Ксения СМИРНОВА,
Павел ДИДКОВСКИЙ,
Александр ПЕТРЯКОВ

Ответная реакция

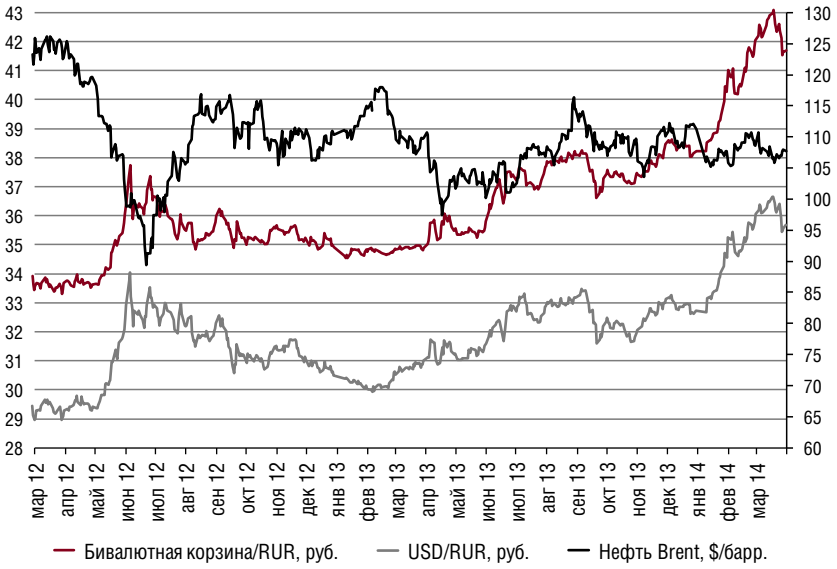
МАКРОЭКОНОМИКА

Оптимистичные ожидания аналитиков по итогам прошлого года стремительно меняются на негативные нынешней весной. Это связано с удручающими цифрами по росту ВВП (всего 0.2%), снижением инвестиций и сильным оттоком капитала из страны. Рост розничной торговли в феврале составил 4.1%, надежда остается только на потребительский спрос, который пока является ключевым фактором стабилизации экономики.

Еще в феврале эксперты прогнозировали возможное падение инвестиций, связанное с тем, что основная доля инвестпроектов приходится на капитальное строительство, на котором сильно сказалось завершение олимпийского проекта. К сожалению, прогнозы подтвердились: падение инвестиций на 5% г/г подчеркивает крайне негативный настрой со стороны производителей.

Кроме того, Минэкономразвития ожидает замедления роста ВВП до 1.8% в случае постоянного оттока капитала из РФ на уровне $60–70 млрд. Если отток составит более $100 млрд, рост ВВП вряд ли превысит 0.6%, а инвестиции сократятся на 1.3%. При оттоке в $150 млрд

Рисунок 1
Курс рубля ЦБ РФ и цены на нефть Brent



ТОЛЬКО ЦИФРЫ

На **2.1%** выросло промпроизводство в феврале по сравнению со снижением на 0.2% в январе 2014 года

На **3.5%** сократились инвестиции в основной капитал в феврале по сравнению со снижением на 7% в январе 2014 года

На **6%** вырос уровень реальных зарплат в феврале по сравнению с ростом на 2.5% в январе 2014 года

На **4.1%** вырос оборот розничной торговли в феврале по сравнению с ростом на 2.7% в январе 2014 года

экономика просядет на 1.8%, инвестиции — на 8%. При этом официальный прогноз пока остается на уровне 2.5%. Международное рейтинговое агентство Standard & Poor's в свою очередь прогнозирует замедление темпов роста ВВП России до 1.2% в 2014 году и затем повышение до 2.2% в 2015 году на фоне постепенного смягчения напряженных отношений между Россией и Украиной.

