Чуть помедленнее

Елена СКУРИХИНА

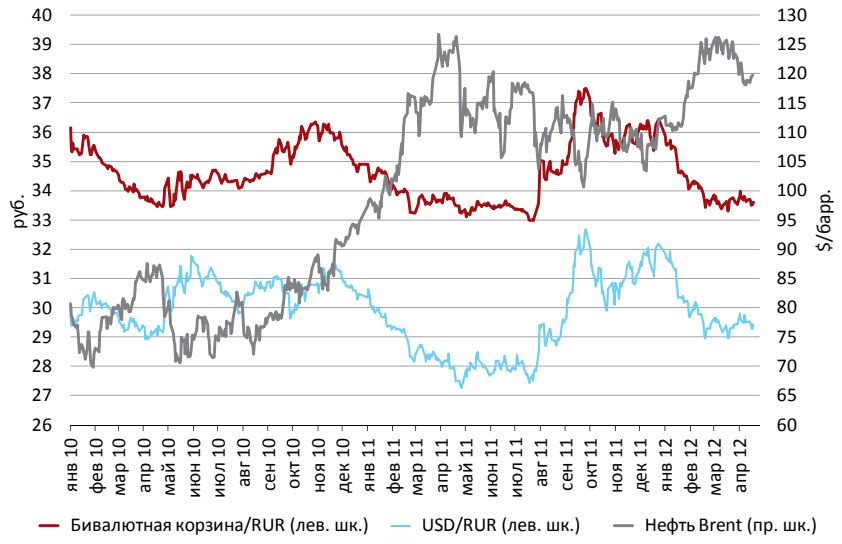
МАКРОЭКОНОМИКА

После оптимистичных показателей января-февраля 2012 года мартовская макростатистика фиксирует резкое замедление роста инвестиционной и промышленной активности, а также отсутствие снижения безработицы. При этом динамика доходов и темпы кредитования населения, от которых зависит потенциал потребительского спроса, остаются сильными. Аналитики ожидают, что в этом году экономический рост замедлится, и связывают это с сокращением инвестиций.

Главная задача для российской экономики сейчас — сохранить темпы роста. Итоги первого квартала были достаточно сильными: рост инвестиций составил 11.2% год к году, обороты розничной торговли выросли на 7.5% год к году, отмечает главный экономист Альфа-Банка Наталия Орлова. Существенно улучшилась динамика доходов населения: значительное ускорение роста зарплат с декабря прошлого года дало импульс и увеличению суммарных доходов. Динамика доходов поддерживается замедлившейся инфляцией и низким уровнем безработицы, который означает, что давление на работодателей сохранится и в ближайшие годы.

Рост инвестиций в марте замедлился вдвое (до 4.9% год к году) после того, как они росли ускоренными темпами на протяжении последних шести месяцев: на 13.6% в четвертом квартале 2011

Рисунок 1
Курс рубля ЦБ РФ и цены на нефть Brent



ТОЛЬКО ЦИФРЫ

на **2%** (г/г) вырос в марте индекс промышленного производства

до **4.9%** (г/г) замедлился рост инвестиций в марте против 15.1% в феврале

на **12.6%** (г/г) увеличились в марте реальные зарплаты

до **7.3%** (г./г.) замедлился в марте рост оборота розничных продаж

года, затем на 15.4% в январе-феврале 2012 года, приводит данные макроаналитик Райффайзенбанка Мария Помельникова. «Провал» инвестиций сопровождался не менее резким замедлением в строительстве и темпах ввода жилья в эксплуатацию. Плохие показатели инвестиций в основной капитал в Райффайзенбанке связывают с коррекцией после чрезмерно оптимистичной динамики в первые месяцы года на фоне предвыборной активизации бюджетных расходов. Обычно освоение годовых инвестиционных планов государством и компаниями в начале года протекает весьма вяло.

