Отдыхаем хорошо

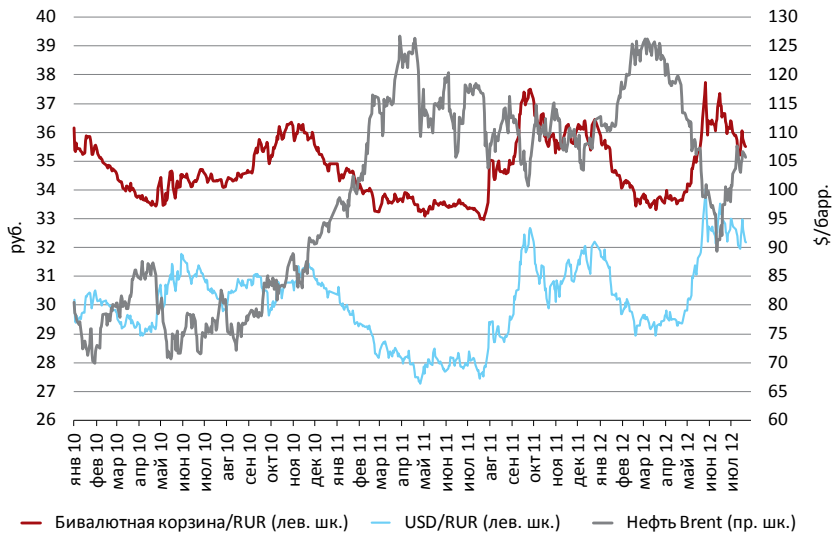
Елена СКУРИХИНА

МАКРОЭКОНОМИКА

Июньские данные показали, что большинство ключевых макроэкономических индикаторов поползли вниз. Слабый рубль и сокращение объемов строительства стали причинами замедления инвестиционной активности, темпы роста российской промышленности заметно стагнировали по сравнению с майскими достижениями. Позитива добавляет только потребительская активность, которая пока сохраняется на высоких уровнях даже вопреки разогнавшейся за последние месяцы инфляции. Впрочем, перспективы второго полугодия для российской экономики аналитики оценивают весьма сдержанно и ожидают, что темпы роста макропоказателей продолжат снижаться.

Неустойчивая динамика основных макропоказателей в последние месяцы оставляет смешанное впечатление. Хотя рост инвестиций за первое полугодие на 10.2% год к году может произвести впечатление благополучия, замедление этого показателя до 4.7% год к году в июне подчеркивает, что аномально высокий рост на 16.3% год к году в первом квартале был связан прежде всего с ускоренным завершением инвестпроектов в гос-

Рисунок 1
Курс рубля ЦБ РФ и цены на нефть Brent



ТОЛЬКО ЦИФРЫ

До **4.7%** (г/г) в июне против 7.7% (г/г) в мае снизился темп роста инвестиций в основной капитал.

На **6.9%** вырос в июне оборот розничной торговли против 6.8% (г/г) в мае.

На **12.9%** выросли в июне реальные заработные платы против 11.1% (г/г) в мае.

До **3%** (г/г) в июне против 3.6% (г/г) в мае снизились темпы роста реальных располагаемых доходов.

На **1.9%** (г/г) в июне против 3.7% (г/г) в мае выросло промпроизводство.

секторе в рамках предвыборного цикла, а не с улучшением инвестиционной активности в целом, комментирует аналитик по макроэкономике Альфа-Банка Дмитрий Долгин. Сокращение объемов жилищного строительства на 1.3% год к году во втором квартале после роста на 5.7% год к году в первом еще раз доказывает слабость инвестиционного тренда. Этим объясняется низкий спрос на кредитные ресурсы: рост корпоративного кредитования замедлился с 26% год к году в декабре прошлого года до 24% год к году в июне. Таким образом, хотя по итогам года инвестиции все еще могут вырасти на 9%, во втором полугодии мы скорее увидим слабый рост показателя, ожидает аналитик. На замедлении роста инвестиций, по мнению макроаналитика Райффайзенбанка Марии Помельниковой, сказалось ухудшение погодных условий в июне, повлекшее за собой приостановку строительства ключевых инфраструктурных гособъектов. Однако и в отсутствие этого фактора инвестиции в основной капитал в ближайшие месяцы едва ли будут демонстрировать столь же высокие темпы, как в первом полугодии 2012 года, учитывая завершение подготовки объектов АТЭС, реализация которых вносила немаловажный вклад в усиление инвестиционного спроса.