Рост ВВП всего на 0.2% г/г за январь-февраль сильно разочаровал, комментирует Дмитрий Долгин, аналитик по макроэкономике Альфа-Банка. «Хотя мы и раньше не рассчитывали на ускорение экономического роста в 2014 году по сравнению с 1.3% в 2013 году и считались пессимистами, теперь наш прогноз роста на 1% по итогам года выглядит очень оптимистично на фоне ухудшающихся ожиданий рынка. Тот факт, что даже официальные лица теперь ориентируются на 0.6% роста и даже не исключают падения ВВП, является крайне негативным сигналом», — говорит Долгин.

Существует три фактора, препятствующих улучшению настроений в сфере капитальных инвестиций. Во-первых, рост издержек на рабочую силу ограничивает финансовые ресурсы для инвестиций: в 2013 году оплата труда достигла посткризисного максимума 53% ВВП, тогда как прибыль компаний упала до абсолютного минимума 29% ВВП. Во-вторых, заморозка тарифов ухудшила финансовое положение естественных монополий и их подрядчиков. В-третьих, девальвационные настроения в целом снижают склонность к инвестированию в основные средства и повышают привлекательность накопления валютных сбережений, полагает аналитик Альфа-Банка.

Рост розничной торговли на 4.1% г/г в феврале подтвердил, что потребление по-прежнему остается главным драйвером экономического роста и является единственной сферой, перспективы которой не вызывают больших опасений благодаря поддержке фундаментальных факторов, обнадеживают в Альфа-Банке. Стагнация численности рабочей силы вследствие демографического провала 90-х годов ограничивает предложение на рынке труда и поддерживает безработицу на крайне низком уровне 5.6%, и не исключено ее дальнейшее снижение до 5% в ближайшие месяцы. При этом реальные зарплаты последние несколько кварталов растут на 5–7% г/г в реальном выражении, или на 12% — в номинальном. Это происходит благодаря тому, что последние два года зарплаты в сфере госадминистрации, обороны, безопасности, здравоохранения и образования выросли на 20% в номинальном выражении.

Согласно майским указам Владимира Путина, государство взяло на себя обязательство по удвоению номинальных зарплат к 2018 году, что позволяет рассчитывать на продолжение сильного роста доходов населения в ближайшее время, в том числе и за счет зарплат в частном секторе, который теперь вынужден конкурировать с государством за рабочую силу.

ПРОГНОЗ

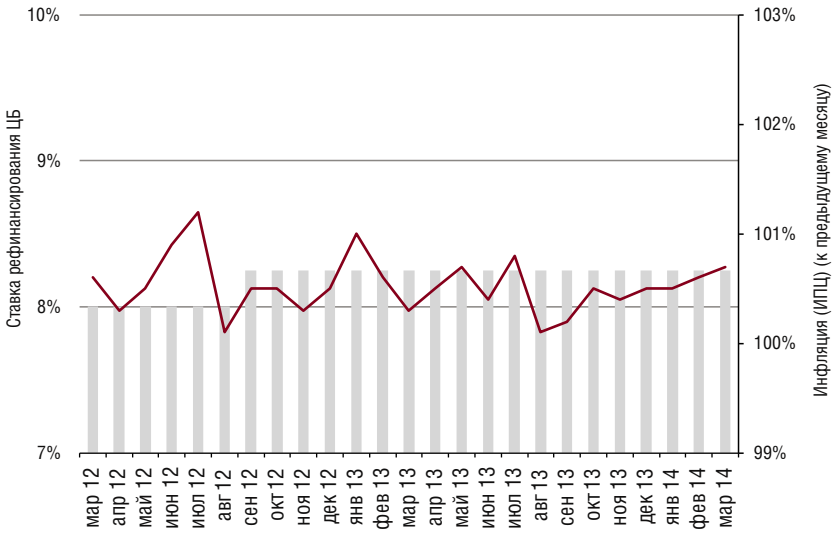
ВВП, ИНВЕСТИЦИИ

Дмитрий ДОЛГИН,
аналитик по макроэкономике, Альфа-Банк

Ближайший месяц станет решающим с точки зрения ожиданий роста и покажет, насколько сильно экономика отреагировала на ухудшение внешнеполитической ситуации и недавнее ослабление рубля. Пока еще остается надежда на то, что некоторое улучшение текущего счета и эффект базы прошлого года смогут оказать поддержку развитию экономики, но риск дальнейшего ухудшения настроений потребителей и производителей также велик. Мы не исключаем пересмотра своих прогнозов в ближайшее время.

