Полный провал

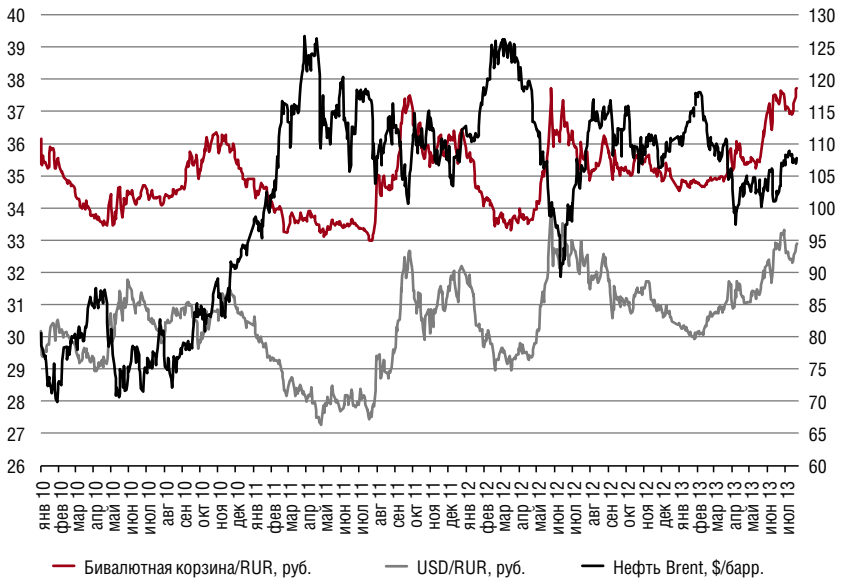
Елена СКУРИХИНА

МАКРОЭКОНОМИКА

Макроданные за июнь снова разочаровали аналитиков. Неудовлетворительная динамика основных показателей по-прежнему позволяет рассчитывать лишь на весьма скромный рост экономики по итогам года. На инвестиционный рост надежд уже практически не осталось, однако, по мнению некоторых аналитических команд, ситуация все же имеет шанс на улучшение за счет потребления.

Наибольшие опасения вызывает продолжающееся падение инвестиций в основной капитал и стагнация в промышленности, которые приводят к замедлению роста ВВП, обеспокоена Мария Помельникова, макроаналитик Райффайзенбанка. Предварительная оценка роста ВВП в 1.7% г/г за первое полугодие этого года предполагает значительное замедление по сравнению с 4.5% г/г в первом полугодии прошлого года, продолжает Дмитрий Долгин, аналитик по макроэкономике Альфа-Банка. Кроме того, это означает, что во втором квартале темпы роста не смогли ускориться по сравнению с весьма скромными 1.6% г/г в первом квартале. Такая динамика объясняется отсутствием бюджетной поддержки: если в первом полугодии прошлого года на фоне выборного цикла бюджетные расходы выросли на 29% г/г, то за январь–июнь 2013 года рост расходов был нулевым. При этом план по росту расходов на весь этот год составляет 4% г/г, что означает ускорение во втором полугодии. По итогам года рост экономики будет достаточно скромным, на уровне 2.2%, и ускорение в следующем году не очевидно, считают в Альфа-Банке.

Рисунок 1
Курс рубля ЦБ РФ и цены на нефть Brent



ТОЛЬКО ЦИФРЫ

На **0.1%** (г/г) выросло промпроизводство в июне по сравнению со снижением на 1.4% (г/г) в мае

На **3.7%** (г/г) снизились инвестиции в основной капитал в июне по сравнению с ростом на 0.4% (г/г) в мае

На **6%** (г/г) вырос уровень реальных зарплат в июне по сравнению с 5.7% (г/г) в мае

4.4% составила инфляция в России за январь–июль 2013 года

Динамика потребления как основного источника поддержки ВВП также может ухудшиться, комментирует ситуацию Мария Помельникова. В Райффайзенбанке прогнозируют некоторое замедление роста розничного кредитования. Негативные тенденции в промышленности, строительстве и в бюджетной сфере создают серьезные риски для рынка труда, поэтому наблюдаемые сейчас высокие темпы роста доходов населения, скорее всего, продержатся недолго. А вот аналитики Альфа-Банка основные надежды на ускорение экономики связывают с потребительским трендом, считая, что у него есть все шансы на улучшение. В пользу этого говорит ускорение роста розничной торговли с провальных 2.9% г/г в мае до 3.5% г/г в июне, отмечает Дмитрий Долгин. Это восстановление происходит при поддержке довольно низкого уровня безработицы (5.4%, что близко к историческому минимуму) и достаточно высокого темпа роста реальной заработной платы на 6% г/г.

