Хуже некуда?

Ольга ВОЙТОВА

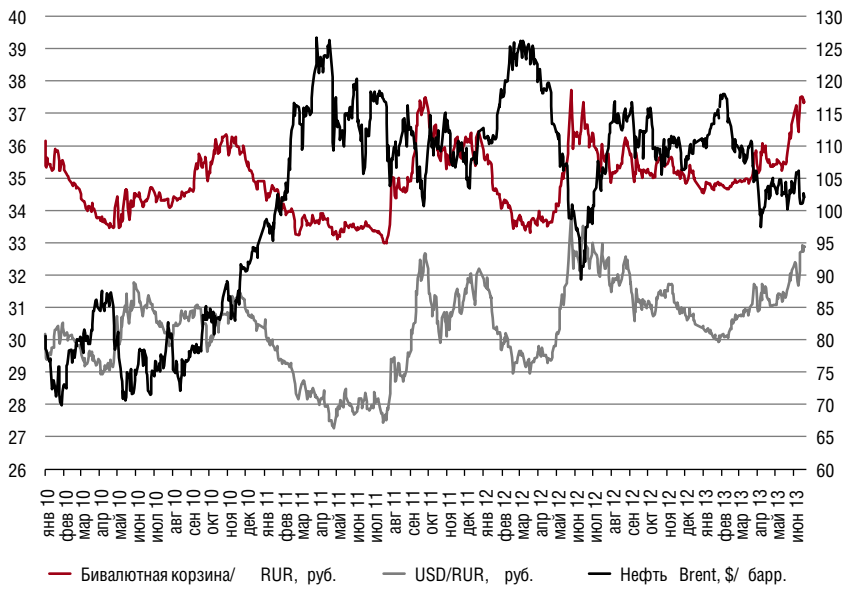
МАКРОЭКОНОМИКА

Июнь с точки зрения макроэкономических показателей стал очередным слабым месяцем. Оценка темпов роста промышленного производства оказалась хуже ожиданий. Аналитиков немного порадовали инвестиции, которые находились в положительной зоне, однако все равно оставались близкими к нулю. Прогноз по росту ВВП в первом квартале подтвержден на уровне 1.6%.

«Примечательно, что безработица снова оказалась низкой (составила 5.2% против 5.6% в апреле 2013 года. – *Ред.*), а темп роста реальной заработной платы намного опередил другие макроиндикаторы, — подчеркнул Владимир Брагин, директор по анализу финансовых рынков и макроэкономики УК «Альфа-Капитал». — Сочетание низких темпов роста и низкой безработицы на самом деле очень тревожный сигнал того, что ускорить рост экономики просто за счет мер стимулирования сейчас вряд ли получится, так как это приведет лишь к резкому росту производственных издержек. Поэтому фраза Центрального банка из недавних комментариев к решениям о ставках о том, что рост экономики близок к потенциальному, находит свое подтверждение».

Пока внешний фон для российской экономики тоже остается скорее негативным, и в последнее время особое беспокойство вызывает Китай, который демонстрирует все больше признаков замедления роста экономики, причем с этим уже готово смириться правительство самой страны. А это означает ухудшение перспектив роста цен на нефть и металлы, которые составляют основы российского экспорта. Так что пока рассчитывать на внешний спрос как фактор роста российской экономики не

Рисунок 1
Курс рубля ЦБ РФ и цены на нефть Brent



ТОЛЬКО ЦИФРЫ

На **1.4%** (г/г) снизилось промпроизводство в мае по сравнению с ростом на 2.3% (г/г) в апреле

3.5% составила инфляция в России за первое полугодие 2013 года

На **1.6%** вырос ВВП России в первом квартале 2013 года

На **4.4%** выросли в январе–марте расходы на конечное потребление

приходится. На этом фоне ЦБ РФ в июне ограничился снижением ставок лишь по наиболее длинным инструментам фондирования, таким как РЕПО и ломбардные аукционы на 12 месяцев, а также кредиты под залог нерыночных активов на срок от 6 месяцев до года. Это, кстати, было последнее заседание, когда его главой был Сергей Игнатьев, так что с учетом предыдущих решений сюрпризов рынок и не ждал.

