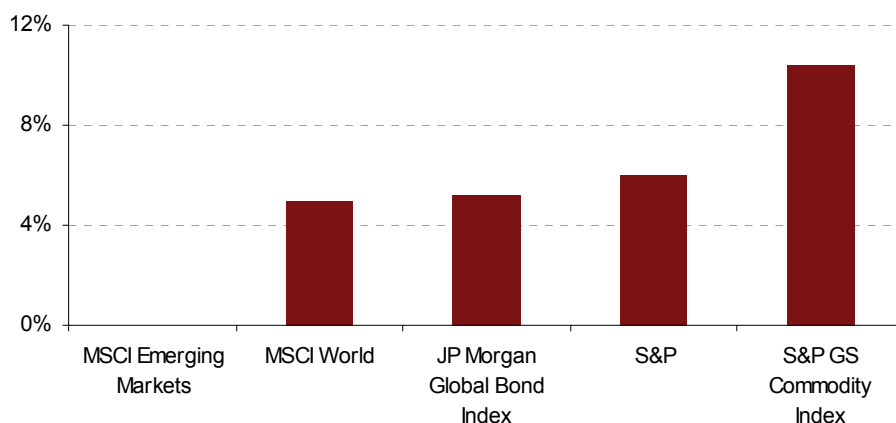


Источник: ЦБ РФ

Товарные рынки

Сырьевые товары продолжают оставаться наиболее доходным классом активов в 2011г. За первое полугодие их стоимость выросла в среднем на 10.5%, главным образом за счет роста цен на энергоносители и драг металлы. Вторым по доходности стал американский фондовый рынок, рост на котором за аналогичный период времени составил 6%. На рынках развивающихся стран рост практически отсутствовал. По итогам полугодия индекс MSCI Emerging Markets топчется в нуле.

Доходность с начала года различных активов*



* на 26.07.2011

Источник: Bloomberg

Нефть

Продолжающиеся боевые действия в Ливии, привели к тому, что среднесуточная добыча ОПЕК в марте оказалась ниже февральских уровней. При этом трагические события в Японии оказали лишь краткосрочное негативное влияние на уровень цен на нефть - около 0.3 млн. баррелей в сутки остановленных перерабатывающих мощностей незначительно влияют на общий мировой спрос на черное золото. Как следствие, основное влияние на нефтяные котировки продолжают оказывать геополитические факторы, а также уровень мировой ликвидности.

50%-й рост цен на нефть с августа прошлого года, вызывает опасения многих специалистов из-за своего возможного отрицательного влияния на рост мировой экономики. Стоит помнить о том, что каждая рецессия в экономике США за последние 40 лет совпадала с резким ростом цен на нефть.

Однако на наш взгляд мировая экономика способна справиться с текущим скачком цен на нефть. Во-первых, текущая монетарная политика и избыток денег позволяют относительно безболезненно абсорбировать отрицательный эффект от такого скачка. Во-вторых, доля экономики зависящей от энергоносителей, сейчас гораздо меньше, чем в 70-е годы. Например, в США эта доля упала с 17% до 7% от ВВП.

Цена на нефть марки Brent, \$ за баррель



Источник: Bloomberg

Цены на нефть по-прежнему высоки. .

Золото

Темп роста цен на золото в июле уже превысил отметку в 7.5%, по сравнению с ростом на 7% на протяжении всего первого полугодия, на фоне эскалации напряженности связанной с государственными долгами европейских стран и США. На наш взгляд темп роста цен на золото должны ослабнуть по мере того как решится ситуация с поднятием верхней планки госдолга в США. Тем не менее, бычий тренд на рынке золота на наш взгляд продолжится.

