Без рождественских покупок

Ксения СМИРНОВА

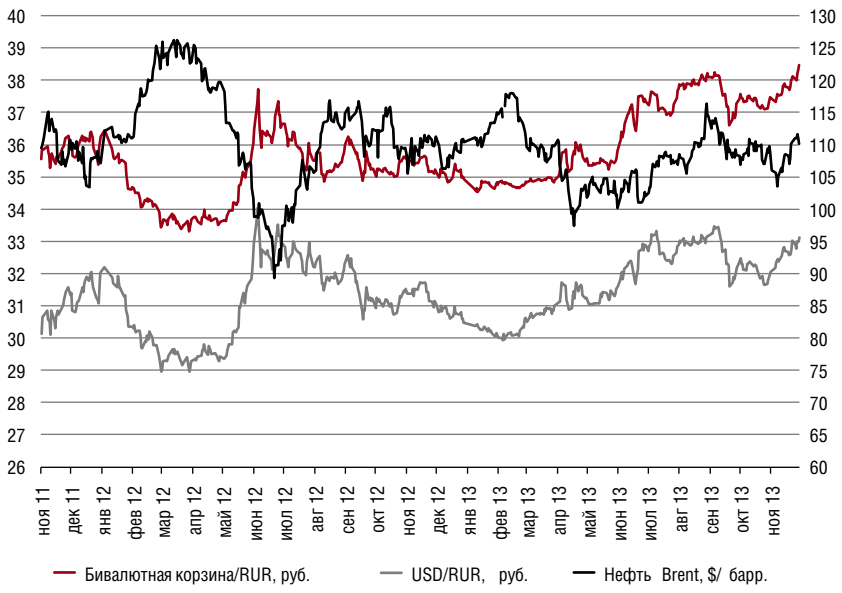
МАКРОЭКОНОМИКА

Внушительный рост производства продукции в сельском хозяйстве позволил экономике немного оживиться, однако эта поддержка все же очень ограниченна. Макроэкономические данные за октябрь по-прежнему свидетельствуют о слабости экономики: продолжается падение инвестиций в основной капитал, вызванное невысокой активностью компаний в строительном секторе, обрабатывающая промышленность находится в депрессивном состоянии. Инфляция резко выросла в октябре и не позволила ЦБ на очередном заседании принять решение о снижении ставок.

Полученные в ноябре данные о состоянии российской экономики оказались умеренно-позитивными на фоне предыдущих нескольких месяцев, отмечает Владимир Евстифеев, заместитель начальника аналитического управления банка «ЗЕНИТ». Это произошло благодаря росту объема производства сельскохозяйственной продукции, который подстегнул динамику грузоперевозок. Однако, учитывая относительно небольшой вклад отрасли в ВВП, это приведет лишь к ограниченной поддержке экономики в текущем квартале (около 0.3 п.п. дополнительного роста в годовом выражении в четвертом квартале).

Макроданные за октябрь говорят о плавном ухудшении всех ключевых показателей, комментирует Мария Помельникова, макроаналитик Райффайзенбанка. В октябре продолжилось более глубокое падение инвестиций в основной капитал, замедление роста оборота розничной торговли, причем на фоне ухудшения динамики зарплат и подросшей инфляции. Ожидания аналити-

Рисунок 1
Курс рубля ЦБ РФ и цены на нефть Brent



ТОЛЬКО ЦИФРЫ

На **0.1%** (г/г) снизилось промпроизводство в октябре по сравнению с ростом на 0.3% (г/г) в сентябре

На **1.9%** (г/г) сократились инвестиции в основной капитал в октябре по сравнению со снижением на 1.6% (г/г) в сентябре

На **4.1%** (г/г) вырос уровень реальных зарплат в октябре по сравнению с ростом на 8.2% (г/г) в сентябре

5.5% составил уровень безработицы в октябре по сравнению с 5.3% в сентябре

ков Райффайзенбанка относительно того, что падение инвестиций последует за снижением активности строительной отрасли из-за завершения госпроектов, полностью подтверждаются. Мария Помельникова отмечает также, что динамика инвестиций в машины и оборудование не полностью восстановилась после кризиса и продолжает ослабевать, прослеживается и сокращение спроса на инвестиционный импорт.