«Политика, проводимая Банком России последние несколько лет, продолжается, и даже смена руководства регулятора вряд ли повлияет на сложившуюся ситуацию, — резюмировал Олег Абелев, начальник аналитического отдела ИК «РИКОМ-ТРАСТ». — Невооруженным глазом заметна приверженность ЦБ РФ приоритету инфляционной политики, что заставляет держать ставку рефинансирования на достаточно высоком уровне в 8.25% годовых. Основная аргументация регулятора в данном случае базируется на контроле уровня инфляции без оглядки на корпоративный сектор и заемщиков в секторах малого и среднего бизнеса, которые уже достаточно давно предпринимают активные попытки лоббировать снижение процентных ставок».

В июне в среднем понизились индексы предпринимательской уверенности (с поправкой на сезонный фактор), продолжился отток капитала (официальных данных за июнь пока нет, но косвенным индикатором оттока капитала можно считать снижение по российским фондовым индексам — так, индекс РТС понизился на 4.2%, индекс ММВБ — на 1.0%). Кроме того, наблюдалась негативная динамика движения капитала по фондам, ориентированным на российские акции. По данным Emerging Portfolio Fund Research, фонды, ориентированные на российский рынок акций, зафиксировали отток средств в размере $659 млн за период с 30 мая по 26 июня, комментирует Антон Старцев, ведущий аналитик ИФ «ОЛМА».

Одним из наиболее заметных изменений макроэкономических индикаторов в июне стало ослабление рубля по отношению к корзине иностранных валют. Так, курс рубля к доллару США за месяц вырос более чем на 3% (для сравнения: среднее абсолютное месячное изменение курса рубля к доллару за период с января по май включительно составляло 1.3%). Помимо внешних факторов (ослабление спроса на валюты развивающихся рынков из-за изменения ожиданий в отношении денежной политики ФРС и усиление опасений в отношении экономики КНР), на курс рубля оказало давление довольно активное публичное обсуждение аргументов за и против девальвации, в том числе в рамках Петербургского международного экономического форума (подробнее об этом ниже). Между тем ослабление рубля пока не стало фактором усиления инфляционного давления — по данным Росстата, за период с 1 июня по 24 июня индекс потребительских цен повысился на 0.4%, что подразумевает замедление в сравнении с предыдущим месяцем (предварительная оценка Минэкономразвития по инфляции за первое полугодие составляет 6.8%).

ПРОГНОЗ

МАКРОЭКОНОМИКА

Антон СТАРЦЕВ,
CFA, ведущий аналитик, ИФ «ОЛМА»

В июле можно ожидать сохранения тенденции к ослаблению инфляционного давления, во многом — за счет сезонных факторов. Для летних месяцев характерно сокращение деловой активности, которое оказывает «охлаждающее» воздействие на инфляцию. Другой антиинфляционный фактор — сдерживание роста тарифов естественных монополий. Например, повышение тарифов на услуги жилищно-коммунального хозяйства в Москве перенесено с 1 июля на 1 августа, среднегодовой темп роста тарифов ЖКХ по стране ограничен 6%.

В отношении внутреннего денежного рынка наиболее вероятным сценарием остается сохранение стабильности процентных ставок. Эльвира Набиуллина, недавно заступившая на пост главы Центрального банка, допускает снижение процентных ставок ЦБ в третьем квартале текущего года в случае замедления инфляции. Инфляционный всплеск в течение ближайшего месяца выглядит маловероятным. Кроме того, к концу июня наметилась стабилизация доходностей на мировом долговом рынке и сокращение спреда EMBI+, а значит, влияние внешнего фона на уровень процентных ставок пока выглядит скорее нейтральным.

