Принятие нового европейского плана по выходу из долгового кризиса на деле не добавило определенности в отношении перспектив мировых рынков. В этих условиях российская экономика всеми силами пытается устоять перед соблазном впасть в коллективное уныние. Прогнозы по инфляции до конца года вполне оптимистичны, куда большую тревогу по-прежнему вызывает дефицит рублей в системе. В сложившейся ситуации трудно что-либо прогнозировать даже на короткие временные отрезки, поэтому аналитики советуют держаться осторожной тактики инвестирования.

Покой нам только снится

Елена СКУРИХИНА

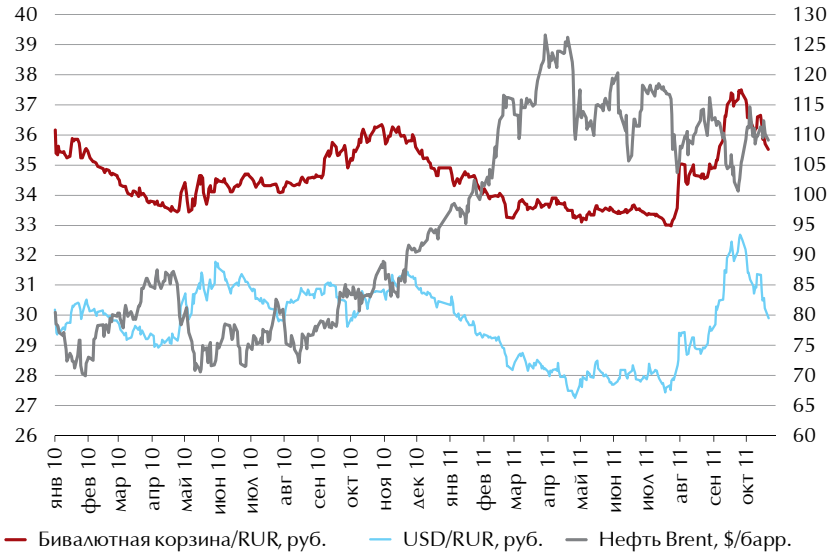
НИКАКОЙ ОПРЕДЕЛЕННОСТИ

Внешние рынки продолжает штормить из-за высокой концентрации «горячего» спекулятивного капитала и неопределенных экономических перспектив основных регионов, рассуждает Владимир Евстифеев, аналитик по макроэкономике банка «ЗЕНИТ». В первой половине месяца стратегия участников рынка строилась исходя из негативных сценариев. Риски рецессии в США были нивелированы ростом ВВП в третьем квартале, который по предварительной оценке составил 2.5%, и одновременно более мягкой риторикой ФРС США в отношении нового раунда количественного смягчения. Бездействие европейских чиновников сменилось выработкой антикризисной стратегии. Одобренные европейскими властями решения по расширению полномочий и объемов фонда финансовой стабильности, определение источников пополнения капитала банковской системы для безболезненного удовлетворения требования к достаточности капитала в 9% от совокупных активов, а также механизм списания части греческого долга, безусловно, оказали общий успокаивающий эффект на глобальный финансовый рынок, вспоминает аналитик банка «ЗЕНИТ». Теперь многое будет зависеть от того, как европейский план будет воплощаться в жизнь, смогут ли проблемные страны привести в порядок свои бюджеты и при этом избежать рисков для экономик, отмечает Сергей Карыхалин, аналитик по макроэкономике и стратегии «ТКБ Капитала». По мнению Олега Дорофейкина, аналитика инвестиционной компании БФА, важной новостью стал отказ со стороны ISDA (International Swaps and Derivatives Association) признать кредитным событием списание греческого долга частными инвесторами в размере 50%. Это ставит под вопрос будущее CDS как инструмента хеджирования. До этого власти ЕС приняли решение запретить покупку непокрытых CDS, чтобы сократить давление на рынки суверенного долга европейских стран, теперь же CDS теряет свою ценность и как инструмент хеджирования для инвесторов, пояснил аналитик.

