Понеслись вниз

Ольга ВОЙТОВА

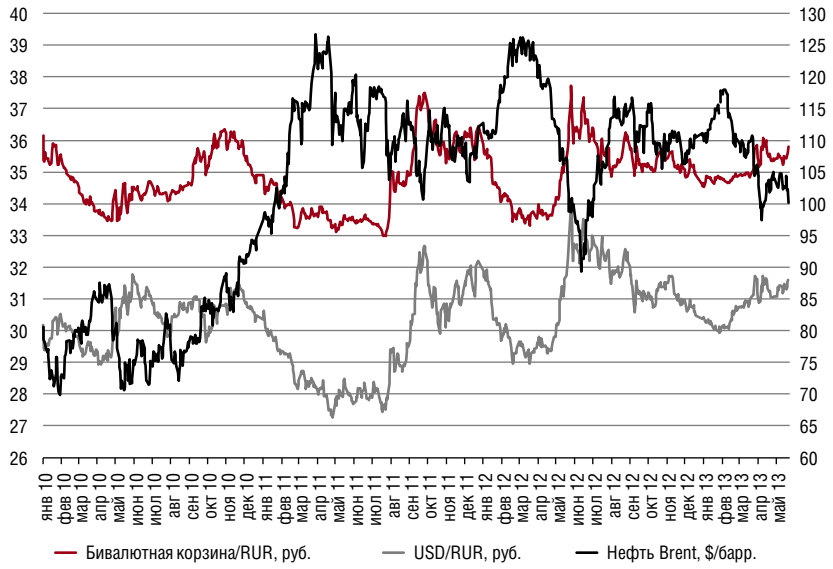
МАКРОЭКОНОМИКА

Замедление экономики продолжается, годовая инфляция в мае ускорилась до 7.4%. Темпы инфляции в России могут снизиться во втором полугодии, заявил Сергей Игнатьев. По словам главы Банка России, регулятору пришлось принять очень непростое решение о ставках на последнем заседании: часть экономических показателей говорила в пользу одного решения, часть — в пользу другого. ЦБ решил оставить ставку рефинансирования без изменения и вновь снизил на 0.25% ставки по длинным операциям.

Во втором квартале эффект высокой базы уже практически исчерпал себя, в ближайшие месяцы следовало бы ожидать хотя и визуального, но некоторого улучшения динамики ключевых макроиндикаторов. Однако этого не произошло — падение инвестиций, которое началось в первом квартале впервые с 2009 года, в апреле продолжилось, заметно сократились темпы роста потребления, досадует макроаналитик Райффайзенбанка Мария Помельникова. Таким образом, новые данные теперь уже полностью соответствуют реальному положению экономики. Если предположить, что разочаровывающие результаты инвестиций уже отражают сокращение госфондирования, то темпы инвестиций в ближайшее время могут продолжить колебаться около нуля.

«Наше внимание также привлекают слабые показатели в розничном секторе, — предостерегает аналитик Райффайзенбанка. — Наряду с существенным замед-

Рисунок 1
Курс рубля ЦБ РФ и цены на нефть Brent



ТОЛЬКО ЦИФРЫ

На **2.3%** (г/г) выросло промпроизводство в апреле по сравнению с 2.6% (г/г) в марте

До **7.4%** в годовом исчислении ускорилась инфляция в мае против 7.2% месяцем ранее

7.3% (г/г) составил темп роста реальных располагаемых доходов в апреле против 8.3% (г/г) в марте

На **0.7%** сократились инвестиции в основной капитал в апреле по сравнению с падением на 0.8% в марте

На **4.1%** (г/г) вырос в апреле оборот розничной торговли против 4.4% (г/г) в марте

лением как реальных, так и номинальных зарплат, а также начавшимся сокращением темпов роста потребительского кредитования, это уже может указывать на достаточно ограниченный потенциал роста потребления в ближайшее время. С учетом этих факторов мы опасаемся, что темпы роста ВВП во втором квартале могут вновь не превысить и 2%. На этом фоне недавно мы снизили наш годовой прогноз по росту ВВП в 2013 году до 2% (с 3%). Усугубление текущих стагнационных тенденций в экономике рассматривается нами как сильный аргумент для ЦБ в пользу начала снижения ставки РЕПО с Банком России, которая является сейчас основным ориентиром стоимости госфондирования. Ранее снижены были только ставки по альтернативным инструментам, которые имеют менее действенный эффект».