В производственном секторе в течение ближайшего месяца возможно продолжение стагнации: данных по промпроизводству за июнь пока нет, но динамика индексов деловой активности указывает не возможное продолжение сокращения (с поправкой на сезонность), наблюдавшегося в апреле–мае. Фактором оживления активности в производственном секторе могло бы стать снижение процентных ставок (подразумевающее повышение доступности кредитных ресурсов), однако этот процесс пока не столь выражен, чтобы ожидать ощутимого влияния в краткосрочной перспективе. Сезонный летний спад активности на финансовых рынках и признаки «перепроданности» на российском фондовом рынке могут привести к замедлению оттока капитала из РФ в июле, что, в свою очередь, замедлит процесс ослабления рубля или даже укрепит его.

СТРАСТИ ПО РУБЛЮ

Банк России в конце июня сдвинул границы плавающего коридора бивалютной корзины на 5 копеек вверх, сообщил заместитель председателя ЦБ Сергей Швецов. Новые границы коридора находятся в пределах 31.7–38.7 руб. Параметры интервенций регулятор не менял. Ранее Минфин сделал заявление о планах скупать на рынке валюту для суверенных фондов. Многие участники российского валютного рынка интерпретировали эти слова как сигнал к ослаблению рубля, в результате курс доллара подскакивал выше 33 руб., а стоимость бивалютной корзины приближалась к 38 руб.

Самым примечательным событием месяца стало все-таки ослабление рубля по отношению к доллару и евро. Цена бивалютной корзины, начав рост еще в конце мая, уже к началу второй декады достигла отметки 37.25 руб., а затем, после некоторого отката, протестировала отметку 37.85 руб. и зависла в районе 37.25–37.5 руб., что примерно на 7% выше уровней конца марта. «Ничего выдающегося в такой динамике рубля на самом деле нет, — утверждает Владимир Брагин. — Подобное происходит с ним регулярно примерно 1–2 раза в год, и последний раз стремительное ослабление наблюдалось в мае прошлого года. Причин для слабости рубля в июне было более чем достаточно: более низкие, чем в начале 2013 года, цены на нефть, сезонный рост импорта, а также локальный пик платежей по обслуживанию внешнего долга. Кроме того, на рубль давили и ожидания выхода Минфина на валютный рынок с покупками иностранной валюты, а также присутствие меры по ослаблению рубля в списке предложений по стимулированию роста экономики РФ.

Еще одна причина, пусть и не такая очевидная, для ослабления рубля — это дивидендные выплаты, существенная часть которых приходится на иностранных держателей акций и ADR. Если держатели акций — это потенциальный источник предложения рубля на рынке (после получения рублевых дивидендов они могут конвертировать рубли в другую валюту), то необходимость выплаты дивидендов по ADR означает для эмитентов необходимость аккумулировать иностранную валюту. А сумма здесь немаленькая — на четыре крупнейших российских эмитента приходится около $3 млрд дивидендных платежей по ADR. К этому добавилась еще и спекулятивная игра на ослабление, и итог оказался закономерным: как и в прошлом году, стремительное движение в сторону верхней границы бивалютного коридора ЦБ, которое сошло на нет по мере того, как был исчерпан потенциал быстрого движения внутри коридора, а ЦБ начал продавать иностранную валюту в рамках плановых интервенций в объеме около $200 млн в день.

По словам Владимира Брагина, остается лишь констатировать, что пока механизм интервенций ЦБ себя оправдывает, позволяя относительно малой кровью ограничивать волатильность рубля, — судя

ПРОГНОЗ

СТАВКИ

Владимир БРАГИН,
директор по анализу финансовых рынков и макроэкономики, УК «Альфа-Капитал»

С приходом Эльвиры Набиуллиной позиция ЦБ в части снижения ключевых ставок может смягчиться. Но это скорее будет зависеть от инфляции во втором полугодии 2013 года. Пока ожидания благоприятные, это связано с намерениями правительства замедлить индексацию тарифов (к чему недавно призвал президент), а также с благоприятными прогнозами по урожаю на этот год. Есть ожидания, что ЦБ может снизить ставки на 0.5–0.75 п.п. до конца года. Но это произойдет скорее вслед за снижением инфляции (поддержание стабильных реальных ставок) и вряд ли окажет действительно стимулирующее действие на экономику.