Во втором квартале оборот розничной торговли вырос на 6.7%, сохранив за собой статус главного драйвера роста экономики, приводит статистику Дмитрий Долгин. Рост реальных зарплат, измеряющийся уже двузначными числами, и ускорение розничного кредитования до 44% год к году в июне (против 36% год к году в декабре прошлого года) говорят в пользу того, что потребительский тренд останется сильным, по крайней мере в ближайшие месяцы.

Судя по крайне скромному росту промпроизводства на 1.9% год к году в июне и 2.3% год к году во втором квартале, производители заняли гораздо более осторожную позицию, чем потребители. Опасаясь повторения шокового сценария 2008–2009 годов, они перестали наращивать запасы уже в конце прошлого года и в последние шесть месяцев даже несколько сокращали их. Фактически это означает, что даже в случае резкого ухудшения настроений в мире потенциал снижения производства в России ограничен, а при более благоприятных внешних условиях сохраняющийся внутренний потребительский спрос даже может несколько подстегнуть производителей к наращиванию выпуска, считают в Альфа-Банке.

ПРОГНОЗ

ВВП

Дмитрий ДОЛГИН,
аналитик по макроэкономике, Альфа-Банк



Рост ВВП на 3.9% год к году во втором квартале (по оценке правительства) можно считать успешным результатом, однако в третьем квартале картина перестанет быть такой радужной. В тот же период прошлого года российская экономика показала сильный рост — на 5% год к году, и почти треть этого роста была обеспечена исключительно высоким ростом выпуска в сельскохозяйственном секторе по сравнению с предшествующим засушливым годом. В текущем году погодные условия опять подкачали, поэтому ждать поддержки со стороны сельскохозяйственного сектора не приходится. Учитывая эффект высокой базы, мы ожидаем замедления роста ВВП до 3% год к году в июле-сентябре этого года.

ЛИКВИДНОСТЬ, СТАВКИ И ДЕНЕЖНЫЙ РЫНОК

На фоне ожидаемого ускорения роста цен в июле аналитические команды пересмотрели свои годовые прогнозы и теперь склонны полагать, что инфляция все же выйдет за пределы официального ориентира и приблизится к цифре 7%. В таких условиях пересмотр регулятором ключевой процентной ставки до конца года вряд ли станет для рынка неожиданностью.

ПРОГНОЗ

Инфляция



Сергей КАРЫХАЛИН,
аналитик по макроэкономике, «ТКБ Капитал»

Дальнейшее увеличение гибкости курса рубля, сохранение достаточно высоких ставок на денежном рынке, стабилизация темпов роста денежной массы — все это очевидные признаки твердой антиинфляционной политики ЦБ РФ, но в дело вновь включились немонетарные факторы, на которые Центробанк воздействовать не в силах. Наш прогноз инфляции на конец года составляет 6.6%, однако нельзя исключать, что рост цен разгонится и до 7%.



Дмитрий ДОЛГИН,
аналитик по макроэкономике, Альфа-Банк

Из-за непогоды в США и на юге России мировые цены на пшеницу выросли в полтора раза за июнь-июль и достигли трехлетнего максимума. Уже в июне помесячная инфляция в России превзошла ожидания, а после июльского повышения тарифов рост цен ускорился почти до 6% год к году и составил около 5% с начала года. В этих условиях традиционная для августа-сентября в России дефляция или хотя бы нулевой рост цен представляется маловероятным сценарием. При этом возможности ЦБ по использованию процентной политики для сдерживания инфляции довольно ограничены, поскольку повышение ставок может навредить росту кредитования. Удержание инфляции в 2012 году в пределах официального прогноза 6% — трудновыполнимая задача. На наш взгляд, по итогам года она составит 6.7%.

Ликвидность



Мария ПОМЕЛЬНИКОВА,
макроаналитик, Райффайзенбанк

Предложение рублевой ликвидности банковского сектора в августе останется под давлением, что приведет к росту ставок. В августе бюджет будет служить главным источником чистого оттока ликвидности: фактический приток госрасходов, скорее всего, будет слабым, а налоговые отчисления возрастут вслед за позитивной коррекцией цен на нефть. Негативно на ликвидности будет сказываться и рост спроса на наличность в период отпусков. По нашим оценкам, общее сокращение ликвидности в августе может составить не менее 300 млрд руб., что в отсутствие заметного улучшения состояния капитального счета может повлечь за собой эквивалентный дополнительный спрос на государственные инструменты рефинансирования, а их объем по итогам июля и без того достиг 2.4 трлн руб. (рекордное значение с 2009 года). Продолжающаяся тенденция роста залога, применяемого в сделках РЕПО, будет увеличивать спред рыночных ставок денежного рынка к аукционным ставкам РЕПО, а вынужденное переключение банков на дорогостоящие и длинные кредиты под нерыночные активы также лишь усугубит ситуацию. Значительно улучшить ситуацию может более активное участие Казначейства РФ в размещении средств на депозиты (возобновлены с 19 июня), учитывая, что ставки по этому инструменту, не требующему залога, сопоставимы со ставками аукционного РЕПО.

