

Ежеквартальный обзор макроэкономической ситуации

2 квартал 2015г.

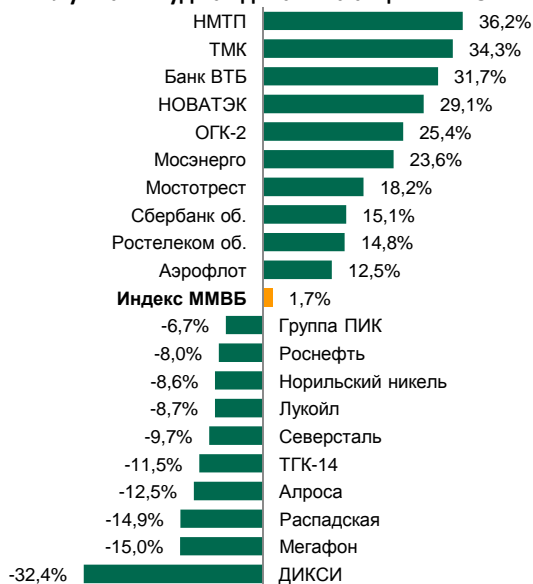
Ключевые события 2 квартала 2015 года

Событие	Влияние на фондовый рынок
ФРС США сохраняет мягкую монетарную политику, экономика посылает смешанные сигналы:	
<ul style="list-style-type: none">ВВП США в 1к15 незначительно снизился (0,2% к/к в годовом выражении), ежемесячные данные по промпроизводству указывали на снижение и были хуже ожиданий, розничные продажи слабо снижались, однако индекс потребительской уверенности улучшился. Продажи жилой недвижимости росли как на первичном, так и на вторичном рынке, и достигли максимума с 2008 г.;Корпоративная отчетность за 1к15 была преимущественно позитивной;ФРС США оставила ключевую ставку без изменений. Протоколы апрельского заседания не прояснили ситуацию с ожидаемым ужесточением монетарной политики: в то время как некоторые участники высказались за повышение ставок уже в июне, другие говорили о нецелесообразности роста ставок до 2016 г.;В США обостряется борьба за бюджет на 2016 г. Впервые за последние шесть лет Конгресс принял республиканский проект бюджета, который предусматривает рост военных расходов и сокращение социальных программ. Однако в Белом доме дали понять, что президент Обама наложит на документ вето. Компромисс должен быть найден до 01.10.2015.	<ul style="list-style-type: none">▼ ▲ Смешанное▲ Умеренно позитивное▲ Умеренно позитивное▼ Умеренно негативное
Экономика Европы не преподнесла сюрпризов:	
<ul style="list-style-type: none">Данные экономической статистики Еврозоны были в целом нейтральными: динамика ВВП в 1к15 и потребительских цен в марте-мае 2015 г. были в рамках ожиданий, производственный сектор демонстрировал смешанные показатели. Индекс потребительской уверенности был хуже ожиданий – вероятно, под влиянием греческого кризиса.	▼ ▲ Нейтральное
Греция балансировала на грани кризиса, но в итоге не смогла договориться с кредиторами:	
<ul style="list-style-type: none">В мае Греция выплатила МВФ 750 млн. евро, июньские платежи на 1,6 млрд. евро были сначала отсрочены до 30.06.15, а затем правительство сообщило о невозможности произвести выплаты;В отсутствие соглашения по реформам «Тройка кредиторов» отказалась перечислить Греции последний транш помощи и продлить программу поддержки. Правительство решило вынести вопрос о выполнении требований кредиторов на референдум 05.07.15 – переговоры фактически заморожены до этой даты, негативный исход поставит под сомнение членство Греции в зоне евро;На фоне рекордного снятия наличных с депозитов (порядка 30 млрд. евро за 5 месяцев) власти Греции в конце июня приняли решение закрыть банки на неделю и ограничить выдачу средств 60 евро в день. Вкладчики банков опасаются повторения «кипрского сценария»;S&P понизило долгосрочный кредитный рейтинг Греции до CCC-, Moody's снизило рейтинг Греции до Саа3, Fitch понизило кредитный рейтинг страны до уровня CC.	<ul style="list-style-type: none">▼ Негативное▼ Негативное▼ Негативное▼ Негативное
Китайская экономика замедляется, Народный банк снижает ставки:	
<ul style="list-style-type: none">Рост ВВП Китая был минимальным за 6 лет: по итогам 1к15 экономика выросла на 7,0%. Рост промпроизводства был худшим с минимумов 2008-2009 гг. Индексы деловой активности в промышленности также указывают на отсутствие роста;Падение экспорта замедлилось до 2,5% г/г в мае против мартовских 15%, однако объемы импорта продолжают снижаться: -12,7% в марте, -16,2% в апреле и -17,6% в мае;Народный банк Китая дважды за квартал объявлял о понижении базовой ставки (по годовым кредитам в юанях) на 0,25%. В результате базовая ставка на конец 2к15 составила 4,85%. Норма обязательного резервирования понижена с 19,5% до 18,5% и 18,0% для ряда банков;Генерирующая компания Baoding Tianwei стала первой государственной компанией в Китае, объявившей дефолт по облигациям. Инвесторам следует ожидать новых дефолтов по мере того, как правительство страны отказывается от политики поддержки госкомпаний любой ценой.	<ul style="list-style-type: none">▼ Умеренно негативное▼ ▲ Смешанное▲ Позитивное▼ Умеренно негативное
Котировки нефти стабилизировались в районе \$60-65 за баррель Brent:	
<ul style="list-style-type: none">Число активных буровых установок продолжило сокращаться: почти на четверть в 2к15 и более чем вдвое с начала года. Запасы нефти в США снизились на 5% с апрельских пиковых значений. Американские сланцевые компании заявили о готовности вернуться к разработке покинутых месторождений и увеличить объемы добычи при росте нефтяных цен;ОПЕК вновь не снизила квоту на добычу нефти, объемы добычи в Ираке и Саудовской Аравии находятся на максимумах, Иран намерен существенно увеличить присутствие на рынке в 2016 г.;Обострение конфликта в Йемене добавило волатильности нефтяному рынку.	<ul style="list-style-type: none">▼ ▲ Смешанное▼ Умеренно негативное▼ ▲ Смешанное

