Надежды не оправдались

Елена СКУРИХИНА

МАКРОЭКОНОМИКА

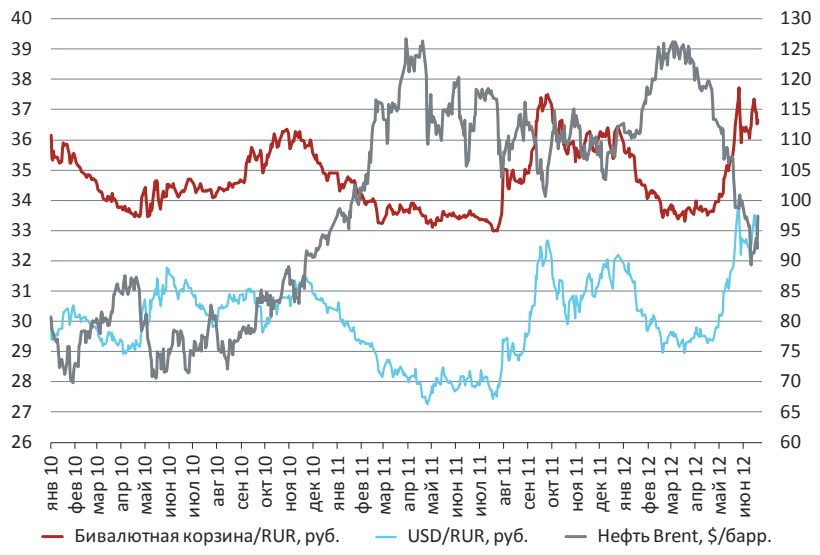
Вышедшие в июне сильные майские данные по потребительскому сектору и высокий потребительский спрос во многом обязаны пока еще низким показателям инфляции. По прогнозам аналитиков, после июльского повышения регулируемых тарифов российскую экономику ждут более скромные темпы роста.

Судя по опубликованной в июне майской макростатистике, в экономике России во втором квартале продолжился подъем, при этом гэп ВВП (разница между фактическим и потенциальным выпуском) остался положительным. В подобной ситуации избежать инфляционного давления удастся только в том случае, если инвестиции в основной капитал позволят расширить производственные возможности. Последнее, однако, вызывает некоторые сомнения: несмотря на сильную динамику инвестиций в первые пять месяцев, во втором полугодии вероятно замедление темпов роста, полагает аналитик АТОНа Анна Богдюкевич.

Инвестиции в основной капитал в мае существенно выросли после

Рисунок 1

Курс рубля ЦБ РФ и цены на нефть Brent



ТОЛЬКО ЦИФРЫ

До **7.7%** (г/г) в мае против 7.8% (г/г) в апреле снизился темп роста инвестиций в основной капитал

5.4% составила безработица в мае против 5.8% в апреле

До **6.8%** (г/г) вырос в мае оборот розничной торговли против 6.4% (г/г) в апреле

На **11.1%** (г/г) увеличилась в мае реальная заработная плата против 12.6% (г/г) в апреле

На **3.7%** (г/г) выросло промпроизводство в мае против 1.3% (г/г) в апреле

апрельского спада. Если исключить сезонный и календарный факторы, то инвестиционная активность в мае по сравнению с апрелем увеличилась на 2.4% против снижения в апреле на 1.4%, говорится в мониторинге социально-экономического развития РФ, подготовленном Минэкономразвития. Ранее министр экономического развития РФ Андрей Белоусов отмечал, что рост инвестиций в основной капитал в текущем году идет даже лучше, чем предполагалось. Он прогнозировал прирост этого показателя за первое полугодие на 10–11% к аналогичному периоду прошлого года. Еще в апреле Минэкономразвития понизило прогноз по росту инвестиций в 2012 году до 6.6 с 7.8%. При этом замглавы министерства Андрей Клепач высказывал опасение, что рост инвестиций может оказаться даже ниже этой планки, если инвестпрограмма Газпрома останется на заявленном уровне, без существенной корректировки, пишут РИА Новости. Согласно скорректированному прогнозу МЭРТ, в 2013 году рост инвестиций ожидается на уровне 6.4%, а в 2014 году — 7.3%.