Инвестиционная активность остается подавленной, соглашается Владимир Евстифеев. Компании не уверены в сохранении стабильного спроса даже в среднесрочной перспективе, поддержка от строительного рынка также отсутствует. Динамика капвложений остается отрицательной. Причиной сокращения инвестиций в основной капитал по-прежнему служит как относительно высокая база 2012 года по строительству (когда было завершено возведение ряда основных олимпийских и инфраструктурных объектов), так и невысокая активность компаний в этом направлении, подтверждают аналитики банка «ЗЕНИТ». Сложившаяся ситуация не добавляет факторов в пользу какого-либо позитивного кардинального изменения динамики инвестиций в основной капитал в декабре, однако не исключено некоторое улучшение инвестиционных показателей, если основываться на влиянии эффекта низкой базы в первом квартале 2014 года, обнадеживает Мария Помельникова.

В промышленности ситуация практически не изменилась: добывающие отрасли вытягивают сектор к нулевым значениям, продолжает Владимир Евстифеев. Как и в предыдущие несколько месяцев, промышленность избегает более сильного провала лишь благодаря добывающим отраслям. Обработка же осталась в депрессивном состоянии, отражая минимальные объемы производства в группе инвестиционных товаров, металлообработке и стройматериалах. Наиболее заметное восстановление продемонстрировало производство химических и минеральных удобрений, там выпуск увеличился на 9.7% г/г, что является максимальным значением почти за два года. Пищевая и легкая промышленность на фоне сохранения уверенного уровня потребления также выглядит неплохо.

Аналитики Райффайзенбанка опасаются, что негативные тенденции в промышленности и строительстве приведут к ухудшению на рынке труда: в последние месяцы наблюдается рост безработицы (до 5.5% с 5.3%) и сокращение темпов роста реальных и номинальных зарплат. С учетом этого понижение экспертами прогноза по ВВП до 1.5% выглядит все более оправданно и совпадает с ожиданиями ЦБ (Эльвира Набиуллина назвала новой «нормой» рост ВВП на уровне 1.5–2%).

Тем не менее Владимир Евстифеев обращает внимание на то, что потребительская активность остается на высоком уровне благодаря росту зарплат и сохранению уверенных темпов развития розничного кредитования. Судя по наличию спроса на непродовольственные товары, потребительскую активность также стимулируют девальвационные ожидания, провоцирующие сберегать меньше в условиях турбулентности валютного рынка. Стоит отметить, что поддержание темпов роста экономики в положительном русле по-прежнему полностью обеспечивается за счет внутреннего потребления. Будущая цена такого роста высока: экономика снижает конкурентоспособность, а на рынке розничного кредитования просроченная

