Последняя надежда

Елена СКУРИХИНА

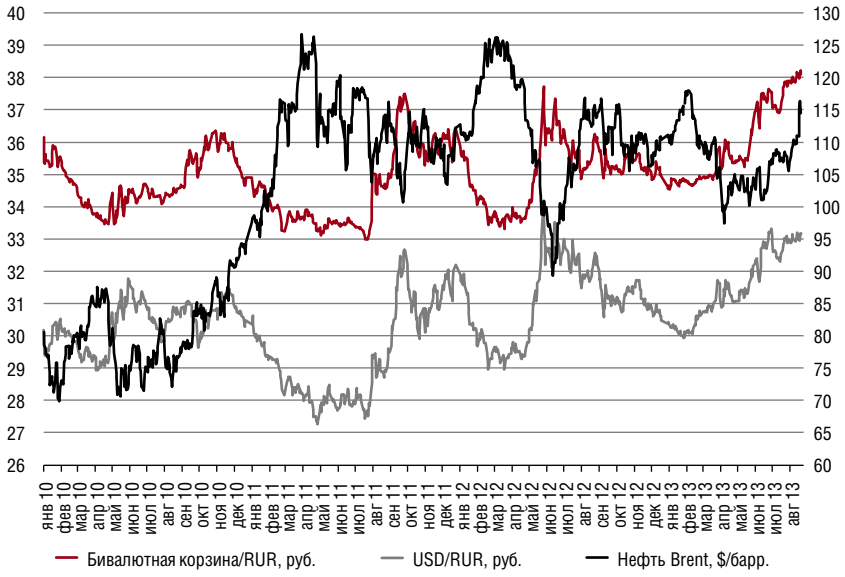
МАКРОЭКОНОМИКА

Рост российской экономики в первом полугодии оказался хуже рыночных ожиданий. Экономика по-прежнему стагнирует. Инвестиции в основной капитал продолжают снижаться, состояние производственного сектора также вызывает сплошные разочарования. Пока аналитиков радует только динамика потребительской активности, которая остается высокой за счет роста реальных зарплат.

Начало второго полугодия для российской экономики не принесло ничего нового, констатировал Владимир Евстифеев, заместитель начальника аналитического управления банка «ЗЕНИТ». Неожиданный и слабо поддающийся объяснению всплеск в строительстве не создает доверия к будущему росту инвестиций, который должен остаться на уровне 0–1% г/г в ближайшие несколько месяцев.

С одной стороны, июльская статистика стала приятным сюрпризом, и в части показателей потребительских доходов и розничных продаж цифры могут еще немного улучшиться на фоне низкой базы и небольшого снижения инфляции с 6.5% до 6.4%, продолжает Дмитрий Полевой, экономист ING Commercial Banking Россия. Эффект базы способен удерживать положительную динамику и для показателя инвестиций, считает он. Наконец, данные по промышленности также должны вернуться в небольшой плюс. С другой стороны, доступные на текущий момент сведения опросов по промышленности говорят лишь о небольшом улучшении ситуации без какого-либо

Рисунок 1
Курс рубля ЦБ РФ и цены на нефть Brent



ТОЛЬКО ЦИФРЫ

На **0.7%** (г/г) снизилось промпроизводство в июле по сравнению с ростом на 0.1% (г/г) в июне

На **2.5%** (г/г) в июле выросли инвестиции в основной капитал по сравнению со снижением на 3.7% (г/г) в июне

На **6.6%** (г/г) в июле вырос уровень реальных зарплат по сравнению с ростом на 6% (г/г) в июне

5.3% составил уровень безработицы в июле по сравнению с 5.4% в июне

кардинального изменения оценок спроса и перспектив будущих месяцев. Вкупе с пережитым повышением тарифов, ограниченными возможностями по повышению конечных цен и по-прежнему относительно высоким ростом зарплат какого-либо улучшения динамики корпоративных прибылей по итогам июля и августа ждать не стоит, предупреждает Дмитрий Полевой. Напомним, что по итогам полугодия падение прибылей вновь ускорилось до 22.9% против 21.7% за пять месяцев 2013 года. Все это говорит о том, что, помимо эффекта низкой базы и некоторого ускорения бюджетных расходов до конца года, других причин для изменения ситуации с инвестициями пока не предвидится.

