Разочарования продолжаются

Елена СКУРИХИНА

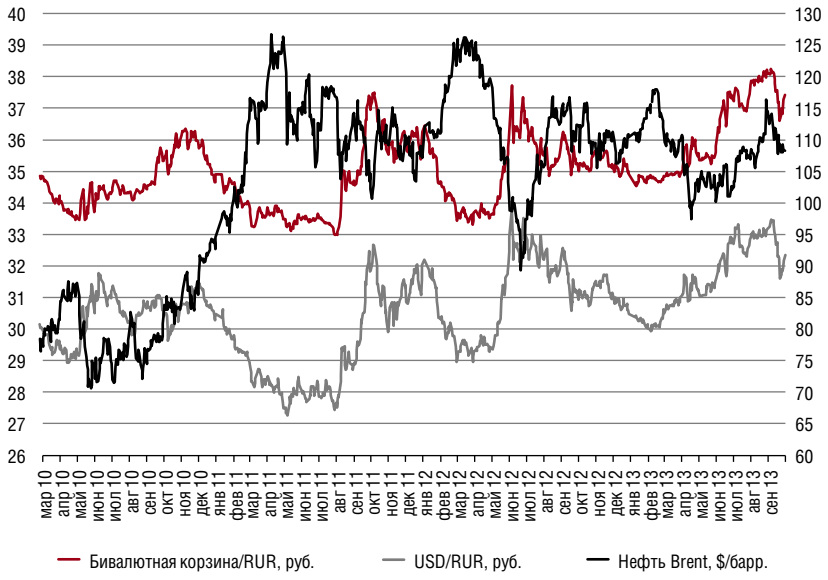
МАКРОЭКОНОМИКА

Августовская статистика подтвердила, что поводов для оптимизма практически не осталось: слабый внутренний инвестиционный спрос, почти нулевые темпы роста промышленности. Динамика оборота розничной торговли пока остается на уровне среднемесячных значений, но аналитики не исключают того, что в ближайшее время начнется снижение потребительской активности.

Макроэкономическая статистика за август говорит о продолжении стагнации российской экономики, отмечает Мария Помельникова, макроаналитик Райффайзенбанка. Главным негативным сюрпризом стало возобновившееся в августе падение инвестиций — на внушительные 3.9% г/г (после временного восстановления на 2.5% г/г в июле) — и в целом их сокращение на 1.3% за восемь месяцев 2013 года. Таким образом, высокие инвестиционные показатели июля оказались разовым явлением и объясняются статистическими эффектами. О слабом внутреннем инвестиционном спросе говорит и снижение грузооборота — на 0.6% за восемь месяцев, а также существенное замедление импорта инвестиционных товаров. В связи с этим аналитики Райффайзенбанка снизили годовой прогноз по инвестициям до 1% в 2013 году (против 5% ранее).

Промышленность сохраняет нулевые темпы роста, а от снижения ее спасает небольшой прирост в добывающих отраслях. За восемь месяцев текущего года объем выпуска в промпроизводстве не изменился, но в отличие от ситуации в прошлом году промышленность поддерживают в основном добывающие отрасли на фоне относительно высоких мировых цен на сырье, комментирует Владимир Евстифеев,

Рисунок 1
Курс рубля ЦБ РФ и цены на нефть Brent



ТОЛЬКО ЦИФРЫ

На **0.1%** (г/г) выросло промпроизводство в августе по сравнению со снижением на 0.7% (г/г) в июле

На **3.9%** (г/г) снизились инвестиции в основной капитал в августе по сравнению с ростом на 2.5% (г/г) в июле

На **5.9%** (г/г) вырос уровень реальных зарплат в августе по сравнению с ростом на 6.6% (г/г) в июле

5.2% составил уровень безработицы в августе по сравнению с 5.3% в июле

заместитель начальника аналитического управления банка «ЗЕНИТ». Так, добыча нефти в августе увеличилась на 1.1% г/г, газа — на 7.2% г/г. В обрабатывающих сегментах неплохо себя чувствуют лишь те отрасли, которые ориентированы на конечный спрос. Прежде всего это пищевая промышленность и потребительские товары. В группе инвестиционных товаров снижение немного усилилось, а наибольшее сокращение годовых темпов роста наблюдается в основных видах строительных материалов и металлообработке, отмечают в банке «ЗЕНИТ».

