Тридцать три несчастья

Ксения СМИРНОВА,
Павел ДИДКОВСКИЙ

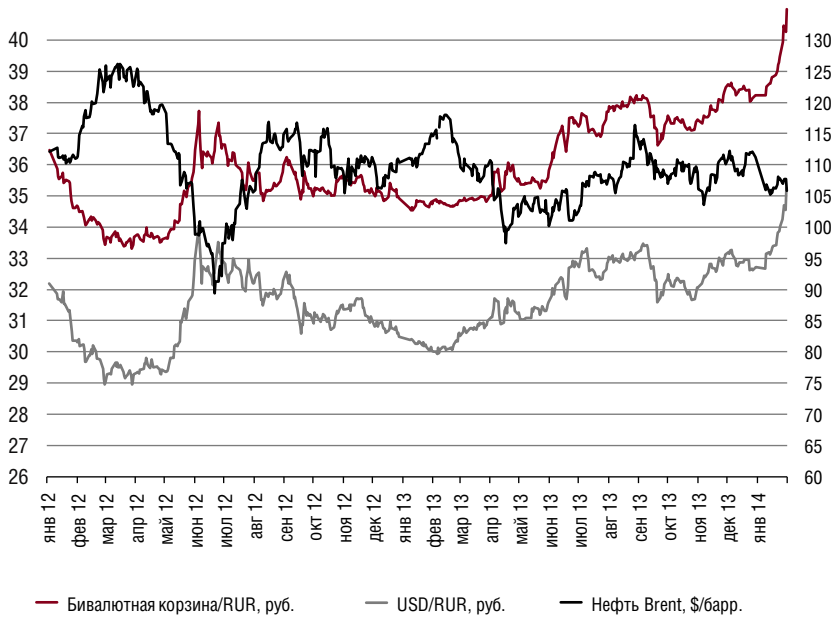
МАКРОЭКОНОМИКА

Подводя итоги 2013 года, аналитики безоговорочно признали серьезный экономический спад: замедление роста ВВП (всего лишь 1.3%, по данным Росстата), ослабление национальной валюты более чем на 5% при устойчивых высоких ценах на нефть, снижение объема инвестиций и уровня потребительского спроса, а также резкое ухудшение ситуации на рынке труда. Утешение может принести лишь замораживание тарифов естественных монополий, которое уже во втором полугодии приведет к замедлению инфляции.

Экономические результаты 2013 года оказались разочаровывающими. Объем инвестиций по итогам года снизился на 0.3% по сравнению с повышением на 6.6% в 2012 году, рост потребления населения замедлился, в результате чего розничный товарооборот увеличился в 2013 году лишь на 3.9% против 6.3% годом ранее. Рост ВВП составил 1.3%, впервые с 2009 года уступив темпам роста мировой экономики, подвел итоги ушедшего года старший экономист Sberbank CIB Антон Струченевский.

Показатели роста российской экономики в 2013 году стали неприятным сюрпризом для всех участников рынка, ведь еще в середине года ожидания по росту составляли не менее 2%, соглашается Ольга Стерина, аналитик «УРАЛСИБ Кэпитал». Улучшение экономической ситуации аналитики прогнозируют ближе ко второй половине текущего года. После затяжной рецессии в конце 2013 года европейская

Рисунок 1
Курс рубля ЦБ РФ и цены на нефть Brent



ТОЛЬКО ЦИФРЫ

На **0.3%** (г/г) выросло промпроизводство в 2013 году

На **0.3%** (г/г) сократились инвестиции в основной капитал в 2013 году

На **5.2%** (г/г) вырос уровень реальных зарплат в 2013 году

5.5% составил уровень безработицы на конец 2013 года по сравнению с 5.1% на конец 2012 года

6.5% составила инфляция на конец 2013 года, по сравнению с 6.6% на конец 2012 года

экономика стала демонстрировать первые признаки восстановления. Поскольку Европа является ключевым торговым партнером России, это благоприятно скажется на экспорте нашей страны. Однако эффект Россия почувствует не сразу, а с некоторым временным лагом, который составит около 3–5 месяцев.