По мнению Владимира Евстифеева, уберечь промышленность от более значительного провала помогают добывающие отрасли, во многом за счет ускорения добычи газа. Объем выпуска в обрабатывающих отраслях продолжает снижаться. Наиболее сильные позиции удерживает пищевая промышленность, кроме того, растет сезонный спрос на отделочные стройматериалы и дизельное топливо в связи с уборкой урожая. В металлообработке сохранились отрицательные темпы роста. Отрасли, ориентированные на потребительский спрос, а также нефтеперерабатывающие отрасли показали относительно неплохой прирост выпуска, в то время как тяжелая промышленность серьезно замедлила темпы роста из-за снижения внешнего спроса на продукцию этих отраслей и отсутствия поддержки внутри страны, продолжает Ольга Лапшина, аналитик банка «Санкт-Петербург». Среди наиболее успешных отраслей можно выделить текстильное и швейное производство, производство продуктов питания, пластмассовых и резиновых изделий, а также химическое производство. В число отраслей — аутсайдеров по темпам роста входят производители машин и оборудования, металлургия, целлюлозно-бумажное производство и обработка древесины.

Потребительская активность остается высокой, чему способствует рост зарплат в реальном выражении, отметил Владимир Евстифеев. В июле темпы роста реальных зарплат составили 6.6% в годовом выражении, реальных располагаемых денежных доходов — 4.2% г/г. Интересно то, что ускорение потребления пришлось одновременно на продовольственные и непродовольственные товары, что нехарактерно для летнего сезона. Потребле-

ПРОГНОЗ

ИНВЕСТИЦИИ

Владимир ЕВСТИФЕЕВ,
заместитель начальника аналитического управления, банк «ЗЕНИТ»

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.

ВВП, ИНФЛЯЦИЯ

Дмитрий ПОЛЕВОЙ,
экономист ING Commercial Banking Россия

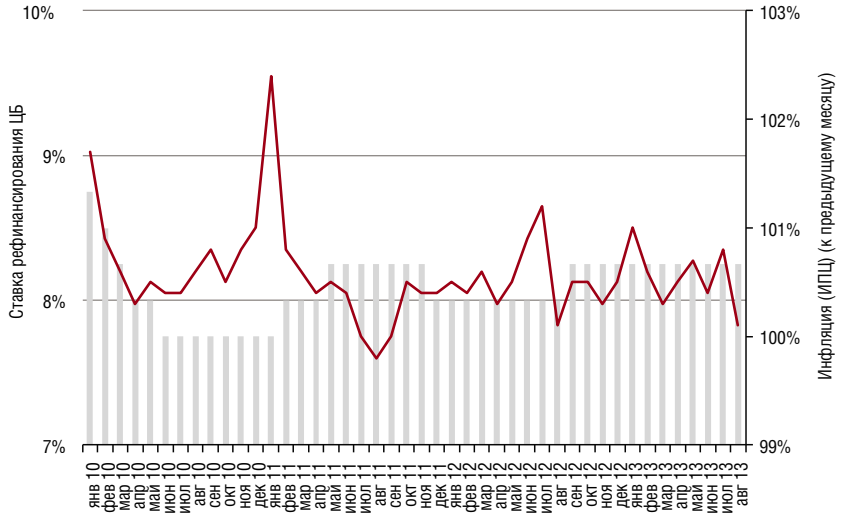
Пессимизм Минэкономразвития в отношении инвестиций сложно не поддержать. Однако благодаря эффекту низкой базы, росту сельского хозяйства и стабильности потребления ввиду снижения инфляции мы по-прежнему ожидаем чуть более высоких темпов роста экономики во втором полугодии 2013 года (2.5–3%), чем планируют в ведомстве. Замедление темпов годовой инфляции в начале сентября до 6%, а также обновленные планы властей по ограничению роста тарифов для промышленности и, что особенно важно, для населения улучшают инфляционные перспективы следующего года и могут позволить ЦБ снизить ключевые ставки на 25 б.п. уже на сентябрьском заседании. Такой прогноз по-прежнему является нашим базовым сценарием, хотя вариант неизменности ставок (одним из аргументов в пользу этого может стать слабость рубля) также имеет приличные шансы на реализацию. Окончательный исход событий могут определить динамика недельной инфляции и данные PMI за август. В любом случае, мы пока сохраняем прогноз умеренного снижения ставок до конца года на 50 б.п., что не должно сильно подорвать репутацию ЦБ и осложнить ситуацию с инфляцией, но позволит ЦБ внести свой посильный вклад в стабилизацию экономики.