Темпы роста оборота розничной торговли остаются на уровне среднемесячных — 4% г/г против 3.9% за январь-август 2013 года — благодаря достаточно стабильной динамике реальных (6.6% г/г в августе) и номинальных зарплат (13.5% г/г), а также отсутствию выраженного замедления розничного кредитования (в среднем 2.5% м/м), приводит данные Мария Помельникова. Тем не менее, по оценкам Райффайзенбанка, формируются предпосылки для некоторого ухудшения состояния рынка труда, что создает риски для небольшого снижения темпов роста потребления населения — согласно пересмотренному прогнозу Райффайзенбанка до 3% в 2013 году (против 4% ранее). Потребительская активность в августе была несколько слабее июля, однако большинство индикаторов остается выше среднего уровня за восемь месяцев текущего года, продолжает Владимир Евстифеев. Рост розничных продаж в августе замедлился до 4% г/г против 4.3% в июле и прироста за 8 месяцев года на уровне 3.7% г/г. Тем не менее на фоне остальных компонентов ВВП потребление выглядит наиболее сильным и продолжает оказывать наиболее ощутимую поддержку росту экономики. Динамика реальных зарплат осталась внушительной. Во многом это обеспечивается нерыночной компонентой: индексацией зарплат в бюджетной сфере, увеличением социальных пособий и пенсий.

ДЕНЕЖНЫЙ РЫНОК

На денежном рынке ситуация с ликвидностью оставалась стрессовой. Однако аналитики очень надеются на спад напряженности в октябре и вливание ликвидности благодаря запуску нового инструмента ЦБ.

Масштабные реформы денежно-кредитной политики ЦБ призваны улучшить ситуацию с ликвидностью в долгосрочной перспективе и повысить предсказуемость рыночных ставок, прогнозирует Анна Соболева, аналитик по долговым рынкам ИК «Велес Капитал». Однако в среднесрочной перспективе намерение регулятора отказаться от проведения аукционов O/N в пользу недельных аукционов с 1 февраля 2014 года несет в себе определенную угрозу. В настоящее время именно сокращения Центробанком лимитов O/N оказывают ключевое давление на ставки МБК, способствуя их росту сильнее, чем налоговые платежи как таковые и другие факторы. В текущем году рынок не раз наглядно демонстрировал, что пока не готов к полному переходу на недельное фондирование, отмечает Анна Соболева. Рассчитывать на скорый положительный экономический эффект от нововведений регулятора также не стоит, и картина со стоимостью ликвидности, по сути, не претерпела каких-либо существенных изменений, пока лимиты аукционного РЕПО Банка России продолжают сдерживать давление на ставки. Результатом сдержива-

