Тормозим

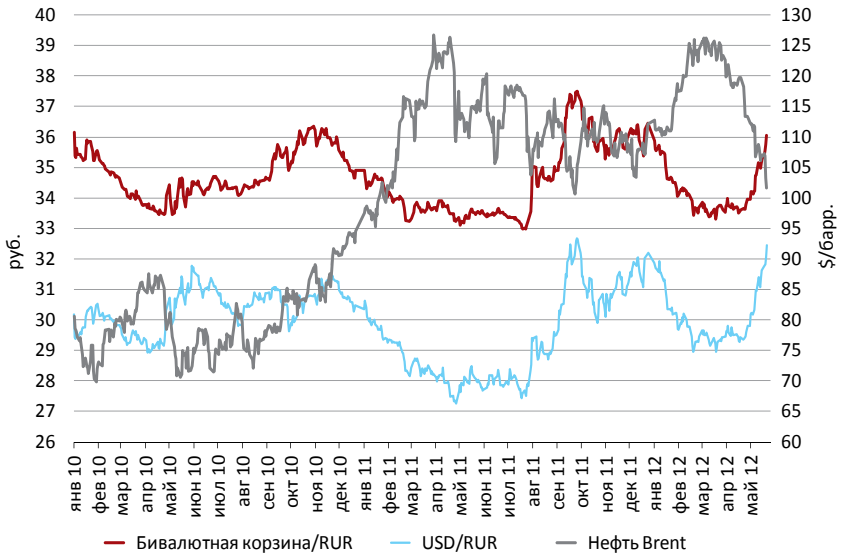
Елена СКУРИХИНА

МАКРОЭКОНОМИКА

Апрельские макроиндикаторы оказались гораздо оптимистичнее мартовских показателей. Улучшилась динамика инвестиций, по-прежнему сильной остается потребительская активность, нормализуется ситуация на рынке труда. Однако тревожным сигналом является динамика промышленного производства. Из-за сильной неопределенности на внешних площадках и слабости еврозоны у аналитиков есть все основания прогнозировать замедление темпов роста экономики.

Дорогая нефть больше не палочка-выручалочка. При цене на нефть выше $100 за баррель российская экономика последние несколько месяцев растет весьма умеренными темпами: в среднем на 4% год к году. А опубликованные недавно данные за апрель показали, что рост ВВП замедлился до 3.7% год к году с 3.9% месяцем ранее при том, что месячный показатель торгового профицита составил $21.1 млрд, комментирует аналитик «УРАЛСИБ Кэпитала» Ольга Стерина. Однако большинство показателей, характеризующих инвестиции и спрос, оказались заметно сильнее мар-

Рисунок 1
Курс рубля ЦБ РФ и цены на нефть Brent



ТОЛЬКО ЦИФРЫ

До **7.8%** (г/г) ускорился темп роста инвестиций в основной капитал в апреле против 4.9% (г/г) в марте.

5.8% составила безработица в апреле против 6.5% в марте.

До **6.4%** (г/г) замедлился в апреле рост оборота розничной торговли против 7.3% (г/г) в марте.

На **10.4%** (г/г) увеличились в апреле реальные заработные платы против 12.6% (г/г) в марте.

На **1.3%** (г/г) выросло промпроизводство в апреле против 2% (г/г) в марте.

товских значений, продолжает аналитик по макроэкономике банка «ЗЕНИТ» Владимир Евстифеев. Исключение здесь составило лишь промышленное производство, которое так и не смогло найти точек роста. Добывающие отрасли продолжили двигаться привычными темпами (1.2% г/г), а в обработке произошло небольшое ускорение (с 2.4% до 3.6% г/г) за счет товаров, ориентированных на конечный спрос. По подсчетам аналитиков банка «ЗЕНИТ», сегмент производства коммунальных услуг просел на 20% из-за более теплой погоды в апреле и стал основной причиной относительно невысоких данных по всей промышленности.

Потребление остается основным локомотивом роста российской экономики в последнее время, отмечает главный экономист по России и странам СНГ HSBC Александр Морозов. Рекордно низкая инфляция и уровень безработицы толкают вверх потребительский спрос и розничные продажи. Повышение зарплат и денежного довольствия военнослужащих и сотрудников правоохранительных органов также подстегнуло спрос. Он демонстрировал хорошую динамику благодаря сокращению уровня безработицы, реализации социальных обязательств бюджета (повышение пенсий с 1 апреля), а также сохраняющегося роста в розничном кредитовании, соглашаются аналитики «ЗЕНИТА». Объем розничных продаж приблизился к среднемесячным значениям 2012 года, что происходило на фоне хорошего роста реальных зарплат и располагаемых денежных доходов, скорректированных на инфляцию, подчеркнул Владимир Евстифеев.

