Осенняя депрессия

Елена СКУРИХИНА

МАКРОЭКОНОМИКА

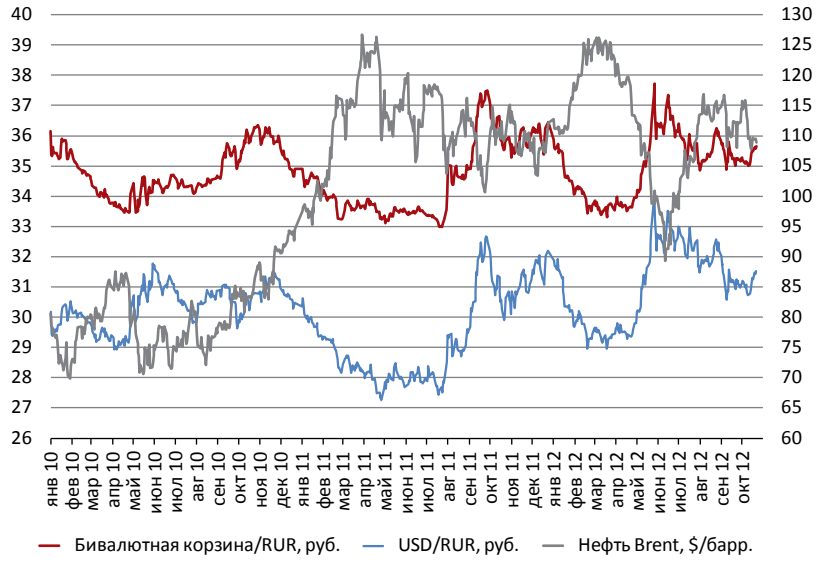
Сентябрьские макроэкономические показатели продолжили демонстрировать замедление темпов роста российской экономики. К слабым данным по промпроизводству, которые оказались хуже ожиданий, добавились отрицательные темпы роста инвестиций в основной капитал, отчасти обусловленные снижением объемов строительства. Показатели потребительского сектора также оставляют желать лучшего — динамика оборота розничной торговли осталась практически на уровнях августа. Аналитики прогнозируют рост ВВП по итогам года на уровне не выше 4%.

Очередная порция макроэкономической статистики за сентябрь вновь разочаровала аналитиков. Последние данные о состоянии реального сектора указывают на неустойчивость экономического роста, комментирует аналитик «АТОНа» Анна Богдюкевич. Промышленное производство замедляется с июля (в терминах годовых приростов физических объемов), темпы прироста инвестиций в основной капитал устойчиво снижаются с мая текущего года, отмечает макроэкономист Газпромбанка Иван Синельников. За девять месяцев 2012 года промпроизводство выросло на 2.9% против 5.2% в 2011 году, инвестиции в основной капитал — на 7.2% против 5% за девять месяцев 2011 года. Помимо слабых показателей роста в промышленности, беспокойство вызывает снижение объема инвестиций в основной капитал на 1.3% г/г в сентябре, даже с учетом того, что отчасти подобная динамика показателя обусловлена эффектом высокой базы (к концу года влияние этого фактора будет только усиливаться), продолжает Анна Богдюкевич.

В то же время индекс предпринимательской уверенности, опубликованный Росстатом в октябре, указывает на рост позитивных ожиданий со стороны реального сектора, рассуждает Иван Синельников. Улучшение зафиксировано как в добывающих отраслях, так и обрабатывающих.

Рисунок 1

Курс рубля ЦБ РФ и цены на нефть Brent



ТОЛЬКО ЦИФРЫ

На **2.0%** (г/г) выросло промпроизводство в сентябре против 2.1% (г/г) в августе

На **1.3%** (г/г) снизился объем инвестиций в основной капитал в сентябре против роста на 2.3% (г/г) в августе

На **4.4%** (г/г) вырос в сентябре оборот розничной торговли против 4.3% (г/г) в августе

3.8% (г/г) составил в сентябре темп роста реальных располагаемых доходов против 7.2% (г/г) в августе

Большинство предпринимателей ожидают роста выпуска в течение ближайших трех месяцев, а также улучшения экономической ситуации в течение полугода. При этом условия кредитования предприятий ухудшаются, во всяком случае, динамика спроса на кредит является неустойчивой из-за роста процентных ставок. Аналитики не ожидают всплеска инвестиционной активности в ноябре, а также существенного наращивания объемов выпуска в базовых отраслях.