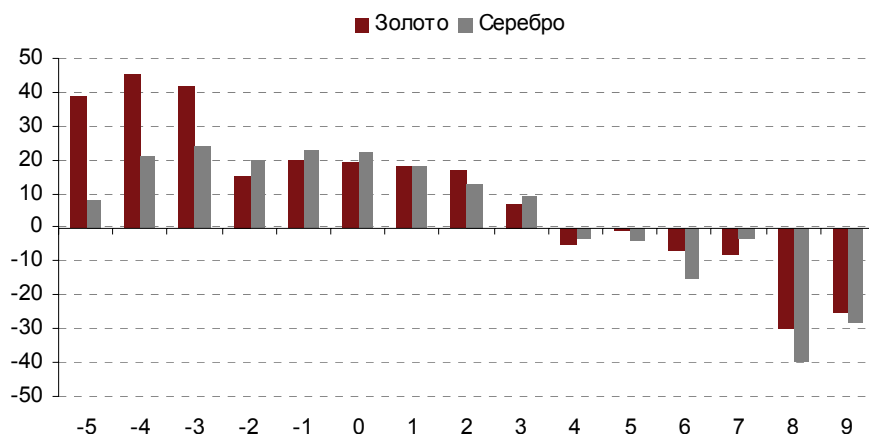
Динамика цен на золото



Источник: Bloomberg

Макроэкономическая ситуация остается крайне благоприятной для желтого металла пока сохраняются низкие процентные ставки, слабость доллара и финансовое состояние западных стран вызывает опасения.

Динамика цен на золото и серебро в зависимости от значений реальных процентных ставок, % (с 1970г.)



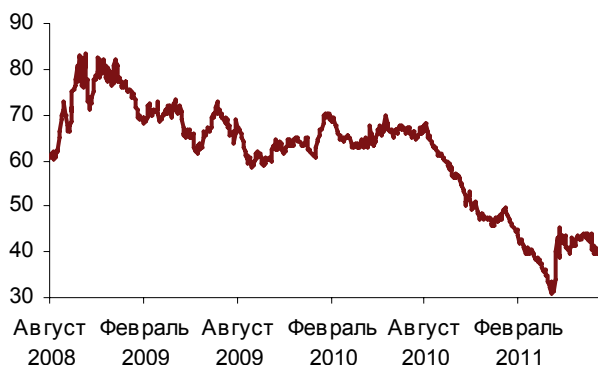
При отрицательных и низких процентных ставках цены на золото и серебро значительно возрастают.

Источник: Bloomberg, ФРС, расчеты Прайм Марк

Серебро

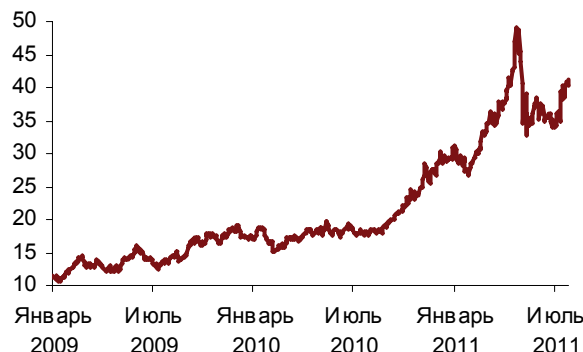
После достижения исторического рекорда \$49.2 за унцию в конце апреля цены на серебро скорректировались на 33% до \$32 за унцию. В предыдущей стратегии мы рекомендовали продавать серебро против золота. Такая стратегия оправдала себя, с момента опубликования рекомендации серебро снизилось на 11%, а стоимость золота увеличилась на 8%.