Увеличению потребления домохозяйств помогают банки, активно наращивающие портфели розничных кредитов. Этот рост в годовом выражении уверенно держится выше отметки 40%. Темпы розничного кредитования уже вышли на докризисный уровень (лето 2008 года). Тем не менее, последние данные по обороту розничной торговли несколько разочаровали экономистов: в апреле показатель вырос лишь на 6.4% год к году, тогда как ожидался рост на 7%. Согласно прогнозу «УРАЛСИБ Кэпитала», до конца года рост розничного оборота практически не ускорится и по итогам года составит лишь 6.5%.

Если посмотреть на российскую экономику на горизонте нескольких лет, то складывается не слишком радужная картина: при сохранении нынешней конъюнктуры на нефтяном рынке, то есть при среднегодовой цене нефти на уровне

ПРОГНОЗ

ВВП

Александр МОРОЗОВ,
главный экономист по России и странам СНГ, HSBC

По нашим ожиданиям, годовые темпы роста ВВП должны снизиться до уровня ниже 3% во второй половине года. Кремль и правительство сохранили ту же систему управления и те же самые приоритеты в экономической и структурной политике, что были до выборов, поэтому каких-то реальных прорывов в экономике и политике ждать не стоит. Падение цен на нефть по сути лишь вернуло их к прошлогоднему, весьма комфортному уровню, что не сулит больших неприятностей российской экономике, но приведет к замедлению экономического роста. Конечно, если ситуация в Европе будет развиваться по негативному сценарию, угрожая развалом еврозоны, то цены на нефть могут продолжить движение вниз. Тогда и России придется несладко.

Ольга СТЕРИНА,
аналитик, «УРАЛСИБ Кэпитал»

Ситуация на внешних рынках стала труднопредсказуемой: никто не берется сказать, выйдет ли Греция из еврозоны или останется в ней. Оценить последствия обоих сценариев для мировой экономики — также непростая задача. Ясно, что европейскую экономику ждет крайне тяжелый год. ЕС является основным торговым партнером России, и ухудшение экономической ситуации в Европе неминуемо затронет Россию. Мы оцениваем рост российской экономики по итогам года в 3.2%, ожидая замедления роста в третьем квартале до 2.3%.

Производство

Владимир ЕВСТИФЕЕВ,
аналитик по макроэкономике, банк «ЗЕНИТ»

В перспективе промпроизводство вряд ли нас приятно удивит: фактор наращивания запасов уже в полной мере был отыгран, тогда как сильный внутренний спрос затрагивает лишь потребительские товары и не распространяется на инвестиционные. Кроме того, сильное укрепление рубля с начала года по-прежнему ограничивает результаты локальных производителей из-за большей доступности импортных товаров. Впрочем, эффект от майского ослабления нацвалюты начнет позитивно действовать на обрабатывающие сегменты уже в июне.

Потребление

Александр МОРОЗОВ,
главный экономист по России и странам СНГ, HSBC

На фоне ожидаемого ускорения инфляции во второй половине года и слабой динамики мировой экономики рост зарплат, доходов и кредитной активности банков будет замедляться. По нашим оценкам, это должно привести к снижению темпов роста потребления домохозяйств с 6–7% в первой половине года до 4–5% во втором полугодии.

Владимир ЕВСТИФЕЕВ,
аналитик по макроэкономике, банк «ЗЕНИТ»

В ближайшие месяцы основные риски для внутреннего спроса будут представлять скачок в инфляции после повышения регулируемых тарифов и укрепление рубля, которое также ударит по потреблению. Оба этих условия будут справедливы для второго полугодия 2012 года, а в мае-июне внутренний спрос обещает оставаться сильным с соответствующей проекцией на темпы роста ВВП.

ПРОГНОЗ

Платежный баланс

Ольга СТЕРИНА,
аналитик, «УРАЛСИБ Кэпитал»

Отток капитала продолжится и по итогам нынешнего года составит $60–80 млрд, что несколько меньше, чем в прошлом году. Отток капитала отрицательно сказывается на инвестиционной активности, в связи с этим мы недавно пересмотрели свой прогноз роста инвестиций в основной капитал по итогам 2012 года в сторону понижения — с 8.2% до 6.3%.