Ахиллесовой пятой российской экономики остается промышленное производство, полагает старший экономист «ВТБ Капитала» Александра Евтифьева. Выпуск промышленной продукции замедляется со второго квартала 2010 года. После кратковременного оживления в начале 2012 года рост промпроизводства сократился в марте до 2% в годовом выражении — это самое низкое значение с конца 2009 года. То, что производство не отвечает на рост внутреннего спроса, лишний раз подчеркивает важность и абсолютную необходимость структурных реформ, считают в «ВТБ Капитале».

Динамика потребительской активности пока не демонстрирует каких-либо признаков серьезного ослабления спроса со стороны населения, продолжает комментировать Мария Помельникова. Напротив, устойчивый рост реальных зарплат (в марте — 12.6% год к году против 12.1% год к году месяцем ранее) и потребительского кредитования (прирост на 6.2% с начала года) в сочетании с повышением инфляционных и девальвационных ожиданий побуждают население меньше сберегать и больше тратить. Это уже сказывается на снижении потока клиентских средств на депозиты банков (-1.8% с начала года), в то время как в секторе розничных продаж пока фиксируется лишь незначительное замедление — до 7.3% год к году в марте против 7.8% год к году месяцем ранее, подсчитали в Райффайзенбанке.

ЛИКВИДНОСТЬ И ДЕНЕЖНЫЙ РЫНОК

Рублевая ликвидность, которой особенно остро не хватало во второй половине месяца, по-прежнему остается в дефиците. Однако в ближайшей перспективе существенных поводов для ухудшения ситуации нет, уверены аналитики. Они надеются, что регулятор в случае чего продолжит обеспечивать

ПРОГНОЗ

ВВП

Наталия ОРЛОВА,
главный экономист, Альфа-Банк

Есть серьезные основания полагать, что экономический рост в этом году может замедлиться по сравнению с прошлым годом. Несмотря на такие значительные положительные изменения потенциального спроса домохозяйств, в первом квартале ВВП вырос всего на 4%, то есть таким же темпом, как и в первом квартале 2011 года. Но в прошлом году значительную поддержку росту оказало восстановление в сельском хозяйстве, которое дало около 20% суммарного годового роста экономики. В этом году на данный фактор вряд ли можно будет рассчитывать: результаты первого квартала говорят о том, что по итогам года рост может оказаться в лучшем случае на уровне 3.5%. Поэтому важным фактором, определяющим динамику экономики, будут доступность финансовых ресурсов и возможности компаний финансировать свой рост.

Инвестиции

Александра ЕВТИФЬЕВА,
старший экономист, «ВТБ Капитал»

Есть вероятность, что во втором квартале 2012 года мы увидим снижение инвестиций, особенно по итогам апреля-мая. Медленный рост инвестиций, скорее всего, станет основным сдерживающим фактором увеличения ВВП в этом году. Основные причины слабой динамики — ожидаемое замедление темпов кредитования корпоративного сектора и сдерживание тарифов естественных монополий. Рост тарифов в этом году составит только половину от прошлогоднего повышения и лишь треть от повышения в 2010 году. При этом инвестиционные программы инфраструктурных монополий, по нашим оценкам, составили 4.8% ВВП, или почти четверть от всех инвестиций в 2011 году.

Потребление

Мария ПОМЕЛЬНИКОВА,
макроаналитик, Райффайзенбанк

Мы полагаем, что рост доходов населения сохранится и в ближайшие месяцы, отражая усиление конкуренции за квалифицированную рабочую силу и очередное повышение пенсий (с 1 апреля), что ограничит предполагаемое замедление роста потребления.