Соотношение цен золото/серебро



Источник: Bloomberg, расчеты Прайм Марк

Динамика стоимости серебра, \$ унция

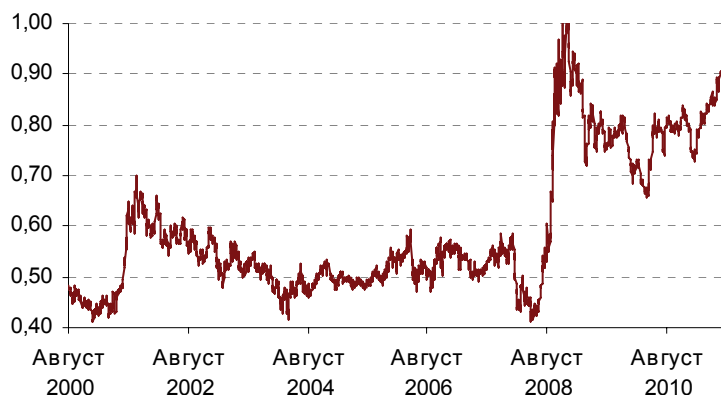


Источник: Bloomberg

Платина

Цены на платину вновь близки к паритету с золотом, что отражает крайне консервативный взгляд инвесторов на будущее мировой экономики. Последний раз такое соотношение наблюдалась на пике кризиса в конце 2008г. Мы считаем, такое соотношение цен неоправданным в текущих условиях и считаем платину более привлекательной при текущих ценах.

Соотношение цен золото/платина



Платина вновь недооценена по отношению к золоту

Источник: Bloomberg, расчеты Прайм Марк

Промышленные металлы

Стоимость промышленных металлов после коррекции во втором квартале вновь приблизилась к своим годовым максимумам. Наилучшую динамику с начала года демонстрируют алюминий, олово и свинец, прибавившие около 6%.

Динамика индекса промышленных металлов

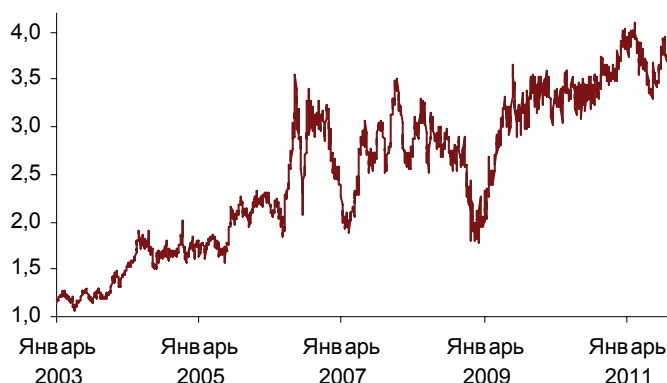


Источник: Bloomberg

Любопытным на наш взгляд является соотношения цен на медь и алюминий. Алюминий и медь имеют довольно близкие сферы применения. Вплоть до 2005г. соотношение цен на медь и алюминий никогда не превышало 2-х. Начиная с 2003г. инвесторы начали переоценивать медь по отношению к алюминию на фоне ограниченности предложения меди по сравнению с алюминием. Однако запреты на ввод новых мощностей по производству алюминия в Китае и более строгие требования к энергоемким отраслям приведут к тому, что Китай, возможно, начнет импортировать металл в среднесрочной перспективе. На наш взгляд, среди промышленных металлов алюминий сейчас является одним из самых перспективных.

Цены на алюминий имеют хороший потенциал роста на фоне роста цен на электроэнергию по всему миру

Соотношение цен медь/алюминий

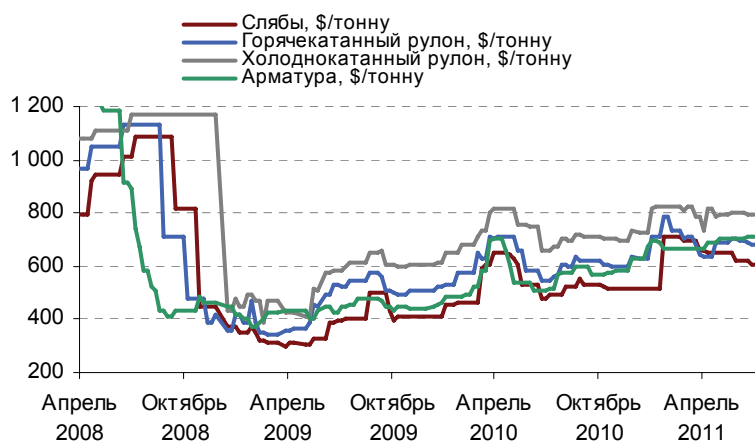


Источник: Bloomberg, расчеты Прайм Марк

Сталь

После бурного роста в конце 2010 начале 2011гг. цены на сталь немного снизились со своих локальных максимумов и сейчас находятся на уровне начала года. Наилучшую динамику показывают цены на арматуру (+39% год к году), за счет оживления в строительном секторе. Стоимость арматуры впервые с 2009г. превысила стоимость горячекатанного проката. Конъюнктура рынка остается благоприятной для производителей, цены находятся на довольно высоком уровне и спрос постепенно восстанавливается.