Александр МОРОЗОВ,
главный экономист по России и странам СНГ, HSBC

Сокращение экспорта нефти и нефтепродуктов в июне, а также негативные сезонные факторы приведут к резкому снижению профицита по счету текущих операций, который в июне может составить всего около $3 млрд. Залогом этого служит снижение цен на нефть, сезонное уменьшение профицита по счету текущих операций платежного баланса и продолжающийся значительный чистый отток капитала. Последний, по нашему мнению, носит структурный, а потому устойчивый характер, поэтому надежды на то, что все вдруг переменится и капитал останется в России, довольно беспочвенны.

$100 за баррель, темпы роста ВВП составят в среднем 3% в год, рассуждает Ольга Стерина. Причинами столь медленного роста станут, кроме прочего, демографическая ситуация (сокращение трудоспособного населения страны) и низкая производительность труда. Для повышения производительности труда необходимы инвестиции в человеческий капитал и новые технологии, что в условиях оттока капитала и сильной коррупции вряд ли возможно. Уже сейчас очевидно, что без критически важных структурных преобразований Россию ждут умеренные темпы роста или, по сути, стагнация, однако вопрос о том, готова ли правящая элита к таким преобразованиям, остается открытым, подытожили в «УРАЛСИБ Кэпитале».

ИНФЛЯЦИЯ И СТАВКИ

Приоритеты ЦБ в последнее время все больше смещаются в сторону контроля над инфляцией. Аналитики опасаются неприятного сюрприза от инфляции уже в июне (до предстоящего повышения тарифов) и не ждут, что в ближайшие месяцы риторика регулятора в отношении ключевой процентной ставки смягчится.

В ближайшее время российской экономике предстоит серьезное испытание: намеченное на июль повышение регулируемых тарифов. Прежде всего это спровоцирует всплеск инфляции, которая по итогам апреля снизилась до исторического минимума на уровне 3.6% год к году, рассказывает Ольга Стерина. Для выполнения целей ЦБ по годовой инфляции на уровне 6.1% не-

ПРОГНОЗ

Инфляция и ставки

Александр МОРОЗОВ,
главный экономист по России и странам СНГ, HSBC

Впервые за последнее время инфляция готова нас неприятно удивить в июне, еще до ожидаемой всеми индексации тарифов на услуги ЖКХ. Прогнозы по урожаю в этом году чуть хуже, чем в прошлом, поэтому снижения цен на продовольствие, как это случилось в июне 2011 года, в нынешнем году не произойдет. Продовольственная инфляция потянет за собой и ИПЦ, вызвав ускорение роста цен в годовом выражении. Поэтому превышение целевого уровня инфляции в 6%, а также показателя прошлого года в этом году выглядит весьма вероятным.

Не стоит ждать изменений в отношении процентных ставок ЦБР в ближайшие месяцы. Ставки РЕПО (аукционная и фиксированная) продолжат играть роль ключевых для денежного рынка. Возросшее давление на курс рубля может потребовать ужесточения денежно-кредитной политики, например через повышение депозитных ставок. Правда, скорее всего, ЦБР прибегнет для этого к другим методам, успешно опробованным в прошлом году.

Ольга СТЕРИНА,
аналитик, «УРАЛСИБ Кэпитал»

Согласно нашему прогнозу, рост потребительских цен за июль составит порядка 2%. Повышение тарифов и последующий всплеск инфляции приведут к замедлению и без того вялого роста реальных доходов населения, что может создать социальную напряженность.

Пока не прояснятся масштабы инфляционного эффекта от повышения тарифов, ЦБ не станет менять денежно-кредитную политику и будет удерживать ставку рефинансирования на уровне 8%. Однако к концу года во главу угла все же встанет экономический рост, и денежные власти будут вынуждены понизить ставку рефинансировании с целью повышения экономической активности. Мы полагаем, что ставка рефинансирования будет снижена дважды и к концу года составит 7.5%.

обходима реализация целого ряда условий, продолжает Владимир Евстифеев. Сохранение высокого потребительского потенциала при ослаблении рубля будет создавать риски для инфляции.

Стоит отметить, что риторика регулятора в отношении денежно-кредитной политики в последнее время все больше смещается в антиинфляционную плоскость. Заявления представителей ЦБ говорят о том, что текущий рост кредитной активности банков довольно высок, поэтому, если негативные для инфляции факторы второго полугодия будут оказывать более агрессивное давление на экономику, регулятор скорее пойдет на повышение линейки ключевых кредитных ставок, нежели будет бездействовать.

