Мягкая просадка

Елена СКУРИХИНА

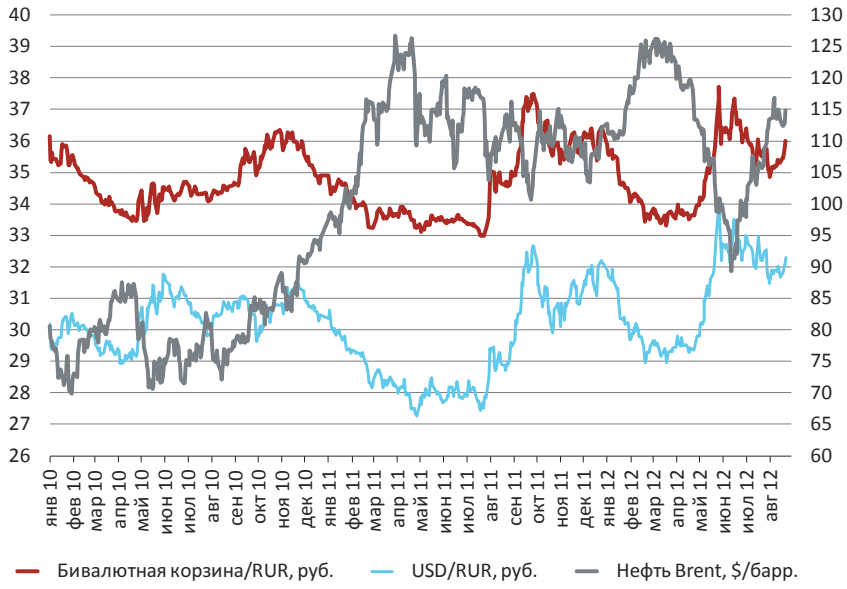
МАКРОЭКОНОМИКА

Данные по экономике за июль показали, что замедление начало распространяться далеко за пределы промпроизводства и инвестиций. Потребление, как один из основных факторов роста, тоже притормозило: на фоне ускорившейся инфляции существенно снизились показатели оборота розничной торговли. Неутешительная динамика в строительстве заметно подкорректировала темпы роста инвестиций в основной капитал. Из-за сохраняющейся напряженности на глобальных рынках аналитики по-прежнему полны пессимизма насчет показателей роста ВВП по итогам года.

Июльская статистика развеяла последние сомнения в том, что замедление экономического роста началось: по итогам месяца темпы роста ВВП снизились до 2.6% — с 3.8% в июне. Все ключевые индикаторы, за исключением промпроизводства, продемонстрировали негативную динамику. Впрочем, всплеск активности в промышленном секторе можно объяснить «календарным эффектом» (в июле этого года было на один рабочий день больше по сравнению с июлем 2011 года) и неожиданно слабыми данными за июнь. Между тем европейская экономика скатывается в рецессию, согласно консенсус-прогнозу Bloomberg, в третьем квартале эта тенденция усилится, что, вне

Рисунок 1

Курс рубля ЦБ РФ и цены на нефть Brent



ТОЛЬКО ЦИФРЫ

На **3.4%** (г/г) выросло промпроизводство в июле против 1.9% (г/г) в июне

До **3.8%** (г/г) снизился в июле темп роста инвестиций в основной капитал против 4.7% (г/г) в июне

На **5.1%** (г/г) вырос в июле оборот розничной торговли против 6.9% (г/г) в июне

До **2.2%** (г/г) снизились в июле темпы роста реальных располагаемых доходов против 3% (г/г) в июне

всякого сомнения, отразится и на России, для которой Европа является одним из основных торговых партнеров и потребителей энергоресурсов, предупреждает Ольга Стерина, аналитик «УРАЛСИБ Кэпитал». Статистика промышленного производства (июль 2012 года — 3.4% против июля 2011 года — 5.2%), инвестиций в основной капитал (июль 2012 года — 3.8%, июль 2011 года — 5.5%) и даже розничного товарооборота (июль 2012 года — 5.1%, июль 2011 года — 6.1%) свидетельствует об истощении основных источников роста российской экономики, приводит данные Иван Синельников, макроэкономист Газпромбанка. На то есть своя причина — экономика все еще испытывает последствия нефтяного шока, перенесенного в июне, когда среднемесячная цена нефти марки Brent снизилась до $95.1 за баррель (в январе-мае показатель был на уровне $117 за баррель). Август в целом был благоприятен для России, поскольку среднемесячная цена Brent отскочила до $113.5 за баррель.

