Причин для роста нет…

Елена СКУРИХИНА

МАКРОЭКОНОМИКА

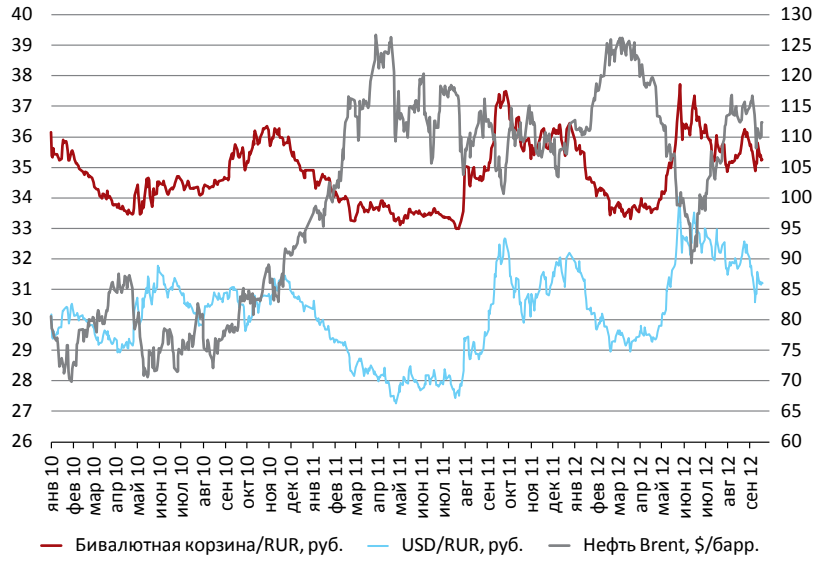
Макроэкономические итоги августа совсем разочаровали аналитиков. Темпы роста ключевых индикаторов продолжили демонстрировать неутешительную динамику, ситуацию усугубляет ускоряющаяся инфляция. Невнятные перспективы мировой экономики заставляют компании задуматься о целесообразности реализации инвестиционных программ. Замедление темпов роста реальных зарплат не лучшим образом отразилось на потребительской активности — эксперты говорят о сокращении внутреннего спроса, который являлся основным фактором роста экономики в этом году.

Тенденция к сокращению темпов экономического роста за счет сильных потребительских расходов укрепилась на фоне разгона инфляционных процессов и снижения темпов роста реальных зарплат, констатировал Владимир Евстифеев, аналитик по макроэкономике банка «ЗЕНИТ».

Промышленность теряет поддержку обрабатывающих сегментов, капитальные инвестиции продолжили замедляться из-за стагнации строительства и нерешительности добывающих компаний, которые всерьез сомневаются в целесообразности реализации инвестиционных программ. Практически все сферы экономики в августе продемонстрировали плохие результаты: в разы сократились темпы роста инвестиций и промышленности, сильно

Рисунок 1

Курс рубля ЦБ РФ и цены на нефть Brent



ТОЛЬКО ЦИФРЫ

На **2.1%** (г/г) в августе против 3.4% (г/г) в июле выросло промпроизводство

До **2.3%** (г/г) в августе против 3.8% (г/г) в июле снизился темп роста инвестиций в основной капитал

На **4.3%** (г/г) вырос в августе оборот розничной торговли против 5.1% (г/г) в июле

До **7.2%** (г/г) в августе против 2.2% (г/г) в июле выросли темпы роста реальных располагаемых доходов

замедлился рост оборота розничной торговли, и все это на фоне растущей инфляции и начавшегося снижения кредитной активности, соглашается макроаналитик Райффайзенбанка Мария Помельникова. Она опасается, что сочетание таких факторов может говорить о сокращении внутреннего спроса, который оставался основной движущей силой экономического роста на протяжении всего года.