ВВП

Ольга СТЕРИНА,
аналитик, «УРАЛСИБ Кэпитал»

Второе полугодие для российской экономики будет лучше, чем первое. Наш годовой прогноз роста ВВП составляет 2.1%. Помимо смягчения денежной политики, важным фактором поддержки станут новости из-за рубежа. Еврозона, являющаяся крупнейшим торговым партнером России, постепенно выходит из рецессии. Во втором квартале европейская экономика вернулась к росту после шести кварталов падения. Восстановление экономического роста в Европе будет способствовать увеличению спроса на энергоресурсы и, соответственно, положительно скажется на показателях внешнеторгового баланса РФ. Улучшение внешней конъюнктуры ослабит отток капитала с развивающихся рынков, в том числе и из России, что окажет поддержку российской валюте.

Рисунок 2. Инфляция и ставка рефинансирования ЦБ



ПРОГНОЗ

СТАВКИ

Ольга СТЕРИНА,
аналитик, «УРАЛСИБ Кэпитал»

Нулевой рост потребительских цен в августе приведет к дальнейшему замедлению инфляции, которая к концу года может снизиться минимум до 6.3%. Слабый экономический рост вынуждает ЦБ уменьшать ставки, что, по нашему прогнозу, должно произойти уже в сентябре. До конца текущего года ЦБ сократит ставку рефинансирования минимум дважды, на 50 б.п. в совокупности, так как разовое снижение ставки на 25 б.п. вряд ли произведет существенный эффект. Мы также не исключаем, что ЦБ продолжит оказывать поддержку экономике путем проведения операций рефинансирования под нерыночные активы на длительный срок.

Ольга ЛАПШИНА,
аналитик, банк «Санкт-Петербург»

На сегодняшний день объем задолженности перед Минфином и ЦБ составляет порядка 3.3 трлн руб., то есть он фактически вплотную подошел к исторически максимальным уровням задолженности. ЦБ РФ, с одной стороны, изымает деньги из обращения методом валютной стерилизации, а с другой стороны, наращивает объемы предоставления ликвидности через операции рефинансирования. В результате уровень процентных ставок остается практически неизменным.
В сентябре можно было бы ожидать продолжения такой политики, однако банки практически исчерпали объемы имеющегося у них обеспечения. Если ЦБ РФ не предпримет каких-либо новых шагов по наращиванию объемов предоставления ликвидности (расширение залогов или новые аукционы предоставления средств под нерыночные активы), в сентябре ставки денежного рынка пойдут вверх.

ние непродовольственных товаров могло быть связано с ростом во второй половине июля девальвационных настроений, которые провоцируют увеличение спроса на продукцию длительного пользования (электроника, автомобили, мебель и пр.). Кроме того, потребительскую активность финансировало розничное кредитование, темпы которого остаются довольно высокими. Динамика потребительской активности должна остаться наиболее стабильной в экономике, компенсируя для ВВП стагнацию инвестиций и сокращение профицита торгового баланса, подытожили аналитики банка «ЗЕНИТ».

ДЕНЕЖНЫЙ РЫНОК

Политика Центробанка остается весьма сдержанной, и на фоне благоприятной ситуации с инфляцией в августе аналитики улучшили прогнозы по темпам роста цен на конец года. Низкие темпы роста российской экономики, скорее всего, заставят ЦБ сменить риторику и пойти на снижение ключевой ставки до конца года.

Разочаровывающие макроданные и слабый экономический рост усилили дискуссию относительно необходимости смягчения монетарной политики, комментирует ситуацию Ольга Стерина, аналитик «УРАЛСИБ Кэпитал». Дополнительным фактором в пользу данного шага является замедление роста потребительских цен. Главным ориентиром для регулятора остается инфляция, которая в июле замедлила годовые темпы роста с 6.9% до 6.5%, что, однако, все еще заметно выше таргетируемого регулятором диапазона в 5–6%, полагает Владимир Евстифеев. Пока вместо понижения ключевых процентных ставок Центробанк пошел на проведение аукциона под залог нерыночных активов, что позволило влить на денежно-кредитный рынок чуть больше 300 млрд руб. свежей годовой ликвидности. Судя по несколько изменившейся риторике нового главы Центробанка, ожидать снижения процентных ставок стоит лишь в случае более заметного сокращения инфляционного давления, при этом пополнение ликвидности возможно благодаря проведению второго аукциона под залог нерыночных активов, прогнозируют в банке «ЗЕНИТ». Фактор длинных денег является одним из ключевых для развития экономики, роста инвестиций,