Один из наиболее тревожных сигналов — резкое падение темпов роста оборота розничной торговли. Еще в июне показатель составлял 6.9% год к году, однако уже по итогам июля зафиксировано снижение до 5.1% год к году. Это минимальный уровень с января 2011 года, констатирует Ольга Стерина. Потребительский спрос на протяжении последних месяцев был, пожалуй, главной движущей силой российской экономики. Сейчас этот мотор начинает барахлить под влиянием ряда факторов. Во-первых, реальные доходы населения с начала года стагнируют, и на фоне не самых благоприятных перспектив в экономике вряд ли стоит рассчитывать на кардинальное изменение ситуации в ближайшее время. Второй фактор, оказывающий существенную поддержку внутреннему спросу, — рост розничного кредитования. Его темпы достигли предкризисного уровня (порядка 40% год к году), однако замедление экономического роста здесь также внесет свои коррективы и приведет к весьма скромным показателям к концу года (примерно на 25–30%). Вместе с тем замедление роста кредитования должно решить одну из наиболее острых проблем текущего года, а именно нехватку ликвидности. Наблюдающийся последние месяцы дефицит свободных денежных средств на рынке связан с активным ростом банковской системы: банки продолжали наращивать активы, что и привело к дефициту ликвидности и напряженной ситуации на денежном рынке, полагают аналитики «УРАЛСИБ Кэпитал».

Безусловно, напряжение на рынках сохраняется, а предстоящие события глобальной экономики до конца 2012 года несут существенные риски дальнейшего ухудшения товарно-сырьевой конъюнктуры. В то же время говорить об очередной волне экономического спада в России пока преждевременно, оптимистично заключает Иван Синельников.

ПРОГНОЗ

ВВП

Ольга СТЕРИНА,
аналитик, «УРАЛСИБ Кэпитал»

Темпы роста российского ВВП в июле-сентябре составят всего 2% год к году, и этот период станет самым сложным для отечественной экономики с начала 2010 года. Согласно нашему прогнозу, по итогам года ВВП России вырастет на 3.2%.

Иван СИНЕЛЬНИКОВ,
макроэкономист, Газпромбанк

В сентябре восстановление темпов экономического роста продолжится, а оживление деловой активности будет способствовать росту реальных доходов населения и совокупного потребления. Впрочем, этот рост будет умеренным и немного отстающим от прошлогодних показателей.

ЛИКВИДНОСТЬ, СТАВКИ И ДЕНЕЖНЫЙ РЫНОК

Наибольшую тревогу вызывают риски ускорения инфляции в ближайшем будущем. Аналитики ожидают, что по итогам года вряд ли удастся уложиться в рамки официальных прогнозов по росту индекса потребительских цен, и с нетерпением ждут, как регулятор решит дальнейшую судьбу ключевой ставки.

ПРОГНОЗ

Инфляция

Елена ВАСИЛЬЕВА-КОРЗЮК,
начальник аналитического отдела, «АК БАРС Финанс»

В сентябре инфляция составит 0.5%. Отметим, что в последнюю неделю августа наблюдался рост цен на нефтепродукты (бензин и дизельное топливо подорожали на 0.5% за неделю до 27 августа), который может продолжиться и в сентябре. Эффект плохого урожая в значительной степени уже учтен, и мы полагаем, что давление на цены в сентябре, скорее всего, снизится, так как на внешнем рынке постепенно снижаются цены на пшеницу после взлета в июне-июле. В августе мы повысили годовой прогноз по инфляции с 6.4% до 7.2%, что существенно превышает целевой диапазон ЦБ РФ (5–6%). До конца года Банк России может повысить ключевые ставки на 0.25 п.п.

Инфляция

Ольга СТЕРИНА,
аналитик, «УРАЛСИБ Кэпитал»

1 сентября стартовал второй раунд повышения тарифов естественных монополий, однако его масштабы значительно более умеренные по сравнению с июлем. Согласно нашей оценке, дополнительный рост потребительской инфляции в результате удорожания продуктов питания и повышения регулируемых тарифов составит 0.5–1 п.п. Это означает, что в текущем году потребительская инфляция может вплотную приблизиться к отметке 7.5%. Мы не исключаем, что по итогам года инфляция окажется выше прогнозируемых нами 6.7%.