Состояние российской промышленности остается подавленным, продолжает Владимир Евстифеев. В прошлом месяце индекс промпроизводства вырос лишь на 2.1% г/г после роста на 3.4% в июле. В месячном выражении со снятой сезонностью промышленность и вовсе сократилась на 0.7%. Добывающие секторы и сфера коммунальных услуг остались на уровне июльских значений, зато обрабатывающая промышленность смогла увести показатель вниз. В обрабатывающих отраслях также не было каких-либо аномальных движений, а к сокращению объема выпуска привели в основном автопроизводители. Спрос на отдельные виды стройматериалов постепенно снижается, заставляя производителей синхронно сокращать объемы выпуска, чтобы не работать на склад в условиях призрачных экономических перспектив, отмечают в банке «ЗЕНИТ».

Инвестиционная активность в августе продолжила замедляться. По мнению Дмитрия Полевого, экономиста ING Commercial Banking, явное торможение инвестиций не выглядит удивительным. Неопределенность перспектив мировой и российской экономики — ключевой аргумент для частных компаний не спешить с реализацией инвестпрограмм. После слабых положительных цифр в сентябре аналитики ING ожидают от Росстата констатации падения инвестиций уже в октябре. Надежда лишь на крупные сырьевые и госкомпании, в последние годы обеспечивающие до 40% всех капвложений в экономике, заключил Дмитрий Полевой. Причины замедления инвестиций — стагнация в строительном секторе и нерешительность государства и крупных сырьевых компаний в реализации своих и без того скромных инвестиционных программ, поясняет Владимир Евстифеев. Добывающие компании все больше сталкиваются с отсутствием роста внешнего спроса, отчего привлекательность инвестиций стремительно снижается. Еще одной причиной замедления темпов роста капвложений, несомненно, послужил слабеющий рубль, полагают в банке «ЗЕНИТ». За август курс бивалютной корзины в номинальном выражении поднялся почти на 3%, сделав менее привлекательным потребление инвестиционного импорта.

Потребительская активность продолжила снижаться еще быстрее. По прогнозам ING Commercial Banking, начало четвертого квартала не привнесет каких-либо улучшений в макроэкономическую картину. Динамика розничной торговли будет затухать и может показать темпы в 3–4% на фоне растущей инфляции,

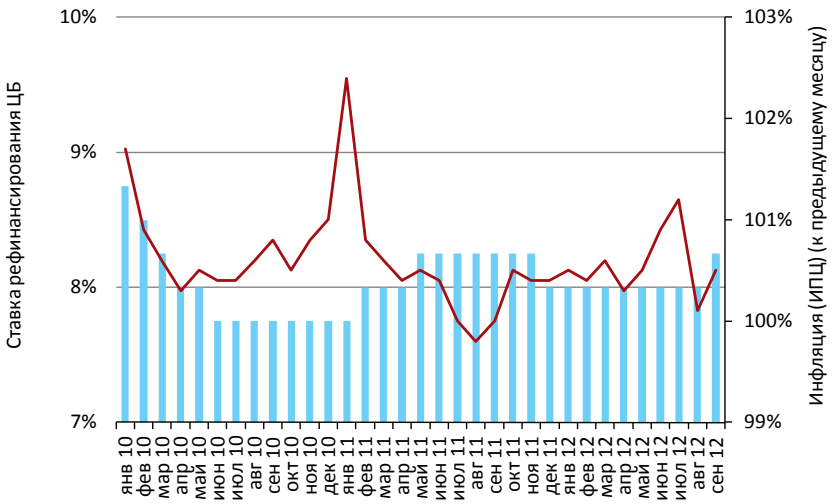


Рисунок 2

Инфляция и ставка рефинансирования ЦБ

ПРОГНОЗ

ВВП

Мария ПОМЕЛЬНИКОВА,
макроаналитик, Райффайзенбанк

Засуха этого года внесет существенные коррективы в показатели сельского хозяйства, поэтому третий квартал, скорее всего, станет провальным с точки зрения темпов роста ВВП (не исключено, что цифра будет меньше 3%). Основные риски для роста экономики в ближайшие месяцы мы видим в замедляющейся потребительской активности. Если предположить, что опережающий рост товарооборота в большей степени был подстегнут кредитованием, нежели устойчивым ростом зарплат, сформировавшиеся риски в банковском секторе могут стать одним из сдерживающих факторов для розничной активности, а с ней и роста экономики в целом.