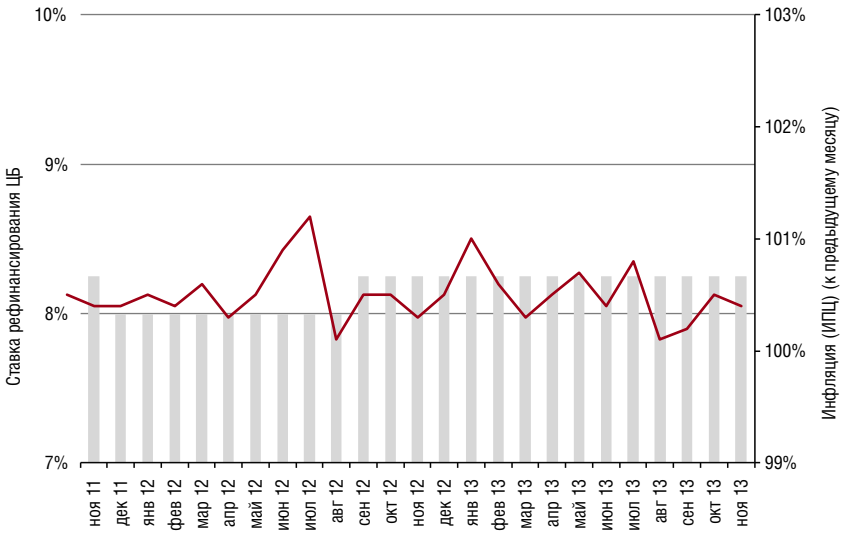
ПРОГНОЗ

ПРОЦЕНТНЫЕ СТАВКИ

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

На наш взгляд, ЦБ РФ сохранит основные процентные ставки без изменений до конца года, но оставит пространство для возможных маневров на следующий год. Более вероятно, что первое ослабление процентной политики произойдет в начале первого квартала 2014 года. Благодаря сопоставимой статистической базе в 2013 году шансы на вхождение инфляции в таргетируемый диапазон ЦБ выглядят высокими.

Рисунок 2
Инфляция и ставка рефинансирования ЦБ



задолженность растет темпами вдвое больше, нежели выдача новых кредитов, предостерегают аналитики банка «ЗЕНИТ».

Инфляционная активность не выдыхается, это не позволяет ЦБ поддержать экономику снижением основных процентных ставок, констатирует Владимир Евстифеев. Инфляция по итогам октября неожиданно выросла, увеличив темпы годового роста с 6.1% до 6.3%, лишив рынки возможности легче вздохнуть от понижения ключевой процентной ставки. По данным Росстата, на 25 октября инфляция в РФ составила 5.7% с начала года, что фактически означает превышение ее значения на конец года над прогнозируемым Банком России диапазоном 5–6%. В лучшем случае можно ожидать повторения или некоторого улучшения (в пределах 0.1–0.2 п.п.) прошлогоднего результата, который составлял 6.5%, подытожил главный аналитик долговых рынков «РЕГИОН» Александр Ермак.

ДЕЙСТВИЯ В ОТНОШЕНИИ МАСТЕР-БАНКА ПОРОДИЛИ СЛУХИ О НАЛИЧИИ «СПИСКА ЦБ»

ДЕНЕЖНЫЙ И ВАЛЮТНЫЙ РЫНКИ

Угроза сворачивания QE3 и отток капитала стали причиной ослабления национальной валюты. Тем не менее аналитики ожидают возвращения тенденции укрепления рубля в начале будущего года. Ситуация с ликвидностью и ставками может ухудшиться в декабре, особенно если давление на рубль сохранится. По прогнозам экспертов, к концу года денежное предложение Минфина будет сокращаться, а объем планируемых возвратов депозитов в бюджет останется высоким.

Обстановка на российском денежно-кредитном рынке в ноябре была довольно спокойной, несмотря на волатильность валютного рынка, отмечают аналитики банка «ЗЕНИТ». ЦБ РФ и Минфин оставались основными поставщиками ликвидности на рынок, что позволило избежать заметного роста краткосрочных процентных ставок.

Анна Соболева, аналитик по долговым рынкам ИК «Велес Капитал», акцентирует внимание на сложной ситуации с привлечением ликвидности. Последний налоговый период показал, что уровень задолженности банковского сектора по прямому РЕПО перед ЦБ на отметке 2.3–2.5 трлн руб. является для отдельных игроков порогом в плане дальнейшего использования рыночного обеспечения. Так, в дни крупных налоговых выплат однодневные лимиты по прямому РЕПО Банка России в большинстве случаев выбирались не полностью, хотя регулятор ограничивался относительно скромными суммами. При избытке ликвидности на аукционах ЦБ банки проявляли повышенный интерес к инструментам, не требующим рыночного обеспечения, — депозитам Федерального казначейства и операциям «валютный своп» с Банком России.