Ставки



Сергей КАРЫХАЛИН,
аналитик по макроэкономике, «ТКБ Капитал»

Ускорение инфляции на фоне устойчивого роста экономики может подтолкнуть ЦБ РФ к ужесточению денежно-кредитной политики. Если до недавнего времени предполагалось, что ставки останутся стабильными до конца текущего года, а возможно, даже будут снижены для поддержки экономического роста, то сейчас настроения резко изменились. В комментариях по итогам своего июльского заседания Центробанк явно указал на инфляционные риски и открыл себе дорогу к возможному повышению ставок. По нашему мнению, во втором полугодии ЦБ РФ как минимум однажды повысит ставку на 25 б.п., отреагировав таким образом на ускорение темпов роста потребительских цен.



Дмитрий ДОЛГИН,
аналитик по макроэкономике, Альфа-Банк

После активного роста в первые пять месяцев года средний уровень ставок овернайт остался без изменений в июне — в районе 6.1%, а в июле даже упал до 5.9%. Подобной стабилизации однодневных ставок удалось добиться ценой значительного привлечения ликвидности со стороны ЦБ. В июне-июле задолженность банков перед ЦБ выросла более чем на 700 млрд руб. и сейчас составляет примерно 2.4 трлн руб., из которых 1.7 трлн руб. — по операциям РЕПО. В этих условиях продолжающийся рост ставок на срок от трех месяцев, на наш взгляд, адекватно отражает ожидания дальнейшего сжатия рыночной ликвидности. В ближайшие месяцы ставки будут зависеть от исполнения бюджета и состояния капитального счета, а также готовности ЦБ наращивать финансирование банковской системы, однако с учетом всего вышесказанного долгосрочная тенденция к росту ставок сохраняется.

ПРОГНОЗ

После замедления инфляции в начале года, которое в значительной степени было искусственным из-за переноса индексации регулируемых тарифов, многие поверили в победу над ростом цен, однако последние два месяца показали, что говорить об этом пока рано. В июне ускорение инфляции было связано с подорожанием продуктов питания (как и следовало ожидать, рекордный прошлогодний урожай сельхозпродукции в этом году повторить не удастся), а в июле свой вклад в рост цен внесло повышение тарифов, комментирует аналитик по макроэкономике «ТКБ Капитала» Сергей Карыхалин. Как следствие, многим экономистам пришлось пересмотреть свои слишком оптимистичные прогнозы: по итогам года темпы роста цен даже могут превысить прошлогодний уровень.

Решение ЦБ по расширению валютного коридора в июле можно рассматривать как заблаговременную меру, считают в Райффайзенбанке. С одной стороны, решительность ЦБ в отношении расширения границ связана с ростом девальвационных ожиданий, с другой, оно поспособствует усилению антиинфляционного эффекта, если Банк России впоследствии пойдет на ужесточение монетарной политики. Учитывая, что засуха продолжается и ее последствия растянуты во времени, в ближайшие месяцы среднесрочные инфляционные риски в глазах ЦБ будут только нарастать, что создает поводы для повышения ставок, прогнозирует Мария Помельникова. По мнению аналитиков Райффайзенбанка, повышение ставок со стороны ЦБ раньше октября маловероятно.

В конце июля рубль торговался примерно на тех же уровнях, что и в начале месяца, несмотря на то что цены на нефть подросли примерно на $10 за баррель за этот период, что указывает на слабую поддержку российской валюты со стороны сырьевых рынков, анализирует Дмитрий Долгин. В конце лета турбулентность на мировых площадках, скорее всего, усилится, что в условиях слабости российского капитального счета скажется и на стоимости рубля. В среднесрочной перспективе кризисные явления в еврозоне и риски ускорения импорта во втором полугодии после вступления России в ВТО делают укрепление национальной валюты маловероятным, считают в Альфа-Банке. По мнению Сергея

Карыхалина, текущий уровень цен на нефть можно назвать абсолютно комфортным как для бюджета, так и для рубля: цена не высокая и не низкая, угрозы резкого роста или падения нет, так что для рубля конъюнктуру рынка нефти можно считать нейтральной. Учитывая гибкость курса национальной валюты, нельзя исключать довольно сильных колебаний при изменении тех или иных условий, но нужно учитывать, что рубль будет тяготеть к середине коридора для бивалютной корзины (около 35 руб. за корзину) в ближайшие месяцы.