рассуждает Ольга Стерина. «Первый подобный аукцион состоялся в конце июля, когда банки смогли привлечь на срок 12 месяцев 300 млрд руб. под 5.75%, и, на наш взгляд, данные операции должны проводиться и в будущем. Во-первых, банки смогут разгрузить свои балансы от нерыночных активов, объем которых превышает 2 трлн руб. К тому же банки уже заметно исчерпали потенциал рефинансирования под рыночные активы. Во-вторых, предложенная ставка ЦБ крайне привлекательна, она всего на 25 б.п. выше ставки недельного РЕПО и на 150 б.п. ниже ставки рефинансирования под рыночные активы также на срок 12 месяцев», — пояснили в «УРАЛСИБ Кэпитал».

Состояние денежно-кредитного рынка остается стабильным благодаря его практически полной зависимости от денежного предложения Центробанка. Это позволяет рыночным процентным ставкам колебаться в достаточно узком диапазоне и избегать скачков в пиковые периоды налоговых платежей, отмечает Владимир Евстифеев. Стабильность рынка также подтверждает тот факт, что рост девальвационных настроений и нисходящее движение в рубле пока не отражается на условиях денежного рынка. Отчасти это происходит благодаря сохранению относительно высокого уровня валютных запасов у банков, но во многом и благодаря значительной роли регулятора в ценообразовании заемных денег на рынке.

ДОЛГОВОЙ РЫНОК

Для долгового рынка август прошел под знаком распродаж. Если раньше больше всего доставалось длинному участку суверенной кривой, то в последний летний месяц инвесторы распродавали бумаги со средней дюрацией. Начало осени для инвесторов окажется весьма непростым. Ключевым фактором для локального рынка будет заседание ЦБ, а также политика регулятора в отношении поддержки национальной валюты.

В течение августа инвесторы уверенно продавали российские бумаги, практически полностью нивелировав результаты июля, когда цены в основном росли из-за ожиданий снижения ставки, рассказывает Игорь Голубев, руководитель направления анализа долговых рынков Промсвязьбанка. Однако отсутствие решения Банка России, которого так ждали участники рынка, заставило инвесторов активно распродавать свои позиции. Если ранее инвесторы преимущественно распродавали длинный отрезок кривой ОФЗ, то в августе бумаги со средней дюрацией не сильно уступали отрицательным переоценкам на длинном конце кривой. Так, ценовое снижение трех-пятилетних выпусков составило порядка 120–160 б.п., в то время как на длинном отрезке бума-

ПРОГНОЗ

ИНФЛЯЦИЯ

Владимир ЕВСТИФЕЕВ,
заместитель начальника аналитического управления, банк «ЗЕНИТ»

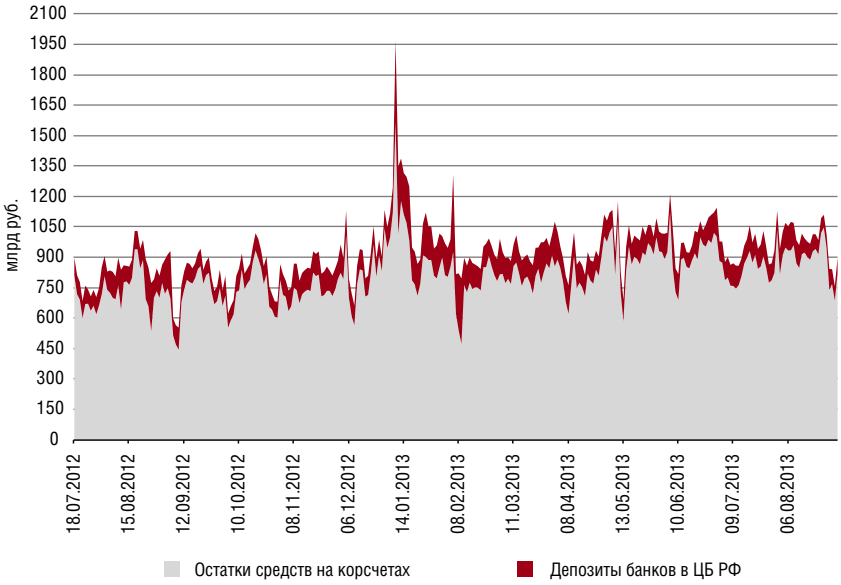
Инфляционные перспективы выглядят менее агрессивно. Судя по всему, урожайность в текущем году будет примерно на 15% выше в части зерновых культур, что будет способствовать более быстрым темпам замедления инфляции в годовом выражении. Это, с одной стороны, должно способствовать росту реальных доходов населения, с другой — большему давлению на Центробанк в отношении необходимости смягчения монетарных условий.