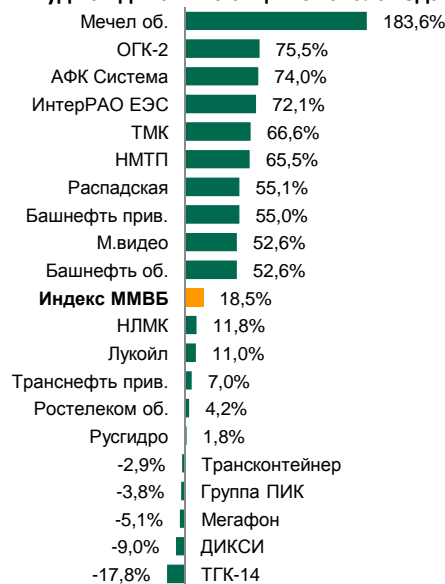
Экономика РФ сокращается, ухудшается финансовое положение регионов, Центробанк снижает ключевую ставку:

- S&P оставило рейтинги России без изменения. Fitch сообщило, что решение по рейтингу было отложено. Одновременно рейтинговые агентства указывают на ухудшение финансового состояния российских регионов: отмечается сокращение налоговых поступлений, рост дефицита бюджетов, увеличение долговой нагрузки и зависимость от краткосрочного финансирования. Новгородская область в июне допустила просрочку по кредиту ВТБ; ▼ Негативное
- ЦБ РФ в 2к15 снизил ключевую ставку с 14,0% сначала до 12,5%, затем до 11,5%. Одновременно регулятор повысил ставки по валютному РЕПО, отменил годовые аукционы по предоставлению валютной ликвидности и приступил к восполнению международных резервов: было приобретено около \$2,5 млрд. в мае и \$3,6 млрд. в июне. Э.Набиуллина оценила «комфортный» уровень международных резервов ЦБ в \$500 млрд., что существенно превышает текущий показатель (\$365 млрд.); ▼ ▲ Смешанное
- МЭР опубликовало сценарный макропрогноз до 2018 г.: рубль незначительно укрепится, цена на нефть вырастет с \$50/барр. в 2015 г. до \$70/барр. в 2018 г., ВВП РФ упадет на 2,8% в 2015 г., а в 2016-2018 гг. ожидается рост на 2,3-2,4%, инфляция снизится с 11,9% в 2015 г. до 5,1% в 2018 г. Негативный сценарий, допускающий снижение цены на нефть ниже \$50/барр., предполагает ускорение инфляции до 20%; ▼ ▲ Нейтральное
- Росстат ухудшил оценку падения ВВП РФ в 1к15 с 1,9% г/г до 2,2%. Майская статистика также не порадовала: промпроизводство упало на 5,5% г/г (худший результат с 2009 г.), инвестиции в основной капитал сократились на 7,6%, падение розничных продаж составило 9,2% г/г. По подсчетам МЭР, ВВП РФ в мае ускорил падение до 4,9% г/г против 4,2% месяцем ранее. Индекс потребительской уверенности за 1к15 упал до -32%, что близко к минимумам 2009 г.; ▼ Негативное
- На фоне новой волны нестабильности в зоне украинского конфликта, на заседании 22.06.2015 представители ЕС досрочно продлили санкции против РФ до 31.01.2016; ▼ Умеренно негативное
- Правительство Украины получило право вводить мораторий на выплаты по внешним долгам, включая еврооблигации. По облигациям на \$3 млрд., выкупленным РФ, существует неопределенность в классификации: Украина настаивает, что инструмент должен рассматриваться как долг перед частными кредиторами – в таком случае отказ от выплат не приведет к приостановке помощи от МВФ и других кредиторов; ▼ Умеренно негативное
- По оценкам в правительстве, коммерческие долги украинских компаний перед российскими банками составляют около \$25 млрд. На конец 2014 г. внешний корпоративный долг Украины составлял \$63 млрд., банковский внешний долг – \$19 млрд. ▼ Умеренно негативное