Продолжая анализировать майские цифры, аналитики АТОНа обращают внимание на то, что отдельные индикаторы и вовсе указывают на перегрев в экономике. В частности, уровень безработицы в мае опустился до 5.4 с 5.8% в апреле. Последний раз столь низкий показатель наблюдался в мае 2008 года, когда экономика России была фактически на пике: положительный гэп ВВП во втором квартале 2008 года составил рекордные 8%.

В то же время показатели роста в реальном секторе выглядят довольно хрупкими, считает Анна Богдюкевич. Рост реальных располагаемых доходов в последнее время достигается преимущественно благодаря рекордно низким показателям инфляции, а инвестиционная активность организаций чувствительна к изменению рыночной конъюнктуры. Ускорение инфляции к концу года приведет к снижению реального роста зарплат и потребления, полагает экономист ING Commercial Banking Дмитрий Полевой, объясняя это тем, что крайне высокие показатели первого полугодия 2012 года — во многом комбинация неплохого номинального роста, подпитанного увеличением зарплат бюджетников, и рекордно низкой инфляции. Высокая база второго полугодия 2012 года — еще одна причина для замедления темпов роста потребительской активности и доходов. Тем не менее, учитывая удивительно низкие показатели безработицы и сохраняющийся спрос на кредиты, темпы потребления вернутся к более приемлемым для текущей ситуации уровням около 5%, прогнозирует аналитик.

ПРОГНОЗ

Инвестиции

Дмитрий ПОЛЕВОЙ,
экономист, ING Commercial Banking

Ожидаемая слабая положительная динамика промпроизводства, растущий пессимизм среди производителей и снижение цен на нефть, которое вкупе с замедлением роста экономики и повышением тарифов скажется на прибылях компаний реального сектора, вряд ли создают условия для расширения инвестиционных планов бизнеса. Наши опасения основаны на том, что, во-первых, 40–50% всех капвложений в России финансируется за счет собственных средств; во-вторых, согласно отраслевой разбивке инвестиций, около 35–40% приходится на нефтегазовый сектор и другие сферы, сильно зависящие от бюджетных вливаний.

Торговый баланс

Снижение цен на сырье, рецессия в Европе и замедление в других странах — торговых партнерах — вполне достаточный перечень факторов для дальнейшего снижения экспорта. Импорт же, вероятно, продолжит расти более высокими темпами, хотя какого-либо взрывного ускорения мы не ждем в условиях ожидаемого замедления внутреннего спроса и заметного ослабления рубля за последние полтора-два месяца. Добавив к этому сезонное ухудшение счета текущих операций и продолжающийся отток капитала, можно сделать вывод об отсутствии фундаментальных причин для какого-либо укрепления рубля к бивалютной корзине в ближайшие месяцы.

Инфляция

Инфляционные показатели за месяц могут составить около 1.5%, что в годовом выражении будет означать их повышение до уровня 5.5% и приблизительно до отметки 4% по итогам июня. При этом инфляция продолжит ускоряться и к концу года может повыситься до 6.5–6.7%.

Инфляция

Анна БОГДЮКЕВИЧ,
аналитик, АТОН

Инфляция в ближайшее время может ускориться, несмотря на сезонное удешевление сельскохозяйственной продукции (по нашим прогнозам — до 5% г/г). Во-первых, на 1 июля запланирована индексация регулируемых тарифов естественных монополий. Для сравнения: в январе 2012 года ИПЦ вырос всего на 0.5%, в то время как в предыдущие года, когда индексация тарифов не переносилась, цены в первом месяце росли в среднем на 2.3%. Во-вторых, недавнее ослабление рубля может негативно сказаться на динамике цен ввиду высокой доли импортных товаров в потребительской корзине.