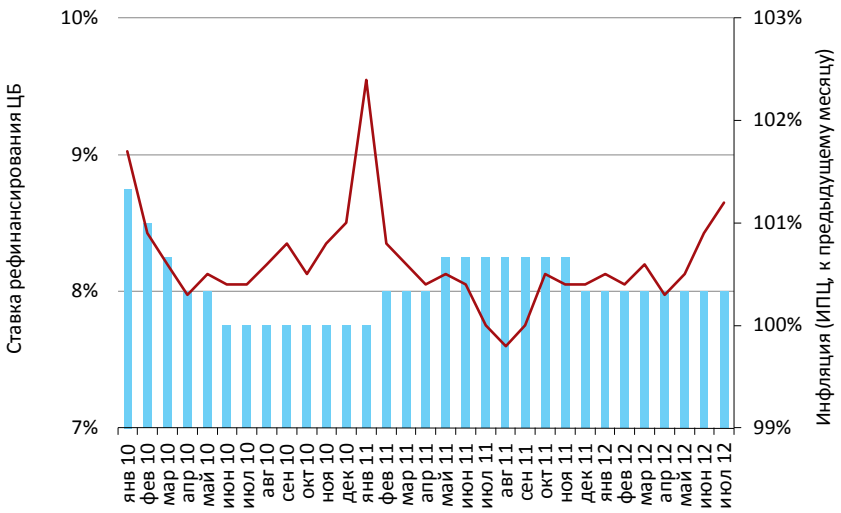
ДОЛГОВОЙ РЫНОК

Оптимизм, царивший на внутреннем рынке с начала месяца, сменился в последнюю неделю пессимистичными настроениями на фоне очередных опасений за судьбу еврозоны. Все это практически немедленно нашло отражение в котировках на вторичке и привело к закрытию рынка первичных размещений. В ближайшей перспективе аналитики рекомендуют инвесторам придерживаться выпусков с короткой дюрацией.

Первая половина июля на рынке рублевых облигаций прошла под знаком роста: активные покупки ОФЗ со стороны нерезидентов возобновились после того, как стало известно, что либерализация рынка должна произойти уже в сентябре. Корпоративный сегмент при этом отставал от ралли в ОФЗ: первоначальный план реформы предполагал доступ нерезидентов к торгам в данном секторе лишь к середине 2014 года. В результате котировки длинных госбумаг достигли локальных максимумов в середине июля, не досчитавшись около 20 б.п. в доходностях до предкоррекционных минимумов, которые были зафиксированы в апреле, подсчитал главный аналитик инвестиционного департамента Промсвязьбанка Дмитрий Грицкевич. Во второй половине месяца настроения на рынках начали портиться на фоне возросших опасений относительно кредитоспособности Италии и Испании, а также исполнения Грецией взятых на себя обязательств по сокращению бюджетных расходов.

В июле внимание было приковано к европейскому долговому кризису, и бондовый рынок РФ вынужденно зависел от глобального аппетита к риску, продолжает аналитик инвестиционной компании БФА Яков Новожилов. Однако, несмотря на эскалацию и углубле-

Рисунок 2. **Инфляция и ставка рефинансирования ЦБ**



ПРОГНОЗ

Долговой рынок



Яков НОВОЖИЛОВ,
аналитик, инвестиционная компания БФА

В августе российский рынок сезонно не будет отличаться высокой ликвидностью, оживление наступит только в сентябре. Фактором роста ликвидности рынка ОФЗ станет доступ международных клиринговых систем Euroclear и Clearstream на российский рынок. Фактически это означает полную либерализацию рынка российского долга для иностранных инвесторов. Отметим, что рост ликвидности рынка произойдет только в конце квартала, так как инфраструктура начнет работать не сразу, а внешняя ситуация по-прежнему остается неустойчивой.