Замедление экономики в меньшей степени связано с достаточно жесткой денежно-кредитной политикой ЦБ, который сосредоточился на борьбе с инфляцией, полагает Алексей Девятов, главный экономист банка «УРАЛСИБ».

Замедление экономического роста в России, начавшееся в прошлом году, в первом квартале 2013 года продолжалось. Согласно данным Росстата, темпы роста ВВП упали в этот период до 1.6% год к году, а промышленное производство показало нулевой прирост. Худшие значения месячных индикаторов были отмечены в феврале, когда ВВП и промышленное производство сократились относительно уровней годичной давности, а розничная торговля сбавила темпы роста до самой низкой отметки с февраля 2010 года.

С наступлением весны ситуация в экономике несколько улучшилась: рост производства возобновился, составив в апреле 2.3% год к году, рост розничной торговли ускорился до 4.1% благодаря динамично растущим реальным доходам населения, и реальный ВВП увеличился на 2.6% год к году.

Основной причиной замедления роста является неблагоприятная внешнеэкономическая конъюнктура, поясняет Алексей Девятов. Рецессия в Европе оказалась более глубокой, чем ожидалось ранее. Россия тесно связана с Европой: 52% российского экспорта идет в страны ЕС. Неудивительно, что статистика фиксирует его сокращение, экспорт падает из-за низкого спроса и снижения цен на российские энергоносители. Другим источником проблем является слабая инвестиционная активность, которая вызвана неопределенностью перспектив российской экономики и сокращением инвестиционных программ крупных госкомпаний.

МАКРОЭКОНОМИКА

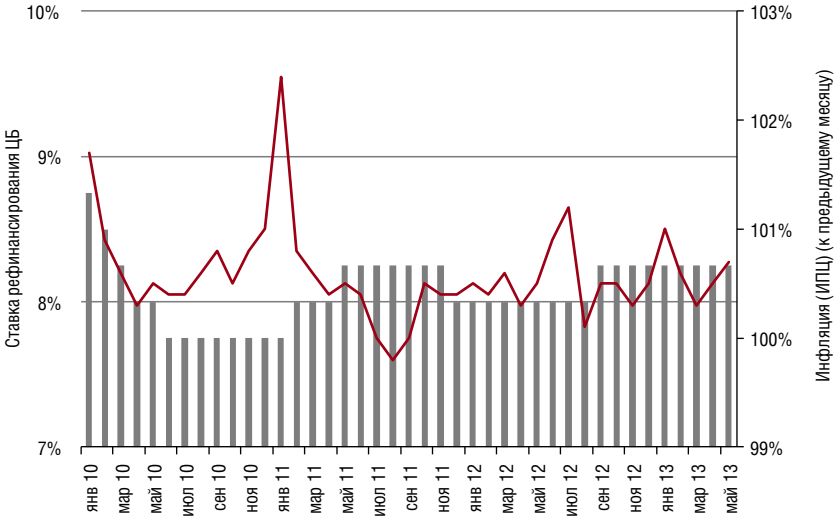
Алексей ДЕВЯТОВ,
главный экономист, банк «УРАЛСИБ»

При условии отсутствия сильных негативных шоков, российская экономика вырастет на 2.1% в текущем году и будет развиваться умеренными темпами, которые составят около 3% в год в среднесрочной перспективе. Несмотря на откровенно слабое начало года, рост российской экономики должен ускориться во втором полугодии. Отчасти надежды на ускорение связаны с ожидаемым оживлением в Европе, которому будет способствовать политика стимулирования роста за счет отхода от мер жесткой экономии. Кроме того, росту российской экономики будет способствовать снижение ключевых ставок ЦБ осенью этого года вслед за постепенным снижением инфляции, вызванным дальнейшим ослаблением давления со стороны денежного предложения, и (при условии хорошего урожая) снижением темпов роста цен на продовольствие. Замедление инфляции будет умеренным: с 7.2% год к году в апреле до 6.3% в декабре, что позволит ЦБ понизить ключевые ставки на 50–75 б.п. до конца года. Среди факторов поддержки роста стоит отметить и ожидаемое ограничение темпов индексации тарифов естественных монополий начиная с 2014 года, что окажет положительное влияние на экономику в среднесрочной перспективе.