Анна БОДРОВА,
аналитик, FIBO Group

С 1 сентября ожидается рост социально значимых тарифов: водоснабжение подорожает на 4%, отопление — на 6%. Это станет сильным катализатором для прыжка инфляции вверх — единовременным, но от этого не менее ощутимым. Все вместе это сильно снижает вероятность того, что инфляция по итогам года достигнет цели правительства — в 6%. Наш прогноз по инфляции на сентябрь — 0.7–0.9%, на год — 6.3–6.8%.

Владимир КОЛЫЧЕВ,
директор управления рынков капитала, РОСБАНК

Рост цен на сельскохозяйственные товары из-за неблагоприятных погодных условий как в России, так и в других сельскохозяйственных державах, уже по итогам августа подтолкнул инфляцию к верхней границе целевого ориентира ЦБ РФ, а до конца года ИПЦ может превысить и семипроцентный рубеж. Инфляционный скачок, вероятнее всего, будет носить временный характер, однако инфляционные ожидания могут также повыситься, что должно вызывать опасения регулятора. Реакция Банка России на краткосрочные всплески инфляции выше целевого ориентира непредсказуема в силу малого опыта регулятора на поприще инфляционного таргетирования, однако, учитывая амбициозную цель по инфляции на следующий год (4.5–5.5%), Банк России может пойти и на небольшое ужесточение.

Валюта

Анна БОДРОВА,
аналитик, FIBO Group

В сентябре, вполне возможно, рубль начнет поступательно снижаться — инфляционное давление окажет на валюту отрицательное воздействие. К тому же у рубля пока нет стабильного повода для роста, кроме цен на нефть. Ожидаемый диапазон торгов в паре доллар/рубль — 31.9–33.2 руб. за доллар, бивалютная корзина, возможно, окажется около значения 36 руб.

Иван СИНЕЛЬНИКОВ,
макроэкономист, Газпромбанк

В сентябре возможно дальнейшее ослабление рубля на 3–5%, что объясняется увеличением выплат по внешнему долгу. России предстоит погасить более $14 млрд основного долга и процентов, в то время как в августе платежи оценивались ЦБ в районе $10.2 млрд.

ПРОГНОЗ

Осень Россия начинает с профицитным бюджетом, низкой инфляцией и плавающим валютным курсом, говорит Иван Синельников. Последнее обстоятельство является заслугой ЦБ РФ, который де-факто исключил свое присутствие на валютном рынке в августе, позволяя бивалютной корзине свободно колебаться в пределах коридора. Ситуация с рублем в последний месяц лета оказалась неплохой: с одной стороны, позитивный внешний фон позволил российской валюте оставаться в пределах значений 31.6–32.2 руб. за доллар, дорогая нефть поддерживала курс, а ЦБ РФ почти не выходил на рынок с валютными интервенциями, предприняв очередную попытку отпустить рубль в свободное плавание, соглашается Анна Бодрова, аналитик FIBO Group.

Сейчас, когда уже абсолютно ясно, что российская экономика вступила в фазу замедления, основная интрига ближайших месяцев связана с инфляцией, а точнее, с тем, насколько она может превысить ожидания рынка и официальный прогноз, рассуждает Ольга Стерина. Риски ускорения инфляции в ближайшие месяцы существенно возросли. В первую очередь это связано с заметным удорожанием зерна на внутреннем и внешнем рынках в связи с аномально жаркой погодой. Последствия роста цен для продовольственной инфляции можно будет оценить уже к концу сентября, когда прояснятся перспективы сбора нового урожая, считают в «УРАЛСИБ Кэпитал».

Инфляционные риски могут спровоцировать ужесточение денежно-кредитной политики ЦБ и ухудшить и без того непростую ситуацию на денежном рынке, считает Иван Синельников. По информации Минсельхоза, ожидается падение показателей урожая 2012 года на 15–20% относительно прошлогодних, с новой силой разгорается мировая продовольственная инфляция. В России этот эффект может проявиться не раньше октября, когда прекра-

«ОДИН ИЗ НАИБОЛЕЕ ТРЕВОЖНЫХ СИГНАЛОВ — РЕЗКОЕ ПАДЕНИЕ ТЕМПОВ РОСТА ОБОРОТА РОЗНИЧНОЙ ТОРГОВЛИ»

тится падение цен на плодоовощную продукцию. Аналитики Газпромбанка полагают, что ЦБ РФ в сентябре-октябре может принять превентивные меры в интересах сдерживания роста цен.