Промышленность

Владимир ЕВСТИФЕЕВ,
аналитик по макроэкономике, банк «ЗЕНИТ»

Промышленность продолжает стагнировать, подтверждая наши прогнозы роста до конца года на уровне 2–2.5% в годовом выражении. Внешние рынки и относительно высокие цены на энергосырье позволяют добывающим отраслям не снижать объем добычи (за исключением природного газа), сохраняя их на уровне прошлого года. В результате в перспективе текущего года российское промпроизводство вряд ли найдет новые точки роста, что предполагает сохранение стагнации в ближайшие месяцы.

первых признаков разворота в динамике безработицы и кредитования, а также возможного роста доли сбережений в доходах населения. Причиной слабой активности потребителей стало замедление роста зарплат в реальном выражении из-за отсутствия наращивания социальной поддержки со стороны бюджета и одновременно ускорение темпов повышения потребительских цен, комментирует Владимир Евстифеев. Высокие темпы роста зарплат до августа поддерживались исключительно за счет бюджетной сферы, во всех без исключения частных отраслях рост зарплат оставался ниже среднероссийского, добавил Дмитрий Полевой. Динамика зарплат в частном секторе вряд ли сохранится на уровне июля-августа и продолжит замедляться, хотя запланированная на октябрь очередная индексация зарплат бюджетников способна вновь на время замаскировать тенденции в частном секторе, прогнозируют в ING Commercial Banking. Для потребления реализуется самый негативный из возможных сценариев, когда разница в темпах роста зарплат и потребления сокращается за счет последнего, предупреждают аналитики банка «ЗЕНИТ». Реальные располагаемые денежные доходы населения пока поддерживаются возродившимся бумом на рынке розничного кредитования (+3.6% в августе; +23.7% с начала года). В то же время и здесь разница в темпах роста розничного кредитования и продаж уменьшается за счет сокращения потребительских расходов, обращает внимание Владимир Евстифеев.

ПРОГНОЗ

Ликвидность

Мария ПОМЕЛЬНИКОВА,
макроаналитик, Райффайзенбанк

Ситуация с ликвидностью на денежном рынке может ощутимо улучшиться не раньше конца осени. Задолженность банков по РЕПО с ЦБ уже перешла опасный рубеж в 1.5 трлн руб., постепенно происходит исчерпание залогов. Кроме того, ЦБ начал ужесточать монетарную политику, что усилит давление на ставки денежного рынка в ближайшей перспективе. Смягчить ситуацию способно активное размещение средств через депозитные аукционы Казначейства РФ, однако по мере приближения к концу года предложение средств от этого ведомства, напротив, будет сокращаться, поскольку потенциал такого инструмента ограничен необходимостью исполнения бюджетных обязательств. Все это создает риски сохранения краткосрочных ставок денежного рынка на повышенном уровне, то есть выше 6%.

Инфляция

Дмитрий ПОЛЕВОЙ,
экономист, ING Commercial Banking

Ждем приближения показателя по инфляции вплотную к 7-процентной отметке, правда, по-прежнему во многом за счет продовольственной составляющей. Для всех, включая ЦБ, это не должно быть сюрпризом, даже учитывая упорное нежелание регулятора признать то, что недавно пересмотренный прогноз по инфляции на этот год (до 6.3%) может реализоваться. Правда, логика ЦБ ясна: вербальные интервенции в текущих условиях (отсутствия явных инструментов остановить рост инфляции) могут быть неплохим способом влияния на инфляционные ожидания, особенно когда экономика тормозит и агрессивное повышение ставок было бы стратегической ошибкой. Поэтому мы ждем от ЦБ в октябре не повышения ставок, но сохранения явной антиинфляционной риторики.