Вопрос второго плана

Замедление экономического роста рассматривается правительством как

Рисунок 2
Инфляция и ставка рефинансирования ЦБ



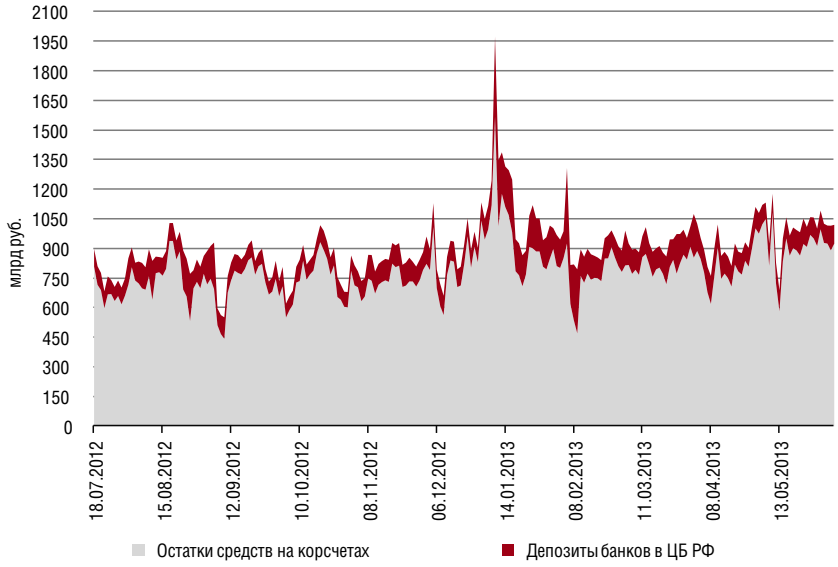


Рисунок 3
Ликвидность банковского сектора

одна из первоочередных проблем. Несмотря на жаркую дискуссию между ЦБ и правительством, обуздание роста цен по-прежнему является ключевым приоритетом ЦБ, тогда как стимулирование экономического роста остается задачей второго плана. Несмотря на определенное смещение приоритетов в сторону поддержки экономики, связанное с приходом в Банк России Эльвиры Набиуллиной, ЦБ продолжит переход к политике инфляционного таргетирования, что подразумевает отказ от участия в валютных войнах, которые могли бы выражаться в искусственном ослаблении рубля за счет увеличения резервов и разгона инфляции. Это хорошая новость для рубля, курс которого будет по-прежнему определяться ценами на сырье и потоками капитала, считает Алексей Девятов. Несмотря на умеренное снижение в марте-апреле, цены на нефть будут находиться на достаточно комфортном уровне, что обеспечит относительную стабильность рубля, средний курс которого по отношению к бивалютной корзине составит в текущем году 35.8 руб.

Вялый экономический рост в первой половине года скажется на доходах федерального бюджета: согласно официальным оценкам, ненефтегазовые доходы могут оказаться меньше годового плана на 50 млрд руб. Беспокойство вызывает и приватизация: вероятность того, что приватизационный план объемом 427.7 млрд руб. будет выполнен в текущем году, невелика, опасается Алексей Девятов. Тем не менее в 2013 году годовой бюджет будет исполнен с дефицитом 0.4% ВВП, что несколько меньше, чем ожидает правительство. Однако в среднесрочной перспективе бюджетный дефицит вырастет — до 0.5% ВВП в 2014 году и до 0.7% ВВП в 2015 году, чему будут способствовать вялая динамика цен на нефть и увеличивающиеся расходы на выполнение социальных обязательств. Это уже больше, чем заложено в бюджет, поэтому правительству, скорее всего, придется увеличить среднесрочный план по заимствованиям на долговом рынке.