Источники пополнения ликвидности в сентябре несколько изменятся, считает Елена Васильева-Корзюк, начальник аналитического отдела «АК БАРС Финанс». Банки продолжат активно размещать облигации, ставки по депозитам также подрастут. Потенциал увеличения заимствований банков под нерыночные активы существенен, если сравнивать с объемами в 2009 году. Роль Минфина как источника ликвидности сойдет на нет, полагает аналитик, считая, что в сентябре регулятор уже не будет активно размещать трехмесячные депозиты, поскольку свободные средства будут ограничены размером профицита, а львиная доля средств уже была размещена.

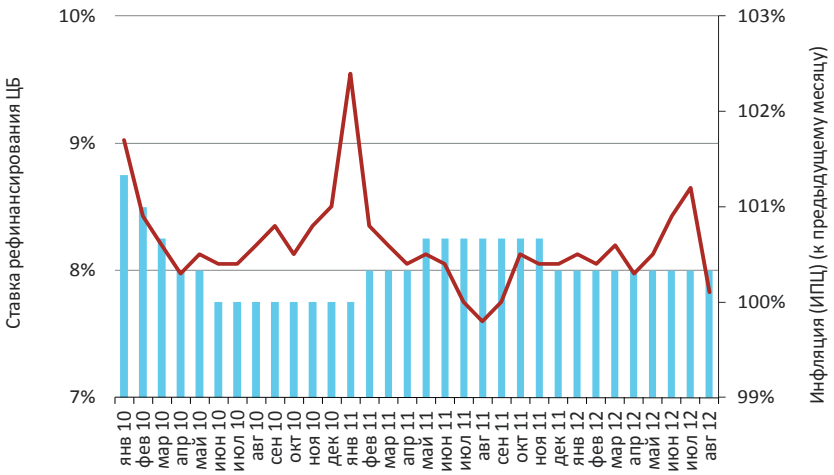
Увеличение инфляционных рисков породило на рынке волну ожиданий скорого ужесточения денежно-кредитной политики. Однако в «УРАЛСИБ Кэпитал» придерживаются противоположной точки зрения. Во-первых, повышение цен носит немонетарный характер, и бороться с ним путем ужесточения денежно-кредитной политики на фоне замедляющейся экономики стало бы большой ошибкой. Во-вторых, ЦБ все же отдаст приоритет экономическому росту. «Мы с осторожностью предполагаем, что до конца текущего года ЦБ может пойти на снижение ставки рефинансирования для стимулирования экономики», — резюмирует Ольга Стерина.

ДОЛГОВОЙ РЫНОК

В августе торговля на российском долговом рынке шла вяло, существенных ценовых колебаний не наблюдалось, и доходности показывали изменения в весьма узких диапазонах. Дальнейшую динамику на рынках во многом определят решения ЕЦБ и ФРС в начале осени. В целом аналитики осторожно надеются на позитивное развитие событий, но по-прежнему рекомендуют обращать внимание на качественные выпуски с разумной дюрацией.

Отсутствие глобальных идей на фоне некоторого снижения градуса напряженности в Европе после заявлений главы ЕЦБ определило конъюнктуру рынка рублевых облигаций и активность инвесторов, комментирует ситуацию на долговых рынках Александр Ермак,

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



ПРОГНОЗ

Долговой рынок

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

В сентябре основное внимание будет приковано к Европе. Первой важной точкой станет решение Германии по механизму ESM. ЕЦБ в сентябре может пойти на дальнейшее смягчение монетарной политики, что окажет на рынки долгосрочный позитивный эффект. Вторым драйвером месяца может стать решение ФРС по новой программе QE. Пока, исходя из данных последнего протокола заседания Комитета по открытым рынкам и тона комментариев членов Федрезерва, напрашивается вывод о готовности регулятора начать выкуп активов в самом ближайшем будущем. Нерешимость ФРС приведет к отрицательной переоценке из-за неоправданных ожидай, а постепенное замедление темпов роста американской экономики окажет дополнительный негативный эффект. Меньше будут влиять на настроения участников рынка Испания и Греция, однако в случае развития негативного сценария в Европе инвесторы могут вспомнить об этих странах. Пока они не уделяют много внимания проблеме испанского долга, а доходность ее облигаций находится в комфортной зоне. Поэтому при благоприятном стечении обстоятельств вопрос с Испанией может так и остаться второстепенным. Греческие проблемы также продолжат довлеть над рынками, но ожидаемые действия ЕЦБ смогут перекрыть этот негатив.