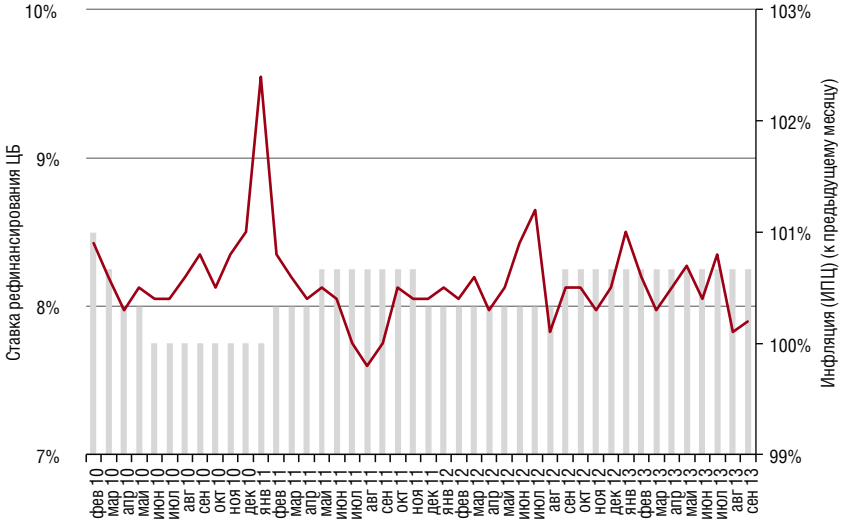
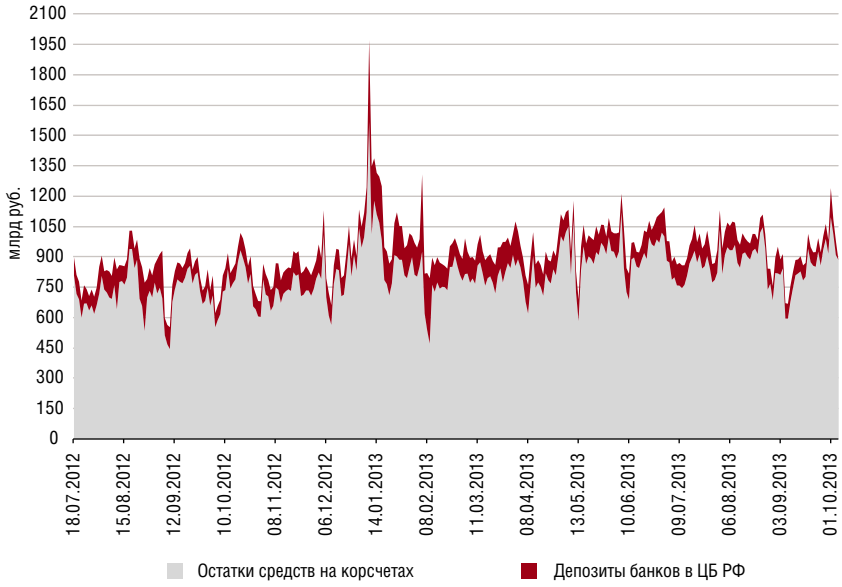


Рисунок 2
Инфляция и ставка рефинансирования ЦБ

Рисунок 3
Ликвидность банковского сектора



ния ставок денежного рынка по-прежнему остается рост отрицательной величины чистой ликвидной позиции банковского сектора, которая во второй половине месяца находилась выше уровня в 2.5 трлн руб.

После очередного заседания по ставкам Банк России принял решение о проведении 14 октября нового аукциона по кредитам под нерыночные активы: его параметры, за исключением срока (всего на 3 месяца против 1 года ранее) и временного запрета на использование поручительств как залога, остались прежними: до 500 млрд руб. под минимальную ставку 5.75% годовых. Таким образом, по словам Марии Помельниковой, в сентябре банки не получили вливаний ликвидности в рамках нового инструмента, что и обусловило тяжелую ситуацию на денежном рынке. Наиболее острая фаза наблюдалась в последнюю неделю сентября после уплаты НДПИ и экспортных пошлин, подчеркивают в Райффайзенбанке. Ставка RUONIA поднялась до 6.5%, объем РЕПО с ЦБ достиг рекордных 2.6 трлн руб., объем валютных свопов с ЦБ в конце месяца превысил 200 млрд руб.

Положительным внутренним фактором для рынка является переход ЦБ к таргетированию инфляции, говорит Анна Соболева. Еще одним важным решением стала заморозка тарифов монополий на 2014 год. С учетом последнего предложения Минэкономразвития об индексации тарифов только для населения, прогноз ЦБ по инфляции на 2014 год был повышен до 5%, что, впрочем, укладывается в оптимистичный сценарий постепенного снижения инфляционного давления. Кроме того, глава Банка России Эльвира Набиуллина пригрозила ужесточением денежно-кредитной политики в виде повышения ставок, если целевые ориентиры по инфляции не будут достигнуты. Невысокий уровень инфляции и возможность прогнозировать темпы ее изменения благоприятно сказываются на ставках долгового рынка, полагают аналитики ИК «Велес Капитал».

