Военное положение

Ксения СМИРНОВА

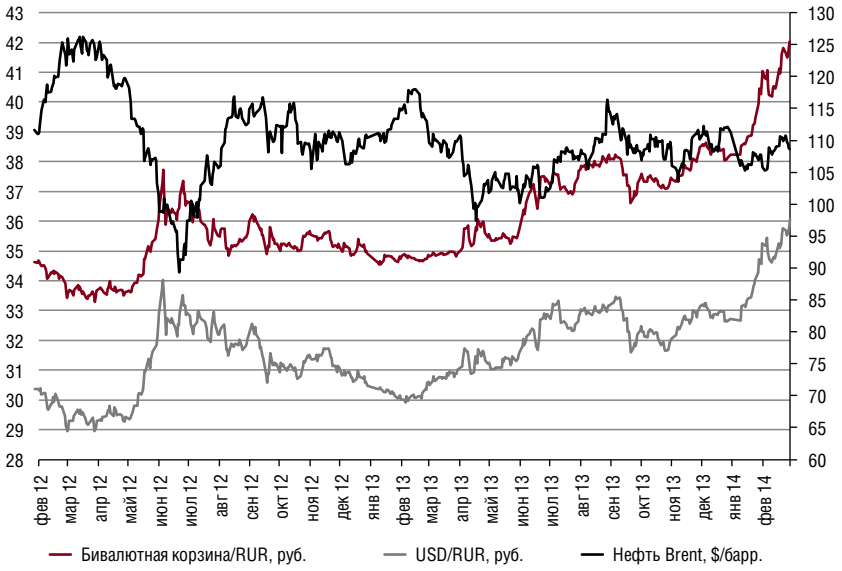
МАКРОЭКОНОМИКА

Зима оказалась на редкость тяжелой для российской экономики. Разочаровывающие данные Росстата, опубликованные в конце февраля, заставили аналитиков пересмотреть прогнозы по росту ВВП в сторону понижения до 2.3%, потребительский спрос замедлился, динамика капитальных инвестиций остается отрицательной. Стагнация в промышленности продолжилась, при этом удержать промпроизводство от существенного сокращения по-прежнему помогают лишь добывающие отрасли.

Январская статистика оказалась разочаровывающей, поскольку подавляющая часть макроэкономических показателей продемонстрировала отрицательную динамику, отмечает Мария Помельникова, аналитик Райффайзенбанка. Динамика промпроизводства в январе — одна из немногих осталась на уровне прошлого года, констатировал Владимир Евстифеев, заместитель начальника аналитического управления банка «ЗЕНИТ». Продолжение стагнации здесь очевидно: обрабатывающие отрасли демонстрируют нулевые темпы роста, в производстве коммунальных услуг, несмотря на довольно холодный январь, замедление годовых темпов роста составило 3.9%. Добывающие отрасли остаются единственным сектором, который удерживает промышленность от существенного снижения.

Основным поводом для беспокойства в экономике, пожалуй, является сокращение потребления населения, коммен-

Рисунок 1
Курс рубля ЦБ РФ и цены на нефть Brent



ТОЛЬКО ЦИФРЫ

На **0.2%** снизилось промпроизводство в январе по сравнению со снижением на 0.8% в декабре 2013 года

На **7%** сократились инвестиции в основной капитал в январе по сравнению с ростом на 0.3% в декабре 2013 года

На **2.5%** вырос уровень реальных зарплат в январе по сравнению с ростом на 1.9% в декабре 2013 года

На **2.7%** вырос оборот розничной торговли в январе по сравнению с ростом на 3.8% в декабре 2013 года

тирует Мария Помельникова. Отметим, что снижение активности (г/г) наблюдалось в сфере торговли как продовольствием, так и непродовольственными товарами (где сокращение темпов роста оказалось наиболее выраженным). Главным фактором риска торможения потребительского спроса в ближайшие месяцы будет замедление роста реальных зарплат. Не исключено, что в условиях промышленной и инвестиционной стагнации, а также продолжающегося ухудшения ожиданий производителей показатель продолжит снижаться. Это не позволит сохранить прежние высокие темпы развития торговли и создаст препятствия для роста ВВП в первом полугодии.

Потребительская активность заметно выдохлась, продолжая негативную тенденцию декабря, соглашается Владимир Евстифеев. Рост оборота розницы в январе составил 2.7% г/г против 3.8% г/г в декабре. Причиной тому стало сокращение реальных располагаемых денежных доходов населения (–1.5% г/г) на фоне охлаждения рынка кредитования. Объем кредитования физлиц в январе вырос на 0.2% м/м против 1.9% м/м в декабре. Темпы роста реальных зарплат также замедляются — 2.5% г/г против 5.2% в целом в 2013 году.