На значительный инвестиционный рост в этом году, напротив, рассчитывать не стоит, особенно учитывая падение инвестиций на 1.4% г/г в первом полугодии, включая снижение показателя на 3.7% г/г в июне, говорит Дмитрий Долгин. Такой результат можно отчасти объяснить эффектом базы первого полугодия, когда инвестиции выросли на 12.8% г/г, однако продолжающийся сильный чистый отток капитала — на уровне $38 млрд в первом полугодии этого года против $40 млрд за аналогичный период прошлого года — свидетельствует о низком спросе на инвестиции внутри страны. В какой-то степени идея инвестировать часть средств Фонда национального благосостояния в инфраструктурные проекты представляет собой попытку оживить инвестиционную активность за счет госсектора, однако эффект от этой меры будет заметен в лучшем случае в долгосрочной перспективе. Кроме того, предложение ограничить со следующего года рост тарифов естественных монополий уровнем 4–5% против текущего плана в 10–15% в год, будучи эффективным способом борьбы с инфляцией, в краткосрочной перспективе нанесет удар по инвестиционной активности, предупреждает Дмитрий Долгин. Для естественных монополий рост тарифов является основным источником финансирования инвестиций, поэтому, скорее всего, они отреагируют сворачиванием капитальных вложений. Учитывая, что на монополии приходится 20–30% всех ежегодных инвестиций в основной капитал в России, негативный эффект на всю экономику будет ощутимым, подытожили аналитики Альфа-Банка.

ПРОГНОЗ

ВВП

Мария ПОМЕЛЬНИКОВА,
макроаналитик, Райффайзенбанк

Разочаровывающие результаты за первое полугодие 2013 года делают труднореализуемым выполнение нашего прежнего прогноза на 2013 год по росту инвестиций на 5% и 2% по росту ВВП. В ближайшее время мы видим риски того, что рост экономики во втором квартале окажется на уровне первого квартала, когда он составил лишь 1.6%, если не меньше.

ПОТРЕБЛЕНИЕ

Дмитрий Долгин,
аналитик по макроэкономике, Альфа-Банк

При условии отсутствия внешних шоков темп роста розничной торговли имеет шанс на ускорение до 4.5% г/г во втором полугодии после 3.7% г/г в первом. Фактором риска для этого сценария является ситуация с розничным кредитованием: к середине года темп роста розничного портфеля банков замедлился до 34% г/г с 39% г/г в начале года. По нашим оценкам, при снижении темпов ниже 30% домохозяйствам будет недостаточно прироста нового долга для обслуживания уже накопленной задолженности перед банками и выплаты процентов придется производить из имеющихся доходов населения. Это означает, во-первых, что в распоряжении домохозяйств останется меньше средств на потребление, а во-вторых, что возрастут риски ухудшения качества кредитного портфеля розничных банков.

Рисунок 2
Инфляция и ставка рефинансирования ЦБ

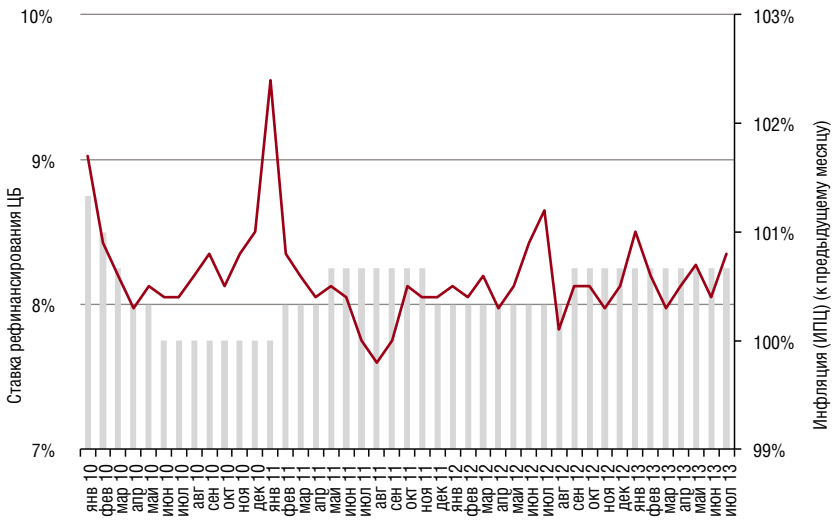


Рисунок 3. Ликвидность банковского сектора

ПРОГНОЗ

ИНФЛЯЦИЯ

Михаил ГОНОПОЛЬСКИЙ,
начальник аналитического управления, БИНБАНК

Мы ожидаем замедления инфляции до 6.5% годовых по итогам июля. В то же время замедление инфляции в июне–июле все–таки оказалось несколько более сдержанным, чем мы ожидали, что заставило нас пересмотреть годовой прогноз по инфляции за 2013 год в сторону повышения до 6–6.1% годовых. В этой связи предполагаем, что в условиях сохранения высоко–го оттока капитала ЦБ РФ воздержится в августе от действий по снижению базовых краткосрочных процентных ставок.