Посткризисное восстановление выдохлось ко второй половине 2012 года, после чего все ярче стали проявляться структурные ограничения, связанные с исчерпанием ресурсов прежней экономической модели: это отсутствие значительного объема незанятых ресурсов в экономике (производственных мощностей, рабочей силы) и их неоптимальная аллокация, подтверждает мнение коллег главный экономист аналитического департамента «ВТБ Капитала» Владимир Колычев. Антон Струченевский отмечает, что инфраструктурных ограничений экономика не испытывала. Из данных Росстата следует, что рост ВВП между 2008-м и 2012 годом составил около 4%, а основные фонды увеличились почти на 15%. Простая арифметика говорит о том, что средняя загрузка мощностей в начале 2013 года снизилась на 11% по сравнению с 2008 годом. При этом внешние факторы в 2013 году были немногим хуже, чем в 2011–2012 годах: цены на нефть превышали $100 за баррель, а настроения инвесторов остались переменчивыми. Получается, что причины замедления роста ВВП, стагнации в промышленном производстве, спада в инвестициях и строительстве надо искать внутри страны.

«Зачастую можно слышать сетования на неблагоприятный инвестиционный климат в России, который не позволяет реализоваться экономическому потенциалу, – рассуждает Антон Струченевский. – К сожалению, качество инвестиционного климата с трудом поддается измерению, а его оценки носят крайне субъективный характер, поскольку базируются на опросах и эмоциях респондентов. Более того, есть косвенные свидетельства улучшения инвестиционного климата в стране. Например, за девять месяцев 2013 года объем инвестиций снизился на 1.4% по сравнению с соответствующим периодом предыдущего года. При этом инвестиции крупных компаний снизились на 6.9%. Это означает, что инвестиции малого и среднего бизнеса возросли на 11.5%. Принято считать, что именно этот сектор страдает от коррупции и прочих проявлений плохого инвестиционного климата. Если это так, то показатели этого сегмента должны свидетельствовать о положительной динамике в 2013 году».

Главным фундаментальным трендом ушедшего года, как, впрочем, и ближайших нескольких лет, становится смещение центра генерации экономического роста от государственного сектора к частному, соглашается с коллегой Владимир Колычев. То, насколько гладким будет этот процесс, и очертит перспективы экономического роста в переходный период. Уже в уходящем году

ПРОГНОЗ

ВВП, ИНВЕСТИЦИИ

Владимир КОЛЫЧЕВ,
главный экономист аналитического департамента, «ВТБ Капитал»

Строгое соблюдение бюджетного правила наряду со сдержанной тарифной политикой переводят госсектор в режим экономии. В этом свете инвестиции естественных монополий, вероятно, продолжат сокращаться, в то время как в рамках бюджетной консолидации упор будет сделан уже не на сокращение капитальных расходов, а на ограничение роста зарплат в бюджетном секторе, который был основным фактором поддержки доходов населения в последние два года. Замедление потребительских расходов продолжит оказывать сдерживающее влияние на рост экономики в этом году.

В целом рост ВВП по итогам 2014 года ожидается на уровне 1.25%, а в свете напряженной обстановки на всех развивающихся валютных рынках и расчистки отечественной банковской системы баланс рисков будет смещен в сторону еще более масштабного замедления.

Ольга СТЕРИНА,
аналитик, «УРАЛСИБ Кэпитал»

Помимо внешних факторов, поддержку российской экономике окажет замораживание тарифов естественных монополий. В текущем году рост тарифов для домохозяйств будет ограничен 70% от уровня инфляции прошлого года и не превысит 4.6%. Ограничение роста тарифов, которые в предыдущие годы повышались на 10–15%, окажет положительный эффект на экономику. Согласно нашим расчетам, данная мера добавит 0.4–0.5 п.п. к росту ВВП в 2014 году и 0.8–1 п.п. в 2015 году. Заморозка тарифов будет способствовать замедлению инфляции с середины лета. Согласно нашему прогнозу, она может достигнуть 4.2% к концу года.