Оборот розничной торговли за девять месяцев 2012 года вырос на 6.3% г/г (как и за девять месяцев 2011 года), при этом реальные располагаемые денежные доходы населения увеличились на 3.6% г/г за аналогичный период (против 0.1% за аналогичный период прошлого года), а реальная зарплата — на 9.4% г/г (против 2.6% г/г за девять месяцев 2011 года). Безработица остается на рекордно низком уровне и составляет 5.2%. Статистика Росстата свидетельствует об ухудшении индекса потребительской уверенности — в третьем квартале зафиксировано снижение на 2 п.п., приводит данные Иван Синельников. Аналитики Газпромбанка полагают, что розничный товарооборот в ноябре немного увеличится и за 11 месяцев 2012 года составит около 6.5% г/г благодаря расширению банковского кредита.

Однако, несмотря на некоторое замедление темпов экономического роста, Россия продолжает довольно динамично развиваться, убежден старший экономист Sberbank Investment Research Антон Струченевский. По итогам этого года ВВП вырастет чуть меньше чем на 4%, что очень неплохой результат по сравнению не только с развитыми, но и со многими развивающимися странами Восточной Европы, Индией, Бразилией или, скажем, Турцией, подытожили в ИК «Тройка Диалог».

ЛИКВИДНОСТЬ, СТАВКИ И ДЕНЕЖНЫЙ РЫНОК

Руководствуясь оценками инфляционных рисков и перспектив экономического роста, ЦБ на октябрьском заседании принял решение не менять ключевую процентную ставку. Прогнозы по инфляции по-прежнему остаются неутешительными, и, скорее всего, по итогам года рост цен выйдет за границы целевых ориентиров. Ситуация на валютном рынке в ноябре, вероятно, будет стабильной — аналитики не видят серьезных причин для изменения курса национальной валюты, однако риски ослабления все же доминируют.

Продовольственная инфляция продолжает вносить основной вклад в динамику цен, в результате чего к концу октября, согласно уточненному прогнозу Минэкономразвития, ИПЦ продемонстрирует рост на 5.9–6% к уровню на начало года (годовой темп инфляции при этом составит 6.8–6.9%), прогнозирует Анна Богдюкевич. Средний прирост цен на продовольственные товары за июль-сентябрь составлял 1.23% в месяц, платные услуги дорожали в среднем на 1.17%, а непродовольственные товары практически не изменились в цене, за исключением цен на бензин и дизельное топливо, продолжает Иван Синельников. Сезонное снижение цен на плодоовощную продукцию очень скоро закончится. В то же время, по оценкам экспертов Российского зернового союза, рост

КОММЕНТАРИЙ

ВВП

Антон СТРУЧЕНЕВСКИЙ,
старший экономист, Sberbank Investment Research

Российский экономический рост в большей степени базируется на удовлетворении внутреннего спроса, чем на расширении экспорта, что также добавляет стабильности развитию страны в условиях возросшей неопределенности на мировых финансовых рынках. Переход к политике плавающего валютного курса позволил денежным властям в большей степени сосредоточиться на ликвидности денежного рынка и не допускать снижения денежной массы и экономических спадов, как это было в конце 2008 года. Экономика приобрела необходимую гибкость и может легко адаптироваться к внешним изменениям. Например, снижение цены на нефть уже не так страшно, как это было в период, когда Банк России таргетировал обменный курс рубля (до начала 2009 года). Теперь в этом случае происходит автоматическая девальвация рубля, что, с одной стороны, поддерживает отечественных производителей, а с другой стороны, минимизирует снижение рублевых доходов бюджета. Преимущества гибкой политики валютного курса были убедительно продемонстрированы осенью 2011 года (когда резко возрос отток капитала с развивающихся рынков), а также весной-летом этого года, когда цены на нефть снижались. В целом экономика прошла эти периоды внешних возмущений довольно безболезненно.