Лучшая и худшая динамика акций в 2к15



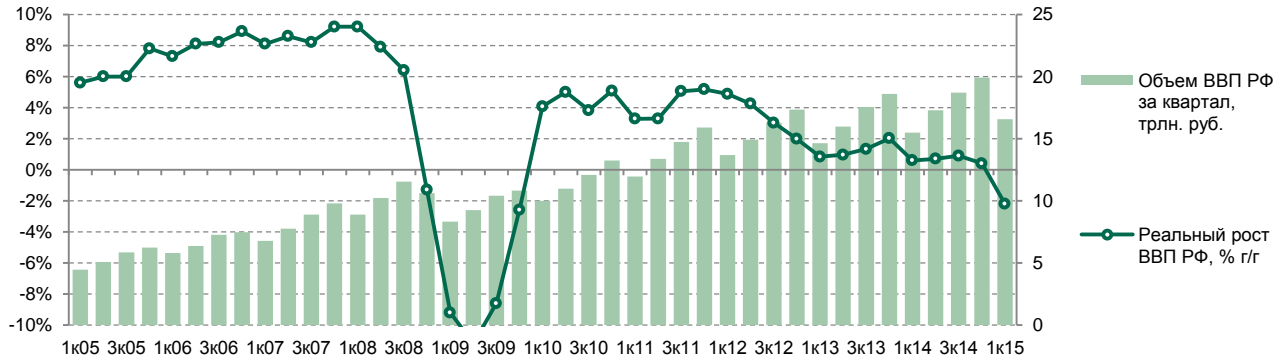
Лучшая и худшая динамика акций с начала года