Рост российской экономики в текущем году составит 2.4%. Ускорение роста по сравнению с 2013 годом должно сократить отток капитала из страны, который составит в текущем году $50–60 млрд.

эту тенденцию можно было наблюдать в динамике инвестиционных расходов — как бюджет, так и госкомпании сокращали капитальные затраты, в то время как частные компании продолжали наращивать инвестиции неплохими, хоть и замедляющимися темпами.

Говорить о том, что этот процесс проходит безболезненно, однако, не приходится — даже с учетом временного увеличения экспорта газа и нормализации урожая годовой рост ВВП в уходящем году составил лишь 1.3% — это самый низкий показатель с 2009 года. В настоящее время оздоровление делового климата обозначено правительством как один из ключевых приоритетов, и определенного прогресса в этом направлении уже удалось достичь, однако ожидать сиюминутных результатов было бы слишком оптимистично. В этом свете стагнационный дрейф кажется наиболее вероятным сценарием на ближайшие кварталы, а ускорения стоит ожидать не раньше второй половины года. В то же время ответ на вопрос, готов ли частный сектор заполнить образующийся вакуум, остается открытым. Традиционные для отечественной институциональной среды издержки, связанные с высокими административными барьерами, коррупционной нагрузкой, не всегда равной конкурентной средой на региональных рынках, остаются актуальными и продолжают сдерживать рост частных инвестиций, подытожили аналитики «ВТБ Капитала».

ПРОГНОЗ

ИНФЛЯЦИЯ

Владимир КОЛЫЧЕВ,
главный экономист аналитического департамента, «ВТБ Капитал»

Хороший урожай и снижение цен на корма будут способствовать более выраженной продовольственной дезинфляции в текущем году, что вместе с замедлением роста тарифов усилит тренд на сближение между базовыми и не базовыми компонентами ИПЦ. Дезинфляционный тренд базовой инфляции, как мы полагаем, продолжится, учитывая неблагоприятную экономическую конъюнктуру, снижение темпов роста зарплат и увеличение безработицы, а также цепную реакцию от замораживания тарифов. Значительные перебои в сборе урожая и существенное ослабление рубля несут основные инфляционные риски на этот год. Последнее особенно актуально с точки зрения разворота денежно-кредитной политики мировыми центральными банками и усиливающегося напряжения на валютных рынках развивающихся стран. В то же время, по нашим оценкам, даже ослабление валюты на 10% по итогам года не переломит дезинфляционный тренд и Банк России с высокой вероятностью исполнит, а при стабилизации валютного курса и перевыполнит инфляционный план на текущий год.

Ольга СТЕРИНА,
аналитик, «УРАЛСИБ Кэпитал»

Влияние ослабления рубля заметно меньше, чем можно было бы предположить, учитывая долю импортных товаров (порядка 44% в российской розничной торговле). Это говорит о том, что, когда рубль дешевеет, ритейлеры не могут поднять цены на импортируемые товары. Тем не менее пятипроцентное обесценение национальной валюты способно увеличить потребительскую инфляцию на 0.5–0.6 п.п. в текущем году, в результате чего рост цен достигнет 4.7–4.8% г/г в декабре 2014 года (в настоящее время мы прогнозируем 4.2% г/г), что практически полностью соответствует официальной оценке инфляции.

Ослабление рубля окажет положительное влияние на федеральный бюджет, так как почти половина бюджетных доходов приходится на нефтегазовые доходы. Поскольку объем федерального бюджета составляет 20% от ВВП, пятипроцентное снижение курса рубля может сократить бюджетный дефицит сразу на 0.5% ВВП. Учитывая наш прогноз бюджетного дефицита в текущем году, составляющий 0.6% ВВП, обесценение рубля на 5% способно снизить дефицит бюджета до мизерных 0.1% ВВП в 2014 году. Наши расчеты показывают, что в течение периодов обесценения российской валюты однопроцентное снижение среднегодового курса рубля приводит к увеличению потребительской инфляции на 0.10–0.11 п.п.