Ставки

Александр ЕРМАК,
заместитель начальника аналитического управления, БК «РЕГИОН»

В июле вряд ли стоит ожидать изменения ключевых процентных ставок, однако следующий месяц будет крайне важным с точки зрения влияния на инфляцию ожидаемого повышения тарифов и расценок на широкий спектр услуг и товаров. Вероятно, в зависимости от темпов роста инфляционных процессов в ближайшие один-два месяца лишь в начале осени Банк России вернется к вопросу об изменении уровня ключевых процентных ставок.

Дмитрий ПОЛЕВОЙ,
экономист, ING Commercial Banking

Позиция ЦБ вряд ли поменяется, и все внимание денежных властей будет направлено на анализ масштабов инфляционного всплеска и его влияния на динамику основных макропоказателей. Рост тарифов в условиях слабеющей экономики окажет лишь временное влияние на инфляционные показатели. Несмотря на относительно неплохой рост потребления, он вряд ли создаст дополнительные инфляционные риски. Мы не разделяем опасений и относительно высокой загрузки производственных мощностей, которая может создать условия для дополнительного давления на цены: майский опрос Росстата показал, что уровень загрузки составляет всего 63%, и этого, по мнению респондентов, вполне достаточно для удовлетворения ожидаемого спроса в ближайшие шесть месяцев. По нашему мнению, единственно возможный сценарий для ключевых ставок — сохранение текущих уровней либо даже некоторое понижение.

Валюта

Анна БОГДЮКЕВИЧ,
аналитик, АТОН

С учетом смены парадигмы денежно-кредитной политики Банка России от таргетирования курса к инфляционному таргетированию мы не исключаем, что российская валюта может догнать цены на нефть в ближайшее время. При стоимости барреля на уровне $90 за баррель справедливый курс рубля, по нашим оценкам, составляет 34–34.5 руб. за доллар. При этом рассчитывать на приток капитала в Россию в условиях турбулентности на мировых финансовых рынках не приходится.

Нефть

Анна СОБОЛЕВА,
аналитик по долговым рынкам, ИК «Велес Капитал»

В случае отсутствия новых глобальных потрясений котировки нефти могут начать восстанавливаться уже в июле. Фактором роста должно стать введение ЕС эмбарго против Ирана с 1 июля. Мы полагаем, что на текущий момент это решение не учтено в нефтяных ценах, поскольку в последнее время основной движущей силой были именно макроэкономические события. Кроме того, страны ОПЕК неоднократно заявляли, что ориентируются на цену нефти в районе $100 за баррель, что также говорит в пользу краткосрочного характера текущей просадки. Добавим, что до сих пор сохраняется риск начала военной операции в Сирии, что тоже приведет к росту цен на нефть.

ПРОГНОЗ

ЛИКВИДНОСТЬ И ДЕНЕЖНЫЙ РЫНОК

Ситуация с ликвидностью в июне продолжала оставаться довольно напряженной. Аналитики не рассчитывают в ближайшей перспективе на существенное снижение ставок денежного рынка. А вот нефтяные котировки, возможно, начнут восстанавливаться уже в июле, что, по прогнозам экспертов, будет способствовать тенденции к укреплению рубля.

В июне котировки нефти сорта Brent опустились ниже психологически важной отметки $100 за баррель, анализирует ситуацию заместитель начальника аналитического управления БК «РЕГИОН» Александр Ермак. На фоне этого в начале прошлого месяца было зафиксировано резкое ослабление курса рубля относительно доллара и евро: бивалютная корзина устремилась к отметке 38 руб., а доллар при этом достигал уровня 34 руб. Однако в дальнейшем благодаря интервенциям Банка России и дополнительной потребности в рублях накануне налоговых платежей давление на рубль периодически снижалось, но до конца месяца торги проходили в достаточно широком диапазоне 32.4–3.2 руб. за доллар.