Однако успокаивающий эффект от нового европейского пакета поддержки оказался весьма краткосрочным. 31 октября

Рисунок 1

Курс рубля ЦБ РФ и цены на нефть Brent



премьер-министр Греции Георгиос Папандреу пообещал провести референдум по вопросу предоставления финансовой помощи стране. По мнению аналитиков, это могло подорвать договоренности, достигнутые лидерами стран Европы по проблеме сдерживания долгового кризиса в регионе. Однако уже вечером 3 ноября появилась информация о том, что Греция отказалась от проведения референдума.

Экономическая активность в США в текущем квартале, вероятно, будет слабее, чем в предыдущем, что во многом связано со слабостью рынка труда и продолжающимся снижением индексов доверия потребителей, комментирует Владимир Евстифеев. По словам Олега Дорофейкина, важной новостью стала упомянутая выше первичная оценка роста ВВП США в третьем квартале 2011 года в 2.5%. Ключевым фактором роста стали расходы потребителей (personal consumption expenditures), выросшие на 1.72%. В то же время, в Штатах существует сильная дивергенция между индексами уверенности потребителей, которые находятся на очень низких значениях, и хорошими данными по розничным продажам, добавил он.

Если картина в американской экономике выглядит неплохо и риски рецессии в ближайшее время достаточно низкие, то макроэкономическая в Европе продолжает ухудшаться. Много неопределенностей присутствует и в Китае, продолжает тему Сергей Карыхалин. Экономика Поднебесной балансирует между стимулированием экономического роста и высокой продуктовой инфляцией, соглашается Владимир Евстифеев, рекомендуя сохранять крайне осторожную тактику инвестирования в ближайшие месяцы.

Остается много вопросов, связанных с реализацией решений, которые были приняты в ходе последних саммитов ЕС (механизм левереджа EFSF, рекапитализация европейских банков, списание греческого долга частным сектором на 50%). Принятые меры требуют дальнейшей проработки, а это может занять долгое время и спровоцировать повторение ситуации после саммита 21 июля в Брюсселе, подытожил Олег Дорофейкин.

ПОЙМАЛИ ПОЗИТИВ

Внутренний экономический фон остается довольно оптимистичным, несмотря на ухудшение конъюнктуры сырьевых рынков, комментирует ситуацию в России Владимир Евстифеев. Экономика РФ по итогам сентября продемонстрировала неплохие темпы прироста капитальных инвестиций, продолжился подъем показателей, характеризующих доходы граждан и конечное потребление. В то же время, в добывающей промышленности проявляется негативный эффект от снижения мировых цен на сырьевые товары, равно как и от сокращения физического спроса, подчеркивает аналитик.

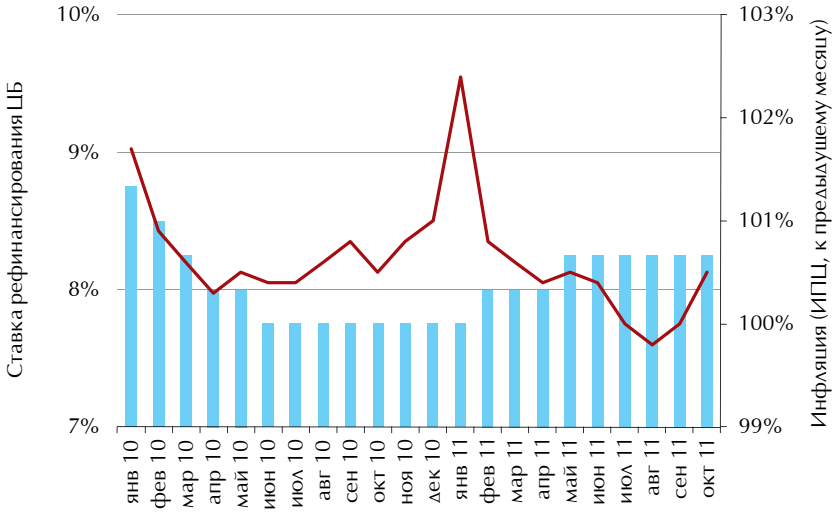


Рисунок 2

Инфляция и ставка рефинансирования ЦБ

Ускорение потребительского спроса происходило на фоне дальнейшего снижения нормы сбережения населения и стабильного роста зарплат, поддерживаемых индексацией в бюджетном секторе и ростом занятости. Инвестиционный спрос также увеличил темпы прироста в соответствии с динамикой в строительном секторе и машиностроительной промышленности, дополняет Владимир Колычев, директор управления рынков капитала РОСБАНКА.