Валюта

Рубль волатилен и на коротких отрезках времени малопредсказуем. Однако, принимая во внимание прогноз наших европейских коллег о дальнейшем ухудшении ситуации в Европе и вероятности понижения ставок ЕЦБ еще на 25 б.п. в четвертом квартале 2012 года, пара EUR/USD вряд ли удержится на текущих уровнях. Мы не видим предпосылок для укрепления рубля, по крайней мере, по отношению к доллару США. Диапазон 31–32 руб. за доллар США кажется нам более вероятным на ближайшее время.

ДЕНЕЖНЫЙ РЫНОК

Ситуация с рублями в системе, увы, пока не внушает оптимизма. По прогнозам экспертов, вряд ли наступит улучшение ситуации с ликвидностью раньше конца осени. Разгон инфляции стал одной из причин повышения ключевых процентных ставок, и поводов для сокращения темпов роста цен пока нет. Учитывая последние разочаровывающие макроданные, аналитики ожидают, что на октябрьском заседании ЦБ РФ ставка рефинансирования все же останется неизменной.

Внутренние российские факторы указывают на весьма непростую ситуацию с ликвидностью, комментирует Дмитрий Грицкевич, главный аналитик инвестиционного департамента Промсвязьбанка. На фоне ускорения инфляции Банк России одновременно с решением ФРС о QE3 повысил ключевые процентные ставки на 25 б.п. В результате к концу месяца показатели ликвидности продолжили ухудшаться — дефицит по чистой ликвидной позиции российских банков вплотную приблизился к 2 трлн руб., что сопоставимо с уровнями апреля 2009 года, когда банки еще не оправились от кризиса 2008 года.

Динамика инфляции спровоцировала разворот в монетарной политике Центробанка, констатирует Владимир Евстифеев.

Потребительские цены в начале сентября выросли на 6.1% в годовом выражении, что оказалось выше верхней границы ожиданий регулятора (5–6%). ЦБ РФ принял решение повысить процентные ставки, несмотря на сложные экономические перспективы и немонетарный характер инфляционного всплеска. Учитывая потенциал дальнейшего роста мировых цен на продовольствие и невысокий урожай зерновых в текущем году (на 1 сентября урожай зерновых на 16.3% ниже, чем на аналогичную дату 2011 года), инфляция, вероятно, продолжит оставаться на неприемлемых для регулятора уровнях, что может заставить его предпринять еще одно повышение процентных ставок до конца года, полагают аналитики «ЗЕНИТа».

Внимание ЦБ сконцентрировано на инфляционных рисках. Если незамедлительное решение по повышению всех ставок на прошлом заседании Банк России мотивировал тем, что фактическая инфляция превысила годовые ориентиры (6%), то, учитывая уровень инфляции в сентябре, новые действия по ставкам со стороны ЦБ в октябре могут повториться. Новые макроданные вызывают опасения, и повышение ставок в таких условиях может повлечь за собой замедление роста экономики в более отдаленной перспективе, поэтому пауза в повышении ставок в октябре выглядела бы обоснованно, поделилась мнением Мария Помельникова.

ДОЛГОВОЙ РЫНОК

На вторичном рынке торговая активность по-прежнему сконцентрирована в сегменте госбумаг. Реакция рынка на повышение ставки рефинансирования была скорее умеренной и не нашла серьезного отражения в доходностях. Инвестиционные идеи аналитики рекомендуют искать на первичном рынке, который заметно активизировался под конец месяца.