Что касается ослабления рубля, то очевидно, что его причины обусловлены проблемами внутри страны, если принять во внимание сохранение стабильных цен на нефть, комментирует Александр Ермак. Однако аналитики БК «РЕГИОН» ожидают возвращения тенденции к укреплению рубля традиционно в начале будущего года и не видят объективных макроэкономических причин сохранения такой слабой национальной валюты в целом.

Сначала угроза сворачивания QE3, а потом и отток капитала под влиянием фактора Мастер-Банка взвинтили курс доллара к рублю выше отметки в 33 руб., анализирует Анна Соболева. В декабре к этим факторам прибавится существенный объем выплат по внешнему долгу (почти $30 млрд), половина из которого как раз приходится на корпоративный сектор, что заставит компании аккумулировать валюту. Кроме того, традиционный всплеск бюджетных расходов с приходом на рынок рублевой ликвидности также является негативным фактором для отечественной валюты.

Ситуация на валютном рынке, где доллар достиг невиданных с сентября уровней, также стала отражением дефицита средств на денежном рынке, подтверждает Игорь Голубев, руководитель направления анализа долговых рынков Промсвязьбанка. Так, участники предпочли не конвертировать валютные позиции, а использовать их в качестве обеспечения для привлечения

ПРОГНОЗ

ПРОМЫШЛЕННОСТЬ

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

В 2014 году состояние промышленности в значительной мере будет зависеть от добывающих отраслей, которые могут продолжить рост вслед за восстановлением ключевых экономик Европы. В обрабатывающих отраслях кратковременную поддержку может оказать фактор наращивания запасов.

рублевой ликвидности. Основным вопросом для рынка в настоящий момент является продолжительность периода дорогих денег.

Наблюдаемая в последние месяцы тенденция показывает, что ставки демонстрируют резкое снижение в первых числах, продолжают аналитики Промсвязьбанка. Последнее является вполне логичным событием, так как снижается естественный спрос. В начале декабря события, скорее всего, будут развиваться немного по другому сценарию. Высокая премия за риск, включенная в стоимость МБК и усиленная повышенным спросом в налоговый период, скорее всего, не будет устранена. Вероятнее всего, в начале декабря ставки опустятся ниже уровня неограниченного предложения ЦБ — 6.5%. При этом уход к значениям 6.2–6.3% выглядит маловероятным вплоть до начала января.

ПРОГНОЗ

ДЕНЕЖНЫЙ РЫНОК

Мария ПОМЕЛЬНИКОВА,
макроаналитик, Райффайзенбанк

В декабре мы ожидаем еще более серьезного обострения ситуации. К этому приведет рост оттока средств, связанный с необходимостью погашения банками крупных сумм задолженности перед казначейством, а также сезонным ростом наличности в обращении. Мы считаем, что возможности РЕПО по компенсации этих изъятий довольно ограниченны, что будет вынуждать банки активно пользоваться дорогостоящими валютными свопами с ЦБ (6.5%). В условиях неоднородности распределения ликвидности по системе это будет создавать дополнительное давление на ставки, всплеск которых в 20-х числах декабря при таком сценарии может оказаться более выраженным, чем в ноябре. Действия регулятора во многом будут зависеть от того, насколько опасными в глазах Банка России являются риски превышения установленного ЦБ верхнего ориентира (6.5%) O/N ставки МБК.