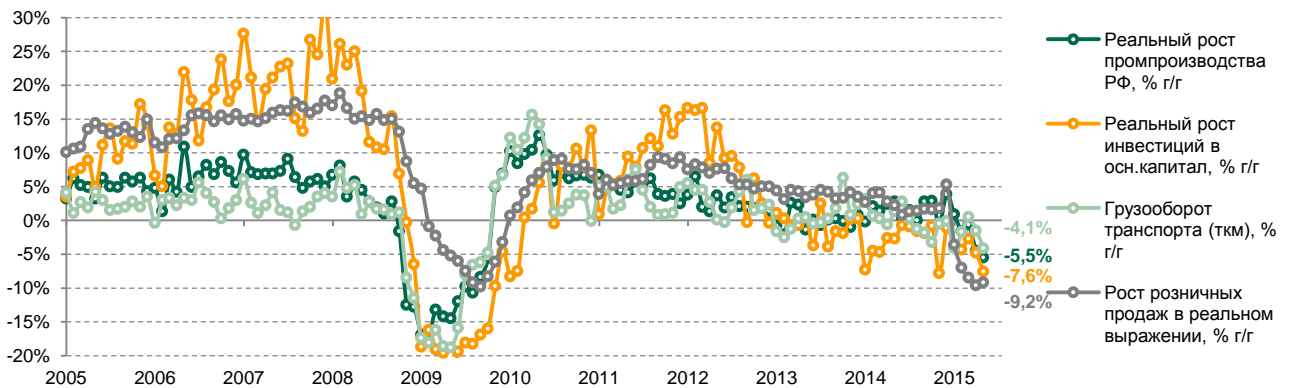
Анализ событий за 2 квартал 2015 года

Наш прогноз на 2к15	Реализация
Нефтяной рынок	
<ul style="list-style-type: none"> Мы ожидали, что снижение добычи сланцевой нефти в США продолжится, а нестабильность на Ближнем Востоке сохранится. 	<ul style="list-style-type: none"> Сокращение числа активных буровых установок в США продолжалось в 2к15 значительными темпами, хотя и замедлилось к середине года. Действия Исламского государства продолжили вносить неопределенность. Наиболее активные столкновения происходили в Сирии и Йемене, также сообщалось о нападениях ИГ в Ираке, Египте и Ливии.
Ситуация на Украине	
<ul style="list-style-type: none"> Несмотря на снижение напряженности, мы не рассчитывали на скорое завершение политического противостояния, урегулирование разногласий и снятие санкций с РФ. 	<ul style="list-style-type: none"> Противостояние между официальным Киевом и представителями ДНР и ЛНР практически полностью перешло в политико-экономическую плоскость, однако в отсутствие консенсуса экономические санкции против России были продлены. Кредитоспособность Украины ухудшается. Под вопросом выплаты \$3 млрд. по облигациям, выкупленным РФ, а также коммерческие долги украинских предприятий и банков перед российскими кредиторами.
Политика ФРС и состояние экономики США	
<ul style="list-style-type: none"> ФРС США неоднократно сигнализировала о том, что повышение ключевой ставки может произойти уже летом 2015 г. на фоне продолжающегося умеренного восстановления экономики. 	<ul style="list-style-type: none"> На заседании 17.06.15 ФРС приняла решение сохранить ставку на текущем уровне. Отрицательная динамика ВВП в 1к15, слабость промпроизводства и розничных продаж позволяют регулятору отложить ужесточение монетарной политики.
Монетарная политика ЕЦБ	
<ul style="list-style-type: none"> ЕЦБ запустил в 1к15 программу по выкупу активов с рынка, и мы не прогнозировали дополнительных действий в 2к15. 	<ul style="list-style-type: none"> Экономический фон в Европе был в целом нейтральным, ЕЦБ, как и ожидалось, воздержался от дополнительных действий. Курс европейской валюты к доллару США скорректировался с минимальных значений, достигнутых в марте, однако это было следствием скорее мягкой политики ФРС США, нежели отражением экономической конъюнктуры в Европе.
Экономика Греции	
	<ul style="list-style-type: none"> Экономическая ситуация в Греции ухудшилась, стоит вопрос платежеспособности страны и сохранения Греции в зоне евро.
Действия Народного банка Китая	
	<ul style="list-style-type: none"> На фоне замедления экономики Китая и возросшей волатильности финансовых рынков Народный банк Китая начал проводить политику снижения ставок.
Экономический фон в РФ	
<ul style="list-style-type: none"> Мы ожидали, что потребительская инфляция в 2к15 будет превышать 15% г/г. По нашим прогнозам, ЦБ РФ должен был продолжить снижение ключевой ставки в 2к15. Наш оптимистичный прогноз предполагал возвращение цены на нефть к отметке \$65/барр. в 2к15, что соответствовало бы укреплению рубля до 52 руб./долл. 	<ul style="list-style-type: none"> Рост цен начал замедляться в 2к15, по итогам июня инфляция составила 15,3% г/г. ЦБ РФ дважды в течение 2к15 снижал ключевую ставку. Одновременно регулятор начал покупку валюты по \$100-200 млн. ежедневно. Котировки нефти стабилизировались на уровне \$60-65 за баррель, курс рубля колебался в диапазоне 49-57 руб./долл.
Ситуация на финансовых рынках РФ	
<ul style="list-style-type: none"> В рамках базового сценария мы ожидали, что доходность однолетних ОФЗ снизится с 13% до 11,3%, оптимистичный прогноз предполагал снижение доходности до 10%. 	<ul style="list-style-type: none"> Индекс ММВБ за 2к15 практически не изменился, волатильность была сосредоточена вокруг отметки 1650 пунктов. Доходность однолетних ОФЗ по итогам 2к15 составила 10,7%. Наклон кривой доходности гособлигаций по-прежнему минимален. Минфин активно размещал бумаги на рынке, практически выполнив план по привлечению 250 млрд. руб. в 2к15.

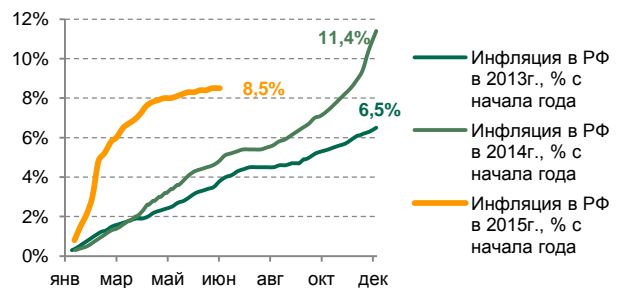
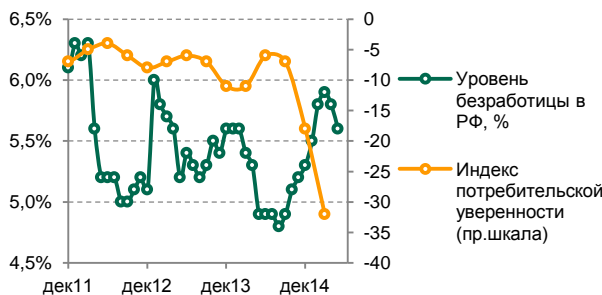
Основные макроэкономические индикаторы во 2 квартале 2015 года