Показатели кредитования как индикатора активности бизнеса указывают на сохранение положительных тенденций: по итогам сентября совокупный кредитный портфель банков в части компаний нефинансового сектора ускорил темп роста до 5%, тогда как в августе рост находился на уровне 3.4%. Таким образом, российская экономика продолжает инерционный рост и должна выйти на итоговую цифру прироста годового ВВП на уровне 4–4.2%, прогнозируют в банке «ЗЕНИТ».

Реальные доходы населения увеличиваются благодаря замедлению инфляции и неплохому состоянию рынка труда, потребительская активность поддерживается за счет роста кредитования и снижения склонности населения к сбережению. Поэтому с точки зрения внутреннего спроса ситуация по-прежнему выглядит достаточно благоприятной, считает Сергей Карыхалин. Он ожидает, что рост инвестиций в основной капитал, который происходит в основном благодаря реализации инвестиционных программ госкомпаний, поддержит экономику и в четвертом квартале.

Олег ДОРОФЕЙКИН,
аналитик, инвестиционная компания БФА

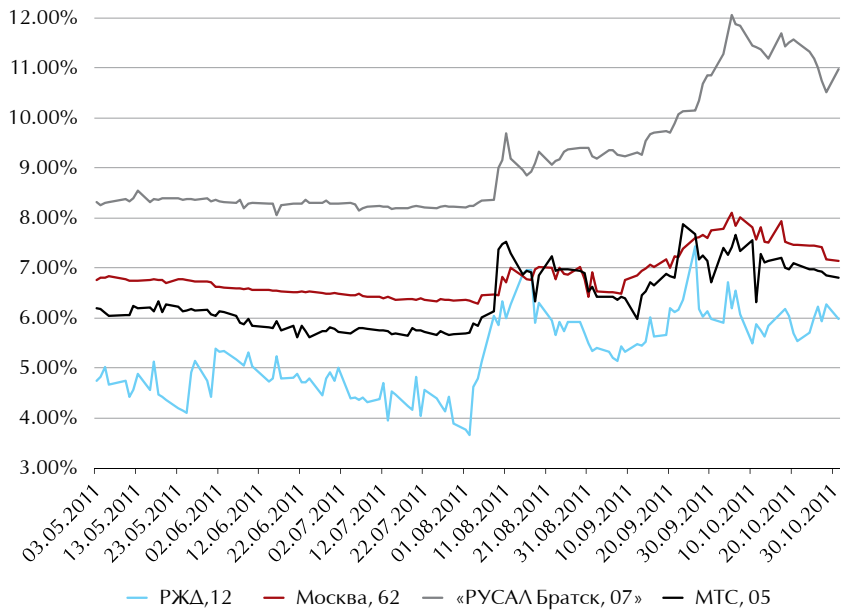
Сергей КАРЫХАЛИН,
аналитик по макроэкономике и стратегии, «ТКБ Капитал»

ИНФЛЯЦИЯ ОПТИМИЗМА

В октябре общий индекс потребительских цен продолжил снижаться под давлением продуктовой дефляции, в то время как рост цен на базовые элементы потребительской корзины (непродовольственные товары и нетарифные услуги) ускорился за счет эффекта переноса в результате недавнего ослабления рубля. Эти два фактора — продуктовая дефляция и эффект переноса валютного курса — останутся ключевыми драйверами инфляции до конца года, пояснил Владимир Колычев. С одной стороны, цены на некоторые элементы продуктовой части потребительской корзины (пшено, гречка) еще не завершили понижательную коррекцию, а с другой, и эффект переноса еще не полностью ретранслирован на конечные розничные цены. В РОСБАНКЕ ожидают, что эти два фактора нивелируют друг друга, а инфляция к концу года снизится до верхней границы инфляционного ориентира регулятора в 7%. В следующем году динамика инфляции будет несколько искажена предвыборными трюками с переносом индексации тарифов (с января на июль): в первом полугодии общий ИПЦ будет технически снижен на 1–1.5% с компенсирующим отскоком во втором, прогнозирует Владимир Колычев, ожидая некоторого замедления роста цен на базовые компоненты потребительской корзины в соответствии с замедлением роста внутреннего спроса.