Олег АБЕЛЕВ,
кандидат экономических наук, начальник аналитического отдела, ИК «РИКОМ-ТРАСТ»

Понятно, что госпожа Набиуллина является продолжателем дел предыдущего руководства ЦБ, которое всячески воспрепятствовало снижению процентных ставок. Возможно, что снижение процентных ставок последует с некоторым временным лагом, чуть позже, после того как станут ясны приоритеты денежно-кредитной политики, которые новый председатель должна будет обнародовать в ближайшее время. Для того чтобы начать проводить политику снижения ставок, новому руководителю предстоит решить задачу разграничения полномочий между основными государственными органами, ответственными за финансовую и денежно-кредитную политику в стране. История с возможным созданием мегарегулятора как раз на базе ЦБ, я думаю, теперь будет «всплывать» в СМИ гораздо чаще, чем раньше, поскольку от регулятора ждут каких-то подвижек в данном вопросе.

по динамике показателя чистой ликвидной позиции, действия ЦБ в июне на ней никак не сказались. Правда, защитить российский рынок облигаций и евробондов от коррекции это никак не могло. Давление на рубль стало в том числе отголоском выхода инвесторов из рисковых активов на спекуляциях о том, что ФРС может начать сворачивать меры количественного смягчения. Коррекция затронула все без исключения сегменты фондового рынка: акции, облигации, еврободы. Среди рублевых долговых инструментов особенно тяжело пришлось сегменту ОФЗ, где доля иностранных держателей выше, чем в других сегментах рынка.

Спрос на рубли в конце месяца вырос по причине окончания налогового периода и начала периода активных расчетов с бюджетом со стороны юридических лиц, что влечет за собой уменьшение остатков на корреспондентских счетах в банках. В июле ситуация должна стабилизироваться и остатки средств на корсчетах начнут увеличиваться, считают аналитики. «Наблюдаемый еще с начала года тренд на изъятие валюты из денежного оборота, который приводит к уменьшению денежной массы и создает искусственный спрос на рубли как со стороны банков, так и со стороны корпоративных заемщиков, был в начале лета существенным образом нивелирован резким укреплением курса доллара по отношению к рублю и многим другим мировым валютам, поделился наблюдением Олег Абелев. На протяжении почти всего июня цены на нефть находились в диапазоне $100–105 за баррель марки Brent, а цены на металлы, в частности на золото и серебро, скорее диктовались физическим снижением спроса, нежели зависимостью от курса доллара. Это говорит о том, что любые возможные действия регулятора в ближайшее время (в течение всего июля) будут происходить в период достаточно сильного укрепления курса доллара к рублю. «Причем постоянно растущие разговоры о скором сворачивании программы количественного смягчения ранее запланированного срока отнюдь не свидетельствуют в пользу курса доллара. В том случае, если сценарий с преждевременным сворачиванием программ QE3 все-таки реализуется, это будет означать скорое начало перехода к более жесткой денежно-кредитной политике и постепенное удорожание доллара к другим валютам. А это неизбежно будет сопровождаться повышением процентных ставок», — резюмировал аналитик ИК «РИКОМ-ТРАСТ».

ПРОГНОЗ

ВАЛЮТА

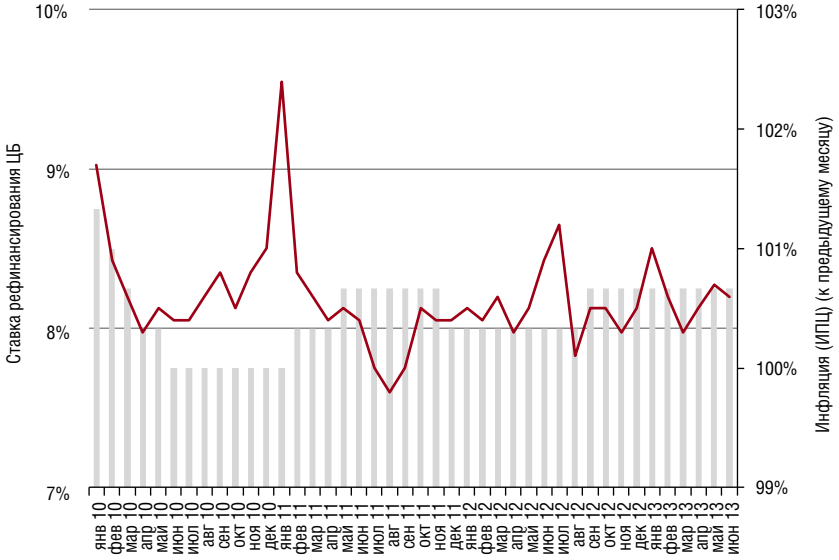
Олег АБЕЛЕВ,
кандидат экономических наук, начальник аналитического отдела, ИК «РИКОМ-ТРАСТ»