Общая ситуация на российском долговом рынке в течение сентября была неоднородной, но все же положительную переоценку по наиболее ликвидным позициям относительно августа обеспечить удалось, комментирует ситуацию Ольга Ефремова, начальник отдела анализа долговых рынков НОМОС-БАНКа. Основными драйверами, обеспечивающими всплески спроса, выступали в основном внешние факторы: оправдавшиеся ожидания того, что глобальные финансовые регуляторы в лице ЕЦБ, ФРС, Банка Японии перейдут к конкретным стимулирующим мерам, сильно разогрели спрос на рисковые активы на глобальных пло-

ПРОГНОЗ

Долговой рынок

Дмитрий ГРИЦКЕВИЧ,
главный аналитик инвестиционного департамента, Промсвязьбанк

Мы довольно позитивно смотрим на рынок ОФЗ, ожидая его либерализации к концу года — в декабре 2012-го — январе 2013 года. При этом индикативный спред ОФЗ 26204 — Russia-18R к концу сентября составил 130 б.п. С учетом того, что мы ожидаем его сужения после либерализации рынка до 30–50 б.п., это выглядит весьма интересно для среднесрочных инвесторов.

Вместе с тем риск развития коррекционных движений на рынке в октябре по-прежнему достаточно высок. ЕЦБ после заявлений в начале сентября пока так и не начал покупки госбумаг, в то время как эффект от QE3 многие инвесторы оценивают весьма скептически. На наш взгляд, ключевым риском в октябре будет вердикт «тройки» кредиторов относительно Греции. Пока по отдельным заявлениям обеих сторон, а также информации, просачивающейся в СМИ, можно сделать вывод, что дела у страны обстоят весьма плачевно, а новых поблажек кредиторы давать не готовы.

Игорь ЛАУХИН,
начальник отдела доверительного управления казначейства, НОВИКОМБАНК

По-прежнему целесообразно держать большую часть портфеля в относительно коротких выпусках с дюрацией до двух лет. Представляют интерес выпуски таких банков, как МКБ (серия БО-5), Промсвязьбанк (серия БО-07) или банк «ЗЕНИТ» (серия 06). В качестве защитных бумаг мы рассматриваем короткие выпуски ВТБ, БО-06, 07, «ВК-инвест», 01, «Башнефть», 03. Окном для первичных размещений в октябре постараются воспользоваться эмитенты, но, учитывая общую нестабильную обстановку на рынке, они будут вынуждены давать премию к рынку, что может быть интересно. Инвесторов, склонных к риску, могут привлечь выпуски «Мечела», которые предлагают довольно щедрую доходность, даже с учетом всех проблем эмитента. Кроме того, судя по последним новостям, «Мечел» планирует продать часть своих активов, что может позитивно сказаться на общей долговой нагрузке компании.

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

Преобладающее среди инвесторов осторожное поведение вряд ли серьезно поменяется в октябре. При нейтральном внешнем фоне в части вторичного рынка серьезного ценового апсайда мы не ожидаем, по причине того, что сохранится довольно серьезное давление первичного предложения. При этом, согласно планам Минфина, на первую половину октября приходится основная нагрузка в виде более длинных ОФЗ (15-летней серии 26207 и 10-летней серии 26209). Не исключаем, что регулятор может продолжить практику прошлого квартала перетасовывать предварительный календарь в зависимости от преобладающего сентимента. Вместе с тем дальнейшая раскрутка темы Euroclear и Clearstream стала бы отличным поводом для укрепления спроса на ОФЗ. Приток первичного предложения от корпоратов также сохранится, но для обеспечения спроса эмитентам придется озадачиться премиями ко вторичному рынку, особенно если на рынке продолжат укрепляться ожидания дальнейшего ужесточения процентной политики ЦБ.

Дмитрий ГРИЦКЕВИЧ,
главный аналитик инвестиционного департамента, Промсвязьбанк

Среди наиболее интересных выпусков на рынке мы выделяем бонды «ВымпелКома» серии 01, 02, 04, «ЕвразХолдинг Финанса» серии 02 и 04, НПК серии БО-01 и 02, «Сибметинвеста» серии 01 и 02, «Теле2» серии 07, «РусалБратска» серии 07. Также обещает быть интересным пятый выпуск «Мегафон Финанса».