Капитальные инвестиции традиционно разочаровывают больше всех остальных данных, продолжает Владимир Евстифеев. Их снижение в январе составило 7% г/г при синхронном снижении на 5.4% г/г в строительстве, на которое приходится около половины всех капвложений. Характерно, что уже в январе ослабление рубля и нарастание девальвационных настроений могло стать главной причиной слабых инвестиций в основной капитал. Номинальное ослабление рубля по отношению к бивалютной корзине в январе составило почти 6%. С учетом того, что российские капвложения зависят во многом от потребления инвестиционного импорта, рост курса доллара и евро приводит к удорожанию инвестпрограмм, делая их менее привлекательными для реализации. В феврале рубль ослабел еще на 2%, это может стать одним из объективных препятствий для наращивания инвестиций в будущем.

Остается лишь надеяться на то, что январская статистика традиционно считается ненадежной и может ошибочно указывать на охлаждение темпов роста экономики. Однако пока на основе полученных данных можно сделать вывод, что потребление выдыхается и ожидаемой активизации инвестиций пока не происходит, подвел итоги Владимир Евстифеев.

ПРОГНОЗ

ИНВЕСТИЦИИ

Мария ПОМЕЛЬНИКОВА,
аналитик, Райффайзенбанк

Падение инвестиций может продолжиться, потому что основная доля инвестпроектов приходится на капитальное строительство, на котором сильно сказалось завершение олимпийского проекта. Однако мы ожидаем некоторого улучшения инвестиционной динамики в ближайшие месяцы из–за исчерпания эффекта базы.

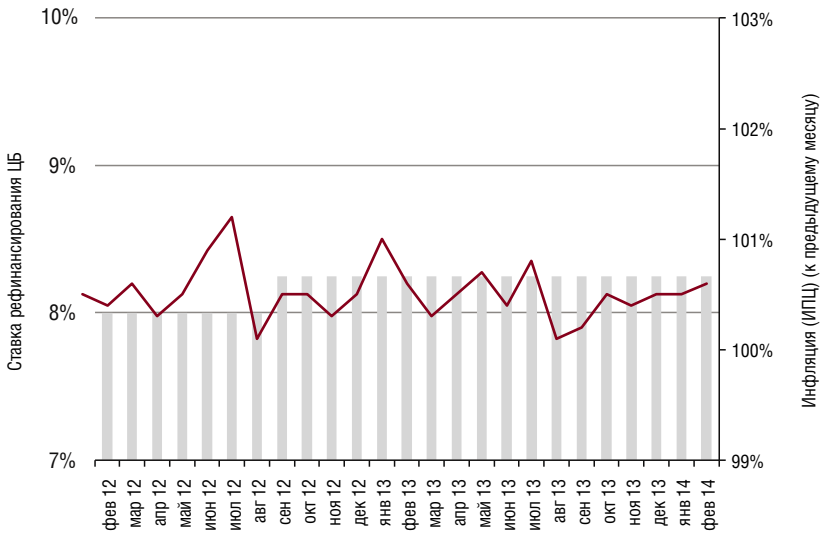
ПРОМПРОИЗВОДСТВО, ПОТРЕБИТЕЛЬСКАЯ АКТИВНОСТЬ

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

Говоря о ближайших перспективах для производственного сектора, стоит отметить еще не отыгранный фактор восстановления запасов на складах. Тем не менее, учитывая разочаровывающую динамику капвложений и слабеющие цифры по потреблению, эффект от него может оказаться минимальным и скоротечным.

Девальвационные настроения также стоит рассматривать как один из основных тормозящих факторов. В ближайшие месяцы потребительская активность будет поддерживаться социальными обязательствами бюджета, при этом рост зарплат будет ограничен отсутствием индексаций в госкомпаниях.