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

Для рынка рублевых облигаций не менее важным событием будет заседание Банка России и решение относительно ключевых процентных ставок. Уже достаточно долгое время уровень процентных ставок на российском денежном и долговом рынках определяется условиями ЦБ по предоставлению рублевой ликвидности банковской системе. Снижение темпов роста инфляции в августе, замедление российской экономики, высокие цены на нефть — вот основные факторы, которые могут позволить Банку России сохранить уровень ключевых ставок на прежнем уровне в ближайшее время. Соответственно, существенного изменения доходности на рынке рублевых облигаций в первой половине сентября также ждать не стоит. Наши рекомендации остаются прежними: высокое кредитное качество и умеренная дюрация — основные условия инвестиций в текущий момент, а также участие в первичных размещениях, где эмитент готов предоставить премию к текущим ставкам.

ТОРГОВЫЕ РЕКОМЕНДАЦИИ

Владимир КОЛЫЧЕВ,
директор управления рынков капитала, РОСБАНК

В сегменте корпоративного долга мы продолжаем склоняться в пользу дифференциации портфеля. Например, ставка на осторожность к компаниям с высоким операционным и финансовым левереджем, работающим в цикличных секторах и косвенно подверженным разным сценариям приземления китайской экономики («Мечел», «РУСАЛ», ММК и другие), пока себя полностью оправдывает. Среди эмитентов первого эшелона нам нравятся отдельные выпуски банковского сектора, по-прежнему предлагающие более щедрую премию по сравнению с заемщиками нефинансового сектора. Кроме того, в случае подтверждения намерений одновременной либерализации как сегмента государственных, так и корпоративных облигаций бонды квазигосударственных компаний, вероятно, будут стоять первыми после ОФЗ в списке фаворитов нерезидентов.

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

Мы ожидаем, что в сентябре российские эмитенты воспользуются окном для размещения новых займов. В первую очередь видим потенциал в банковских выпусках с дюрацией 1–1.5 года. Для корпоративных заемщиков ориентиром на сентябрь станет новый выпуск НЛМК, размещенный в начале месяца. В сентябре мы рекомендуем сосредоточиться на новых выпусках и движении вторичного рынка вокруг новых ориентиров.

заместитель начальника аналитического управления БК «РЕГИОН». Вопреки заработанной за последние годы репутации, август выдался на удивление спокойным для рынка рублевого долга, продолжает Владимир Колычев, директор управления рынков капитала РОСБАНКа. Благо обещания ЕЦБ и надежды на решительность центральных банкиров в других частях света предоставили глобальным рынкам редкую для последних лет возможность насладиться низкой волатильностью сезона отпусков. Не преминул ей воспользоваться и рублевый рынок. Национальная валюта, дополнительно поддерживаемая высокими котировками черного золота, по итогам месяца удержалась около отметки 32 руб. против доллара, а кривой доходности ОФЗ даже удалось зафиксировать некоторое снижение в пределах 10–15 б.п. на среднем и дальнем концах кривой, подсчитал Владимир Колычев.

> «ИНФЛЯЦИОННЫЕ РИСКИ МОГУТ СПРОВОЦИРОВАТЬ УЖЕСТОЧЕНИЕ ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНОЙ ПОЛИТИКИ ЦБ И УХУДШИТЬ И БЕЗ ТОГО НЕПРОСТУЮ СИТУАЦИЮ НА ДЕНЕЖНОМ РЫНКЕ»

Изменение процентных ставок на рынке облигаций федерального займа, который в текущем году не раз выступал драйвером роста цен на российском долговом рынке, было минимальным по всей длине кривой, отмечает Александр Ермак. Так, например, доходность наиболее ликвидного десятилетнего выпуска 26205 колебалась в узком диапазоне 7.8–7.85% годовых. Самый долгосрочный выпуск ОФЗ-26207 (с погашением в 2027 году) в течение всего месяца торговался в районе 8.3% годовых. Активность на вторичных торгах в августе была несколько ниже, чем в предыдущем месяце (аналитики БК «РЕГИОН» оценивают снижение в пределах 23–25%). Наибольшие обороты прошли по четырем выпускам облигаций с погашением в 2017–2021 годах, на долю которых пришлось около 40% от суммарного биржевого оборота, подсчитал аналитик. Поводом к росту котировок рублевых бумаг может стать приход крупнейших расчетных систем Euroclear и Clearstream, которые, согласно официальным данным, должны получить доступ к рынку до конца месяца, полагает Анна Соболева, аналитик ИК «Велес Капитал». Не исключено, что сроки снова будут сдвинуты, а работа в корпоративном сегменте начнется лишь спустя какое-то время после допуска к ОФЗ. При условии соблюдения сроков аналитики ИК «Велес Капитал» ожидают роста спроса на рублевые займы в конце месяца, полагая, что в первую очередь это коснется ОФЗ.