Инфляция, вероятно, продолжит замедляться в ближайшие месяцы и может опуститься до 6% в начале 2012 года из-за переноса индексации тарифов на середину года, соглашается Сергей Карыхалин. В то же время, последнее замедление инфляции связано в основном со снижением цен на продукты питания, тогда как непродовольственная инфляция стабильно держится на довольно высоком уровне. Так что к началу следующего года потенциал замедления инфляции может быть исчерпан и тренд поменяется, особенно если бюджетная политика станет более мягкой, предупреждает Сергей Карыхалин.

Рисунок 3
Индикативные доходности локальных выпусков



МАЛОВАТО ЛИКВИДНОСТИ

Ликвидность и процентные ставки в большей степени реагировали на локальные события, вспоминает Владимир Евстифеев. Тот факт, что наиболее крупные банки вынуждены были погашать задолженность на сотни миллиардов рублей перед Минфином, а также девальвационные настроения вокруг рубля в первой половине октября привели к существенному снижению денежного предложения в банковской системе, подчеркивает аналитик банка «ЗЕНИТ». Вслед за сокращением ликвидности краткосрочные ставки на межбанковском рынке выросли на 150–200 б.п. по сравнению с доавгустовскими уровнями, отмечает Владимир Колычев. Кроме того, несмотря на то что ситуация с ликвидностью вряд ли ухудшится еще сильнее, говорить о возвращении этих показателей в режим устойчивого профицита в обозримой перспективе также не приходится. В таких условиях для сохранения роста бизнеса и поддержания уровня маржи банки будут вынуждены повысить ставки как привлечения, так и размещения, что, безусловно, охладит бурный рост внутреннего спроса в ближайшие кварталы, прогнозируют в РОСБАНКЕ.

Процентные ставки рынка МБК и междилерского РЕПО не отражали в полной мере глубины дефицита рублевой ликвидности из-за снизившегося объема сделок, продолжает Владимир Евстифеев. Более реальным индикатором выступали объемы прямого аукционного РЕПО с ЦБ РФ, которые превышали «кризисные» значения, а совокупная задолженность банков по этим операциям достигала уровня 600 млрд руб. Не исключено, что в текущем году активизация расходования бюджетных ресурсов будет значительно меньше из-за сформировавшегося дефицита. Это в конечном итоге сохранит высокую зависимость банков от фондирования в ЦБ РФ вплоть до конца года, ожидают в банке «ЗЕНИТ».

ОТЫГРАЛИ ПОТЕРИ

Курс рубля по отношению к корзине вернулся в нейтральный диапазон, в котором ЦБ РФ не покупает и не продает валюту, комментирует ситуацию на валютном рынке Владимир Колычев. Стоимость рубля определялась преимущественно настроениями на

внешних площадках. Давление на стоимость основных сырьевых товаров российского экспорта в первой декаде месяца продолжило подогревать девальвационные настроения вокруг российской валюты, заставляя Центробанк более активно участвовать в валютных торгах, вспоминает Владимир Евстифеев. В итоге достижение верхней границы валютного коридора и высокий объем накопленных интервенций со стороны регулятора приостановили стремительное ослабление рубля, а дальнейшее улучшение динамики рискованных активов на глобальном рынке позволило рублю отыграть к концу октября часть понесенных потерь.

По мнению Сергея Карыхалина, динамика курса будет оставаться волатильной из-за непредсказуемости движения капитала и близости цены нефти к равновесному для баланса счета текущих операций уровню (около $100 за баррель нефти марки Brent).