Ситуация на денежном рынке в июне добавила проблем российским облигациям, продолжает комментировать аналитик по долговым рынкам ИК «Велес Капитал» Анна Соболева. Чистая ликвидная позиция закрепилась в отрицательной зоне и со второй половины апреля не поднимается выше –0.5 трлн руб. Нехватка денежных средств взвинтила стоимость фондирования (MOSPRIME O/N удерживается около 6%) и поставила банки в прямую зависимость от рефинансирования в ЦБ, который, впрочем, пока щедро снабжает кредитные организации ликвидностью. Примечательно, что около 80% задолженности банков приходится на операции с РЕПО, что обеспечивает постоянный уровень спроса на долговые инструменты и в то же время в периоды нехватки рублевой ликвидности приводит к массовому выводу средств с долгового рынка. Подобная обстановка, по всей видимости, сохранится до конца года, поэтому сильное снижение ставок денежного рынка маловероятно, прогнозируют в ИК «Велес Капитал». Из-за дефицита ликвидности в июле стоимость заимствований на денежном рынке, вероятно, продолжит колебаться ближе к верхней границе таргетируемого ЦБ диапазона — в интервале 6–6.25%, прогнозирует Анна Богдюкевич.

ДОЛГОВОЙ РЫНОК

Лето на долговых рынках началось с волны распродаж. Практически весь июнь локальный рынок находился под влиянием внешнего и внутреннего негатива. Тем не менее аналитики ожидают снижения отрицательного внешнего давления на рынок облигаций в июле. Однако в свете сохраняющейся напряженной ситуации на денежном рынке рекомендуют придерживаться коротких выпусков облигаций первого-второго эшелонов.

Наряду с высокой волатильностью на валютном рынке дефицит рублевой ликвидности и сохраняющийся относительно высокий уровень межбанковских ставок во многом определяли конъюнктуру на рынке рублевых облигаций в июне, отмечает Александр Ермак. Динамика цен средне- и долгосрочных рублевых облигаций практически повторила майскую ситуацию: резкое снижение в начале месяца и сохранение бокового тренда практически до конца месяца на новом более низком уровне. Так, если в коротком сегменте ОФЗ с дюрацией до 2–3 лет доходность практически сразу вернулась на прежний уровень, то 3–4-летние облигации торговались с доходностью на 5–15 б.п. выше, а более длинные выпуски — на 15–25 б.п. выше, подсчитал аналитик. В последний торговый день месяца на рынке ОФЗ (так же как и на всех остальных рынках) зафиксирован бурный рост цен, обусловленный решениями прошедшего накануне саммита ЕС. В результате ралли доходность в средне- и долгосрочном сегментах опустилась ниже уровня, на котором ставки находились в конце предыдущего месяца.

По оценкам БК «РЕГИОН», на долю четырех выпусков (26205, 26206, 26208 и 26204) с дюрацией в пределах 4.2–6.4 года пришлось более половины биржевого оборота по государственным облигациям. Очевидно, что их относительно высокая доходность и волатильность привлекает как инвесторов, так и спекулянтов. Кроме того, сказалось проведение Минфином удачных первичных размещений после вынужденной паузы в предыдущем месяце, пояснил Александр Ермак.

Интересная картина наблюдается в сегменте фьючерсов на корзину ОФЗ, обращает внимание начальник отдела доверительного управления казначейства НОВИКОМБАНКа Игорь Лаухин. Фьючерс на корзину двухлетних ОФЗ находится под некоторым давлением продавцов,

ПРОГНОЗ

Долговой рынок

Александр ЕРМАК,
заместитель начальника аналитического управления, БК «РЕГИОН»