ЛИКВИДНОСТЬ И ДЕНЕЖНЫЙ РЫНОК

Большую часть месяца на рынке наблюдался повышенный спрос на ликвидность и высокий уровень ставок денежного рынка. Определяющими факторами, оказывающими влияние на динамику ликвидности в системе, по мнению аналитиков, будут валютные интервенции, темпы роста кредитования, исполнение бюджета. Ситуация в июне, скорее всего, будет развиваться по умеренно негативному сценарию.

В течение мая чистая ликвидная позиция колебалась в пределах от -890 до -460 млрд руб., в апреле же диапазон колебаний был значительно шире: от -870 до -70 млрд руб., подсчитал макроэкономист Газпромбанка Иван Синельников. Сравнение двух месяцев позволяет заключить, что эффект госрасходов окончательно исчерпал себя еще в первой декаде апреля. В мае основным фактором, определяющим динамику чистой ликвидной позиции, была политика ЦБ. В Газпромбанке отмечают, что на фоне неизменных процентных ставок по ключевым операциям рефинансирования объемные индикаторы денежно-кредитной политики достаточно существенно расширялись. Средний уровень задолженности банков перед ЦБ и Минфином вырос почти на 280 млрд руб. Средневзвешенная стоимость кредитных ресурсов оставалась достаточно волатильной. В мае она колебалась в пределах от 6.12% до 6.84% (в апреле — 5.15–6.5%). В то же время, анализ на более длинном временном участке свидетельствует о сохранении краткосрочной тенденции к снижению стоимости ресурсов от ЦБ и Минфина, заметил Иван Синельников.

ПРОГНОЗ

Ликвидность

Александр МОРОЗОВ,
главный экономист по России и странам СНГ, HSBC

Начало валютных интервенций в поддержку рубля после продолжительного периода, когда ЦБ проводил интервенции, направленные на предотвращение излишнего укрепления курса национальной валюты, ведет к увеличению чистой задолженности коммерческих банков перед ЦБ и снижению их ликвидности. В такой ситуации ставки межбанковского рынка будут все более тяготеть к ставкам ЦБ, по которым предоставляется основной объем рефинансирования банкам.

Иван СИНЕЛЬНИКОВ,
макроэкономист, Газпромбанк

Динамика чистой ликвидной позиции до конца июня будет определяться такими факторами, как рефинансирование ЦБ на уровне, превышающем прирост совокупных обязательств банков перед государством, потоки ликвидности, связанные с исполнением консолидированного бюджета, валютные интервенции Банка России. Наш базовый прогноз по чистой ликвидной позиции на конец месяца находится на уровне 700 млрд руб.

До конца года мы рассматриваем два варианта развития событий. Первый (базовый) — продолжение умеренной фискальной экспансии, которой соответствует старая редакция закона о федеральном бюджете. Дефицит на конец года — 923 млрд руб. Второй вариант в основном соответствует новой редакции бюджета, утвержденной Госдумой 25 мая. Он предполагает сокращение бюджетного дефицита на 70–100 млрд руб. Основным источником консолидации будет рост рублевого эквивалента доходов государства. Бюджетная дисциплина поспособствует снижению удельного веса месяцев третьего и четвертого кварталов (кроме декабря) в общегодовом показателе на 1%, в конце года образуется «навес». В соответствии с первым вариантом развития событий, ситуация с ликвидностью будет довольно напряженной, при этом значения чистой ликвидной позиции на конец месяца будут находиться примерно на одном и том же уровне (с незначительным ухудшением осенью). Конечно, к концу декабря ситуация существенно исправится, и обязательства банков практически сравняются с их высоколиквидными активами. Итогом второго варианта развития событий является ухудшение ситуации на денежном рынке, в ноябре чистая ликвидная позиция может «провалиться» до -1.7 трлн руб.

Владимир КОЛЫЧЕВ,
директор управления рынков капитала, РОСБАНК

Возобновление продаж валюты Банком России, без сомнения, усилит дефицит ликвидности. Кроме того, даже в случае относительно безболезненного для российской экономики сценария возвращения нефтяных котировок в диапазон $100–110 за баррель нефти марки Brent увеличивающийся отток по другим каналам формирования ликвидности (сезонный профицит бюджета и эмиссия наличных денег) может потребовать более 1 трлн руб. дополнительных вливаний в течение следующих пяти-шести месяцев. Впрочем, текущий инструментарий рефинансирования ЦБ и Минфина, по нашему мнению, позволит без существенных проблем «пройти» пиковую нагрузку.