ДЕНЕЖНЫЙ И ВАЛЮТНЫЙ РЫНКИ

В конце весны 2013 года практически все валюты развивающихся стран оказались под давлением. Аналитики рассуждают о взаимосвязи между стремительным падением рубля и ростом инфляции, о естественной девальвации и о том, что по итогам года национальная валюта была несколько переоценена. Остается надеяться, что в 2014 году регулятор примет долгожданное решение об изменении процентных ставок, предотвратит девальвацию рубля и, наконец, приведет в равновесие валютный и денежный рынки, после чего уже можно будет говорить о преодолении затяжной стагфляции.

За январь российская валюта подешевела более чем на 5%. Снижение рубля обусловлено не только фундаментальными факторами, такими как слабые данные по платежному балансу за 2013 год, но и общей тенденцией на развивающихся рынках, комментирует ситуацию Ольга Стерина. Валюты большинства развивающихся и сырьевых экономик с

начала года заметно сдали свои позиции относительно американского доллара. На фоне улучшения макроэкономических показателей в США мы наблюдаем переток средств из более рискованных активов в менее рискованные. Традиционно первый квартал года был благоприятным для российской валюты и проходил под знаком укрепления на фоне сезонного улучшения показателей платежного баланса и падения спроса на валюту после новогодних праздников. По мнению аналитиков «УРАЛСИБ Кэпитал», сейчас рубль выглядит несколько перепроданным, в ближайшие месяц-два возможно некоторое укрепление российской валюты. Не стоит недооценивать эффект от проведения Олимпиады и приток капитала благодаря данному событию.

Фактически с мая 2013 года ежедневные интервенции ЦБ составляли $200 млн, и это убедило рынок в том, что рубль был переоценен, соглашается Антон Струченевский. В то же время ЦБ предоставлял рефинансирование банковской системе, стремясь поддержать экономику. В результате относительно дешевая рублевая ликвидность частично перенаправлялась на валютный рынок и курс рубля снижался, что лишь усиливало ожидания девальвации. При этом на фоне ослабления рубля процентные ставки по кредитам предприятиям и населению не снижались. В потребительском секторе, где нормальным является уровень ставок в 20% и выше, это привело к замедлению роста потребления, поскольку при относительно невысоком уровне долга — по отношению к ВВП он составляет около 12% — велики расходы на его обслуживание. Это негативно сказывается на располагаемом доходе и потреблении населения. Очевидно, что высокие процентные ставки тормозят инвестиционную активность в стране.

Обратной стороной низких темпов роста экономики и внутреннего спроса должно было стать замедление инфляции, отмечает Владимир Колычев. Однако последствия плохого урожая 2012 года способствовали значительным перебоям на некоторых рынках продовольственных товаров, что развернуло дезинфляционный тренд в конце прошлого года. Если бы не влияние специфической продовольственной инфляции, общий индекс потребительских цен (ИПЦ) к концу прошлого года составил бы 5.5–5.7% (а не 6.5%). Другой причиной высоких

ПРОГНОЗ

СТАВКИ

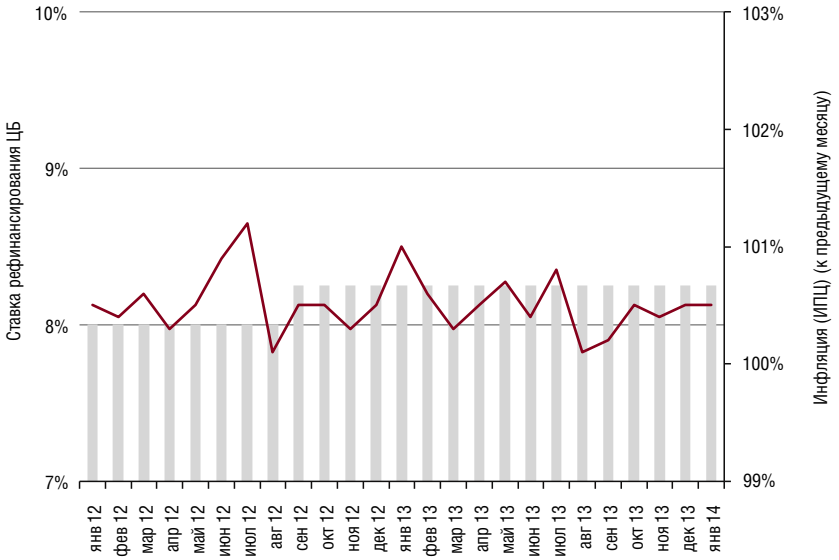
Антон СТРУЧЕНЕВСКИЙ,
старший экономист, Sberbank CIB