Рисунок 2
Инфляция и ставка рефинансирования ЦБ



В БЛИЖАЙШИЕ МЕСЯЦЫ ВСЕ СОБЫТИЯ ВОКРУГ РОССИИ И УКРАИНЫ БУДУТ ПРОДОЛЖАТЬ ОКАЗЫВАТЬ ДАВЛЕНИЕ НА ЛОКАЛЬНЫЙ РЫНОК

ДЕНЕЖНЫЙ И ВАЛЮТНЫЙ РЫНКИ

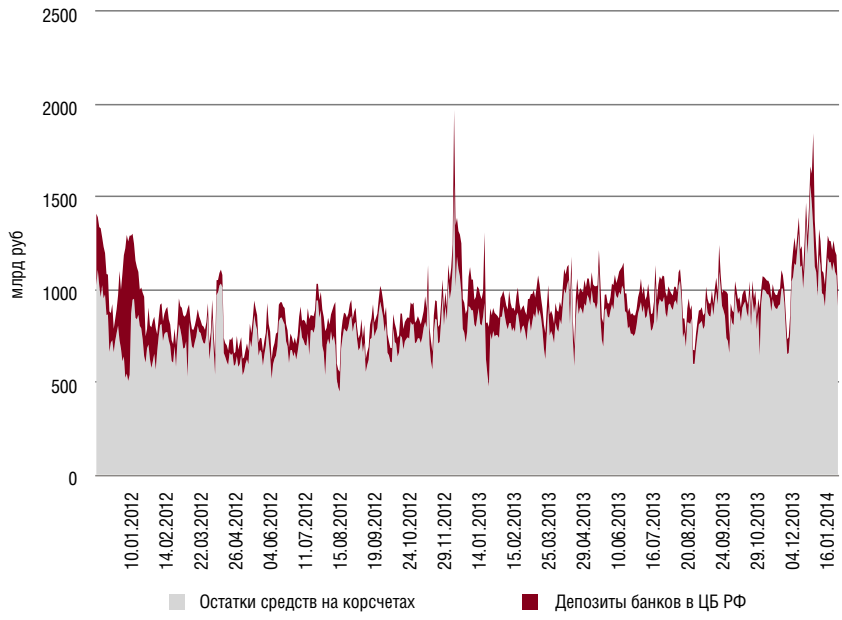
Увеличившиеся интервенции ЦБ стали причиной резкого оттока ликвидности. Ситуация также осложняется отменой однодневного РЕПО и переходом на недельные аукционы с жесткой тарификацией. Аналитики уверенно заявляют, что рубль продолжит дешеветь в течение года, а поддержки от регулятора ждать не приходится.

Январь и февраль были богатыми на события для денежного рынка. Во-первых, регулятор отменил регулярные операции РЕПО, теперь он переводит банки на недельные сделки, что несколько осложняет ситуацию с ликвидностью, комментирует Мария Помельникова. Причем, учитывая напряженность на валютном рынке, ужесточилась и политика лимитов. В целях нейтрализации рисков ликвидности и высвобождения залога ЦБ продолжит переводить банки с РЕПО на кредиты под нерыночные активы, аукционы (сроком 3 месяца) по которым теперь стали проводиться на ежемесячной основе, но с более умеренным лимитом (200 млрд руб.). Хотя аналитики Райффайзенбанка ожидают, что по мере отработки данного инструмента и роста залога по нему роль кредитов 312-П в решении проблемы дефицита ликвидности будет нарастать. Следует признать, что пока ими пользуются в основном крупные банки. Помимо интервенций, в числе основных факторов оттока ликвидности в марте останется изъятие средств бюджетом, заключила Мария Помельникова.

Ослабление рубля было адекватным с учетом одновременного стечения ряда негативных обстоятельств, успокаивает Владимир Евстифеев. Внешнее давление, оказываемое на рубль, провоцировали сокращение долларовой эмиссии со стороны ФРС США и отток иностранного капитала с развивающихся рынков. Вместе с тем российский Центробанк предпринял несколько шагов в отношении рубля, подтвердив свое намерение ввести свободное курсообразование с 2015 года. На фоне общей слабости российской экономики риторика ЦБ РФ стала одной из основных причин для ослабления российской валюты. Частые сдвиги валютного коридора продолжаются, что приведет к сохранению существенного оттока ликвидности через интервенции ЦБ, полагает Мария Помельникова.

Отмена целевых интервенций и сокращение основной поддержки рубля из-за покупки валюты Минфином, которая де-факто снижает объем основных интервенций на $100 млн в день, посылают рынкам однозначный сигнал: рубль будет дешеветь в текущем году, а более существенной поддержки от регулятора ожидать не стоит, прогнозируют аналитики банка «ЗЕНИТ».

Рисунок 3
Ликвидность банковского сектора



ДОЛГОВОЙ РЫНОК

В связи с критическим падением рубля инвесторы начали терять интерес ко всем рублевым инструментам, в том числе к длинным ОФЗ, доходности которых на вторичном рынке растут вместе с доходностями американских госбумаг. Минфин также насторожил игроков последним размещением бумаг значительно выше уровня вторичного рынка, что вполне может привести к агрессивным действиям со стороны инвесторов.