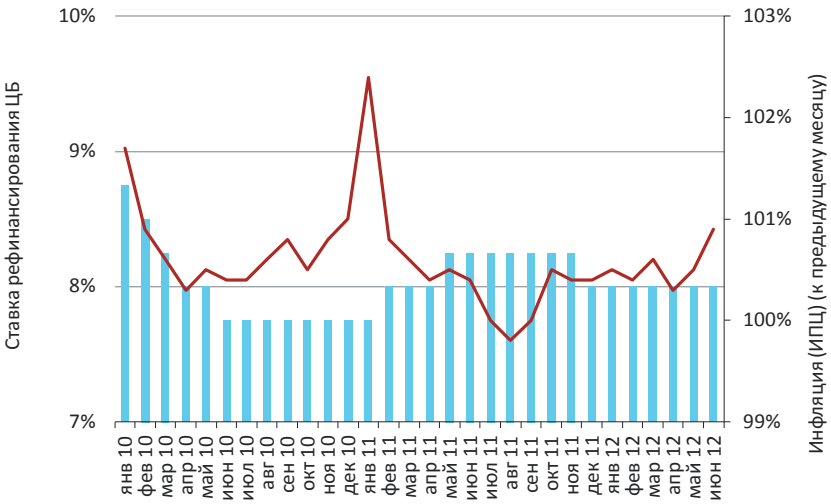
Результаты саммита ЕС и стабилизация цен на нефть могут снизить негативное внешнее давление на рынок рублевых облигаций в июле. Доходности коротких ОФЗ (с дюрацией до 1–1.5 лет) сохранятся на текущем уровне порядка 6.5–7% годовых. Для гособлигаций наиболее вероятным будет сохранение бокового тренда. Однако при отсутствии серьезного негатива как с внешних, так и с внутренних рынков мы не исключаем плавного снижения процентных ставок в долгосрочном сегменте в пределах 10–20 б.п. Поддержку рынка рублевых облигаций (в первую очередь качественных эмитентов) может оказать очередное поступление денег из Пенсионного фонда России. Правда, существенно повлиять на уровень процентных ставок пенсионные деньги вряд ли смогут. В данной ситуации мы рекомендуем придерживаться консервативной политики, инвестируя свободные денежные средства в выпуски 1–2-го эшелона с короткой дюрацией. Тем более что положительный уровень ставок даже по коротким бумагам делает данные инвестиции вполне оправданными.

Анна СОБОЛЕВА,
аналитик по долговым рынкам, ИК «Велес Капитал»

Положительный импульс российскому рынку в ближайшем месяце может дать нефть, а сдерживающим фактором выступит ситуация на денежном рынке, где мы пока не видим поводов для существенного снижения ставок.

Кривая ОФЗ может вернуться на уровень начала июня, то есть потерять в доходности около 20-30 б.п. За ней потянутся и корпоративные облигации. Наибольший потенциал мы видим в бумагах второго эшелона в расчете на сужение спреда. Рекомендуем обратить внимание на облигации МТС, «ВымпелКома» и «Евраза». Также привлекательно выглядят выпуски НПК, «Металлоинвеста» и ГМС, включенные недавно в Ломбардный список.

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



Долговой рынок

Игорь ЛАУХИН,
начальник отдела доверительного управления казначейства, НОВИКОМБАНК

Тенденция к расширению спредов и росту доходностей будет сохраняться не только в июле, но и на протяжении всего лета. Учитывая сезон отпусков и общую ситуацию на рынке, мы не ожидаем бума новых крупных первичных размещений. Хотя выход одного-двух сильных эмитентов возможен. На вторичном рынке основная ликвидность будет сосредоточена в коротких и качественных выпусках. Что касается второго и третьего эшелона, то ситуация вряд ли изменится кардинальным образом. Дюрация большинства выпусков в этой категории не превышает 1.5–2 лет, а кредитное качество большинства из них остается относительно стабильным. Это не позволит бумагам сильно потерять в цене в ближайший месяц. Хотя не исключены очередные изменения рейтингов со стороны агентств, которые в последние годы стараются действовать на опережение. Так, июньское повышение рейтинга МКБ несущественно отразилось на ценах его бумаг. А вот понижение рейтинга Татфондбанка рынок воспринял более серьезно. В результате чего спред в стаканах значительно расширился и выросла доходность во всех выпусках эмитента.