В целом, вряд ли стоит корректировать ожидания относительно потенциала внутреннего спроса в негативную сторону на основе мартовской макростатистики. И все же эти данные в большей степени отражают новую реальность, когда после предвыборной эйфории инвесторы возвращаются к переоценке своих рисков, снижая инвестиционные аппетиты и ограничивая затраты. Актуальность этих мер повышается в свете прогнозируемого увеличения рыночной стоимости заемных ресурсов. На этом фоне ожидать столь же высоких темпов инвестиций и розничного товарооборота уже не стоит. Наш годовой прогноз предполагает замедление роста ВВП в 2012 году до 3.7% с 4.3% в 2011 году.

Александра ЕВТИФЬЕВА, старший экономист, «ВТБ Капитал»

Рост оборота внешней торговли в первом квартале немного замедлился (7.5% годовых против 9% в четвертом квартале 2012 года). Однако он, скорее всего, ускорится во втором квартале, так как темпы увеличения реальных зарплат вернулись к докризисным двузначным значениям из-за резкого повышения доходов военнослужащих и сотрудников МВД, а безработица остается на низких уровнях лета 2008 года. Еще одним фактором, способствующим увеличению потребления, является резкий рост кредитования населения. В марте он превысил 40% годовых — впервые с июня 2008 года.

Ликвидность

Максим КОРОВИН,
аналитик, «ВТБ Капитал»

Мы не ожидаем ухудшения ситуации с ликвидностью в ближайшем будущем: вероятно, ЦБ не будет повышать ставки, пока не станет ясным инфляционный эффект от повышения тарифов в середине года. В свою очередь, регулятор продолжит поставлять ликвидность в банковскую систему. Не исключено, что более активную роль в предоставлении ликвидности начнет играть бюджет — в частности, на последнем апрельском аукционе по размещению бюджетных средств на депозиты лимит был увеличен в пять раз до 50 млрд руб.

Мария ПОМЕЛЬНИКОВА,
макроаналитик, Райффайзенбанк

Серьезного ухудшения ситуации с деньгами удается избежать за счет своевременного расширения регулятором лимитов по РЕПО с ЦБ в ответ на растущий спрос. Это позитивно воспринимается участниками рынка и сдерживает дальнейший рост ставок. Улучшения показателей ликвидности и ослабления давления на ставки денежного рынка мы ожидаем не раньше начала мая, когда приток госсредств усилится. Пополнению средств в системе способствуют и интервенции ЦБ, объем которых при сохранении благоприятной динамики курса рубля в мае может составить около 150 млрд руб.

Валютный рынок

Мария ПОМЕЛЬНИКОВА,
макроаналитик, Райффайзенбанк

Умеренный рост курса рубля указывает на то, что его укрепление скорее вызвано восходящей коррекцией цен на нефть и сезонным ростом предложения валюты со стороны экспортеров под уплату налогов. Мы ожидаем, что рост рублевых котировок станет менее выраженным по мере завершения конвертации налогоплательщиками валюты под отчисления в казну. Улучшить позиции рубля может снижение темпов роста импорта после всплеска в январе-феврале 2012 года (согласно последней статистике), однако об устойчивости этой тенденции судить преждевременно. В то же время, среднесрочные перспективы рубля будут в большей степени определяться интенсивностью капитальных потоков, которые пока не перешли в положительную область, что играет против нацвалюты. При благоприятном развитии событий рубль может стабилизироваться на текущем уровне в течение ближайших трех месяцев, при негативном сценарии возможно его умеренное ослабление, но не более чем на 1.2% по отношению к доллару (до 29.7 руб.) и в пределах 1% по отношению к евро (до 39.2 руб.).

ПРОГНОЗ

банковскую систему деньгами, правда, не исключают, что более активную роль в предоставлении рублей, возможно, сыграет бюджет.

Показатели рублевой ликвидности страдают из-за оттока капитала и значительного профицита бюджета, обращает внимание Наталия Орлова. Хотя правительственные эксперты прогнозируют улучшение капитального счета, итоги первого квартала никак не подтверждают такой позитивный взгляд. За последние полгода из России ежемесячно уходило порядка $12 млрд. Около трети этого оттока приходится на средства физических лиц, а 15–20% из них — это инвестиции в частную недвижимость. Необходимость поддерживать эти активы будет провоцировать дальнейший отток капитала из страны. Положительной новостью стало бы снижение оттока капитала до $5–6 млрд в апреле-мае.