Нефтяной рынок на удивление спокойно перенес последнее обострение долгового кризиса в Европе и избежал значительной коррекции, продолжает аналитик «ТКБ Капитала». «Мы не видим причин для роста цен на нефть, учитывая ожидаемое замедление темпов роста спроса и возможность увеличения добычи (в частности, в Ливии), при этом потенциал коррекции цен, на наш взгляд, также ограничен», — прогнозируют в «ТКБ Капитале». Серьезных рисков со стороны нефтяного рынка для российской экономики в ближайшей перспективе возникнуть не должно, проблема скорее в отсутствии внутренних драйверов роста и в принципе высокой зависимости доходной части бюджета от нефтегазовых доходов, подытожил Серей Карыхалин.

АКТИВНОСТЬ ИССЯКЛА

Негативные события на внешних рынках в сочетании с дефицитом рублей на денежном рынке сильнее всего отразились на котировках наиболее ликвидных среднесрочных облигаций первого-второго эшелонов, тогда как ликвидность в высокодоходных бумагах оставалась крайне низкой, анализирует Владимир Евстифеев.

Рынок ОФЗ вырос в начале октября и находился в зоне консолидации до 26 октября, после чего рост продолжился, продолжает комментировать Олег Дорофейкин. Сильный рост произошел в суверенных корпоративных еврооблигациях. Многие выпуски значительно просели в сентябре, их доходности установились на весьма привлекательных уровнях. В качестве одной из причин падения рынка в сентябре назывались продажи российских еврооблигаций европейскими банками, которые испытывали большие проблемы с ликвидностью, пояснил аналитик. На 29 октября Россия-30 выросла на 6% с начала месяца, Россия-18 — на 3.58%, подсчитал он. После падения значительно восстановились облигации металлургов. Например, «Металлоинвест»-18 прибавил больше 21% и вернулся к августовским значениям.

Что касается корпоративного сегмента, по традиции сократившего торговую активность в период турбулентности до крайне низких уровней, то здесь большинству бумаг еще предстоит пройти через расширение кредитных спредов, считает Владимир Колычев. В условиях когда ЦБР является основным провайдером рублевой ликвидности, кредитные спреды должны примерно соответствовать разнице между дисконтами по операциям РЕПО для государственных и корпоративных бумаг соответственно. Если следовать этой логике, справедливыми для кредитных спредов бондов первого эшелона выглядят уровни 80–120 б.п. Это означает, что текущие значения на вторичном рынке должны существенно расшириться, полагают в РОСБАНКЕ.

Окно на первичный рынок в очередной раз захлопнулось, и лишь к концу месяца доступ к заимствованиям получили эмитенты качественных бумаг, рассказывает Владимир Евстифеев. Традиционно на рынке рублевого долга именно первичное предложение выступает катализатором переоценки на вторичке. Вряд ли исключением станет и текущая ситуация, полагает Владимир Колычев. Недавнее размещение трехлетних облигаций ФСК (125 б.п. к кривой ОФЗ), задавшее новый бенчмарк для компаний инвестиционного рейтинга, подтверждает данный тезис.

В БФА критически оценивают перспективы дальнейшего роста рублевого рынка облигаций и еврооблигаций. Он уже не так дешев, как в конце сентября, и покупки могут нести значительный риск. «Мы оцениваем риски снижения рынка в результате дальнейшего обострения ситуации в Европе как достаточно высокие и считаем рискованной тактику ставить на восстановление рынка до летних максимумов», — подытожил Олег Дорофейкин.

Владимир КОЛЫЧЕВ,
директор управления рынков капитала, РОСБАНК

Владимир ЕВСТИФЕЕВ,
аналитик по макроэкономике, банк «ЗЕНИТ»

ИНВЕСТИЦИОННЫЕ РЕКОМЕНДАЦИИ

Для инвесторов с умеренным отношением к риску оптимальной будет стратегия покупки тех выпусков облигаций первого-второго эшелонов, которые в октябре сохранили достаточно высокую ликвидность торгов, несмотря на снижение рыночной активности. Эти выпуски не гарантируют защиту от возможной просадки котировок, но они обладают достаточной ликвидностью, что особенно актуально в период роста пессимистичных настроений на локальном долговом рынке и исчезновения торговой активности по большинству бумаг. К таким выпускам можно отнести следующие: РЖД-12, Москва-62, «Сибметинвест»-1, 2, «Русал Братск»-7, МТС-5, «Башнефть»-3, ЧТПЗ БО-1.