- В 1к15 ВВП РФ снизился на 2,2% г/г. По данным МЭР, темпы падения ускорились в 2к15, однако относительно дальнейшего развития событий мнения прогнозистов расходятся: МЭР ожидает, что по итогам 1п15 падение составит 3,5-4,0%, а с 4к15 начнется восстановительный рост и в 2016 г. ожидается увеличение ВВП на 2,3%, в то время как ЦБ РФ ожидает рост ВВП РФ в 2016 г. на 0,7% только при условии повышения нефтяных цен до \$70 за баррель.

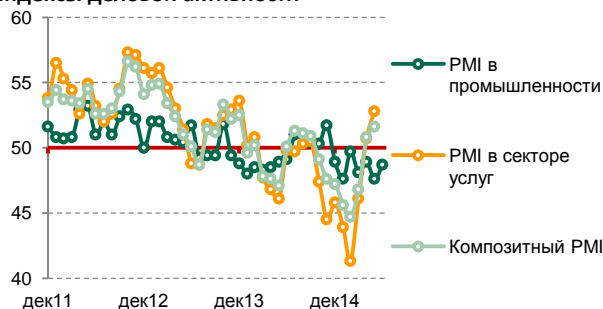


- Помесячная динамика основных экономических индикаторов была отрицательной. Падение оборота розницы в апреле-мае было сопоставимо с уровнем 2009 г., промпроизводство после относительно стабильного 1к15 также перешло к снижению, а инвестиции в основной капитал находятся в отрицательной зоне с середины 2013 г.

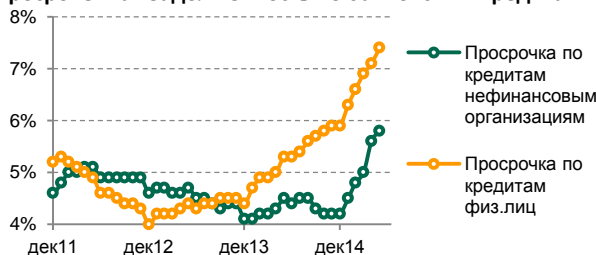


- Потребительская инфляция за 1п15 составила 8,5%, в мае-июне рост цен существенно замедлился. Однако в ответ на скачок цен в начале года индекс потребительской уверенности за 1к15 рухнул до отметки -32% против -18% в 4к14.

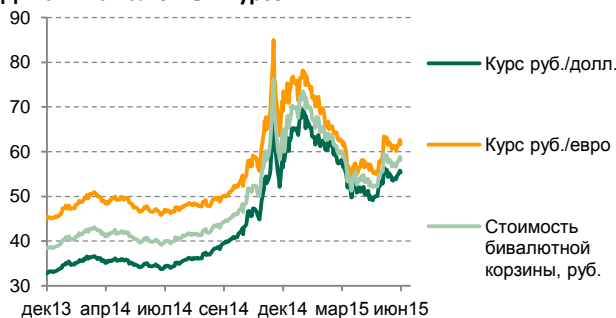
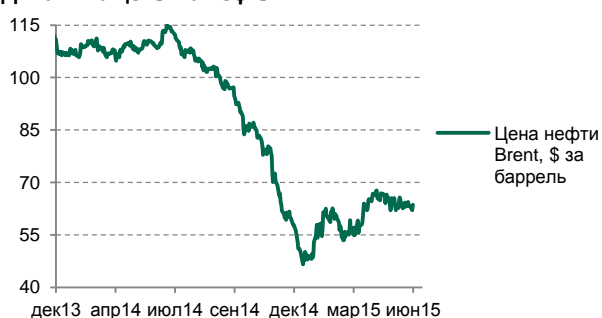
Индексы деловой активности



- Деловая активность в промышленности продолжает снижаться, соответствующий индекс 4 месяца подряд находится на уровне ниже 50 пунктов, что означает спад. Аналогичный индекс в сфере услуг существенно вырос в апреле-мае, отыгравая крайне слабые результаты конца 2014 г. и 1к15.

Просроченная задолженность по банковским кредитам

- Доля просроченной задолженности по банковским кредитам продолжила увеличиваться. Просрочка по корпоративному долгу в 1п15 увеличилась в 1,5 раза, по кредитам физ.лиц – на четверть.