ПРОГНОЗ

СТАВКИ

Мария ПОМЕЛЬНИКОВА,
макроаналитик, Райффайзенбанк

Мы ожидаем, что в июне отток ликвидности из банковского сектора продолжится, спрос на рублевые средства возрастет, что повлечет за собой усиление давления на ставки денежного рынка. Избежать заметного роста коротких ставок в мае, на наш взгляд, удалось лишь благодаря щедрым лимитам ЦБ по основным операциям, а также активизации Минфина. В то же время зависимость банков от залогового фондирования растет, что в ближайшее время повысит потребность в активизации альтернативных инструментов рефинансирования, таких как кредиты под нерыночные активы и свопы. Мы прогнозируем, что удержать ставки денежного рынка от существенного повышения в июне будет возможно лишь при смягчении условий по основным источникам госрефинансирования со стороны ЦБ. Однако решающую роль в этом играет восприятие ЦБ текущего ускорения инфляции. При этом, согласно недавним заявлениям Алексея Улюкаева, снижение ставок Центробанком раньше проявления тенденции к замедлению инфляции все же возможно, а сейчас инфляция ускорилась до 7.4%, что формально должно препятствовать снижению ставки РЕПО в июне.

ДОЛГОВОЙ РЫНОК

В мае рынок облигаций пострадал от коррекции. Доходности длинных ОФЗ выросли на 50–70 б.п. Ценовой индекс IFX-Cbonds к началу лета потерял 0.2 пункта, опустившись с отметки 105.55 пункта до 105.35 пункта. Появились первые жертвы распродажи — кое-кто из игроков не смог исполнить обязательства по сделкам РЕПО.

Май стал особенно неудачным месяцем для длинного по дюрации сегмента российского долгового рынка. В секторе ОФЗ серьезно увеличился наклон кривой

за счет опережающего роста доходностей выпусков срочностью более пяти лет, заметил Михаил Гонопольский, начальник аналитического управления БИНБАНКа. Короткие бумаги также не избежали распродаж — рост доходностей выпусков срочностью 1–3 года составил около 35 б.п. При этом за май 10–15-летние ОФЗ показали рост доходностей на 70–80 б.п. и завершили месяц на уровнях серьезно выше отметки 7% годовых. Распродажа в секторе ОФЗ пришлась на вторую половину месяца, что сказалось и на успешности первичных размещений в секторе госбумаг — объем размещения составил лишь около 40 млрд руб. Из четырех аукционов один был признан несостоявшимся. И только один успешный аукцион пришелся на длинные ОФЗ срочностью 10 лет.

Распродажа в секторе преимущественно исходила от нерезидентов. В неудачах долгового рынка Михаил Гонопольский винит совокупность факторов: рост ставок по свопам, спровоцированный распродажей в сегменте US Treasuries, где десятилетние бумаги показали рост доходностей до уровней выше 2% годовых, стал одним из ключевых негативных факторов, в том числе и для российского долгового рынка. Ускорение падения российского рубля в последние майские дни еще более усугубило ситуацию, в результате чего в сегменте 10–15-летних ОФЗ началось массированное закрытие длинных позиций.

Ключевыми драйверами для снижения стали внешние факторы, хотя и без внутренних проблем не обошлось, полагает Яков Яковлев, кредитный аналитик Газпромбанка. Последние несколько месяцев динамика доходностей ОФЗ достаточно тесно коррелирует с российскими еврооблигациями, особенно это было заметно в апреле — первой половине мая. «На наш взгляд, эта тенденция отражает «сближение» базы инвесторов