На вторичном рынке обращаем внимание на выпуск МКБ серии БО-05. Доходность выше 11.4% для банка с рейтингом BB– выглядит довольно привлекательно. Интересен выпуск Россельхозбанка серии 05. Облигации ЛСР второй серии также предоставляет неплохую премию при короткой дюрации. С точки зрения защитных бумаг можно рассматривать выпуски «Газпромнефти» серии БО-06, «Новатэка» серии БО-01, ЛУКОЙЛа серии БО-06.

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

Для российского долгового рынка внешняя конъюнктура по-прежнему останется определяющим фактором. Если реализуется сценарий, допускающий снижение европейских ставок, в сегменте еврооблигаций вполне можно рассчитывать на стабильный спрос. Главное, чтобы не было серьезных потрясений в сырьевом сегменте, фундаментально обеспечивающем инвестиционную привлекательность российским долговым инструментам. При такой конъюнктуре возможно сохранение активности в сегменте первичного предложения в силу того, что российские эмитенты предоставляют привлекательную премию как относительно рынка, так и относительно менее доходных европейских и американских аналогов. Вместе с тем мы не ждем существенного снижения доходностей в суверенных бумагах. Основной спрос, на наш взгляд, будет ориентирован на негосударственный сектор, который еще не восстановился до уровней, предшествующих майской коррекции.

Внутренний долговой рынок также сильно зависит от внешнего фона, поэтому поведение локальных игроков во многом будет повторять предпочтения глобальных инвесторов. При устойчивых позициях рубля возможно укрепление спроса, но мы не ждем заметного сужения спредов. Пока инвесторы не готовы активно вкладываться в корпоративные долги.

ПРОГНОЗ

в то время как более длинные фьючерсы начинают понемногу подрастать. Отчасти это может свидетельствовать о том, что настроение у инвесторов начинает улучшаться, считает аналитик. Сегмент ОФЗ останется лакмусом настроений инвесторов, считает Ольга Ефремова, начальник отдела анализа долговых рынков НОМОС-Банка. При этом прогресс в укреплении позиций иностранных игроков на локальном рынке после открытия счетов депо Euroclear и Clearstream станет триггером спроса на ОФЗ, который поддержит снижение доходностей на отрезке более трех лет на 20–30 б.п., ожидают аналитики банка. Вероятно, данный факт уже в какой-то степени учтен в заемной политике Минфина на третий квартал текущего года — к размещению будут предложены преимущественно долгосрочные (соответственно, доходные) обязательства.

> ФЬЮЧЕРС НА КОРЗИНУ ДВУХЛЕТНИХ ОФЗ НАХОДИТСЯ ПОД НЕКОТОРЫМ ДАВЛЕНИЕМ ПРОДАВЦОВ, В ТО ВРЕМЯ КАК БОЛЕЕ ДЛИННЫЕ ФЬЮЧЕРСЫ НАЧИНАЮТ ПОНЕМНОГУ ПОДРАСТАТЬ. ОТЧАСТИ ЭТО МОЖЕТ СВИДЕТЕЛЬСТВОВАТЬ О ТОМ, ЧТО НАСТРОЕНИЕ У ИНВЕСТОРОВ УЛУЧШАЕТСЯ

На рынке корпоративных облигаций торговая активность в июне была ниже, чем в предыдущем месяце (снижение составило порядка 15%), наибольшие обороты были отмечены в бумагах 1–2-го эшелона с дюрацией преимущественно до года, либо в пределах 1.5–2.5 лет, комментирует Александр Ермак. Среди наиболее торгуемых бумаг находились выпуски РЖД, МТС, Россельхозбанка, «ВымпелКома», ФСК ЕЭС. Кроме того, наблюдался заметный интерес к бумагам, которые в середине июня вошли в Ломбардный список Банка России. В соответствии с указаниями ЦБ от 15 июня регулятор включил в Ломбард 32 выпуска на общую сумму более 170 млрд руб. по номиналу.

В июле основными факторами, влияющими на рынок, по-прежнему останутся проблемы с периферийными странами еврозоны, замедляющиеся экономики США и Китая и общее мировое недоверие к развивающимся рынкам, подытожил Игорь Лаухин.