По мнению аналитиков РОСБАНКА, краткосрочные перспективы рублевых облигаций неочевидны. С момента последних словесных интервенций по поводу либерализации рынка прошло уже несколько месяцев, и, судя по результатам первичных размещений, спекулятивный спрос со стороны нерезидентов постепенно иссяк. «Опираясь на перспективы либерализации, мы в целом сохраняем позитивное видение в отношении рынка ОФЗ, однако в краткосрочной перспективе глобальные риски сохраняют свою актуальность, а растущая волатильность может предоставить более интересные точки входа на рынок», — отметил Владимир Колычев.

На рынке корпоративных облигаций глобальных движений в августе также зафиксировано не было, а снижение торговой активности, по оценкам БК «РЕГИОН», составило порядка 15% относительно предыдущего месяца. Определенный интерес инвесторов наблюдался в качественных кратко- и среднесрочных бумагах первого и второго эшелонов, положительное движение цен которых происходило в рамках сужения спреда к ОФЗ (после

ралли госбумаг в предыдущем месяце). Кроме того, некоторая активность наблюдалась в отдельных бумагах, что было связано с реализацией локальных торговых идей, например, в связи с установлением эмитентами новых ставок купонных доходов, которые предоставляли премию к текущим ставкам вторичного рынка. Среди таких бумаг можно назвать выпуск «ВТБ-лизинг Финанс», 08 (купон был установлен в размере 8.25% годовых на срок девять месяцев), ВТБ 24, 04 (8.2% годовых на год), РСХБ, БО-01 и 05 (8.3% на год).

Слабым местом российского рынка остается напряженная ситуация с рублевой ликвидностью, что сказывается и на структуре спроса локальных инвесторов, и на объемах торгов, в особенности в периоды налоговых платежей, продолжает Анна Соболева. В августе ЦБ преподнес рынку сюрприз, свернув однодневные аукционы РЕПО и заменив их недельными. В первые дни ставка MOSPRIME O/N продемонстрировала рост выше уровня 6% и до конца месяца лишь ненадолго опускалась ниже этой отметки, создавая дополнительное давление на объемы торгов рублевыми займами, поделились наблюдениями аналитики ИК «ВЕЛЕС Капитал». От денежного рынка вряд ли стоит ожидать негативных сюрпризов, уверен Владимир Колычев. Сентябрь традиционно нейтральный месяц с точки зрения влияния бюджетных потоков на ликвидность (консолидированный бюджет обычно исполняется с небольшим дефицитом), в то время как у Минфина еще есть запас свободных средств для предоставления среднесрочных депозитов коммерческим банкам, а ЦБ РФ продолжит сглаживать временные всплески через операции РЕПО, прогнозируют в РОСБАНКЕ.

Ответ на вопрос, что же мы все-таки наблюдали в августе — традиционное снижение активности в период пика отпускного сезона или затишье перед бурей, — возможно, мы узнаем уже в первой половине сентября, после заседаний ЕЦБ и ФРС США. Принятые решения во многом будут определять дальнейшую динамику на всех финансовых рынках, подвел итоги Александр Ермак.

«С МОМЕНТА ПОСЛЕДНИХ СЛОВЕСНЫХ ИНТЕРВЕНЦИЙ ПО ПОВОДУ ЛИБЕРАЛИЗАЦИИ РЫНКА ПРОШЛО УЖЕ НЕСКОЛЬКО МЕСЯЦЕВ, И, СУДЯ ПО РЕЗУЛЬТАТАМ ПЕРВИЧНЫХ РАЗМЕЩЕНИЙ, СПЕКУЛЯТИВНЫЙ СПРОС СО СТОРОНЫ НЕРЕЗИДЕНТОВ ПОСТЕПЕННО ИССЯК»

ИНВЕСТИЦИИ 2012
В РОССИЙСКИЕ ИПОТЕЧНЫЕ ЦЕННЫЕ БУМАГИ

Инвестиции в российские ипотечные ценные бумаги: прикладные аспекты и возможности

5 октября, Москва, «Новотель Москва Центр»

www.cbonds-congress.com

Организатор: Cbonds congress

Генеральные спонсоры:

ВТБ Капитал

LEGAL CAPITAL PARTNERS

15 лет АИЖК