Рано или поздно ЦБ РФ придется привести в равновесие валютный и денежный рынки. Единственный способ это сделать — перестать рефинансировать банковскую систему. Такой механизм использовался в начале 2009 года, и, на наш взгляд, настало время снова его применить. Примечательно, что ослабление рубля происходит на фоне высоких цен на нефть, что резко контрастирует с ситуацией, которая наблюдалась в январе 2009 года. Кроме того, объем погашения валютного долга сейчас намного ниже, чем пять лет назад, и рубль не настолько недооценен фундаментально, как в 2009 году. Таким образом, мы полагаем, что ЦБ сможет стабилизировать валютный курс, используя монетарные меры. После стабилизации валютного рынка можно будет ожидать снижения процентных ставок не только на денежном рынке, но и по кредитам, что оживит экономику.

Михаил ГОНОПОЛЬСКИЙ,
начальник аналитического управления, БИНБАНК

Идея снижения базовых ставок ЦБ РФ в свете текущих событий станет актуальной не ранее второй половины текущего года. При этом уже свершившаяся девальвация российской валюты в январе и сохранение среднесрочного тренда по ее ослаблению к середине года способны оказать повышательное влияние на инфляцию в России как минимум на 0.5% в течение 2014 года с лагом 4–6 месяцев. Таким образом, под угрозой может оказаться в целом идея понижения ставок ЦБ РФ в 2014 году даже в условиях слабого экономического роста.

Рисунок 2
Инфляция и ставка рефинансирования ЦБ



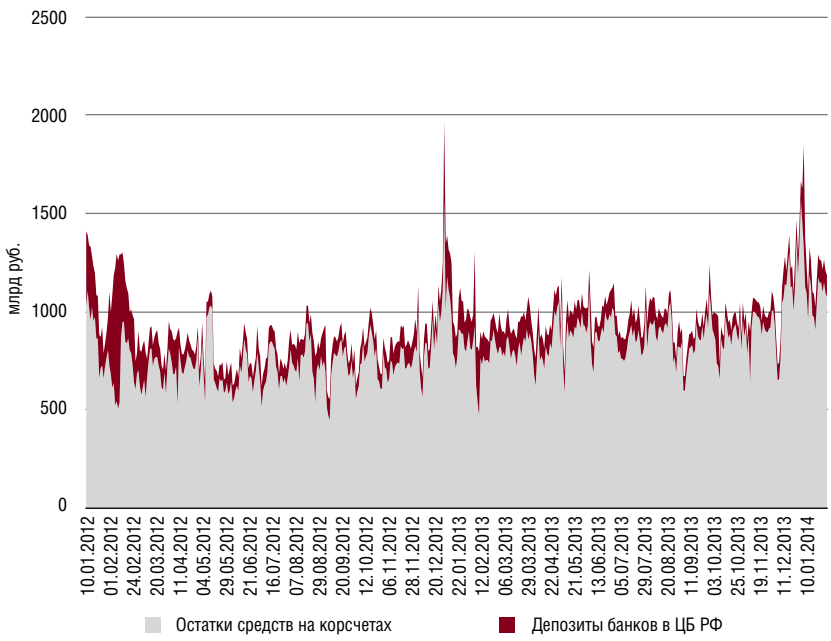
ЗА ЯНВАРЬ РОССИЙСКАЯ ВАЛЮТА ПОДЕШЕВЕЛА БОЛЕЕ ЧЕМ НА 5%

темпов роста общей инфляции оставалась резкая индексация тарифов. При этом базовая инфляция постепенно замедлялась и под конец года достигла исторически низких значений в 4–4.5% годовых, что особенно впечатляет, учитывая 5-процентное ослабление рубля.