Однако не все так гладко. Российское правительство обладает удивительной способностью создавать проблемы на пустом месте. В этом году оно одобрило и стало применять на практике «бюджетное правило». Идея состоит в том, чтобы накопить побольше денег в суверенных фондах, пусть даже придется занимать на внутреннем рынке на фоне профицитного бюджета. Также использование правила должно замедлить темпы роста расходов бюджета. Однако реализация этой стратегии не проходит незаметно для экономики. В нынешних условиях Минфин оказывается слишком уж активным участником денежного рынка. Например, профицит бюджета означает изъятие денег из экономики. Минфин пытается снизить это воздействие, размещая большие объемы средств на депозитах в коммерческих банках. Но ведь есть еще и программа заимствований, что опять же стерилизует ликвидность. Банк России, в свою очередь, пытается насытить денежный рынок. Однако, судя по всему, координировать эти потоки не так просто. В итоге в августе с эмиссией явно погорячились, что привело к разгону инфляции. Тем не менее разгон инфляции, похоже, не слишком впечатлил правительство, которое винит в этом внешние факторы, например низкий урожай зерновых. Но не следует забывать, что в условиях разогрева инфляционных ожиданий излишняя эмиссия способствует реализации этих ожиданий, что мы и наблюдали в конце лета.

При общем достаточно взвешенном подходе в экономической политике, к сожалению, не все благополучно в отдельных сегментах. Так, денежно-кредитная политика выглядит слишком запутанной из-за бесконечных перетоков средств между денежным рынком, Минфином и Центральным банком. Это увеличивает неопределенность, не способствует снижению инфляции, процентных ставок и в конечном итоге тормозит экономический рост в стране.

цен на пшеницу и хлеб продолжится. Статистика продовольственной инфляции в 2010 году свидетельствует о том, что в случае плохого урожая продовольственные товары растут в цене в течение всей осени и до начала весны следующего года. В 2012 году показатели урожайности на 22–24% хуже, чем в 2011 году, однако на 18–20% лучше, чем в 2010 году, отмечают в Газпромбанке. По данным Росстата, ИЦП в сентябре 2012 года составил 4.8%, а годовой уровень подскочил до 9.4%. Основная причина — рост внутренних цен на сырую нефть (на 25.7% в сентябре, на 32.1% с начала года), вклад которого в ИЦП составляет 19%, подсчитал Иван Синельников.

Учитывая немонетарный характер инфляции, а также риски замедления роста экономики, ЦБ РФ решил взять паузу в октябре, после повышения ключевых ставок на 25 б.п. на сентябрьском заседании по вопросам денежно-кредитной политики, констатирует Анна Богдюкевич. Реализация денежно-кредитной политики ЦБ осложняется также наличием хронического дефицита ликвидности в банковском секторе. Госсектор остается нетто-абсорбентом ликвидности, несмотря на то что практически весь накопленный за девять месяцев профицит федерального бюджета (630 млрд руб.) размещен казначейством на депозитах в коммерческих банках. В результате объем задолженности кредитных организаций по различным инструментам рефинансирования ЦБ к концу октября достиг 2.26 трлн руб. Тем не менее при сохранении достаточного объема предложения ликвидных средств со стороны Банка России стоимость заимствований на короткий срок вряд ли существенно превысит минимальную ставку по операциям РЕПО с ЦБ (в настоящее время — 5.5%), прогнозируют в «АТОНе».

Курс рубля на протяжении первой половины октября оставался довольно стабильным и находился вблизи отметки 31 руб. за доллар, однако к концу месяца российская валюта немного сдала позиции: доллар подорожал до 31.5 руб. Стоимость бивалютной корзины ЦБ РФ к концу месяца также немного выросла — до 35.58 руб., однако не слишком сильно отклонилась от середины коридора допустимых колебаний (31.65–38.65 руб.).

Чистый отток капитала частного сектора за девять месяцев 2012 года составил $57.9 млрд, что на 27.3% больше, чем за аналогичный период 2011 года. Основной вклад в отток капитала продолжает приносить реальный сектор, в то время как в банковском секторе отмечен чистый приток на уровне $3.4 млрд, анализирует Иван Синельников. Исходя из графика погашения внешнего долга, в ноябре российские компании и госорганы должны выплатить $7 млрд основного долга и $1.7 млрд процентов. При отсутствии глобального негатива в ноябре, отток капитала вряд ли усилит свое давление на рубль. По прогнозам аналитиков Газпромбанка, курс доллара на ноябрь составит 30.7–31.0 руб.