ТЕМПЫ РОСТА ВВП ВО ВТОРОМ КВАРТАЛЕ МОГУТ ВНОВЬ НЕ ПРЕВЫСИТЬ И 2%

ПРОГНОЗ

ДОЛГОВОЙ РЫНОК

Михаил ГОНОПОЛЬСКИЙ,
начальник аналитического управления, БИНБАНК

Ситуация на долговом рынке в июне будет оставаться непростой. Прежде всего это касается выпусков срочностью более пяти лет в секторе госбумаг и высококачественных бумаг первого эшелона срочностью 3–7 лет. Основные изменения стоит ждать по-прежнему именно в секторе госбумаг, так как в корпоративном сегменте не столь широко представлены нерезиденты и выпуски имеют меньшую дюрацию. Очевидно, что рост доходностей ОФЗ на длинном конце кривой на 70 б.п. за май существенно повысил привлекательность данного сегмента, особенно в свете ожидаемого нами снижения инфляции к концу 2013 года до 5.5% годовых. В то же время, несмотря на среднесрочный рост привлекательности бумаг с более высоким уровнем доходностей, ряд факторов может ограничить серьезные покупки в секторе длинных бумаг.

Во-первых, российский рубль в июне все еще будет показывать достаточно высокую волатильность. Мы ожидаем, что в условиях колебаний нефтяных цен вокруг уровня $100 за баррель котировки бивалютной корзины будут консолидироваться вокруг отметки 36.5 руб. Нерезиденты не станут спешить с заходом в рублевые инструменты долгового рынка, пока не будут уверены в ограниченности дальнейших потерь российской валюты. Во-вторых, для возвращения нерезидентов уже в июне в длинные ОФЗ необходимо прекращение агрессивного тренда на рост доходностей по долларовым свопам и US Treasuries. Спекуляции на тему скорого сокращения программы QE3, которые спровоцировали рост доходностей UST10 выше уровня 2% годовых в мае, на наш взгляд, были несколько преувеличены. Мы допускаем краткосрочную остановку в росте доходностей UST и ставок по свопам, но лишь к концу июня, когда состоится заседание ФРС США.

Для российских игроков сектор ОФЗ, даже несмотря на недавний рост доходностей, в июне не будет выглядеть сильно привлекательным, так как маржа относительно, например, межбанковских ставок привлечения остается узкой с учетом рисков волатильности на длинном конце кривой, а играть на опережение в расчете на среднесрочное понижение ставок ЦБ РФ российские игроки в течение большей части июня вряд ли будут готовы, опять же из-за волатильности финансовых рынков. Спред 10–15-летних ОФЗ к межбанковским ставкам овернайт за счет майских распродаж расширился до 80–110 б.п. При этом большую часть 2011–2012 годов данный показатель составлял хотя бы 150–300 б.п., именно в тот период российские игроки активно присутствовали в секторе. Таким образом, даже с учетом ожидаемого нами понижения базовых процентных ставок ЦБ РФ в этом году на 50–75 б.п. длинный участок кривой ОФЗ после майских распродаж все еще не выглядит слишком привлекательно для российских игроков, поэтому они будут склонны к осторожным действиям в течение июня.

ПРОГНОЗ

ДОЛГОВОЙ РЫНОК

Яков ЯКОВЛЕВ,
кредитный аналитик департамента анализа рыночной конъюнктуры, Газпромбанк

Российские госбумаги пока что отстают от суверенных бондов других стран Emerging Markets (в частности, Турции, Венгрии, ЮАР, Мексики) в терминах «совокупного дохода» с начала года. Учитывая относительную стабильность курса рубля против других валют EM в мае, текущие уровни доходностей ОФЗ, возможно, уже выглядят привлекательно для иностранных инвесторов. Мы ожидаем роста спроса нерезидентов в случае улучшения «внешнего фона». Хотя доля иностранцев в структуре владения ОФЗ существенно выросла еще в прошлом году и сейчас, по нашим оценкам, приближается к 20%, это по-прежнему ниже, чем в ряде других развивающихся стран (в частности, в Турции — 26%, в Венгрии, Мексике, ЮАР — в пределах 30–40%). На наш взгляд, эффект от либерализации рынка госбумаг еще может проявить себя.