Июль обещает быть месяцем активно проводимых ЦБ РФ валютных интервенций, направленных на сдерживание сильного снижения валютного курса. Любые словесные интервенции о перспективах возможного ослабления курса рубля неизбежно спровоцируют население на покупку валюты, что повысит спрос на нее и дополнительно ослабит рубль. Диапазон 32.5–33.5 руб. будет для ЦБ целевым в течение июля, дабы не спровоцировать резкий рост спроса на мировые резервные валюты. Что касается начала участия Минфина в валютных торгах, то вряд ли это существенно повлияет на динамику курса рубля по отношению к доллару, так как суммы участия министерства будут несоизмеримо меньше, чем даже дневной оборот по паре рубль/доллар. Возможно легкое ослабление курса на несколько рублей, но в среднесрочной перспективе. Не стоит забывать и о достаточно большом объеме внешних заимствований Минфина, что будет также отвлекать некоторую долю имеющихся средств.

ДОЛГОВОЙ РЫНОК

Оборот торгов облигациями на российском рынке за полгода составил 6.9 трлн руб., что на 71% превышает результаты аналогичного периода 2012 года, подсчитала биржа. Объем торгов корпоративными облигациями вырос на 45% и составил 3.1 трлн руб. Объем сделок с ОФЗ увеличился на 114%, до 3.5 трлн руб. Тем не менее июнь 2013 года можно назвать самым худшим месяцем для рублевых облигаций после сентября 2008 года.

Рисунок 2
Инфляция и ставка рефинансирования ЦБ



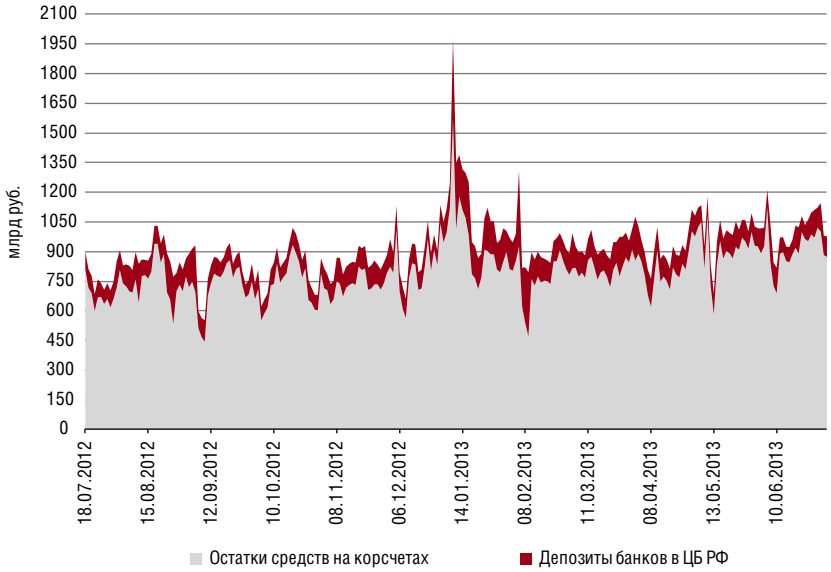


Рисунок 3
Ликвидность банковского сектора

Ухудшение конъюнктуры произошло на всех мировых долговых рынках. Это случилось после заявления главы ФРС США о возможности сокращения объемов выкупа активов уже в конце текущего года по мере улучшения экономики страны. «Многие инвесторы расценили это заявление как возможность ужесточения денежно-кредитной политики в США, — поясняет Александр Ермак, главный аналитик долговых рынков БК «РЕГИОН». — В результате произошел рост ставок как по гособлигациям США, так и по долговым инструментам во всем мире. В середине последней декады прошедшего месяца доходность десятилетних UST достигла своего локального максимума — 2.64% годовых против 2.05–2.1% годовых в начале месяца. Июньские торги рынок закрыл на уровне несколько ниже — порядка 2.52% годовых».