ДОЛГОВОЙ РЫНОК

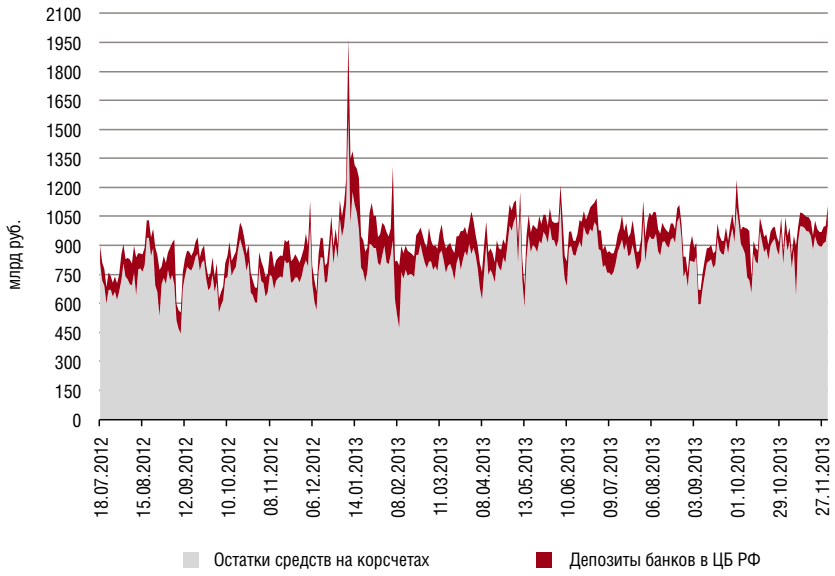
До конца текущего года внутренний рынок облигаций будет находиться под давлением, что в первую очередь связано с ситуацией в банковском секторе. Риски сворачивания QE3 также будут довлеть над рынком на протяжении всего месяца. В текущих условиях сохранять оптимизм довольно сложно, и аналитики рекомендуют пока отложить покупки облигаций.

Ноябрь на российском долговом рынке прошел очень напряженно, констатирует Анна Соболева. Сначала опасения сворачивания QE3 вновь ударили по спросу иностранных инвесторов на активы защитных стран, а потом и отзыв лицензии Мастер-Банка спровоцировал волну беспокойств за стабильность банковской системы России. Не остался в стороне и внезапный обвал котировок акций «Мечела», который был воспринят инвесторами как сигнал к высокой вероятности банкротства, что спровоцировало распродажи бондов компании. В частности, выпуск «Мечел-14» потерял в цене почти 8 фигур за месяц. Под удар попали и займы «РУСАЛа», также обремененного долгами. Их котировки упали в пределах 1 п.п.

В целом ноябрьское снижение отчасти может развеять миф о том, что российские бонды являются тихой гаванью на фоне бумаг других развивающихся рынков, продолжает Игорь Голубев. Так, по падению цен в прошлом месяце российские бонды уверенно догоняли бумаги Бразилии, Турции, Польши, а последние две недели преимущественно показывали большие ценовые потери. В целом интересно, что в ноябре бумаги пробивали ценовые уровни конца августа — начала сентября, когда общий сентимент был довольно пессимистическим и, по сути, инвесторы были практически уверены в гарантированном снижении объемов QE3 в сентябре.

Отзыв лицензии у Мастер-Банка и заявление главы Банка России о наличии аналогичных проблем еще у целого ряда кредитных организаций привели к росту недоверия банков друг к другу, что вы-

Рисунок 3
Ликвидность банковского сектора



разилось в закрытии (приостановлении) лимитов, росту процентных ставок на межбанковском рынке, подтверждает Александр Ермак. Кроме того, вызывает тревогу отток средств вкладчиков, который уже наблюдается по отдельным банкам в ряде регионов. Существенно снизился интерес к банковским облигациям. Особенно к банкам третьего эшелона, снижение цен сделок по которым уже достигло 0.5–1 п.п., а существенное расширение (до нескольких процентных пунктов) свидетельствует о потере ликвидности. В пределах 0.2–0.5 п.п. в среднем потеряли цены облигаций банков второго эшелона, в пределах 0.1–0.2 п.п. — банков первого эшелона. Под некоторым давлением были и долгосрочные (с дюрацией 2–5 лет) корпоративные облигации первого эшелона, снижение цен которых составило 0.2–0.5 п.п. По ликвидным корпоративным облигациям второго и третьего эшелонов снижение цен составляло от 0.2–0.4 п.п. до 0.7–1.5 п.п. Отдельно можно отметить облигации «Мечела», цены которых, несмотря на договоренности эмитента о ковенантных каникулах с крупнейшими кредиторами, снизились в пределах 4.5–7 п.п., а доходность по коротким выпускам превысила 100% годовых.