За январь–февраль 2014 года валютные счета компаний в российских банках выросли на $17 млрд против $23 млрд за весь 2013 год, и до тех пор, пока ситуация на валютном рынке не стабилизируется, компании вряд ли возобновят инвестиционную активность. Если раньше мы ожидали падения инвестиций на 1.5% в этом году, то теперь более реалистичным представляется сокращение на 3–5%.

Рисунок 2
Инфляция и ставка рефинансирования ЦБ



ДЕНЕЖНЫЙ РЫНОК

После ослабления рубля на 10% с начала года мнения участников рынка относительно перспектив валютного курса разделились: с одной стороны, эксперты надеются на восстановление национальной валюты после смягчения политического конфликта между Россией и Украиной, с другой — продолжающийся отток капитала из страны пока не позволяет аналитикам улучшить свои прогнозы. ЦБ по-прежнему продает по $200–400 млн резервов в сутки, прогнозы по инфляции ежедневно пересматриваются в сторону ухудшения, а поддержки ликвидности со стороны регулятора оказывается недостаточно.

ПОТРЕБЛЕНИЕ ПО-ПРЕЖНЕМУ ОСТАЕТСЯ ГЛАВНЫМ ДРАЙВЕРОМ ЭКОНОМИЧЕСКОГО РОСТА

Учитывая сложившуюся геополитическую ситуацию и продолжающуюся неопределенность в экономике, март сложился для российского денежного рынка не самым благоприятным образом, однако, несмотря на все опасения, конец месяца закончился для российского рынка достаточно позитивно.

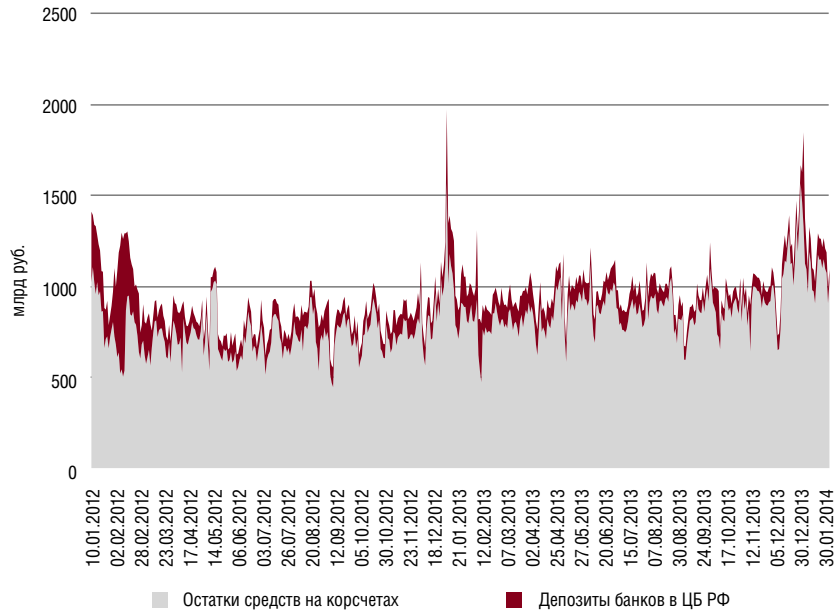
На фоне российско-украинского противостояния курс евро поднялся до отметки 51.2 руб., курс доллара впервые в истории преодолел уровень 37 руб. В результате ЦБ пришлось несколько раз за месяц повышать границы коридора, при этом объем валютных интервенций за месяц увеличился более чем в три раза. Межбанковский рынок отметился двумя резкими скачками ставок — 3 марта, после неожиданного решения ЦБ о повышении ключевой ставки сразу на 150 б.п., до уровня 7%, и в период с 12 по 14 марта, перед референдумом о статусе Крыма. Если первое повышение было обычной реакцией на рост ключевой ставки, то второе, скорее, было вызвано нарастающими опасениями инвесторов относительно ситуации в Украине и возможных последствий для российской экономики.