В базовом прогнозе, который предполагал замедление инфляции со второго полугодия 2014 года, аналитики «УРАЛСИБ Кэпитал» ожидали снижения ключевой ставки ЦБ на 50 б.п. в текущем году. Дополнительный рост цен на 0.5–0.6 п.п. может помешать ЦБ снизить ставки. Для предотвращения обесценения национальных валют ряд центральных банков Бразилии, Индии, Турции, ЮАР были вынуждены поднимать процентные ставки. Однако на фоне слабого экономического роста российский регулятор не может прибегнуть к данной мере, поэтому в ближайшее время политика ЦБ относительно ставок, вероятно, будет неизменной.

Напомним, что в сентябре 2013 года ЦБ на очередном заседании объявил о введении «ключевой ставки», которая была установлена на уровне 5.5%. Ставка рефинансирования, которая до этого являлась своеобразным бенчмарком денежного рынка, отошла на второй план и к 2016 году должна стать равной ключевой ставке. Кроме того, стоит упомянуть такой инструмент, как РЕПО с Центральным контрагентом (ЦК), который был запущен при поддержке Московской биржи в начале 2013 года. Новый инструмент предлагает отличную альтернативу для РЕПО с ЦБ (с точки зрения ограничений на финансовое положение кредитной организации, участвующей в аукционе) и для междилерского и межбанковского РЕПО, так как позволяет снизить риски. Именно поэтому данный инструмент стремительно развивается: планируется добавление новых режимов торгов и расширение списка бумаг, принимаемых в обеспечение по операциям, а также привлечение новых участников. Средний оборот за день по операциям РЕПО с ЦК находится на уровне 40 млрд руб., а ежемесячные объемы растут практически экспоненциально. Таким образом, рынок получил еще один мощный и быстро развивающийся инструмент управления ликвидностью. При этом с 3 февраля ЦБ принял решение отказаться от однодневного РЕПО на аукционной основе, одновременно запустив операции «тонкой настройки», смысл которых заключается в периодическом проведении аукционов РЕПО сроком 1–6 дней в зависимости от показателей ликвидности. Данная реформа, по мнению ЦБ, поможет банковскому сектору адаптироваться к умеренным колебаниям уровня ликвидности, не прибегая к операциям Банка России.

Рисунок 3
Ликвидность банковского сектора



ДОЛГОВОЙ РЫНОК

Долговой рынок лелеет надежду на восстановление национальной валюты, что, по прогнозам аналитиков, приведет к коррекции доходностей по длинным ОФЗ в 2014 году. Аналитики также ждут снижения базовых ставок ЦБ, которое позволит игрокам долгового рынка активнее покупать госбумаги уже во второй половине года. Рынку корпоративных облигаций, по мнению экспертов, рост не грозит, даже несмотря на успешный старт расчетов по корпоративным бумагам через Euroclear для иностранных инвесторов.

Январь прошел крайне слабо для российского рынка рублевого долга, отмечает Михаил Гонопольский, начальник аналитического управления БИНБАНКа. Серьезные продажи наблюдались преимущественно в секторе ОФЗ с дюрацией более пяти лет. Негативная динамика была вызвана прежде всего бегством капитала практически со всех развивающихся рынков, что сопровождалось продажей нерезидентами активов на долговых и фондовых рынках и допол-

нительным спекулятивным давлением на валюты. Доходности 5–10-летних ОФЗ прибавили за месяц сразу 50–60 б.п.

Главным негативным фактором, стимулирующим нерезидентов к продажам в январе, были девальвационные ожидания по рублю, продолжает Михаил Гонопольский. Интерес иностранных инвесторов к российским длинным бумагам удастся поддержать лишь в одном случае: если спекулятивно настроенные нерезиденты поверят в сценарий укрепления рубля или в то, что в течение ближайших месяцев российская валюта не будет девальвирована больше чем на 1 рубль.