В сегменте банков первого эшелона рекомендуем обратить внимание на выпуски ЮниКредит Банка, БО-02, 03, МСП Банка, 02, РОСБАНКа, БО-04, «ДельтаКредит», БО-03, а также на рублевый евробонд Gazprombank-15R. Во втором эшелоне интересно выглядят бумаги банка «Петрокоммерц», БО-03, «УРАЛСИБа», 05, ОТП Банка, 02, банка «Русский Стандарт», БО-06, Кредит Европа Банк, БО-02, и МКБ, БО-05. Среди облигаций с рейтингом на уровне В рекомендуем Татфондбанк, БО-05, «Ренессанс Капитал», БО-02, Восточный экспресс банк, БО-04, ЛОКО-Банк, БО-03, и Запсибкомбанк, БО-02. Достаточно много интересных бумаг мы выделяем в муниципальном секторе: Чувашия, 09, Тверская область, 10, Белгородская область, 06, Вологодская область, 02, Костромская область, 06, Липецкая область, 07, Нижегородская область, 08, Новосибирск, 05, Самарская область, 08, Ярославская область, 11, Хакасия, 02. Среди высокодоходных бумаг мы отдаем предпочтение выпускам Связного Банка, 01, ТКС Банка, БО-06, и ТГК-2, БО-01.

ИНВЕСТИЦИОННЫЕ РЕКОМЕНДАЦИИ

щадках, кроме того, покупателей риска поддерживали высокие цены на нефть. Высокие нефтяные котировки весьма благоприятно отражались и на российских активах — как на рублевых бондах, так и на российских еврооблигациях, отмечают в НОМОС-БАНКе. И все же финальные ценовые уровни, сложившиеся на конец месяца, оказались во многом слабее, чем могли бы быть, полагает Ольга Ефремова.

ФРС США и ЕЦБ в первой половине сентября сделали подарок инвесторам, объявив о выкупе активов, что поддержало умеренный позитив на долговых рынках, считает Дмитрий Грицкевич. На этом фоне котировки длинных ОФЗ в очередной раз протестировали локальные посткризисные максимумы лета 2011 года и весны 2012 года, однако сил покорить новые высоты участникам рынка не хватило. Действия монетарных властей США ненадолго вселили оптимизм в инвесторов, и уже спустя выходные фондовые рынки снова начали корректироваться, продолжает Игорь Лаухин, начальник отдела доверительного управления казначейства НОВИКОМБАНКа. Скорее всего, инвесторы предпочли дождаться реального эффекта в экономике, судить о котором можно будет по статистическим данным, публикуемым в октябре.

Важной характеристикой рынка в сентябре стал рост активности в части первичного предложения, как в сегменте рублевых бумаг, так и российских еврооблигаций. Как полагают аналитики НОМОС-БАНКа, подобная активность эмитентов связана с опасениями того, что банки-кредиторы могут ужесточить процентную политику после того, как ЦБ принял решение повысить все ставки. Это объясняет увеличение доли именно представителей корпоративного сектора, который раньше более активно использовал кредитные продукты. В НОВИКОМБАНКе отмечают активность на первичном рынке как среди эмитентов качественного первого-второго эшелона, так и среди эмитентов с кредитным рейтингом ниже BB-. Традиционно качественному первому эшелону проще занимать на более длительный срок. Так, эмитенты с кредитным рейтингом BBB объявляли оферту сроком от двух лет, в то время как менее качественные заемщики оставляли годовую оферту, подметил Игорь Лаухин.

Вторичный рынок облигаций сохранил основную тенденцию текущего года — ОФЗ по-прежнему центр концентрации торговой активности и главный индикатор настроений, преобладающих на рынке, комментирует Ольга Ефремова. По мере того как усиливается давление внешнего негатива, участники рынка стараются сокращать свое присутствие в госбумагах, но при первой же возможности возвращаются обратно. В целом в сентябре в котировках ОФЗ наблюдалась довольно высокая волатильность. В какие-то моменты можно было говорить о снижении доходностей для госбумаг с дюрацией порядка трех лет в пределах 10 б.п. относительно уровней августа, а на длинной дюрации — до 15 б.п. Вместе с тем депрессивное настроение последней недели во многом нивелировало этот эффект. Осторожное восстановление спроса можно было увидеть лишь во время последних торговых сессий сентября, когда чуть комфортнее стала ситуация на внешних рынках и слегка уменьшилось давление на рубль.