Долговой рынок

Владимир КОЛЫЧЕВ,
директор управления рынков капитала, РОСБАНК

Мы ожидаем оживления первичного рынка, как только наступит стабильность на мировых площадках. По нашему мнению, внутренний рынок облигаций останется относительно дешевым источником финансирования для компаний в среднесрочной перспективе. Кроме того, банки, являющиеся основными инвесторами, в условиях ограниченной внутренней ликвидности могут быть более заинтересованы в расширении портфеля облигаций (предоставляющих доступ к рефинансированию ЦБР), а не кредитного портфеля.

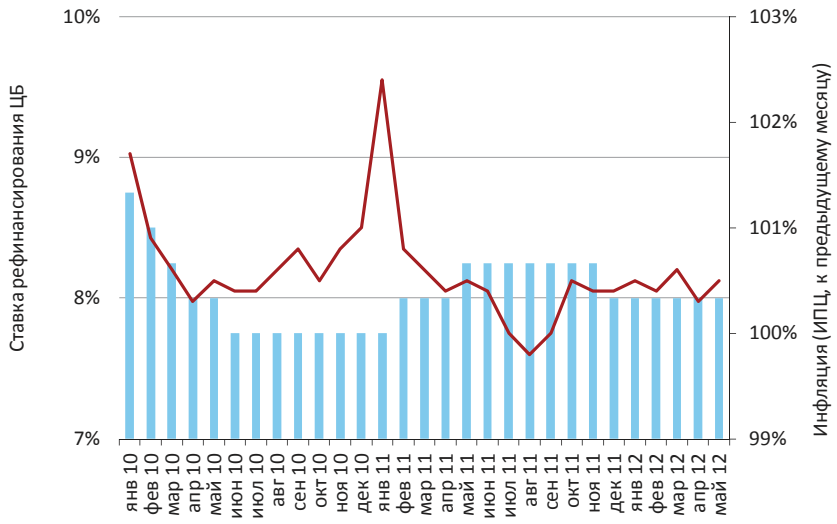
Александр МОРОЗОВ,
главный экономист по России и странам СНГ, HSBC

На фоне ослабления курса рубля российский рынок рублевых облигаций выглядит непривлекательно. Но все может измениться в лучшую сторону, когда курс стабилизируется, а валютные риски снизятся. Если при этом на мировые финансовые рынки вернется аппетит к риску, то возросшая доходность рублевых облигаций может сделать их интересным инструментом для инвестирования.

ПРОГНОЗ

В «УРАЛСИБ Кэпитале» не исключают, что в ближайшее время ситуация с ликвидностью постепенно нормализуется, отчасти из-за замедления роста кредитования. Многие банки уже практически достигли установленного ЦБ норматива достаточности капитала, наращивать кредитные портфели будет непросто, а кроме того, волатильность на внешних рынках затруднит для банков привлечение заимствований за рубежом. Действия ЦБ по предоставлению банкам дополнительной ликвидности путем операций РЕПО с акциями могут несколько смягчить ситуацию, добавила Ольга Стерина.

Рисунок 2
Инфляция и ставка рефинансирования ЦБ



ДОЛГОВОЙ РЫНОК

После прокатившейся по рынку волны распродаж аналитики почти не надеются на спокойную и размеренную жизнь на рынках в ближайшем месяце. Вряд ли вернется активность и в первичный сегмент рублевых облигаций, который на фоне ослабления валюты выглядит не особенно привлекательно.

Тон на рынке рублевого долга продолжают задавать новости с внешнего рынка, которые в последний месяц не радовали оптимизмом. Котировки нефти не смогли устоять под напором новой волны бегства в качество на мировых рынках, спровоцировав массированные распродажи рубля и рублевых активов. Учитывая высокую корреляцию между локальными ставками и валютой, рублевые ставки оказались быстро втянуты в волну распродаж, достигнув уровней конца 2011 года, анализирует ситуацию Владимир Колычев. В свою очередь, доходности ОФЗ поднялись на 60–90 б.п. на среднем и дальнем концах кривой, подсчитал аналитик.