Центральный банк пошел на повышение ключевой ставки на фоне теряющего позиции рубля и ухудшения финансовой стабильности экономики в целом. Результат не заставил себя ждать — уже с середины марта рубль начал постепенно отыгрывать потерянные позиции, и по состоянию на 31 марта стоимость бивалютной корзины снизилась с пикового уровня в 43.8 руб. (на 18 марта) до уровня в 41.7 руб. Тем не менее основной причиной укрепления национальной валюты стоит считать не проведение регулятором кредитно-денежной политики, а снижение политической нестабильности одновременно с окончанием налогового периода.

Резкий рост ставок негативно повлиял на ликвидность банковского сектора, поэтому в марте для покрытия дефицита ЦБ активно проводил операции «тонкой настройки»: всего за месяц состоялось 14 аукционов по операциям прямого РЕПО, из которых только четыре были плановыми. Банки смогли привлечь 12.3 трлн руб. ликвидности, из них 2.4 трлн руб. — с помощью операций «тонкой настройки», при этом средневзвешенная ставка колебалась в диапазоне 7.04–7.46% годовых.

К негативным прогнозам темпов роста российской экономики также стоит добавить риски превышения целевого показателя инфляции в России в 5% в 2014 году. Об этом заявила глава ЦБ РФ Эльвира Набиуллина. По ее словам, в настоящий момент инфляция ускорилась до 6.64% в годовом выражении, что выходит за рамки целевого диапазона, составляющего плюс-минус 1.5 п.п. к целевому показателю. Кроме того, по заявлению Эльвиры Набиуллиной, ключевая ставка не будет снижена как минимум до июньского заседания совета директоров Банка России по процентной политике. Повышение ставок снижает инфляционные риски и ограничивает возможности спекуляций на валютном рынке. Также

Рисунок 3
Ликвидность банковского сектора



глава Центробанка отметила, что регулятор будет проводить валютные интервенции и после перехода к инфляционному таргетированию в случае необходимости поддержки финансовой стабильности.

В связи с укреплением рубля Министерство финансов приняло решение о скором возобновлении покупки иностранной валюты для пополнения Резервного фонда, о чем заявил глава Минфина Антон Силуанов. С начала года ведомству удалось перечислить в Резервный фонд лишь $38 млрд из запланированных $220 млрд. Проблемы с достижением плановых показателей и пересмотр прогнозов, по мнению аналитиков, пагубно повлияют на курс рубля к иностранным валютам в долгосрочной перспективе.

Ситуация на валютном рынке, находящемся в центре внимания с начала года, станет определяющей с точки зрения дальнейших экономических трендов, отмечает Дмитрий Долгин. Девальвация может оказать поддержку текущему счету через снижение импорта. «Изначально мы ожидали, что в первом квартале 2014 года положительное сальдо текущего счета составит $20 млрд, а уже со второго квартала оно станет отрицательным. Однако теперь есть основания полагать, что в первом квартале баланс текущего счета будет близок к $30 млрд, а во втором квартале есть шанс на положительное сальдо», — добавил аналитик Альфа-Банка.

Улучшение ожиданий по текущему счету способно оказать фундаментальную поддержку курсу рубля, однако состояние капитального счета по-прежнему вызывает опасения. Даже после того как внешнеполитическое напряжение снизилось во второй половине марта, ЦБ по-прежнему продает по $200–400 млн резервов в день. Это указывает на то, что после $70 млрд чистого оттока капитала в первом квартале 2014 года (прогноз) в последующий период чистый отток вернется к своим «структурным» объемам $10–20 млрд в квартал, отражая стандартные российские проблемы в виде слабой институциональной среды, замедляющихся темпов экономического роста и ухудшения индикаторов макростабильности. Так, уровень покрытия внешнего долга резервами ЦБ сейчас составляет всего 70% против 100% в 2009 году, уровень бездефицитности бюджета по цене на нефть за пять лет вырос с $62 за баррель до текущих $114 за баррель.