ПРОГНОЗ

СТАВКИ

Мария ПОМЕЛЬНИКОВА,
макроаналитик, Райффайзенбанк

В связи с проведением аукциона по кредитам под нерыночные активы ситуация с ликвидностью в октябре должна быть не такой напряженной, как в сентябре. Однако дефицит ликвидности сейчас настолько высок, что предпринимаемые меры денежных властей лишь немного ограничат повышательное давление на краткосрочные ставки.

ИНФЛЯЦИЯ

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

ЦБ продолжает говорить о текущей сбалансированности ключевых процентных ставок, темпов роста экономики и инфляции, тогда как сокращение стоимости заемных денег может произойти либо в случае более заметного снижения ценового давления на экономику, либо при увеличении рисков рецессии. Таким образом, если текущая ситуация сохранится, регулятор может сохранить ключевые процентные ставки без изменений вплоть до конца года и перейти к их снижению лишь в начале 2014 года, когда будет заметна высокая база текущего года по инфляции.

ВАЛЮТА, СТАВКИ

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

На фоне стабильности цен на нефть можно ожидать и стабилизации курса рубля, тем более с учетом прогнозов по снижению оттока капитала из страны уже начиная со следующего года. Вместе с тем в ближайшее время государственные меры по стимулированию экономики могут дать свои первые плоды. Наметившаяся в последние месяцы тенденция к снижению инфляции может сохраниться и в следующем году, учитывая решение о замораживании тарифов естественных монополий до конца 2014 года. Возможно, что введение Банком России ключевой ставки (5.5%) и коридора процентных ставок (4.5–6.5%) для рефинансирования банковской системы и дальнейшие действия по развитию системы предоставления и абсорбирования ликвидности на аукционной основе на различные сроки будут способствовать снижению процентных ставок.

ДОЛГОВОЙ РЫНОК

Несмотря на перебои с ликвидностью, сентябрь на внутреннем долговом рынке выдался довольно спокойным. Ближе к середине месяца инвесторы начали охотно покупать рублевые бумаги на фоне внешних позитивных ожиданий. В октябре аналитики не исключают высокой волатильности в длинных госбумагах и рекомендуют обратить внимание на облигации банковского сектора.

Ситуация, наблюдавшаяся на мировых рынках и на рынке рублевых облигаций в начале сентября, не внушала особого оптимизма, рассказывает Александр Ермак, главный аналитик долговых рынков, заместитель аналитического управления БК «РЕГИОН». Инвесторы ожидали сворачивания программы количественного смягчения ФРС США уже в текущем месяце, поэтому после заседания FOMC продолжался

отток капитала с развивающихся рынков. По данным ЦБ РФ, за август иностранцы сократили объем инвестиций в ОФЗ на 120 млрд руб., до 810 млрд руб. (максимальный в текущем году объем вложений нерезидентов в ОФЗ оценивался на уровне порядка 1.1–1.2 трлн руб.). Доходность долгосрочных ОФЗ достигла очередных локальных максимумов, превысив 8% годовых.

Решение ФРС США о сохранении программы количественного смягчения (отказ от сокращения выкупа активов) стало неожиданностью для большей части инвестиционного сообщества и предопределило очередное укрепление рубля и резкое снижение ставок на рынке ОФЗ. К началу третьей декады сентября максимальное снижение ставок двух самых длинных гособлигаций с начала месяца достигало 0.55-0.6 п.п. (до 7.4-7.55% годовых), продолжает Александр Ермак. Однако оптимизма инвесторов хватило ненадолго: к концу сентября рост цен облигаций, произошедший после заседания ФРС США, был отыгран назад. Тем не менее по итогам месяца снижение доходности на самом длинном конце кривой ОФЗ (дюрация — 7–9 лет) составило 0.3–0.4 п.п. (рост цен в пределах 2.7–2.95 п.п.), а на долю этих бумаг пришлось около 45% от суммарного объема сделок с ОФЗ. Нельзя не отметить, что по мере сокращения дюрации облигаций снижается и волатильность этих бумаг, и их реакция на внешние факторы. В среднесрочном сегменте (с дюрацией 4–6 лет) снижение доходности составило в пределах 0.1–0.15 п.п., в коротком сегменте (1–3 года) уровень процентных ставок практически не изменился.