Ключевым поводом для падения, по мнению аналитиков Промсвязьбанка, стал фактор агрессивных действий ЦБ, которые были направлены на чистку банковской системы. Если ранее инвесторы особо не реагировали на отзыв лицензий у банков за границей в топ-100, то действия в отношении Мастер-Банка породили слухи о наличии «списка ЦБ», рассуждает Игорь Голубев. Все это вкупе с налоговым периодом вызвало рост ставок до июньских значений.

Еще одним фактором риска в декабре может выступить новый раунд переговоров по бюджету США. Поскольку до сих пор никаких прорывных соглашений по этому вопросу не поступало, не стоит исключать, что в декабре рынки увидят очередную бюджетную драму, что, в свою очередь, найдет отражение в глобальном спросе на риск, предупреждает Анна Соболева.

Кроме того, аналитики ИК «Велес Капитал» отмечают, что сильным риском для российского рынка является вероятность сворачивания QE3, а поскольку ближайшее заседание ФРС пройдет лишь в последних числах декабря, данный фактор будет довлеть над рынком на протяжении всего месяца.

Очередное обострение дискуссий относительно перспектив сокращения программы количественного смягчения привело к новому росту ставок на рынке гособлигаций США и, соответственно, на других долговых рынках, в том числе и на рынке российских еврооблигаций, продолжает Александр Ермак.

Наибольшее давление внешние факторы оказывают на рынок ОФЗ, где долгосрочные выпуски (с дюрацией более 6 лет) снизились с начала месяца более чем на 3 п.п, констатируют аналитики БК «РЕГИОН». Снижение цен ликвидных ОФЗ с дюрацией

ПРОГНОЗ

ДОЛГОВОЙ РЫНОК

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

Риски сворачивания QE3 будут подогревать продолжение роста ставок рублевых займов до конца года. На внутреннем рынке ситуация также будет складываться не в пользу облигаций. Напряженность вокруг банковского сектора и отсутствие драйверов роста рубля скажутся неблагоприятно на котировках бондов. В этой связи мы рекомендуем воздержаться от покупок облигаций, поскольку даже наиболее защищенные от дефолта выпуски вполне могут к концу года еще сильнее просесть в цене. В случае необходимости разместить средства до конца года рекомендуем сосредоточиться на коротких ОФЗ и облигациях надежных заемщиков. Наиболее подходящими кажутся выпуски ФСК, 18, «ВымпелКом, 03», ВТБ, 06, АФК «Система, 02», НОМОС-БАНК, БО-03 и БО-05.

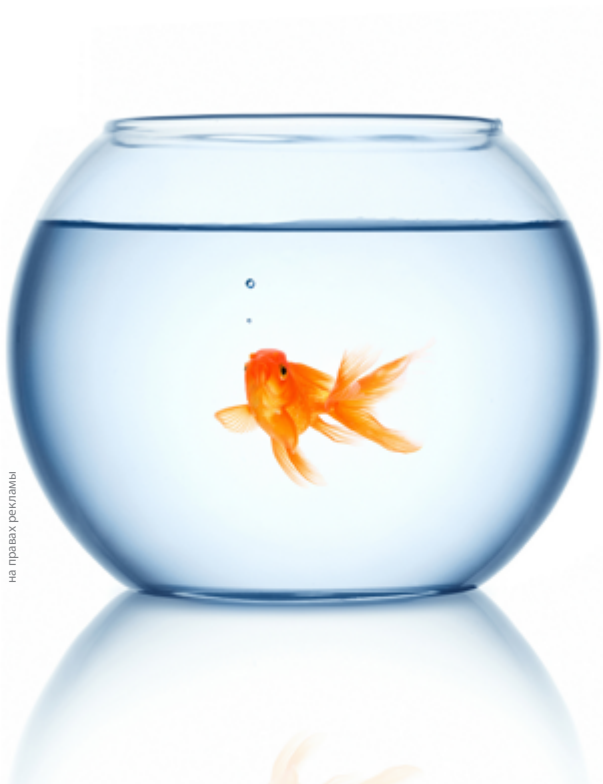
Александр ЕРМАК,
главный аналитик долговых рынков, БК «РЕГИОН»