Динамика валютных курсов**Динамика цены на нефть**

- Цены на нефть стабилизируются на новом уровне \$60-65 за баррель сорта Brent. Поддержку оказывает продолжающееся снижение числа активных буровых установок в США и коррекция запасов нефти в США с пиковых значений в конце 1к15. Одновременно рост нефтяных цен сдерживается позицией ОПЕК, по-прежнему не планирующей снижать квоты на добычу, и готовностью сланцевых компаний возобновить работу месторождений при росте цен выше \$70.
- Вслед за нефтью курс рубля также перешел к боковому тренду. Новый диапазон – на уровне 49-57 руб. за доллар США – поддерживается в том числе политикой ЦБ РФ по покупке валюты на открытом рынке.

Ключевые события в ближайшее время

- ФРС США, вероятно, все же повысит ключевую ставку в 3к15, хотя не исключено, что такое решение будет принято лишь на сентябрьском заседании. Снижение ВВП США в 1к15 носило временный характер, и экономические показатели вернутся к умеренному росту. Стабилизация нефтяных цен должна оказать поддержку потребительской инфляции, что станет дополнительным аргументом в пользу ужесточения монетарной политики.
- В Еврозоне основным фактором неопределенности остается греческий вопрос. Мы предполагаем, что развитие финансового кризиса в Греции пойдет по кипрскому сценарию, и спасение банковской системы будет переложено на вкладчиков, однако в данном случае меры не будут столь эффективны. В целом мы ожидаем, что в течение 3к15 наиболее острые моменты будут урегулированы и договоренность с «тройкой кредиторов» о продолжении финансовой поддержки страны будет достигнута.
- Замедление экономики Китая останется на повестке дня до конца 2015 г. На фоне слабых данных по экспорту мы не исключаем, что темпы роста ВВП страны окажутся менее 7%, что побудит Народный банк продолжить политику снижения ставок.
- На нефтяном рынке мы ожидаем сохранения бокового тренда без существенных шоков. Разнонаправленные факторы, влияющие на цену нефти, будут находиться в равновесии.
- Экономическая ситуация в России, на наш взгляд, также стабилизируется. Мы ожидаем дальнейшего ухудшения ключевых показателей в 3к15, однако соглашаемся с участниками рынка в том, что 3к15 станет своего рода «пиком кризиса». На динамику потребительской инфляции будет оказывать влияние индексация тарифов в июле и результаты нового урожая в августе-сентябре. Мы полагаем, что и в 3к15 рост ИПЦ может оставаться выше 15% г/г, что ограничит возможности ЦБ РФ по дальнейшему снижению ключевой ставки.

Прогноз макроэкономических параметров

- Согласно консенсус-прогнозу Bloomberg, аналитики улучшили прогноз падения ВВП РФ по итогам 2015 г. с 4,0% до 3,5%. Консенсус-прогноз по инфляции практически не изменился и составляет 15% в 2015 г. (среднегодовое значение) и 12,6% в 4к15.
- Обновленный прогноз МЭР предполагает падение ВВП РФ в 2015 г. на 2,8% (ранее ожидалось снижение на 3,0%) и инфляцию на уровне 11,9% (предыдущий прогноз 12,2%), в 2016 г. ведомство по-прежнему ожидает восстановления экономики: рост ВВП на 2,3% и замедление инфляции до менее 7%.
- Мы оставляем без изменения наш прогноз по динамике ВВП в базовом сценарии и сужаем диапазон для позитивного и негативного развития событий. Мы также уменьшаем диапазон прогнозов по промпроизводству и обороту розницы в 2015 г. Одновременно мы корректируем данные по инфляции с учетом результатов 1п15: в базовом сценарии мы прогнозируем рост цен на 12,7% (декабрь к декабрю), в оптимистичном – на 11,2%, в пессимистичном – на 14,8%.
- С учетом данных за 2к15 мы также корректируем наш прогноз по цене на нефть в 2015 г.: среднегодовая цена на нефть Brent составит \$60,5/барр. (предыдущий прогноз \$57/барр.), до конца года сохранившись в диапазоне \$60-65/барр. Курс российской валюты, останется в 2п15 около 55 руб./долл., среднегодовой курс – около 58 руб./долл. – остается практически без изменений по сравнению с нашей прошлой оценкой (58,3 руб./долл.).
- Темпы снижения Центробанком ключевой ставки в 2к15 более соответствовали нашему оптимистичному сценарию, что оказывало влияние на динамику доходностей на долгом рынке. Мы снижаем наш базовый прогноз по ключевой ставке на конец года на 1 п.п. до 10%, прогноз по доходности однолетних ОФЗ – с 10,9% до 9,7%. Планы Минфина по размещению облигаций на 275 млрд. руб. в 3к15 (против 250 млрд. руб. в 2к15) будут оказывать давление на цены облигаций и поддержат доходности.