Дмитрий ДОЛГИН,
аналитик по макроэкономике, Альфа-Банк

Хотя пик инфляции в этом году пройден в июне (тогда годовой темп роста цен составил 6.9% г/г) и с июля нач–нется замедление, полностью сбрасывать инфляционные риски со счетов нельзя. Судя по предварительным недель–ным данным, в июле помесячный рост цен составит около 1% м/м, и это близко к ситуации июля 2012 года, когда на фоне индексации тарифов и роста цен на зерно инфляция составила 1.2% м/м. Сейчас мировая конъюнктура предпо–лагает гораздо меньшее инфляционное давление, поэтому инфляция за июль 2013 года представляется слишком высокой. Даже в случае замедления роста годового ИПЦ до 6.7% г/г в июле по сравнению с 6.9% г/г в июне, замедление инфляции до целевого коридора ЦБ 5–6% возможно лишь при нулевом росте цен в ближайшие три месяца. На данный момент это проблематично и предполагает наличие по–зитивных новостей об урожае в России в летний период.

ДЕНЕЖНЫЙ РЫНОК

Знаковым событием июля было введение аукционов по предоставлению средств под залог нерыночных активов по плавающей ставке. Однако позитивный эффект нового инструмента пока вызывает сомнения. По мнению аналитиков, в ближайшей перспективе решительных действий от ЦБ по снижению базовых процентных ставок, скорее всего, ждать не стоит.

Ждать улучшения ситуации на внутреннем денежном рынке участникам также не приходится, склоняется к пессимистам Анна Соболева, аналитик по долговым рынкам ИК «Велес Капитал». Ликвидность, уходящая на уплату очередных налоговых платежей, по-прежнему не восстанавливается в полном объеме от бюджетных поступлений в начале месяца, а ставки денежного рынка, соответственно, не успевают должным образом корректироваться (в июле индикативная ставка MOSPRIME O/N продержалась ниже 6% годовых лишь несколько дней в начале месяца).

«Хотя замедляющаяся инфляция в сочетании с вялым экономическим ростом провоцирует ожидания снижения ключевых ставок ЦБ в ближайшее время, мы сомневаемся в уместности подобного сценария, — говорит Дмитрий Долгин. — Во-первых, ЦБ уже снизил ставки по долгосрочным инструментам рефинансирования на 75 б.п., то есть как бы учел ожидаемое замедление инфляции. Во-вторых, сама значимость инфляционного аргумента при определении денежно-кредитной политики в ближайшие несколько месяцев должна отойти на второй план, а в центр внимания выйдут риски усиления оттока капитала».

Надежды на снижение ключевых процентных ставок ЦБ остаются достаточно призрачными, в то время как последний шаг регулятора по смягчению денежно-кредитной политики (введение нового кредитного аукциона под залог нерыночных активов по плавающей ставке) в лучшем случае сможет лишь снизить нагрузку на рыночное обеспечение банков, используемое на аукционах РЕПО, но не повлиять фундаментально на ставки, рассуждает Анна Соболева. «Итоги аукциона ЦБ РФ по предоставлению кредитов под нерыночные активы (на 1 год под 5.75% год) лишь подтверждают наши

предположения, что ожидания участников рынка относительно позитивного эффекта нового инструмента на ставки достаточно завышены, — говорит Мария Помельникова. — Пока в реальности произошло лишь удорожание средств, которые банки получают от регулятора: как мы и ожидали, на следующий день после аукциона банки сократили задолженность по недельному РЕПО с ЦБ практически на сумму нового аукциона, то есть на 294 млрд руб., до 1.69 трлн руб. Таким образом, существенная часть недельного РЕПО теперь была замещена более дорогим инструментом по 5.75%».

ДОЛГОВОЙ РЫНОК

Развитие ситуации на рынках в августе будет во многом зависеть от настроений на внешних площадках. Основные события, скорее всего, развернутся во вторичном сегменте госбумаг, который стал довольно ликвидным после открытия доступа для иностранного капитала. Период неопределенности аналитики рекомендуют переждать в коротких выпусках.