Второй месяц подряд в текущем году на рынке ОФЗ наблюдается рост доходности, комментирует Александр Ермак, главный аналитик долговых рынков БК «РЕГИОН». Банк России в своем февральском докладе о денежно-кредитной политике, отмечая чувствительность доходности ОФЗ к изменениям конъюнктуры рынка облигаций Казначейства США и масштабов покупок ФРС, оценил, что

кумулятивный эффект прекращения ФРС покупок ценных бумаг может привести к росту доходности долгосрочных ОФЗ на 1.2–1.7 п.п. Если посмотреть на изменение доходности ОФЗ с начала текущего года, когда формально началось сокращение программы QE3, то оно составило порядка 0.5–0.6 п.п. В то же время если сравнить реакцию долговых рынков на первые заявления ФРС США о возможном сворачивании программы выкупа активов, прозвучавшие в мае 2013 года, то можно считать, что доходности десятилетних казначейских облигаций США с минимальных уровней (порядка 1.6% годовых) выросли в прошлом году на 140–150 б.п. Нельзя не отметить, что практически с середины лета и до конца прошлого года динамика ставок на американском и российском рынках гособлигаций была похожа: спред между десятилетними облигациями находился в пределах 470–490 б.п. За первые два месяца 2014 года он увеличился до 560–570 б.п. Таким образом, рост доходности в долгосрочном секторе ОФЗ с мая прошлого года по конец февраля 2014 года составил около 1.8–1.9 п.п. Фактически произошедший рост может свидетельствовать о том, что сворачивание программы выкупа активов ФРС США уже в полной мере и по максимуму отыграно рынком и заложено в текущие цены российских гособлигаций.

В начале февраля на рынок вернулся оптимизм, однако это продлилось совсем недолго, отмечает Игорь Голубев, начальник направления анализа долговых рынков Промсвязьбанка. У рынков появился новый фактор, довольно сложно поддающийся прогнозированию, — геополитический. Украинская гривна стала одной из причин, объясняющих движение национальной валюты. Ситуация в Украине развивалась достаточно стремительно. При этом очевидно, что в ближайшие месяцы все события вокруг России и Украины будут продолжать оказывать давление на локальный рынок. Не исключено, что возможная эскалация конфликта в Украине и в Крыму вполне может дополнительно усугубить ситуацию, а российские бумаги будут выглядеть хуже, чем активы других развивающихся рынков.

Вместе с тем очевидно, что основное давление на рынок рублевых облигаций оказывало ослабление рубля, официальный курс которого с начала года к концу февраля снизился более чем на 10%, соглашается Александр Ермак. В первую очередь пострадал долгосрочный сегмент ОФЗ, в котором сосредоточены интересы иностранных инвесторов.

Помимо внутренней конъюнктуры и геополитических рисков, не стоит забывать, что в марте состоится первое заседание ФРС под председательством Джанет Йеллен, обращает внимание Игорь Голубев. Учитывая череду довольно слабых экономических данных, у рынка есть небольшая надежда на то, что ФРС может воздержаться от решения продолжить сворачивание количественного смягчения. Однако вероятность этого достаточно мала. Продолжение сворачивания QE3 станет дополнительным негативным фактором для развивающихся рынков. ©

ПРОГНОЗ

ДОЛГОВОЙ РЫНОК

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

Корпоративный и субфедеральный секторы, проявившие меньшую чувствительность к внешним факторам в прошлом году благодаря низкой доле нерезидентов и относительно короткой дюрации, также оказались под давлением в феврале, однако столь существенного роста доходности, как на рынке ОФЗ, зафиксировано не было. С основными проблемами, связанными с ослаблением рубля, долговой рынок может столкнуться позже, когда будет ускоряться инфляция, учитывая достаточно высокую зависимость страны от импорта продовольственных и непродовольственных товаров для населения.

Игорь ГОЛУБЕВ,
начальник направления анализа долговых рынков, Промсвязьбанк

Девальвация национальной валюты создает высокую вероятность роста инфляции против ожидаемого ранее тренда на снижение. При этом шоковое «временное» повышение ставок на 1.5% в начале марта вполне может перерасти в долгосрочное решение регулятора. На денежном и долговом рынках могут появиться опасения дальнейшего повышения ставок со стороны ЦБ, что дополнительно окажет давление на рынок. Прежде всего стоит вспомнить, что развивающиеся страны ранее проводили более агрессивную политику повышения ставок. Так, ЦБ Турции поднял ставку сразу на 400 б.п., а Банк Бразилии с марта 2013 года повысил ставку на 350 б.п. В любом случае данная мера не остановила ослабления национальных валют этих стран.