Аналитики БИНБАНКа допускают паузу в ослаблении российской валюты в феврале и даже возможное коррекционное движение по бивалютной корзине к уровням 38.5–39 руб., что могло бы привести к краткосрочной коррекции резко возросших доходностей по длинным ОФЗ. В то же время говорить о серьезном интересе нерезидентов к сектору ОФЗ в феврале не приходится, так как ожидаемый рост доходностей долларовых бумаг будет негативно сказываться и на привлекательности рублевого сегмента для нерезидентов. Доходности US Treasuries 10 вернутся и, вероятно, превысят уровень 3% в феврале-марте.

Если же рубль не удастся стабилизировать в начале второго квартала и дальнейшие девальвационные ожидания у нерезидентов сохранятся, то вполне вероятны продажи по десятилетним бумагам со стороны нерезидентов даже при уровнях доходностей выше 8.5% годовых, прогнозирует Михаил Гонопольский. В таких условиях потенциально поддержку рублевому долговому рынку могли бы оказать локальные игроки. Благо маржа к ставкам междилерского РЕПО 6% превышает 200 б.п. в секторе длинных ОФЗ.

Между тем во время восстановления дефицита ликвидности в феврале-марте стоит ожидать крайне осторожного поведения российских игроков, которые будут прежде всего ориентироваться на поведение нерезидентов, опасаясь получить большую отрицательную переоценку в моменте на столь волатильном рынке. Российские банки преимущественно займут выжидательную позицию по отношению к сектору длинных ОФЗ в феврале-марте. Активный спрос на длинные госбумаги возможен только в том случае, если нерезиденты как минимум остановят распродажи своих позиций в ОФЗ.

Что касается ситуации в корпоративном сегменте, то игрокам придется либо смириться с более высокими уровнями доходностей при первичных размещениях во втором квартале, либо не выходить на рынок вовсе, резюмирует Михаил Гонопольский. Старт через Euroclear расчетов с корпоративными облигациями, выпущенными с 2012 года для нерезидентов, вряд ли окажет сильную поддержку корпоративному сегменту. Спред к ОФЗ, который предлагают бумаги первого эшелона, не столь привлекателен для нерезидентов по причине дополнительного налогообложения по корпоративным выпускам. А в сегменте второго эшелона нерезиденты будут вести себя крайне осторожно. Кроме того, отсутствие поступления свежих денег в сектор НПФ в текущем году приведет к формированию расширенных спредов второго эшелона к ОФЗ в течение первого полугодия 2014 года.

ПРОГНОЗ

ДОЛГОВОЙ РЫНОК

Михаил ГОНОПОЛЬСКИЙ,
начальник аналитического управления, БИНБАНК

Политика Минфина в отношении ОФЗ, вероятно, будет сохраняться и в течение всего первого квартала 2014 года, так как российский бюджет традиционно не испытывает острой потребности в ресурсах в течение первого полугодия, когда вероятен профицит бюджета. Мы ожидаем преимущественно слабой конъюнктуры в ходе первичных размещений, и лишь появление спекулятивного интереса инвесторов с горизонтом 2–3 недели может эпизодически приводить к успешности первичных размещений ОФЗ, особенно в сегменте бумаг с длинной дюрацией. Пока локальные игроки в секторе ОФЗ не предъявляют должного спроса и не оказывают серьезную поддержку рынку, действия иностранцев могут и в ближайшие месяцы влиять на сохранение доходностей в сегменте, например, на уровнях выше 8% годовых по десятилетним ОФЗ.

Возможна некоторая стабилизация рынка ОФЗ в феврале при условии, что наш прогноз относительно российской валюты реализуется. При таком сценарии десятилетние ОФЗ вполне могут скорректироваться к уровням доходностей 8.1–8.2% годовых. При этом к маю–июню уровни доходностей могут вновь установиться на отметках 8.5–9% годовых по десятилетним ОФЗ, так как девальвация российской валюты, по нашим оценкам, достигнет экстремальных уровней как раз к середине текущего года.