В негосударственном сегменте рынка интересной тенденцией может стать рост активности в субфедеральных бумагах, толчком к которому послужит выход Москвы на первичный рынок. Мы полагаем, что московские бумаги могут найти высокий спрос со стороны иностранных инвесторов, учитывая премию над кривой госбумаг при минимальной потере в кредитном качестве. В конце мая Clearstream объявил о начале расчетов по российским субфедеральным облигациям, что должно упростить нерезидентам покупку этих бумаг.

Владимир КОЛЫЧЕВ,
директор управления исследований и аналитики, РОСБАНК

Дальнейшее развитие событий на мировых площадках, вероятно, останется определяющим фактором для локальных рынков. Растущие спекуляции относительного поспешного завершения цикла монетарного послабления в США застали врасплох бондовых инвесторов после многолетнего бычьего тренда, спровоцировав серьезную коррекцию практически во всех сегментах рынка инструментов с фиксированной доходностью в мае. В то же время ФРС в страхе задушить пока еще неустойчивое восстановление экономики вряд ли будет спешить сворачивать меры количественного послабления в ближайшем будущем, да и негативный эффект от бюджетного секвестра еще заявит о себе в ближайшие месяцы. Таким образом, мировые рынки получат некоторую передышку в июне, что должно способствовать консолидации на глобальном рынке инструментов с фиксированной доходностью. Что касается сегмента ОФЗ, краткосрочные риски, связанные с возможным исходом иностранных инвесторов, пока превалируют, особенно в свете быстрого роста доли иностранцев в структуре держателей ОФЗ в последние месяцы.

МАЙ СТАЛ ОСОБЕННО НЕУДАЧНЫМ МЕСЯЦЕМ ДЛЯ ДЛИННОГО ПО ДЮРАЦИИ СЕГМЕНТА РОССИЙСКОГО ДОЛГОВОГО РЫНКА

в рублевые и валютные рублевые облигации на фоне стартовавших в апреле расчетов с российскими госбумагами в Euroclear/Clearstream», — говорит аналитик Газпромбанка. Доля нерезидентов в структуре инвесторов в ОФЗ, по оценкам Газпромбанка, основанным на данных ЦБ, уже к концу прошлого года выросла до 19% и сохранилась на этом уровне к концу первого квартала.

Доходность UST10 в течение мая выросла на 50 б.п., отразив возросшую неопределенность относительно сроков действия программы количественного смягчения. Доходности Russia-30 и 14-летней ОФЗ 26207 прибавили около 60 б.п.

Динамика внутреннего рынка госдолга в мае повторяла тенденцию, общую для большинства других локальных рынков развивающихся стран: доходности 10-летних бумаг в локальных валютах Турции, Бразилии, Мексики и ЮАР в среднем выросли на 60 б.п., отметил Яков Яковлев.

Ключевым внутренним фактором, который сказался на настроениях инвесторов в рублевые облигации, стали, по мнению аналитиков Газпромбанка, рыночные ожидания относительно монетарной политики Центрального банка. Замедление темпов роста ВВП (до 1.6% г/г в первом квартале 2013 года) стало поводом для ожиданий более решительных действий регулятора по монетарному стимулированию экономики. Между тем на майском заседании ЦБ по-прежнему воздержался от снижения краткосрочных ставок. Разочарование ряда инвесторов, делавших ставку на большую решительность регулятора, очевидно, внесло свою лепту в общую динамику котировок на рынке госдолга, предполагает Яков Яковлев.