ПРОГНОЗ

Инфляция

Иван СИНЕЛЬНИКОВ,
макроэкономист, Газпромбанк

Продовольственная инфляция в ноябре продолжит нарастать, однако не столь стремительно, как это было в августе-октябре. Всплеска со стороны непродовольственной инфляции не будет, так как нет давления со стороны совокупного спроса. Тарифы на платные услуги со стороны естественных монополий до конца года повышаться не будут. Мы ожидаем, что индекс потребительских цен в ноябре будет на уровне 6.7–6.8% г/г. На наш взгляд, это достаточно четкий сигнал для Банка России к ужесточению денежно-кредитной политики.

Катализатором внутренних цен на нефть и нефтепродукты выступали мировые рынки. Наш базовый прогноз по нефти марки Brent на 2012 год составляет $111 за баррель. Главным риском прогноза являются геополитические факторы. В случае если в ноябре военные действия в отношении Ирана не начнутся, динамика цен на нефть будет колебаться в пределах $108–115 за баррель. В то же время с наступлением холодов оптовые цены на нефтепродукты и ГСМ могут продолжить расти, что приведет к дальнейшему повышению ИЦП. Наш прогноз на ноябрь — 9.8% г/г.

Валюта

Анна БОГДЮКЕВИЧ,
аналитик, «АТОН»

При сохранении мировых цен на нефть вблизи текущих уровней серьезных предпосылок для изменения курса рубля нет, однако риски ослабления, на наш взгляд, все же доминируют. Негативным фактором, оказывающим влияние на валютный курс, может стать отток капитала, который рискует усилиться в четвертом квартале в связи с погашением значительного объема внешнего долга российскими компаниями.

ДОЛГОВОЙ РЫНОК

Активность игроков на вторичном долговом рынке в октябре в основном была сосредоточена в бумагах с длинной дюрацией. Существенное давление оказали и впечатляющие объемы размещений облигаций на первичном рынке. Развитие ситуации на рынках в ноябре будет во многом определяться дальнейшей стратегией регулятора в отношении процентных ставок.

Улучшение общей ситуации на мировых финансовых рынках после саммита ЕС и заседания ФРС (итоги которых в целом оправдали ожидания инвесторов), а также сообщения в СМИ об очередных шагах на пути к либерализации рынка рублевых облигаций (прежде всего государственных) стали своеобразным триггером для очередного «ралли» на рынке ОФЗ в октябре, комментирует ситуацию на долговом рынке заместитель на-

ПРОГНОЗ

Долговой рынок

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

Очевидно, что сохранится высокая активность на первичном рынке, интерес к которому обеспечит только наличие премий новых выпусков к вторичному рынку. Поддержкой и основной идеей для рынка ОФЗ остается дальнейшее движение на пути к либерализации рынка рублевых облигаций. Очередным шагом в ноябре, в частности, может стать решение вопроса о центральном депозитарии.