Пик напряженности с ликвидностью пришелся на вторую половину апреля, когда поступления госрасходов иссякли, а налоговые выплаты съели порядка 530 млрд руб., что сопровождалось эквивалентным ростом задолженности банков по РЕПО с ЦБ (суммарно до 1040 млрд руб. на 28.04.12), уточняет Мария Помельникова. Индикатор дефицита ликвидности (корсчета + депозиты ЦБ за вычетом обязательств перед ЦБ и Минфином) опустился до 600 млрд руб. — такого недостатка средств банковская система не испытывала с конца 2011 года, когда проблема с деньгами в системе стояла более остро.

Ставки межбанковского рынка говорят о том, что ситуация с ликвидностью не улучшается: в отличие от предыдущих лет, в начале этого года стоимость денег для банковского сектора не снизилась, ставки по однодневным кредитам в конце каждого месяца приближаются к уровню 6%. Это вынуждает ЦБ РФ значительно увеличивать объемы средств, предоставляемых через операции РЕПО, пессимистично подытожили в Альфа-Банке.

Важно отметить, что увеличение процентных ставок уже привело к некоторому торможению роста корпоративного кредитного портфеля. Если по итогам 2011 года этот сегмент рос на 26% год к году, то по состоянию на март рост кредитования замедлился до 23%, приводит данные Наталия Орлова. Разница пока небольшая, но если кредитные ресурсы продолжат дорожать и дальше, то это может дополнительно снизить спрос на них и замедлить экономический рост. Поэтому динамика процентных ставок на ближайшие несколько месяцев будет важным индикатором перспектив экономического роста. В прошлом году банковские кредиты профинансировали около трети экономического роста, их роль в определении темпов роста будет еще значительнее в этом году.

ИНФЛЯЦИЯ И СТАВКИ

Рекордно низкие показатели инфляции, безусловно, внесли позитив в итоги квартала. Политика ЦБ и Минфина направлена на то, чтобы снизить риски инфляции и свести к минимуму вероятность ускорения роста цен во втором полугодии. В июне-июле аналитики все же ожидают всплеска инфляции из-за повышения тарифов и не прогнозируют смягчения монетарной политики со стороны ЦБ в обозримой перспективе.

Самым большим сюрпризом первого квартала стала низкая инфляция, полагает Александра Евтифьева. Можно было ожидать, что из-за переноса повышения регулируемых цен на июль инфляция снизится до 5–6%, однако эффект от замораживания тарифов оказался гораздо сильнее, и инфляция упала до рекордно низких значений за всю историю наблюдений. Помогло и замедление роста цен на продовольствие, особенно на плодоовощную продукцию. Например, на конец марта цены на фрукты и овощи были на 30% ниже, чем в марте прошлого года. Это позволило сбить продовольственную инфляцию до 1.3% годовых.

Центральный банк и Минфин координируют свои действия так, чтобы не допустить ускорения роста цен во втором полугодии. Темпы увеличения денежной массы стабилизировались на уровне 20% по отношению к концу прошлого года. Если тогда Минфин размещал временно свободные средства бюджета на депозиты в банковской системе, то в первом квартале этого года фискальная политика была направлена на изъятие рублевой ликвидности, поступавшей от интервенций ЦБ на валютном рынке. Банки возвращали депозиты в Минфин, а тот, в свою очередь, наращивал внутренние рублевые заимствования при том, что бюджет был профицитным. По всей видимости, такая координация денежной и фискальной политики является намеренным решением ЦБ и Минфина, чтобы сбить инфляционные риски. Банк России, в свою очередь, воздержался от снижения процентных ставок в первом квартале и, скорее всего, оставит их не-