Игорь ЛАУХИН,
начальник отдела доверительного управления казначейства, НОВИКОМБАНК

Учитывая общую нервозность инвесторов, не факт, что открытие доступа к российскому рынку через Euroclear и Clearstream, которое запланировано на сентябрь этого года, сможет существенно повлиять на цены ОФЗ или бумаг корпоративных заемщиков в конце лета. Каких-то других внутренних факторов для роста мы сейчас не наблюдаем. В такой ситуации можно рекомендовать исключительно защитные облигации надежных эмитентов с дюрацией до полутора лет. К сожалению, под данные критерии попадают в основном только банковские выпуски. Выделить среди них какой-то конкретный довольно сложно. Стоит обратить внимание на выпуски НОМОС-БАНКА, банка «ЗЕНИТ», ХКФ Банка. Если говорить о небанковском секторе, то можно присмотреться к «ЛенспецСМУ», БО-02. Другой альтернативой являются облигации «Группы ЛСР» второй серии. Инвесторам, которым нравится высокая купонная доходность при более высоком риске, следует обратить внимание на дебютный выпуск банка «Связной», размещение которого запланировано на начало августа.

ПРОГНОЗ

Долговой рынок



Дмитрий ГРИЦКЕВИЧ,
главный аналитик инвестиционного департамента, Промсвязьбанк

Несмотря на крайне привлекательный в преддверии либерализации рынка спред ОФЗ-26204 – Russia-18R на уровне 160 б.п., определяющей для нерезидентов остается динамика рубля, который в периоды нестабильности демонстрирует крайне высокую волатильность. Другими словами, в случае выхода Греции из еврозоны или обострения проблем у Испании или Италии иностранные инвесторы вспомнят об ОФЗ в последнюю очередь.

ние проблем в Европе, месяц был удачным для Минфина, который проводил дополнительные аукционы, нивелируя эффект от неудачных размещений в первом полугодии. Но в результате ухудшения европейской ситуации к концу месяца окно для размещений закрылось. Корпорации вели себя более сдержанно, чем государство, однако некоторые эмитенты (причем не очень высокого кредитного качества) все же воспользовались удачной конъюнктурой. Среди них стоит обратить внимание, по мнению Игоря Лаухина, на состоявшееся в июле размещение ТКС Банка, объем которого был увеличен в ходе заполнения книги заявок. Выпуск торгуется с доходностью 14.3% годовых, а цены остались в районе номинала.

Безусловно, динамика рынков в августе во многом будет зависеть от воли и оперативности европейских политиков по купированию нового более опасного этапа долгового кризиса, а также от действий ФРС. Однако в преддверии пикового месяца сезона отпусков и в разгар Олимпиады в Лондоне, что будет сопровождаться снижением ликвидности на рынках, было бы разумно зафиксировать прибыль после двух месяцев роста, а также по возможности сократить дюрацию своих портфелей, советует Дмитрий Грицкевич. По мнению аналитика Промсвязьбанка, более удачным месяцем должен стать сентябрь, тогда и надо будет начинать покупки — уже к началу осени могут возобновиться разговоры о третьем раунде количественного смягчения, европейские власти предложат новые меры поддержки проблемных стран, а к рынку ОФЗ получат прямой доступ нерезиденты.

Организатор:

Cbonds congress

Генеральный спонсор:

UniCredit Bank

Официальные партнеры:

Райффайзенбанк

СвязьБанк

ORRICK

Спонсоры семинара:

UniCredit Bank WHITE & CASE

Контакты

Программа, спонсорство: **Юрий Павлов**
+7 (812) 336-97-21*121, pavlov@cbonds.info

Регистрация: **Дарья Назарова**
+7 (812) 336-97-21*124, dasha@cbonds.info

3-я международная конференция
СИНДИЦИРОВАННОЕ КРЕДИТОВАНИЕ В РОССИИ
27 сентября 2012, Москва, отель The Ritz-Carlton

СИНДИЦИРОВАННОЕ КРЕДИТОВАНИЕ В РОССИИ
LOANS 2012

Крупнейшее профессиональное мероприятие, посвященное рынку синдицированного кредитования в России. В прошлом году конференция собрала более 200 участников. Конференцию традиционно посещает большое количество представителей реального сектора, ведущих международных и российских банков, юридических и консалтинговых компаний.
200 участников

Стоимость участия – 18 000 рублей.
Для промышленных компаний и компаний нефинансового сектора, за исключением юридических, консультационных компаний и СМИ, стоимость участия составляет 12 000 рублей.

Подробнее на сайте www.cbonds-congress.com

Реклама