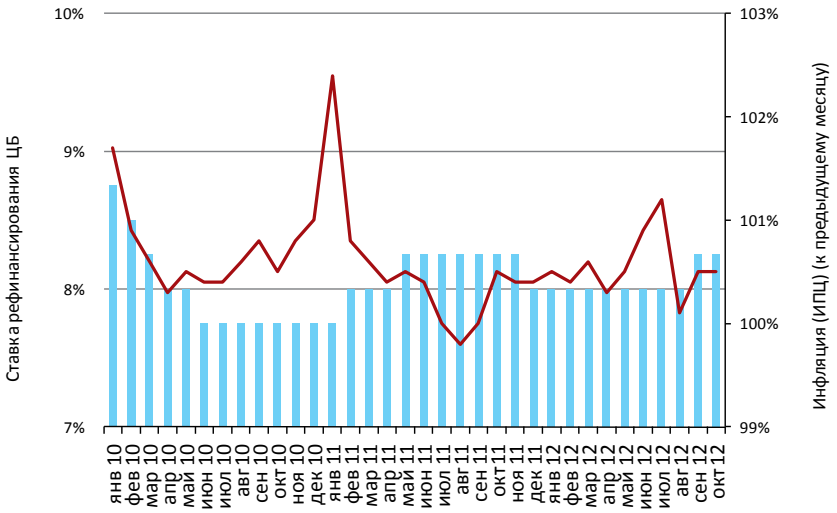
чальника аналитического управления БК «РЕГИОН» Александр Ермак. Повышение цен продемонстрировали облигации с дюрацией от трех лет и более, в то же время по более коротким выпускам цены изменились незначительно и разнонаправленно. Максимальный рост, достигавший в середине месяца 3.4–3.6%, был зафиксирован по облигациям трех выпусков с самой длинной дюрацией. Активность в этих бумагах была максимальной на рынке (на их долю пришлось более 42% от суммарного биржевого оборота), подсчитал аналитик. Так, по выпуску 26207 (дюрация — около 8.7 года) суммарный биржевой оборот составил порядка 160 млрд руб. (или около 21.6% от суммарного месячного оборота по ОФЗ), по выпускам 26209 и 26205 (дюрация — 6.9 года и 6.4 года) оборот составил более 80.7 и 72.7 млрд руб. соответственно. В среднесрочном сегменте с дюрацией от 3 до 5 лет максимальный рост цен составил около 1.5–2.5%.

В третью декаду октября настроения инвесторов ухудшились. Это было обусловлено как внешними, так и внутренними факторами, к которым в первую очередь можно отнести сокращение рублевой ликвидности и рост процентных ставок на рынке МБК. Кроме того, часть инвесторов решили зафиксировать прибыль. В результате цены ОФЗ к концу октября скорректировались вниз в пределах 0.5–1 п.п. по всему спектру бумаг, продолжает комментировать аналитик.

На рынке субфедеральных и корпоративных облигаций ситуация в октябре не выглядела так оптимистично, как в сегменте госбумаг. Одной из причин можно назвать ограниченное число выпусков корпоративных бумаг, способных заинтересовать инвесторов-нерезидентов после либерализации рынка, поясняют в БК «РЕГИОН». Практически вся позитивная динамика в ценах наблюдалась на длинном конце кривой (с дюрацией от 3 лет и более), в то время как рынок корпоративных и субфедеральных облигаций сосредоточен на коротком отрезке.

Нельзя не отметить давление, которое оказывал первичный рынок на вторичку. В октябре был достигнут исторический максимум по объему первичного размещения корпоративных облигаций. Интерес со стороны инвесторов к первичным размещениям был обусловлен предлагаемой премией, правда, ее итоговый размер часто сильно сокращался по сравнению с первоначальными ориентирами. Кроме того, о высоком спросе можно судить по тому, что ряд эмитентов (Россельхозбанк, ЮниКредит Банк, ФСК ЕЭС, МОЭСК) после размещения одного выпуска сразу объявляли о новом займе. Октябрь запомнился также появлением новых имен на рынке облигаций, среди которых «Мегафон», «МРСК Центра» и, конечно, НК «Роснефть». Размещение облигаций НК «Роснефть», по мнению аналитиков БК «РЕГИОН», было наиболее интересным с точки зрения соотношения установленной доходности и кредитного качества эмитента, а также в свете корпоративных событий по приобретению эмитентом компании «ТНК-ВР». Все это определяет наличие большого потенциала к росту цен на вторичном рынке в будущем.

Ситуация на рынке рублевых облигаций в ноябре по-прежнему будет определяться прежде всего внутренними факторами — рублевой ликвидностью и уровнем процентных ставок на денежном рынке. Последнее слово остается, как и раньше, за Банком России — все зависит от его возможности и в первую очередь желания рефинансировать банковскую систему. В прошлом месяце представители ЦБ РФ уже заявили о своем желании совершенствовать систему рефинансирования российских банков, однако конкретные детали данной программы будут известны позже. Кроме того, нельзя не сказать о возможном повышении ключевых ставок Банком России на 0.25–0.5 п.п. до конца года, обращает внимание Александр Ермак. В случае принятия такого решения в ноябре можно ожидать определенную понижательную коррекцию цен на рынке рублевых облигаций в коротком сегменте.

Рисунок 2

Курс рубля ЦБ РФ и цены на нефть Brent