Соблюдайте осторожность

Майская коррекция была в большей степени спровоцирована продажами со стороны спекулятивных игроков, в то время как долгосрочные институциональные инвесторы (суверенные и пенсионные фонды, страховые компании) пока оставались в стороне. Их капитуляция может подстегнуть новую волну распродаж суверенного долга, опасается Владимир Колычев, директор управления исследований и аналитики РОСБАНКа. В то же время такое развитие событий стоит рассматривать скорее как рисковый сценарий. В базовом же сценарии аналитик РОСБАНКа ожидает некоторой консолидации на рынке госдолга в июне, а в среднесрочной перспективе — сохраняет позитивный взгляд в отношении долгосрочных бумаг. Рост ставок бенчмарка не является препятствием для снижения доходностей госбондов на развивающихся рынках. В конечном итоге на среднесрочном горизонте большее значение имеет динамика инфляционных ожиданий и, соответственно, монетарная политика локальных центральных банкиров. В этом свете ОФЗ выгодно отличаются в силу ожидаемого замедления инфляции и того факта, что ЦБ находится лишь в самом начале пути смягчения монетарной политики. Таким образом, значительное расширение доходностей в мае не выглядит обоснованным с фундаментальной точки зрения, и их снижение на 50–70 б.п. в течение года вполне вероятно. Однако с тактической точки зрения следует сохранять осторожность и дождаться очевидных сигналов стабилизации (например, появления спроса на первичных аукционах), перед тем как наращивать длинные позиции.

Корпораты выдержали

В корпоративном секторе на вторичных торгах однозначного роста доходностей не наблюдалось. Второй эшелон имеет неплохие шансы на опережающий рост, считают аналитики.

В отличие от ОФЗ корпоративный сегмент рынка рублевого долга проявил гораздо меньшую чувствительность к внешним факторам: динамика доходностей была более стабильной, что привело к сужению спредов ликвидных выпусков первого-второго эшелонов к госбумагам на 20–50 б.п., подсчитал Яков Яковлев.

Безусловно, ликвидные выпуски первого эшелона при столь масштабных движениях в ОФЗ демонстрировали некоторый рост доходностей. Однако амплитуда движений была все же меньше, нежели в секции госбумаг, вспоминает Михаил Гонопольский. В целом выпуски качественного первого эшелона срочностью 3–7 лет показали рост доходностей 10–20 б.п. Во втором эшелоне в мае однозначной коррекции не получилось, напротив, ряд доходных выпусков даже демонстрировали рост котировок и снижение доходностей. Правда, уровень ликвидности в данном сегменте по-прежнему оставляет желать лучшего. Отсутствие массированных распродаж во втором эшелоне в определенной степени связано с отсутствием прихода за последние месяцы в данный сегмент больших объемов «горячих» денег от нерезидентов, которые и спровоцировали столь серьезные движения в секции госбумаг.

Сегмент корпоративных облигаций проявил большую устойчивость в период майских распродаж, что свидетельствует о невысокой доле спекулятивных иностранных фондов в структуре инвесторов, делает вывод Владимир Колычев. «Хотя такой иммунитет вряд ли сохранится в случае нового витка массового исхода иностранцев из госбумаг, в сценарии консолидации я не вижу больших рисков для корпоративных бумаг в краткосрочной перспективе. В среднесрочной же перспективе я сохраняю позитивный взгляд на сегмент первого эшелона, который должен стать основным бенефициаром вероятного смягчения монетарной политики и притока иностранных инвесторов после запуска Euroclear. При этом в отсутствие прогресса в части допуска Euroclear к расчетам с корпоративными бумагами сегмент второго эшелона имеет неплохие шансы на опережающий рост. Во-первых, им благоволит растущий приток средств на счета частных управляющих пенсионными накоплениями, предпочитающих второй эшелон за его более высокую номинальную доходность. Кроме того, банки, похоже, научились без труда обходить новые меры ЦБ по регулированию рыночных рисков (в части инвестиций в бонды с рейтингом неинвестиционной категории), что также снимает риски перебалансировки облигационных портфелей банков в ущерб второму эшелону», — резюмировал аналитик РОСБАНКа.

СЕГМЕНТ КОРПОРАТИВНЫХ ОБЛИГАЦИЙ ПРОЯВИЛ БОЛЬШУЮ УСТОЙЧИВОСТЬ В ПЕРИОД МАЙСКИХ РАСПРОДАЖ, ЧТО СВИДЕТЕЛЬСТВУЕТ О НЕВЫСОКОЙ ДОЛЕ СПЕКУЛЯТИВНЫХ ИНОСТРАННЫХ ФОНДОВ