«В мае распродажи в сегменте госбумаг оказались чрезмерными. При сохранении цены на нефть в диапазоне $100–110 за баррель марки Brent (что кажется нам наиболее вероятным среднесрочным сценарием) текущие уровни доходности длинных госбондов выглядят привлекательно с фундаментальной точки зрения, — полагает Владимир Колычев. — В условиях стабилизации ситуации на внешних рынках к концу года мы ожидаем снижения доходности десятилетних бенчмарков (ОФЗ-26205) в диапазон 7.5–7.75%, который кажется нам справедливым с точки зрения баланса инфляционных и бюджетных рисков. Это, однако, не исключает отстающей динамики госбумаг в периоды острых распродаж рисковых активов на мировых рынках.

В сегменте корпоративного долга не ожидается существенного движения кредитных спредов: премия над кривой ОФЗ в размере 80–120 б.п. для эмитентов первого эшелона и 200–250 б.п. для второго выглядит, по мнению аналитиков РОСБАНКА, справедливой.

Однако в нестабильные времена следует больше внимания уделять дифференциации портфеля. Например, во втором эшелоне аналитики склонны осторожно относиться к компаниям с высоким операционным и финансовым левереджем, работающим в цикличных секторах, косвенно подверженных различным сценариям приземления китайской экономики («Мечел», «Русал», ММК и другие).

ФОРУМ БОЛЬШОЙ `12 КОНСАЛТИНГ

МЕЖДУНАРОДНЫЙ МУЛЬТИМЕДИЙНЫЙ ПРЕСС-ЦЕНТР РИА-НОВОСТИ

300+ УЧАСТНИКОВ

50+ СПИКЕРОВ И АВТОРИТЕТНЫХ ЭКСПЕРТОВ

2 ПЛЕНАРНЫЕ ДИСКУССИИ

4 СЕКЦИОННЫЕ ДИСКУССИИ

4 СПЕЦИАЛЬНЫЕ ПРЕЗЕНТАЦИИ

28–29 ИЮНЯ

ВПЕРВЫЕ В МОСКВЕ!

ЮБИЛЕЙНЫЙ ФОРУМ

+ PRE СЕМИНАРЫ

ПРЕМИЯ Большой Консалтинг'12

WWW.BK-FORUM.RU

ОРГАНИЗАТОР

СМАО

ПАРТНЕРЫ ФОРУМА

ГЕНЕРАЛЬНЫЙ ИНФОРМАЦИОННЫЙ ПАРТНЕР

RIANOVOSTI

ГЕНЕРАЛЬНЫЙ МЕЖДУНАРОДНЫЙ ПАРТНЕР

XETRA DEUTSCHE BÖRSE GROUP

ПРИ УЧАСТИИ

ПРАВИТЕЛЬСТВА Г. МОСКВЫ

ОФИЦИАЛЬНЫЕ ПАРТНЕРЫ

СТРАТЕГИЯ акционерный коммерческий банк

EMCO

РАСТАМ

ОФИЦИАЛЬНЫЙ ПАРТНЕР ПЛЕНАРНОЙ СЕССИИ

СДМ-БАНК

ПАРТНЕРЫ СЕКЦИЙ

SWISS APPRAISAL

КОНСАЛТИНГОВАЯ КОМПАНИЯ ЕВРОЭКСПЕРТ

ОФИЦИАЛЬНЫЙ АНАЛИТИЧЕСКИЙ ПАРТНЕР

RWAY

ПАРТНЕРЫ МАСТЕР-КЛАССА

ФОК

BDO

ОФИЦИАЛЬНЫЙ МЕДИА-ПАРТНЕР

interfax

ОБРАЗОВАТЕЛЬНЫЕ ПАРТНЕРЫ

SKOLKOVO

ГЕНЕРАЛЬНЫЙ ИНТЕРНЕТ-СПОНСОР

BANKIR.RU

СПЕЦИАЛЬНЫЙ МЕДИА-ПАРТНЕР

ЭКОНОМИКА И ЖИЗНЬ

БЛАГОТВОРИТЕЛЬНЫЙ ПАРТНЕР

ЖИЗНЬ КАК ЧУДО

ОФИЦИАЛЬНЫЙ ПАРТНЕР ПРЕМИИ

£inparty

ИНФОРМАЦИОННЫЕ ПАРТНЕРЫ

PRIME BUSINESS NEWS AGENCY

ЭКСПЕРТ РА

Adam Smith CONFERENCES

ИПАР ПРОФЕССИОНАЛЬНЫХ АУДИТОРОВ

СПАРК

C|R|e

ГАРАНТ

APPRAISER.RU ВЕСТНИК ОЦЕНЩИКА

Corpus Prava

mergers.ru

PRCBGroup

Научно-практический журнал Эффективное антикризисное управление