Новый шок

Май оправдал статус традиционно самого слабого месяца для финансовых рынков. Однако в июне коррекционные настроения, наметившиеся с первой декады мая, переросли в полноценный обвал. В итоге майско-июньская коррекция 2013 года перекрыла по своим масштабам майскую коррекцию 2012 года, подчеркнул Леонид Игнатьев, начальник управления анализа долговых рынков БКС. Выступление главы ФРС Бена Бернанке по итогам июньского заседания FOMC не только не успокоило мировые финансовые рынки, но и вызвало новый шок. Вопреки ожиданиям инвесторов, слабые данные по рынку труда (рост безработицы, ухудшение компонента занятости, стагнация в динамике почасовой оплаты труда, невыразительные цифры по созданию новых рабочих мест) не вызвали смены риторики председателя по сравнению с майским заседанием, после которого и началась активная фаза нынешней коррекции на EM. Наоборот, Бен Бернанке озвучил новые, более оптимистичные прогнозы по рынку труда и по росту экономики на 2014 год.

Главным же разочарованием для рынков стало косвенное указание на то, что снижение объемов выкупа UST и MBS может произойти уже осенью 2013 года, полностью QE3 может быть приостановлена к середине 2014 года, а рост ставок начаться не во втором квартале 2015 года, а на три месяца раньше. При этом ФРС не привязала себя к каким-либо конкретным срокам завершения QE3 и начала ужесточения монетарной политики, а лишь указала на индикаторы, исходя из анализа которых будет принимать решения по exit strategy. Тем не менее на эти оговорки инвесторы не обратили особого внимания и предпочли отыгрывать сворачивание количественного смягчения как свершившийся факт.

«Мы находим реакцию рынков EM избыточной, — комментирует Леонид Игнатьев. — Ситуация в экономике США будет улучшаться более медленными темпами, чем того ожидают члены FOMC. Вследствие чего ставки останутся на низком уровне более длительное время — вплоть до конца 2015 года. На это косвенно указывает внушительный разрыв между официальными прогнозами от ФРС по росту ВВП на 2013 год (2.3–2.6%) и рыночными ожиданиями (всего 1.9% по консенсус-прогнозу Bloomberg)».

ПРОГНОЗ

ДОЛГОВОЙ РЫНОК

Александр ЕРМАК,
главный аналитик долговых рынков, БК «РЕГИОН»

Несмотря на некоторую коррекцию на рынке рублевых облигаций, наблюдаемую в последние дни июня, говорить о нормализации ситуации на долговых рынках рано. Для кардинального изменения ситуации необходимо наличие дополнительных факторов, к которым можно отнести, например, снижение ключевых ставок Банка России и укрепление рубля на фоне роста нефтяных цен.

ДОЛГОВОЙ РЫНОК

Хотя середина июня складывалась негативно для развивающихся рынков из-за усиления оттока капитала, к концу месяца тренд поменялся. Многие члены ФРС поспешили сделать заявления, стараясь дезавуировать слова Бернанке об ужесточении денежно-кредитной политики и четких сроках сворачивания QE3, чем во многом успокоили инвесторов. Позитивные словесные интервенции главы ЕЦБ и Банка Китая о поддержке стимулирования экономик также способствуют росту спроса на кредитный риск России и ее компаний и банков.

Базовым сценарием БКС для рынков капитала является ставка на то, что успокаивающие слова представителей ФРС о сохранении мягкой монетарной политики в США еще продолжительное время на фоне публикации противоречивой статистики помогут стабилизировать доходности UST в коридоре 2.30–2.60% и усилить восстановление активов, резко подешевевших за последние недели.