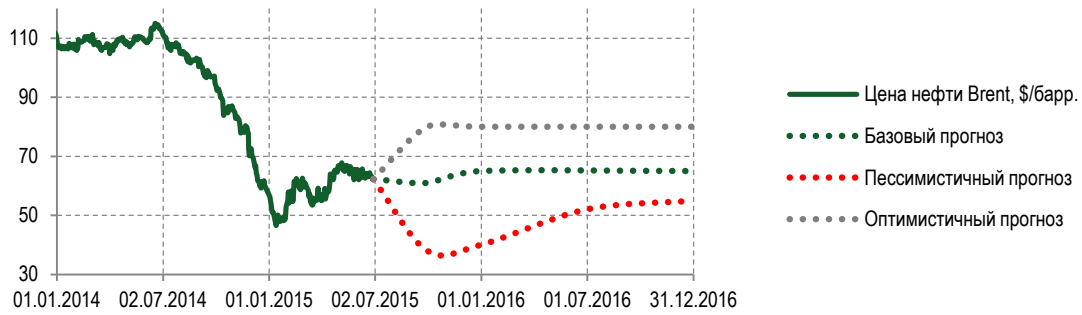
Сценарный прогноз ключевых экономических индикаторов РФ в 2015 г.

	2012	2013	2014	Новый прогноз			Старый прогноз		
				2015 базовый	2015 пессим.	2015 оптим.	2015 базовый	2015 пессим.	2015 оптим.
Вероятности сценариев				60%	20%	20%	60%	30%	10%
Реальный рост ВВП, %	3,4%	1,3%	0,6%	-4,0%	-7,0%	-2,5%	-4,0%	-10,0%	0,0%
Рост инвестиций в осн. капитал, %	6,7%	-0,3%	-2,5%	-8,0%	-12,0%	-5,0%	-10,0%	-15,0%	0,0%
Рост промышленного производства, %	2,6%	0,3%	1,7%	-3,5%	-8,0%	0,0%	-2,0%	-10,0%	3,0%
Инфляция, % (декабрь к декабрю)	6,6%	6,5%	11,4%	12,8%	14,9%	11,3%	13,6%	17,9%	11,6%
Уровень безработицы, %	5,7%	5,5%	5,0%	6,4%	-	-	6,4%	-	-
Рост реальных располагаемых доходов, %	7,8%	5,2%	1,3%	-10,8%	-14,9%	-7,7%	-11,6%	-20,2%	-4,4%
Рост оборота розничной торговли, %	5,9%	3,9%	2,5%	-9,0%	-15,0%	-5,0%	-5,0%	-10,0%	3,0%
Цена нефти Brent, \$/барр. (средняя за период)	111,6	107,9	99,4	60,5	51,9	67,4	56,9	46,5	67
Курс рубль/доллар (среднее за период)	31,1	31,9	38,6	58,0	64,2	54,1	58,3	70	54,4
Курс рубль/доллар (на конец года)	30,5	32,9	60,7	55,4	75,0	48,8	55	80	48,8

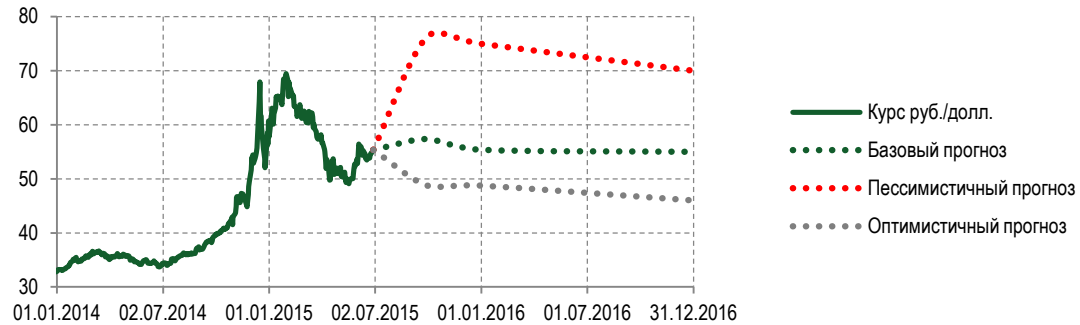
Сценарный прогноз динамики финансовых рынков в 2015 г.