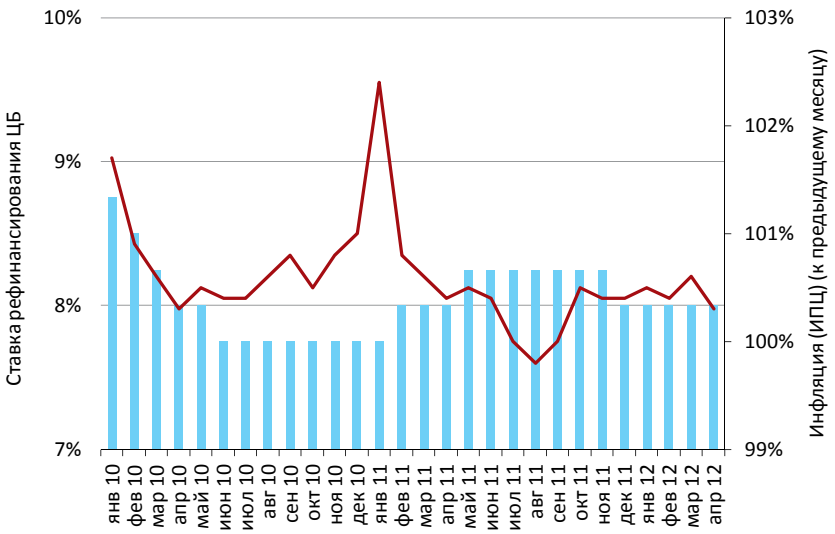


Рисунок 2

Инфляция и ставка рефинансирования ЦБ

> «МОЖНО БЫЛО ОЖИДАТЬ, ЧТО ИЗ-ЗА ПЕРЕНОСА ПОВЫШЕНИЯ РЕГУЛИРУЕМЫХ ЦЕН НА ИЮЛЬ ИНФЛЯЦИЯ СНИЗИТСЯ ДО 5–6%, ОДНАКО ЭФФЕКТ ОТ ЗАМОРАЖИВАНИЯ ТАРИФОВ ОКАЗАЛСЯ ГОРАЗДО СИЛЬНЕЕ, И ИНФЛЯЦИЯ УПАЛА ДО РЕКОРДНО НИЗКИХ ЗНАЧЕНИЙ ЗА ВСЮ ИСТОРИЮ НАБЛЮДЕНИЙ»

ПРОГНОЗ

Инфляция

Александра ЕВТИФЬЕВА,
старший экономист, «ВТБ Капитал»

Можно ожидать всплеска инфляции в июне-июле, когда начнут расти цены на продукты питания и произойдет повышение гостарифов. Оценить возможную силу этого всплеска достаточно сложно. Но есть вероятность того, что эффект от роста регулируемых цен будет не таким значительным, раз отсрочка с повышением тарифов в первом квартале 2012 года так сильно сбила инфляцию.

Ставки

Мария ПОМЕЛЬНИКОВА,
макроаналитик, Райффайзенбанк

Противоречивые данные макроэкономических индикаторов указывают на низкую вероятность каких-либо решительных действий по смягчению монетарной политики со стороны ЦБ в обозримой перспективе. Наши предположения подтверждаются недавними заявлениями первого зампреда ЦБ Алексея Улюкаева, согласно которым изменение процентных ставок как минимум в течение двух месяцев не планируется. В ближайшее время основную инфляционную угрозу (кроме повышения тарифов с 1 июля), на наш взгляд, представляет рост покупательной способности спроса и возможный новый виток топливного кризиса. Это ставит под сомнение ранее прогнозировавшее нами значение инфляции в пределах 5% на конец первого полугодия 2012 года и 6.5% по итогам 2012 года (на фоне низкой базы второго полугодия 2011 года) и становится определяющим фактором для ЦБ при формировании решения об изменении текущих параметров монетарной политики.