Рынок рублевого долга остается зависим от внешних событий. Наиболее острая реакция на них наблюдается в госсегменте, который получил подпитку ликвидности после допуска иностранных инвесторов в начале текущего года, комментирует Анна Соболева. А поскольку ситуация на внешних площадках в июле пришла в равновесное состояние, аналогичная картина наблюдалась и на внутреннем рынке. Это позволило ОФЗ отыграть потери предыдущего месяца: доходность госзаймов снизилась на 30–60 б.п., вернувшись на уровень начала лета, подсчитали в ИК «Велес Капитал». Наиболее позитивной для сегмента средне- и долгосрочных госбумаг стала первая половина месяца, считает Михаил Гонопольский, начальник аналитического управления БИНБАНКА. Доходности пяти-десятилетних бумаг за первые 20 дней июля снизились в среднем на 40–50 б.п., пятнадцатилетние ОФЗ также за этот период показали снижение доходностей на 30–35 б.п. Последняя декада июля прошла при серьезном давлении в секторе ОФЗ: в итоге пятнадцатилетние бумаги завершили месяц вблизи отметки 8% годовых, практически без изменений по отношению к началу месяца. Десятилетние выпуски ОФЗ по итогам июля показали незначительное снижение доходностей порядка 15 б.п., доходности среднесрочных выпусков (5–7 лет) по итогам месяца снизились на 30–35 б.п.

Следует отметить и сокращение активности участников вторичного

ПРОГНОЗ

ВАЛЮТА

Михаил ГОНОПОЛЬСКИЙ,
начальник аналитического управления, БИНБАНК

В августе стоимость бивалютной корзины преодолеет отметку 38 руб. только в случае новых сигналов о замедлении китайской экономики ниже 7% годовых. Если данные по экономике Китая будут умеренно негативными, вряд ли рубль будет дальше слабеть относительно бивалютной корзины. Уже на достигнутых в конце июля отметках ЦБ РФ осуществлял валютные интервенции по продаже валюты в объеме порядка $300–500 млн ежедневно. Если валютный курс будет стабильно находиться в зоне повышенных интервенций ЦБ РФ, это потребует от регулятора продажи за 1 месяц валюты на сумму более $8 млрд. При ценах на нефть $100–110 за баррель такой сценарий возможен только при наличии колоссального оттока капитала в объеме $8–10 млрд ежемесячно, что маловероятно в августе в случае сохранения нефтяных котировок выше $100 за баррель.

Очевидно, что вероятность укрепления рубля к уровням ниже 37 руб. по бивалютной корзине в августе также не очень велика, что ограничит спрос нерезидентов на рублевые инструменты.

Дмитрий ДОЛГИН,
аналитик по макроэкономике, Альфа-Банк

В настоящий момент движение российской валюты в меньшей степени зависит от динамики цен на нефть и гораздо сильнее реагирует на изменения настроений на мировых рынках в связи с ожиданиями роста ставок в развитых странах. Первая волна паники по поводу сворачивания программы QE в США прошла в июне, однако риски того, что начнется очередной виток нервозности, сохраняются, учитывая, что точные параметры сворачивания пока не объявлены. Если сохранится негативный новостной поток из Китая и Европы, в третьем квартале может пройти очередной раунд укрепления доллара на мировых рынках, что опустит пару евро–доллар ниже уровня $1.30. В этом случае давление на курс рубля усилится, и к концу квартала пара доллар–рубль может оказаться на уровне 33.5.

Между тем риски замедления глобальной экономики сильно ограничивают возможности ФРС по активному сворачиванию монетарных стимулов, и, скорее всего, ближе к концу года мировые рынки осознают, что масштаб ограничивающих действий монетарных властей будет не таким значительным, как они опасались. Это должно несколько улучшить аппетит к риску в мире, и мы не исключаем, что курс евро поднимется до $1.35. В этих условиях у рубля есть шанс укрепиться до 32 руб. за доллар.

ПРОГНОЗ

ДОЛГОВОЙ РЫНОК

Михаил ГОНОПОЛЬСКИЙ,
начальник аналитического управления, БИНБАНК

Мы пока не находим оснований ожидать серьезного снижения доходностей рублевых инструментов в августе. С учетом высокой доли нерезидентов в ОФЗ (30% на начало июля), в августе мы не ожидаем с их стороны высокого спроса на госбумаги срочностью более семи лет. Так как тренд, связанный с ростом дефицита рублевой ликвидности, сохраняется, а изменение базовых краткосрочных процентных ставок ЦБ РФ в августе маловероятно, мы считаем сложившийся уровень доходностей по десятилетним ОФЗ в 7.4–7.5% годовых неинтересным для российских игроков при волатильности краткосрочных межбанковских процентных ставок вокруг уровня 6% годовых. Интерес российских игроков к десятилетним ОФЗ с учетом риска волатильности такого рода бумаг, на наш взгляд, возникает при доходностях от 7.9–8% годовых. Таким образом, в августе существуют риски скорее к росту доходностей на длинном конце кривой ОФЗ с уровней, достигнутых в конце июля.