В 2013 году ЦБ расширил рефинансирование банков на 1.7 трлн руб., и в текущем году эта тенденция продолжится, считают в Альфа-Банке. Однако следует напомнить, что, постоянно предоставляя банкам новую рублевую ликвидность, ЦБ, с одной стороны, компенсирует негативный эффект долларизации розничных и корпоративных депозитов, но с другой — не дает рублевым ставкам подняться до уровней, привлекательных для формирования вкладов в национальной валюте.

ПРОГНОЗ

ВАЛЮТА, ИНФЛЯЦИЯ И СТАВКИ

Дмитрий ДОЛГИН,
аналитик по макроэкономике, Альфа-Банк

С учетом рисков дополнительного ужесточения политики ФРС и возможной необходимости досрочного погашения внешнего корпоративного долга мы не исключаем, что чистый отток капитала из России в 2014 году может оказаться сопоставимым по масштабам с 2008 годом и составить около $130 млрд, что соответствует курсу рубля 38 руб. за доллар на конец года.

Очевидно то, что Россию ожидает инфляционный шок в результате 10-процентной девальвации с начала года. Мы ухудшили свой прогноз инфляции на конец года с 5.5% до 7%. Повышение ставок ЦБ на 150 б.п. в начале марта также указывает на ухудшение инфляционных ожиданий. Хотя рынок рассматривает данный шаг как временный, мы сомневаемся, что в ближайшее время ЦБ сможет понизить ставки. Скорее всего, его поддержка экономике будет выражаться в количественном расширении его присутствия в пассивах банковского сектора, как это происходило раньше.

Анна СОБОЛЕВА
аналитик, ИК «Велес Капитал»

В ближайшее время ключевым вопросом на повестке дня остается период, в течение которого Банк России будет сохранять ставки на текущих повышенных уровнях. Напомним, что по итогам последнего мартовского заседания ЦБ сообщил, что не собирается снижать ключевую ставку в «ближайшие месяцы». При этом тон регулятора был крайне негативным и выражающим серьезное беспокойство в отношении инфляционных рисков в связи с девальвацией рубля, что значительно повышает вероятность сохранения ключевой ставки на уровне 7% годовых вплоть до второго полугодия. Поскольку период возвращения ставки может затянуться на месяцы, фокус внимания инвесторов в апреле может сместиться на внешние события.

ДОЛГОВОЙ РЫНОК

Ситуация в Украине сильнее всего повлияла на курс рубля, а впоследствии на долговой рынок России, обеспечив неблагоприятную конъюнктуру на рынке первичных размещений внутренних займов, давление на еврооблигации России и стран СНГ, а также став причиной затишья на рынке гособлигаций и бегства инвесторов из рисковых активов страны. Экстренное решение ЦБ о подъеме ключевой ставки до 7% спровоцировало подъем среднего значения индикативной межбанковской ставки MOSPRIME, что, в свою очередь, также неблагоприятно отразилось на долге страны.

ИНФЛЯЦИЯ УСКОРИЛАСЬ ДО 6.64% В ГОДОВОМ ВЫРАЖЕНИИ, ЧТО ВЫХОДИТ ЗА РАМКИ ЦЕЛЕВОГО ДИАПАЗОНА

Март стал серьезным испытанием для российского долгового рынка, констатирует Анна Соболева, аналитик ИК «Велес Капитал». Стремительно развивавшиеся события в Украине привели к резкому росту геополитических рисков и в России, но молниеносная операция по возвращению Крыма вызвала большую волну негодования со стороны западных партнеров и навлекла угрозу введения экономических санкций. Учитывая и без того непростую ситуацию в российской экономике, риски разрыва политических и экономических связей с западными партнерами спровоцировали негативную реакцию у инвесторов в рублевые активы. Вместе с тем к концу месяца накал страстей начал спадать, когда стало понятно, что Владимир Путин не планирует присоединение других украинских территорий к России, что могло бы вызвать введение реальных санкций.