Долговой рынок

Максим КОРОВИН,
аналитик, «ВТБ Капитал»

Коррекция в ОФЗ близка к завершению, если только не произойдет всплеска волатильности и бегства от рисков на глобальных рынках. В свою очередь, текущий наклон кривой ОФЗ, на наш взгляд, слишком большой, поэтому мы рекомендуем покупать облигации со средней и длинной дюрацией (26204, 26206, 25080, 26205, 26207). Облигации первого эшелона выглядят менее привлекательно, предлагая спред к ОФЗ на уровне 70–90 б.п.

План по госзаимствованиям уже выполнен на 200 млрд руб. Еще $7 млрд было привлечено на внешнем рынке, то есть планируемый дефицит уже покрыт примерно в пять раз. В целом, заимствования пойдут в основном в Резервный фонд, который планируется увеличить на 830 млрд руб. У Минфина, на наш взгляд, остается достаточный простор для того, чтобы не давить на рынок с новым предложением. Мы также не исключаем, что план по заимствованиям может быть пересмотрен в сторону сокращения еще раз.

Значительное влияние на котировки ОФЗ будет оказывать развитие событий с открытием иностранным инвесторам прямого доступа на локальный рынок через Euroclear. Мы рассчитываем, что этот процесс будет завершен во второй половине года, как изначально и предполагалось. Вместе с тем, недавние комментарии некоторых официальных лиц и тот факт, что ФСФР не включила Euroclear Bank и Clearstream International в список иностранных депозитариев, которые имеют право открыть счет номинального держателя в НРД, позволяет заключить, что есть определенное лобби против такого развития событий. В свою очередь, расширение базы инвесторов будет способствовать снижению доходностей ОФЗ.

Михаил ГОНОПОЛЬСКИЙ,
начальник аналитического управления, БИНБАНК

Идея либерализации рынка ОФЗ с середины 2012 года сохраняется, однако не очевидно, что именно в мае она реализуется в активные покупки в секторе ОФЗ в условиях дефицита рублевой ликвидности и нестабильной обстановки на мировых финансовых площадках. Волатильность в выпусках ОФЗ срочностью более пяти лет не ниже апрельских уровней. При отсутствии драматичного развития ситуации с долговым кризисом в еврозоне мы не ожидаем, что доходность по длинным выпускам изменится более чем на 15–20 б.п. Среднесрочные идеи для покупки рублевых гособлигаций с дюрацией пять-десять лет сохраняются, однако нерезиденты в мае будут вести себя довольно осторожно, при этом российские участники будут ограничены в агрессивных покупках довольно высокими межбанковскими ставками.

В корпоративном секторе в мае мы не ожидаем сокращения спредов выпусков первого-второго эшелонов к ОФЗ. Из-за ограниченной рублевой ликвидности и нестабильной внешней конъюнктуры совокупный объем первичных размещений корпоративного сектора в конце весны может снизиться по сравнению с первыми четырьмя довольно успешными месяцами 2012 года. Спреды выпусков первого эшелона к ОФЗ вряд ли сузятся больше чем до 100 б.п. Во втором эшелоне существенный переспрос будет сохраняться только в выпусках эмитентов, которые пока еще широко не представлены на долговом рынке и при этом обладают сильным кредитным качеством и рейтингами от международных агентств на уровне выше BB-.

ПРОГНОЗ

изменными и до конца июня из-за неопределенности с инфляцией во втором полугодии, ожидают в «ВТБ Капитале».