На рынке муниципальных облигаций активность на вторичном рынке несколько выросла (+ порядка 10%) по сравнению с июлем. При этом более 25% от суммарного оборота пришлось на облигации девятой серии Нижегородской области, которые размещались в августе. Порядка 6% оборота пришлось на девятую серию бумаг Самарской области, которые также размещались в августе. В тройку лидеров вошли облигации Москвы серии 49, дюрация которых составляет порядка 3.5 года (что сопоставимо с дюрацией вышеназванных выпусков). По итогам месяца движение цен в целом было позитивным (в силу преимущества выпусков с кратко- и среднесрочной дюрацией), но незначительным.

На рынке корпоративных облигаций по итогам сентября наблюдалась преимущественно позитивная динамика цен, что также обусловлено преобладанием относительно короткой дюрации большей части выпусков (до трех лет). Активность на вторичном рынке в сентябре несколько снизилась (примерно на 10%), на первичном рынке снижение объема размещений составило порядка 20% по сравнению с предыдущим месяцем. Тем не менее все размещения проходили с переспросом, что и определяло более низкие, чем предполагалось изначально, ставки.

ПРОГНОЗ

ДОЛГОВОЙ РЫНОК

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

Нельзя исключать высокой волатильности в долгосрочном сегменте рынка государственных облигаций, обусловленной присутствием инвесторов–нерезидентов. На этом фоне вложения в кратко– и среднесрочные муниципальные и корпоративные облигации нам кажутся достаточно привлекательными. При этом рекомендуем обратить внимание в первую очередь на банковский сектор, который предлагает достаточно широкий спектр соотношения «риск/доходность». Так, если смотреть на первый эшелон, то, по нашему мнению, стоит обратить внимание на жилищные облигации с ипотечным покрытием банка «ДельтаКредит», которые в настоящее время торгуются со спредом к ОФЗ на уровне порядка 180–200 б.п. при дюрации в пределах 2–3 лет. Среди банковских облигаций второго эшелона можно отметить выпуски с дюрацией порядка 1.35–1.45 года и со спредом к ОФЗ в пределах 250–270 б.п.: МКБ, БО–03, «Русский Стандарт», БО–02 и БО–04, ХКФ Банк, 7, НОМОС, 12в, АК БАРС Банк, БО–03. В третьем эшелоне наиболее интересными нам кажутся облигации с дюрацией чуть менее 1 года: УБРиР, БО–08, БИНБАНК, БО–02, Татфондбанк, БО–11, которые в настоящий момент торгуются со спредом у ОФЗ на уровне 480–520 б.п.

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

В октябре мы рекомендуем воздержаться от спекулятивных операций из–за высокой неопределенности вокруг ситуации с потолком госдолга США. Вполне вероятно, что до принятия Конгрессом США решения по бюджету спрос на рискованные активы останется низким, и в этой связи мы оставляем рекомендацию придерживаться стратегии buy & hold. Наиболее привлекательным на данный момент выглядит банковский сектор, где доходность по ряду выпусков превосходит 10% на дюрации до года. В частности, нам кажется интересным вложение в выпуски НОМОС–БАНК, БО–3, Татфондбанк, 11, БИНБАНК, БО–2, «Национальный Стандарт», БО–2, «Ренессанс Кредит», БО–3. Из небанковских займов мы рекомендуем обратить внимание на выпуск «РУСАЛ», 7, торгующийся с доходностью около 22% на дюрации 0.43 года. Мы полагаем, что компания к намеченной дате будет обладать достаточным для прохождения оферты объемом свободных денежных средств, а кроме того, дефолт по облигациям невыгоден в контексте предстоящего рефинансирования долга.