Еще одним дестабилизирующим фактором для долгового рынка стала ситуация с курсом рубля и ликвидностью, полагают аналитики «Велес Капитала». В марте доллар, евро и, соответственно, корзина валют обновили свои исторические максимумы, поднимаясь в ходе биржевых торгов выше 37 руб., 51 руб. и 43 руб. соответственно. Банк России продал за месяц порядка $25 млрд.

Продажи валюты регулятором за первую неделю марта по сути абсорбировали весь приток ликвидности по бюджетным каналам за указанный период (490.5 млрд руб. против 455.2 млрд руб. соответственно). В попытках остановить паническое падение рубля ЦБ прибегнул к экстренному решению повысить процентные ставки по всем своим инструментам на 1.5 п.п., в том числе ключевую ставку — до 7% годовых. В результате если в феврале среднее значение индикативной межбанковской ставки MOSPRIME O/N составило 6.23% годовых, то уже в марте показатель подрос до 8.06% годовых, что стало серьезным испытанием для долгового рынка.

Рынок российских еврооблигаций в марте пережил пару волнительных недель, подобных тем, какие были во время банковского кризиса на Кипре и после объявления ФРС о начале сворачивания количественного смягчения, комментирует ситуацию Вадим Ведерников, заместитель директора департамента аналитики и риск-менеджмента UFS IC.

Доходность евробондов некоторых российских эмитентов изменялась на несколько процентов за день. Если в начале месяца эти изменения имели характер панических распродаж, то в конце месяца на рынке царила атмосфера эйфорических покупок. Так, за первые две недели марта доходность суверенных евробондов РФ выросла почти на 100 б.п. по выпуску RUSSIA-23 и более чем на 70 б.п. по дальнему евробонду RUSSIA-43. В корпоративном секторе наиболее значимый рост доходности пришелся на эмитентов с высокой долговой нагрузкой сектора «Металлы и добыча», а в банковском — на субординированные евробонды банков второго эшелона, деятельность которых могла быть сильнее всего затронута потенциальными санкциями.

Тем не менее крымский референдум 16 марта и последовавшая за ним первая, весьма сдержанная волна санкций со стороны США и ЕС принесли понимание того, что заложенные в котировках риски явно переоценены. Даже более жесткая вторая волна санкций и снижение прогноза по рейтингу РФ не смогли разубедить инвесторов в том, что они явно перестарались с продажами на российском рынке евробондов. В конце марта на рынке преобладало мнение, что напряженность между Россией и Западом в следующие несколько недель продолжит ослабевать. При этом помешать снижению напряженности могло бы лишь повторение крымского сценария в восточной части Украины, что маловероятно.

На фоне этого, спустя всего две недели после крымского референдума, доходность евробондов ряда российских компаний подошла к уровням конца февраля. В целом, сильнее всего сни-

жение первой половины марта отыграли евробонды российских эмитентов с инвестиционным рейтингом, тогда как бумаги эмитентов корпоративного сектора с высокой долговой нагрузкой, а также выпуски некоторых банков второго эшелона пока не успели до конца восстановить утраченные позиции.

Индекс IFX-Cbonds, показавший максимальное значение в 371.68 пункта по состоянию на 28 февраля, с началом разгара кризиса отношений между Россией и Украиной (3 марта) начал достаточно сильное снижение, достигнув минимума 20 марта на уровне 366.29 б.п. Тем не менее в последнюю треть месяца на общем фоне растущего рынка индекс начал отыгрывать потерянные уровни и восстановился более чем наполовину. Одновременно с этим эффективная доходность индикативного портфеля за месяц выросла на 66 б.п.