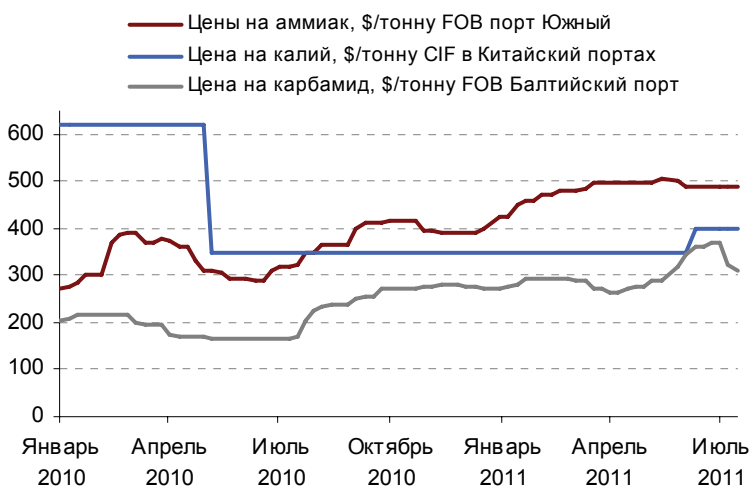
Цены на российскую экспортную сталь, \$/тонна FOB



Источник: Bloomberg

*Цены на сталь
постепенно
восстанавливаются*

Цены на удобрения



Источник: Bloomberg

Прайм Марк

Россия, Москва, Саввинская наб. 15,
"Японский дом", 7 этаж
Тел/факс: +7 (495) 989-77-52

E-mail: clients@prime-mark.com
Web: www.primemark.com

Аналитики:

Ленар Хафизов

l.hafizov@prime-mark.com

Яна Бородина

y.borodina@prime-mark.com

Владислав Давыдов

v.davidov@prime-mark.com

Денис Тарарышкин

d.tararishkin@prime-mark.com

Айдар Шигабутдинов

a.shigabutdinov@prime-mark.com

Управляющие:

Андрей Сахаров

a.sakharov@prime-mark.com

Илья Мозговой

i.mozgovoy@prime-mark.com

Константин Куш

k.kusch@prime-mark.com

Настоящий обзор преследует исключительно информационные цели. Информация и мнения, содержащиеся в настоящем аналитическом документе опубликованы исключительно в информационных целях и не могут рассматриваться как предложение купить или продать упомянутые в нем ценные бумаги и другие финансовые инструменты, а также не имеют целью побудить к совершению таких сделок.

Содержащаяся в настоящем документе информация и мнения основаны на данных, полученных из предположительно достоверных и добросовестных источников, однако Прайм Марк не дает никаких гарантий или поручительств, выраженных или косвенных, в отношении точности, полноты, актуальности или достоверности такой информации. Любые мнения или оценки, содержащиеся в Аналитических материалах, являются частным суждением специалистов компании.

Ни данный обзор, ни какая-либо его часть не подлежит воспроизведению, распространению, опубликованию или передаче какому-либо лицу в Российской Федерации или в любой другой юрисдикции, законами которой установлены ограничения в отношении перечисленных выше действий. Любое распространение данной презентации или какой-либо её части может быть ограничено законом, и лицо, читающую презентацию, должно обеспечить собственную осведомленность о таких ограничениях и соблюдать их.

Настоящий обзор не является рекламой или предложением ценных бумаг или услуг по доверительному управлению на рынке ценных бумаг в Российской Федерации или в любой другой юрисдикции.

Изложенная здесь информация не может восприниматься как предложение таких услуг, при этом ни настоящий обзор, ни какая-либо ее часть не представляют собой и не могут восприниматься как основание возникновения какого-либо договора или обязательства.