В последние дни сентября стало известно, что Министерство юстиции РФ зарегистрировало приказ, включающий Clearstream и Euroclear Bank SA в список организаций, которым центральный депозитарий открывает счета депо иностранного номинального держателя. Таким образом, сделан еще один шаг для

создания доступа иностранных участников к торгам российскими облигациями, что дает очередной повод для спекулятивно настроенных инвесторов «поиграть» с кривой ОФЗ и других высококачественных бумаг, полагает Игорь Лаухин.

Важно отметить, что решение Банка России повысить ставку рефинансирования и прочие ставки по операциям пока не нашло какого-то серьезного отражения в рыночных доходностях, говорит Ольга Ефремова. Была заметна сиюминутная реакция, которую в дальнейшем удалось существенно смягчить общим потеплением конъюнктуры, а также весьма своевременными сообщениями Минфина о том, что наметился прогресс осуществления расчетов по ОФЗ через системы Euroclear и Clearstream.

Несмотря на сохраняющуюся непростую рыночную конъюнктуру, аналитики Промсвязьбанка ожидают, что рынок ОФЗ в следующем месяце будет выглядеть весьма неплохо. В случае реализации европейских рисков в октябре просадки котировок российских госбумаг будут достаточно быстро «выкупаться» под идею либерализации рынка, эти вероятные снижения цен целесообразно использовать для входа в рынок или увеличения позиций в длинных госбумагах (ОФЗ 26207 по-прежнему остается наиболее недооцененным выпуском на кривой).

В негосударственных облигациях весьма сложно поддерживать ликвидность на таких же уровнях, как в ОФЗ, констатируют в НОМОС-БАНКе. Во многом вторичный рынок корпоративного и субфедерального долга лишен инвестиционных идей. К тому же на ослабление конъюнктуры рынок реагирует тем, что сильно разъезжаются спреды между котировками на покупку и на продажу, и, соответственно, прийти к совпадению интересов покупателей и продавцов довольно сложно, сетует Ольга Ефремова. В корпоративном секторе основным поставщиком идей на рынке, по мнению Дмитрия Грицкевича, будет первичный рынок. В случае сохранения умеренно позитивной рыночной конъюнктуры на смену банковским облигациям будут приходить эмитенты реального сектора, которые уже провели успешные размещения трехлетних бондов (НЛМК, МОЭСК, «Магнит» и прочие). В случае дальнейшего увеличения дюрации первичных размещений (в конце сентября ФСК ЕЭС протестировала рынок четырехлетним займом) имеет смысл сконцентрироваться на краткосрочных стратегиях — оперативно выходить из длинной бумаги выше номинала после размещения, рекомендуют в Промсвязьбанке.

Для того чтобы инвесторы снова поверили в «светлое будущее», сейчас необходимо постоянное, пусть и незначительное, но улучшение макроэкономических показателей как в Штатах, так и в Европе, считает Игорь Лаухин. Это в первую очередь обусловлено тем, что участникам фондового рынка уже мало словесных интервенций и требуются реальные подтверждения эффективности принятых мер. Поэтому большинство инвесторов, включая российских, будут внимательно следить за публикуемыми данными, подытожили в НОВИКОМБАНКе.

25 октября 2012, Москва, «Новотель Москва Центр»

IV Российский конгресс

Private Equity

Организаторы:

RPE Russian Private Equity журнал о фондах прямых инвестиций

Cbonds congress

PREQVECA private equity venture capital

Официальные партнеры:

SALOMONS

ALTER DOMUS

Спонсоры:

БЕЙКЕР ТИЛЛИ РУСАУДИТ

SALANS

При участии:

UFS INVESTMENT COMPANY

www.cbonds-congress.com

Реклама