	2012	2013	2014	Новый прогноз			Старый прогноз		
				2015 базовый	2015 пессим.	2015 оптим.	2015 базовый	2015 пессим.	2015 оптим.
Ключевая ставка ЦБ (1-нед. РЕПО), %	5,50%	5,50%	17,00%	10,0%	13,0%	9,0%	11,0%	15,0%	9,5%
Ставка по депозитам (1 год) в банках 1 эшелона	-	7,40%	17,00%	9,9%	13,8%	9,3%	12,9%	17,6%	11,4%
Доходность 1-летних ОФЗ, % (на конец года)	6,22%	6,02%	14,87%	9,7%	13,5%	8,5%	10,9%	15,3%	9,0%
Доходность 5-летних ОФЗ, % (на конец года)	6,51%	7,20%	15,27%	10,5%	13,9%	9,7%	12,0%	14,7%	9,9%
Доходность 1-летних корпоративных облигаций 1 эшелона (на конец года)	7,74%	7,70%	16,00%	10,7%	14,3%	9,5%	11,9%	16,1%	10,0%
Индекс Cbonds (на конец года)	337,3	367,4	368,0	420-425	415-420	425-430	420-435	430-440	410-420
- рост, % (декабрь к декабрю)	9,10%	8,92%	0,15%	+14-16%	+13-14%	+16-17%	+15-18%	+17-19%	+12-15%
Индекс ММВБ (на конец года)	1475	1504	1397	1400-1600	1000-1200	1600-1800	1400-1600	1000-1200	1600-1800
- рост, % (декабрь к декабрю)	5,17%	1,99%	-7,15%	+0-15%	-15-30%	+15-30%	+0-15%	-15-30%	+15-30%
Композитный индекс ПР (20% ММВБ + 80% IFX-Cbonds)	8,31%	7,53%	-1,31%	+11-15%	+5-8%	+15-19%	+12-17%	+7-12%	+13-18%

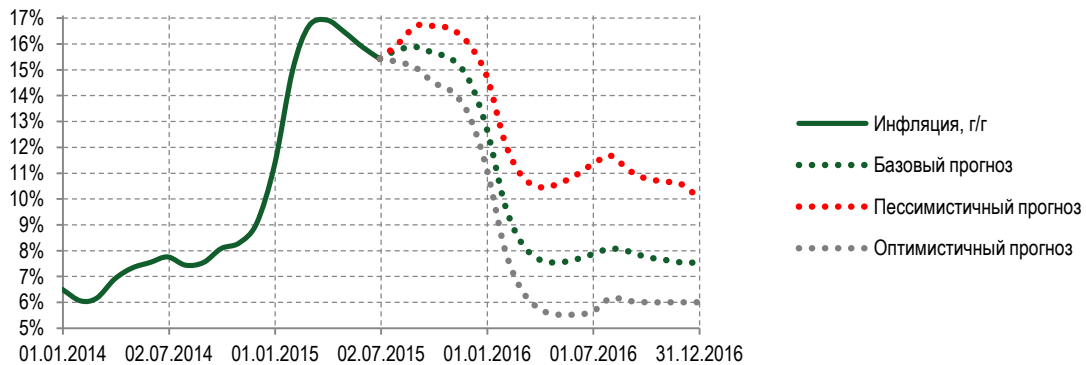
Прогноз динамики цен на нефть



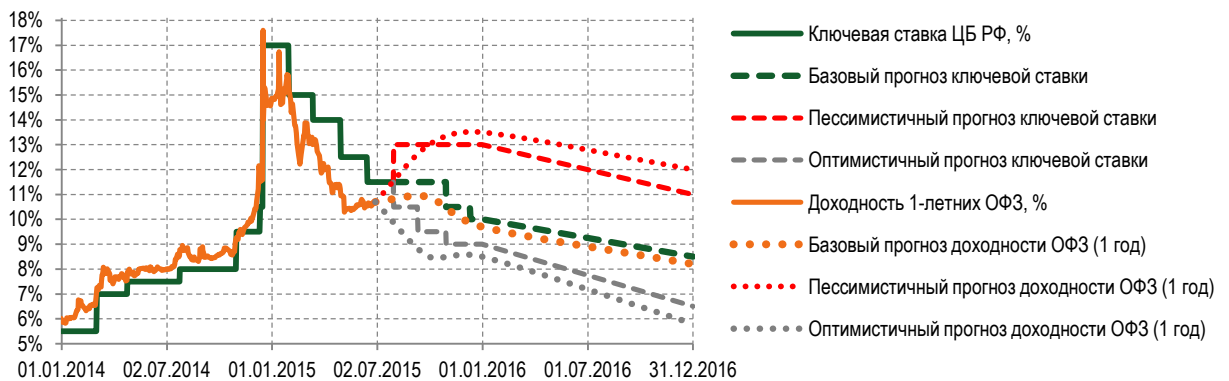
Прогноз курса рубля



Прогноз инфляции



Прогноз ключевой ставки ЦБ и доходности 1-летних ОФЗ



Исп.: Андреянова Е.