Многие активы избыточно перепроданы, а во многих евробондах очевидны значительные relative value диспропорции, которые уже стали активно отыгрываться инвесторами как в бондах инвестиционной категории, так и бумагах с большим кредитным риском. Тем не менее стоит признать, что текущий тренд на рост котировок не является сверхустойчивым и обстановка на глобальных рынках может остаться волатильной, предостерег Леонид Игнатьев.

Леонид ИГНАТЬЕВ,
начальник управления анализа долговых рынков, БКС

Если даже волатильность на мировых рынках сохранится, но при этом не произойдет катастрофических событий (например, дефолт Греции, распад еврозоны, объявление об ускоренном сворачивании QE3), то с начала июля для российских рублевых бондов начнет действовать критическая масса факторов позитивного характера. Она позволит вырасти наиболее ликвидным ОФЗ и уже потом, с некоторым лагом, потянет за собой вверх котировки ликвидных корпоративных облигаций 1–2–го эшелона. Резкое замедление инфляции на первой неделе июля (до 6.9–7.0% в годовом выражении), потенциальное укрепление национальной валюты на 1–2 руб. к доллару и бивалютной корзине и, вероятно, понижение ключевых процентных ставок на июльском заседании ЦБ РФ должно развернуть отток средств нерезидентов на рынке госбондов в обратную сторону.

Локальные участники рынка ждут смены настроений нерезидентов, чтобы начать в массовом порядке формировать более–менее длинные позиции в ОФЗ. Мы считаем, что 8.5% (доходности начала последней недели июня) являются важным психологическим уровнем сопротивления для ОФЗ 26207. Вряд ли мы сможем увидеть их превышение в июле. Наиболее вероятным сценарием видится снижение доходностей на вторичном рынке до 7.2–7.3% для ОФЗ 26207 (14 лет) и 6.3–6.4% для ОФЗ 26204 (5 лет). Отыгранные июньские потери в ОФЗ могут восстановить и активность в корпоративных облигациях, которая сейчас сильно снижена. Мы ожидаем, что при реализации нашего сценария доходности ликвидных корпоративных облигаций первого эшелона могут снизиться на 50–80 б.п.

ОФЗ распроданы

Снижение цен на рынке ОФЗ, которое началось еще в мае, в июне продолжилось более сильными темпами. Так, например, цена самого ликвидного по итогам июня выпуска ОФЗ 262007, на долю которого пришлось более 25% от суммарного биржевого оборота, опускалась ниже 100% годовых, хотя в начале мая была зафиксирована цена выше 113%, отмечает Александр Ермак. Доходность бумаг при этом достигала 8.4% годовых против 6.7% на локальном минимуме в мае. Доходность самого долгосрочного выпуска 26212 тестировала отметку 8.5% годовых (против 6.8% годовых соответственно). Снижение цен и рост доходности наблюдались не только в долгосрочном сегменте, который находился под давлением прежде всего из-за бегства иностранных инвесторов на фоне резкого ослабления рубля (более 5% относительно доллара). В кратко- и среднесрочных бумагах повышение доходности было не столь существенным. Оно составляло от 40–50 б.п. до 60–80 б.п. Кроме того, нельзя не отметить повышение активности вторичного рынка. Суммарный биржевой оборот на основной сессии и в РПС ФБ ММВБ в июне составил более 835 млрд руб., что почти вдвое выше, чем оборот в мае и на 40–50% выше уровня предыдущих месяцев 2013 года. При этом на долю пяти самых длинных выпусков пришлось более 64% от суммарного месячного оборота по ОФЗ.

На вторичном рынке корпоративных облигаций также наблюдалась негативная динамика цен. Но она, в силу более коротких сроков обращения облигаций, была не столь существенна, чем по ОФЗ. Одновременно во втором-третьем эшелонах сильно расширялись спреды котировок на покупку и продажу, что свидетельствовало о потере ликвидности. Наличие бумаги в Ломбардном списке Банка России и относительно более высокая доходность стали основными факторами поддержки корпоративных облигаций, резюмировал аналитик БК «РЕГИОН».