В отличие от достаточно гладкой динамики корпоративного индекса, Cbonds-Muni вел себя более волатильно на протяжении всего месяца и также завершил месяц небольшим снижением: 270.54 б.п на 31 марта против уровня в 271.66 б.п на 28 февраля. Что касается рынка государственных облигаций, то являющийся бенчмарком данного сегмента индекс Cbonds-GBI RU завершил месяц аналогично предыдущим двум показателям: 137.84 б.п. на конец месяца против 140.10 б.п. в начале марта. Доходности индикативных портфелей выросли на 46 б.п. и 68 б.п. соответственно.

В апреле ключевым драйвером на российском рынке по-прежнему будут новостные заголовки о степени напряженности отношений между Россией и Западом. Если напряжение будет и дальше снижаться, российский рынок евробондов может продолжить рост, прогнозируют аналитики UFS IC. По состоянию на начало апреля рынок закладывает в цены ожидания того, что крымский сценарий не повторится с восточными областями Украины, а США и ЕС не станут вводить санкции против ключевых отраслей экономики для России.

Последние изменения в политической риторике между Россией и США позволяют ожидать, что в апреле мы не увидим нового витка эскалации вокруг событий в Украине. В случае реализации этого сценария весьма вероятно, что доходность еврооблигаций российских эмитентов покажет умеренное снижение по итогам месяца. При этом общая стабилизация ситуации на долговом рынке, падение доходности во второй половине марта, а также приближающиеся майские праздники, на наш взгляд, могут спровоцировать временный рост активности на первичном рынке евробондов во второй половине апреля.

ПРОГНОЗ

ДОЛГОВОЙ РЫНОК

Анна СОБОЛЕВА,
аналитик, ИК «Велес Капитал»

Последнее падение котировок открыло для инвесторов возможность вернуться на рынок благодаря весьма привлекательным ценовым уровням. Лишь в ОФЗ рост доходности в марте составил в среднем 1 п.п., что, вполне вероятно, будет отыграно при условии стабильной ситуации с Украиной. В корпоративном сегменте при этом открылось не много возможностей, поскольку из-за недостаточно высокой ликвидности продажи корпоративных займов носили точечный характер. В первую очередь, на наш взгляд, интерес представляет банковский сегмент, в котором в настоящий момент достаточно выпусков с высокой доходностью и короткой дюрацией, что позволяет в случае нового обострения ситуации переждать до погашения. К таким выпускам относятся: «Ренессанс Кредит», БО-5, БИНБАНК, БО-2, Татфондбанк, БО-3, 4, 6, 8, «Восточный Экспресс», БО-7, ТКС Банк, БО-12, «Абсолют», БО-3, «Уралсиб-5», «НОМОС», БО-6, «ЗЕНИТ», БО-5 (все предлагают доходность выше 10% с дюрацией до года). Также интересно выглядят займы госбанков: РСХБ-3, 16, 17, 18, 21 (YTM — 9.97–10.5%, дюрация — 1.28–1.77 года), ГПБ БО-3 (YTM — 10.12%, дюрация — 0.83 года).

ЕВРООБЛИГАЦИИ РФ

Вадим ВЕДЕРНИКОВ,
заместитель директора департамента аналитики и риск-менеджмента, UFS IC

В пользу размещения новых выпусков в этот период говорит тот факт, что следом за майскими праздниками на первый план выйдут выборы в Украине 25 мая, спекуляции и провокации которых вполне могут привести к росту волатильности на рынках международного капитала. В этой связи эмитентам, заинтересованным в размещении евробондов, но так и не воспользовавшимся окном второй половины апреля, придется ждать возможности для размещения вплоть до середины июня, когда рынок полностью отразит в ценах итоги выборов. Насколько активным будет выход эмитентов на рынок во второй половине апреля, будет зависеть и от того, каким станет снижение доходности на российском рынке в середине месяца. При падении доходности по суверенным выпусками еще на 20–30 б. п. от уровней конца марта мы не исключаем, что количество накопившегося предложения и рост интереса инвесторов к российским активам на фоне стабилизации рынка расширят появившееся окно для размещений, несмотря на майские праздники в России.