В первой половине 2014 года можно ожидать ряд событий, которые смогут поддержать рынок рублевых облигаций. В начале ноября в СМИ было опубликовано сообщение Barclays о том, что российские гособлигации, номинированные в рублях, с 31 марта 2014 года получат право быть включенными в Global Aggregate Index. В него смогут войти только ОФЗ без амортизации, выпущенные после 2008 года, а их рыночный вес в индексе, по оценке Barclays, составит 0.18%. Включение в индекс означает увеличение и расширение круга потенциальных инвесторов среди нерезидентов, что, несомненно, поддержит спрос на ОФЗ в следующем году. Что касается субфедеральных и корпоративных облигаций, то все-таки мы надеемся на их присутствие в системе международных расчетов Euroclear и Clearstream в недалеком будущем. Очевидно, что в этом случае можно ожидать повышение спроса со стороны инвесторов — нерезидентов на облигации качественных эмитентов, что, в свою очередь, может привести к перераспределению портфелей и интересу со стороны российских инвесторов.

от трех до пяти лет составило 1–2 п.п., а по более коротким бумагам — менее 1 п.п. В результате этого повышение доходности к погашению по выпускам с дюрацией до трех лет составило 0.1–0.3 п.п., по более длинным бумагам — порядка половины процентного пункта. Объем биржевых торгов в ноябре потерял около 20% по сравнению с показателем предыдущего месяца.

Активность размещений в ноябре была существенно ниже, чем в предыдущем месяце, продолжает Александр Ермак. Минфин РФ смог разместить ОФЗ на общую сумму около 88.5 млрд руб. (на 36.5% меньше, чем в октябре прошлого года), показав, правда, третий результат в этом году. При этом если в октябре размещения ОФЗ проходили при двух-, трехкратном превышении спроса над предложением, то в ноябре первоначальный спрос инвесторов в пределах верхней границы установленного диапазона доходности составлял 50–70% от предложенного объема эмиссии.

По прогнозам аналитиков БК «РЕГИОН», как минимум до конца текущего года рынок рублевых облигаций будет находиться под давлением. В первую очередь это будет связано с ситуацией в банковском секторе, которая напоминает о событиях 2004 года — так называемом банковском кризисе. Для его разрешения потребовалось несколько месяцев, что в текущих условиях крайне сложной ситуации в экономике России представляется очень опасным. Решение сегодняшних проблем в банковском секторе во многом будет зависеть от позиции и поведения ЦБ РФ и правительства, которые обязаны приложить все усилия, чтобы не допустить панических настроений среди банков и их клиентов. Хотелось бы увидеть больше прозрачности в действиях Банка России, например, по отношению к политике рефинансирования банковской системы, намекнул Александр Ермак. В частности, наблюдаемые с середины лета задержки по включению в Ломбардный список облигаций (и не только банковских), которые по всем формальным признакам удовлетворяют требования для включения в Ломбард, повышают неопределенность на рынке как для инвесторов, так и для эмитентов. ©



mm.cbonds.info

Всё о рублевой ликвидности
Интерактивный календарь событий
Котировки межбанковского рынка
Индексы и индикаторы
Лента новостей и комментариев

CBONDS MM
MONEY MARKET