ВАЛЮТА

Игорь ГОЛУБЕВ,
руководитель направления анализа долговых рынков, Промсвязьбанк

Банк России проводил интервенции на валютном рынке, однако одновременно с этим активно менял границы коридора. Вероятно, политика ЦБ может быть направлена на снижение участия в валютных торгах и поддержку национальной валюты, что станет дополнительным негативным фактором для рынков в сентябре. Кроме того, в случае эскалации ситуации в Сирии рубль продолжит слабеть.

Рисунок 3
Ликвидность банковского сектора



ПРОГНОЗ

ДОЛГОВОЙ РЫНОК

Игорь ГОЛУБЕВ,
руководитель направления анализа долговых рынков, Промсвязьбанк

Ключевым фактором для локального и глобального рынков станет заседание ФРС 17–18 сентября. Для большинства инвесторов факт начала сворачивания программы количественного смягчения, похоже, является событием безусловным. В этом случае важны масштабы сокращения программы, которые будут оказывать влияние на рынок.

Рублевые бонды, конечно, вряд ли станут островом стабильности среди развивающихся рынков, однако вряд ли мы увидим такие агрессивные продажи, как, например, в Индии или Бразилии.

Ольга СТЕРИНА,
аналитик, «УРАЛСИБ Кэпитал»

Снижение ставки рефинансирования приведет к синхронному сокращению коротких ставок денежного рынка, что улучшит ситуацию с ликвидностью. Мы ожидаем увеличения наклона угла кривой ОФЗ. Рекомендуем инвесторам покупать длинные ОФЗ с дюрацией от пяти лет, предлагающие позитивный спред к кривой рублевых свопов, в отличие от короткого конца кривой. Согласно нашему прогнозу, к концу года доходность пятилетних ОФЗ должна находиться на уровне 6.15%, потенциал снижения доходностей составляет порядка 50 б.п.

ги теряли порядка 200 б.п., приводят данные аналитики Промсвязьбанка.

Вместе с тем российские бумаги выглядели вполне уверенно на фоне других бумаг развивающихся рынков. Например, десятилетние бонды Бразилии и Турции завершили август с ростом доходности около процента, а бумаги Индии на фоне катастрофического ослабления национальной валюты показали рост доходности на 2 п.п. Российский десятилетний бенчмарк с ростом доходности всего на 0.3 п.п. выглядит как тихая гавань, продолжает Игорь Голубев. Отчасти спасительным фактором для локального рынка является невысокая доля иностранных инвесторов. Интересно, что в августе ряд стран, в том числе Бразилия и Турция, начали повышать ставки с целью стабилизации национальной валюты. А ЦБ Индии собирается поддержать суверенный долг через выкуп длинных гособлигаций.
О похожей инициативе высказывался в конце августа министр экономического развития России А.В. Улюкаев, заявив, что ЦБ РФ мог бы начать выкуп ОФЗ и реализовать таким образом российский вариант количественного смягчения. Отметим, что пока конкретных заявлений со стороны ЦБ не было.

RUSSIA RISK CONFERENCE
PRMIA & CBONDS

14 ноября 2013 года Москва

Организаторы:
Cbonds congress
PRMIA The Professional Risk Managers' International Association

Официальный партнер:
БАНК ЗЕНИТ
БАНКОВСКАЯ ГРУППА ЗЕНИТ

Спонсоры:
OLIVER WYMAN
sas THE POWER TO KNOW.

Спонсор семинара:
PROGNOZ

Russia Risk Conference – крупнейшее мероприятие для риск-менеджеров в России, которое Cbonds-Congress проводит совместно с PRMIA – профессиональной ассоциацией риск-менеджеров. На конференции собираются признанные эксперты и профессионалы, чтобы обсудить актуальные вопросы риск-менеджмента в атмосфере дружественного делового общения.

Стоимость участия – 22 000 руб. Для членов PRMIA предусмотрены скидки.

Контакты:

Регистрация:
Елена Мокрицкая
Тел. +7 (812) 336-97-21 *104
e-mail: elena@cbonds.info

Программа, спонсорство:
Екатерина Гриценко
Тел. +7 (812) 336-97-21 *223
e-mail: kate@cbonds.info

www.cbonds-congress.com