Подводя итог, Наталия Орлова предлагает в ближайшие месяцы обратить особое внимание на состояние финансового сектора. Несмотря на высокий уровень цен на нефть, дополнительные экспортные доходы никак не помогают ускорить экономический рост в России: отчасти потому что эти средства напрямую стерилизуются бюджетом, отчасти потому что до 80% от профицита текущего счета направляется на финансирование оттока капитала. Роль банковского сектора в распределении финансовых ресурсов, таким образом, существенно возрастает, полагают в Альфа-Банке. Но при этом нужно понимать, что и для банков роль более активных посредников может быть чревата накоплением рисков, особенно если рост кредитования не будет сопровождаться повышением эффективности заемщиков. В этом смысле формирование нового правительства и формулирование вектора экономического развития создает окно возможности для улучшения перспектив роста. С другой стороны, если новое правительство не внесет ясность по поводу приоритетов экономической политики на ближайшие годы, это усилит такие разрушительные тенденции, как отток капитала.

РЫНОК ДОЛГА И ВТОРИЧНЫЕ ТОРГИ

Дальнейшие перспективы рынка ОФЗ аналитики пока рисуют отнюдь не в радужных тонах. Неопределенность ситуации с переводом расчетов в Euroclear совсем не способствует покупкам. В корпоративном сегменте в апреле центром концентрации активности был первичный рынок. В мае аналитики ожидают весьма ограниченную активность инвесторов на вторичных торгах и существенное снижение навеса предложения от корпоративных заемщиков.

В апреле в секторе ОФЗ умеренные продажи наблюдались среди выпусков срочностью более пяти лет, рост доходности в данном сегменте составил 10–20 б.п., что привело к большему наклону кривой ОФЗ, комментирует начальник аналитического управления БИНБАНКА Михаил Гонопольский.

Доходности по длинным выпускам ОФЗ выросли за прошедший месяц примерно на 15–20 б.п., продолжает Максим Коровин, аналитик «ВТБ Капитала». Он выделяет две основные причины коррекции на рынке ОФЗ: сохраняющийся дефицит рублевой

ликвидности и фиксацию прибыли после значительного ралли в первом квартале. Так, рынок ОФЗ показал наилучший результат по сравнению с другими локальными рынками развивающихся стран и принес инвесторам около 13.3% долларовой доходности. Также в конце марта спреды ОФЗ к кривой межвалютных свопов опустились ниже отметки 100 б.п., что для длинных бумаг стало рекордно низким значением, отметил аналитик.

Причиной серьезного беспокойства участников по поводу сегмента ОФЗ стали опасения, что процесс перевода расчетов в систему Euroclear, который был намечен на второй квартал этого года, затягивается, вспоминает Ольга Ефремова. При этом словесные интервенции со стороны Минфина, отражающие «необходимость и значимость» данного действия, не вселяют уверенности инвесторам. Если прогресса в данном вопросе не будет, наиболее осторожные участники могут начать сокращать позиции в ОФЗ уже в мае. На этом фоне слабые перспективы и у запланированных на май первичных аукционов по ОФЗ, которые вполне могут повторить модель ограниченного спроса, сложившуюся при апрельских размещениях, полагает Ольга Ефремова.