Александр ЕРМАК,
главный аналитик долговых рынков, заместитель начальника аналитического управления, БК «РЕГИОН»

Стабильные цены на нефть, которые сохранятся, по нашим оценкам, и в ближайшие месяцы, будут основным фактором поддержки долгового рынка. Кроме того, мы не исключаем, что наблюдаемый в предыдущие месяцы ажиотаж на валютном рынке по поводу покупки валюты в августе со стороны Минфина РФ может успокоиться, что приведет к стабилизации и, возможно, к некоторому укреплению курса рубля относительно доллара и бивалютной корзины. Вместе с тем, в условиях глобальной неопределенности относительно дальнейшего развития ситуации на мировых рынках в целом, мы рекомендуем придерживаться достаточно консервативной политики инвестирования, выбирая высокое кредитное качество эмитента и относительно короткую дюрацию (не более 1.5–3 лет в зависимости от кредитного качества эмитента).

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

Ближе к концу августа на рынках вновь начнет расти нервозность из-за возможного уменьшения программы покупки гособлигаций США, особенно в случае выхода хороших данных по занятости в начале месяца. Если появятся новые сигналы предстоящего завершения QE, инвесторы снова начнут продавать Treasuries, что приведет к росту ставок и на рынке рублевого долга.

Во второй половине месяца возможен рост доходности на ожиданиях сворачивания QE и предстоящих выборов в Германии. В корпоративном сегменте активность останется низкой. Учитывая возможный рост суверенной кривой во втором полугодии в случае реализации сценария начала сворачивания QE3 в сентябре, рекомендуем переждать период неопределенности в коротких выпусках. Наиболее привлекательно, на наш взгляд, выглядят «Акрон», 03, МТС, 03, банк «ЗЕНИТ», 08 и БО-03, НОМОС-БАНК, БО-03, Промсвязьбанк, БО-03, и РСХБ, 15.

рынка. Биржевой оборот снизился в июле практически вдвое по сравнению с рекордным уровнем предыдущего месяца и составил порядка 450 млрд руб., приводит данные Александр Ермак, заместитель начальника аналитического управления БК «РЕГИОН». Наиболее активно торговался выпуск ОФЗ 26207, на долю которого пришлось порядка 20% от суммарного месячного биржевого оборота с гособлигациями. Еще порядка 24% пришлось на три долгосрочных выпуска с дюрацией 6.5, 6.8 и 8.8 года. Сохранение высокой активности в долгосрочном секторе, очевидно, определяется присутствием нерезидентов, доля которых на рынке ОФЗ оценивается разными экспертами от 15% до 30%. Кроме того, уровень доходности, достигший в конце предыдущего месяца планки 8.2–8.4% годовых, мог быть привлекательным и для российских крупных инвесторов (например, для крупных банков или пенсионных фондов), полагают в БК «РЕГИОН».

В корпоративном и субфедеральном сегментах внимание было сосредоточено на первичных размещениях, рассказывает Михаил Гонопольский. Среди корпоративных эмитентов самое активное предложение облигаций наблюдалось со стороны банковского сектора, причем от эмитентов самого разного кредитного качества: от банков с уровнем международного рейтинга на уровне B до ВЭБа и Газпромбанка. Отметим, что банки с рейтингом от B до B+ готовы были предлагать двузначные уровни доходностей инвесторам на сроке 1–1.5 года.

На рынке муниципальных облигаций все события также происходили в первичном сегменте, где за месяц были проданы облигации на общую сумму порядка 18.4 млрд руб., подсчитал Александр Ермак. Благодаря высокому спросу, который обычно превышал объем предложения более чем вдвое, все эмитенты смогли разместить свои облигации по более низким ставкам, чем озвученные ранее организаторами. Эти инструменты популярны у российских банков благодаря своей привлекательности с точки зрения нагрузки на капитал и уровня дисконтов при операциях РЕПО с ЦБ РФ по сравнению с корпоративными выпусками аналогичного уровня рейтинга, заключил Михаил Гонопольский.