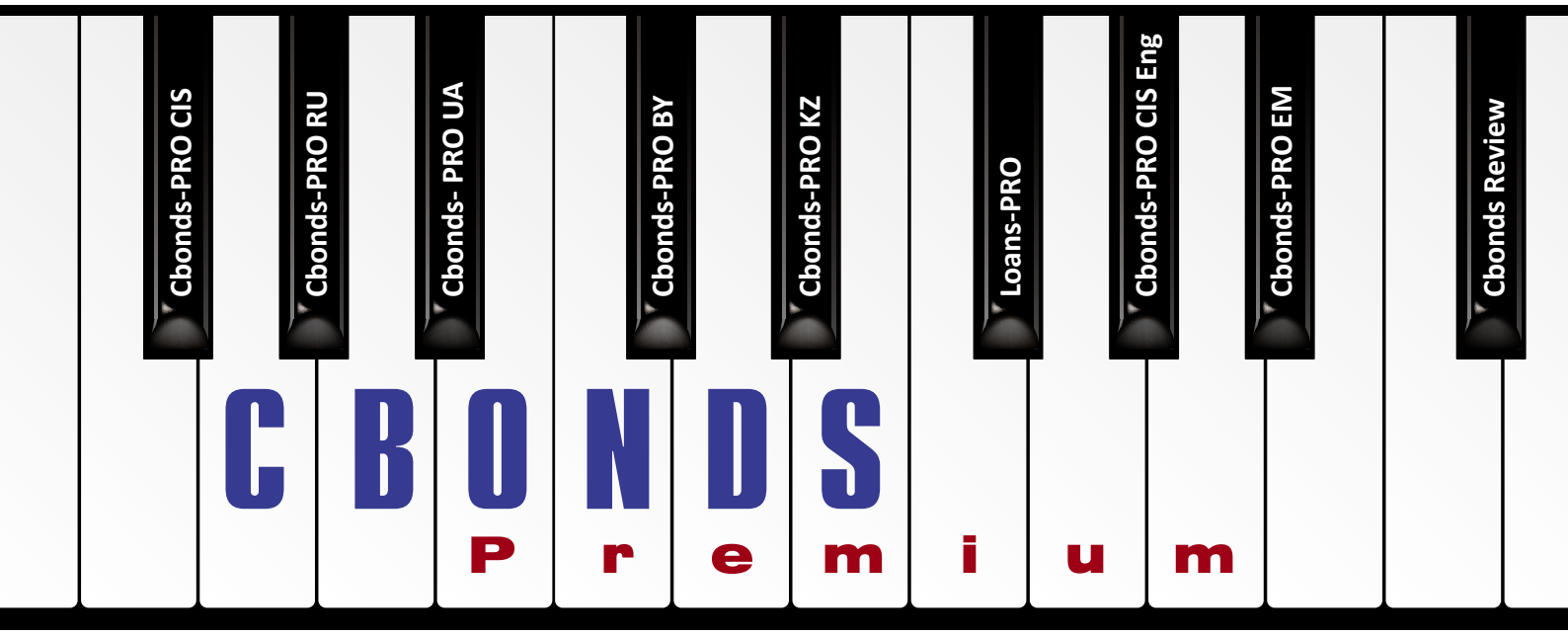
ПРОГНОЗ

Долговой рынок

Ольга ЕФРЕМОВА, начальник отдела анализа долговых рынков, НОМОС-БАНК

В мае вторичный рынок может остаться под давлением первичного предложения, если многочисленные анонсы новых размещений, в том числе и со стороны заемщиков, которые предлагают умеренный риск, будут реализованы. В части торговых идей рублевый сегмент выглядит достаточно бледно. Из бумаг, которые, по нашему мнению, еще сохраняют возможность для апсайда, а также интересны для покупки с точки зрения соотношения риска и доходности, стоит выделить «Металлоинвест», «КуАзот», 04, выпуски «Ситроникса», биржевые облигации серии 01 и 02 НПК, а также выпуски ТКС Банка.

В секторе рублевых корпоративных облигаций активность по-прежнему сохраняется в рамках первичных размещений, комментирует Михаил Гонопольский. Спрос на выпуски эмитентов с рейтингом выше BB- довольно высокий, такие размещения по-прежнему проходят с существенным переспросом. Высокий спрос присутствует и в выпусках эмитентов с хорошим кредитным качеством, до сих широко не представленных на облигационном рынке. В этой связи повышенный спрос был, например, в выпусках «Ленэнерго», НМТП. Новые качественные выпуски таких заемщиков пользуются большим успехом благодаря наличию свободных лимитов в облигационных портфелях участников рынка, полагает аналитик.



ПРЕМИУМ-ТАРИФ,
включающий все информационные услуги Cbonds

Для оформления платного или пробного доступа к услуге зайдите в раздел меню «Доступ к сайту» на сайте Cbonds.info

на правах рекламы