Ксения СМИРНОВА

Падение с ускорением

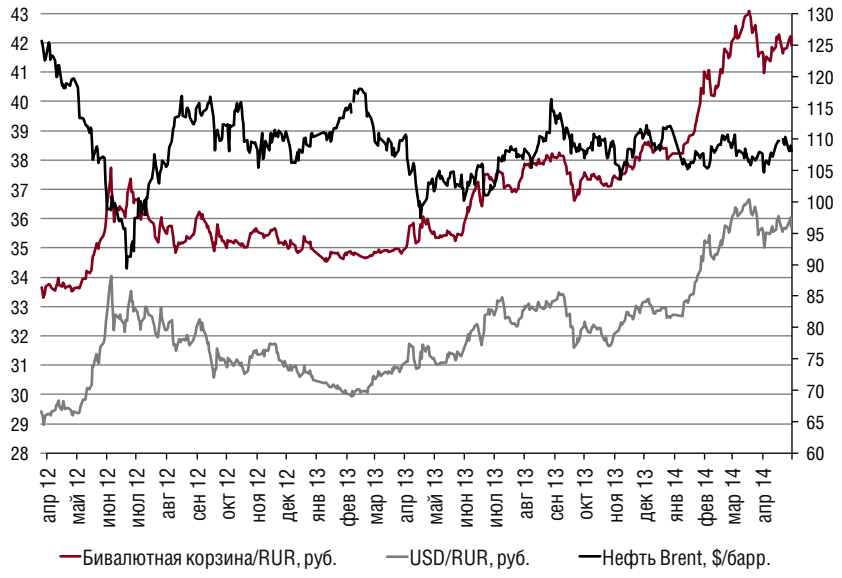
МАКРОЭКОНОМИКА

Нестабильность российской экономики этой весной не позволяет аналитикам делать уверенные прогнозы относительно дальнейшего развития. Ни одному институциональному сектору не удалось избежать проблем: потребительский спрос временно увеличился за счет пессимистичных настроений населения, возрос интерес к валютным вкладам и вложениям в недвижимость, ускорилось бегство вкладчиков из рублевых активов, корпоративный сектор экономики вынужден был прибегнуть к сокращению расходов, а отток инвестиций в основной капитал продолжился с новой силой.

«Ближайшие перспективы российской экономики во многом зависят от того, как ей удастся справиться с нынешней повышенной неопределенностью, — комментирует ситуацию Владимир Колычев, главный экономист аналитического департамента «ВТБ Капитала». — Пересмотр статданных за прошлый год представил более благоприятную картину, согласно которой темпы роста российской экономики в течение прошлого года ускорялись, а также «накачал» показатели первого квартала 2014 года за счет сравнения с низкой базой годичной давности. Однако в сегодняшних условиях это едва ли можно считать поводом для оптимизма».

Опасаясь связанного с ослаблением рубля повышения цен на импортные товары, население увеличило покупки товаров не первой необходимости, по той же причине — как защитная реакция на потенциальное обесценение сбережений — вырос спрос на наличную

Рисунок 1
Курс рубля ЦБ РФ и цены на нефть Brent



ТОЛЬКО ЦИФРЫ

На **1.4%** выросло промпроизводство в марте по сравнению с ростом на 2.1% в феврале 2014 года

На **4.3%** сократились инвестиции в основной капитал в марте по сравнению со снижением на 3.5% в феврале 2014 года

На **4%** вырос оборот розничной торговли в марте по сравнению с ростом на 4.1% в феврале 2014 года

валюту и жилую недвижимость, продолжают аналитики «ВТБ Капитала». В результате в феврале-марте рост дискреционных потребительских расходов ускорился. Компании предсказуемо отреагировали сокращением капитальных расходов на увеличение неопределенности в отношении перспектив экономического роста. В результате, несмотря на существенное инвестирование в строительство жилья и рост капиталовложений, финансируемых из бюджета, уменьшение инвестиций в основной капитал в первом квартале 2014 года только ускорилось. Помимо ухудшения ожиданий бизнеса, о котором свидетельствуют последние исследования, на резко возросшую осторожность корпоративного сектора указывает и склонность компаний к созданию дополнительных денежных резервов, которые должны помочь им пережить трудные времена. В условиях повышенной неопределенности и уменьшающейся доступности кредитов ожидать резкого разворота в динамике инвестиций было бы преждевременно. Положительный эффект инфраструктурных инвестиций начнет ощущаться, по-видимому, ближе к концу 2014 года, полагает Владимир Колычев.

По словам аналитиков «ВТБ Капитала», статистика банковского сектора в полной мере отражает то, что происходит в экономике в целом. Активизировался переток рублевых вкладов в наличную валюту и ускорилась долларизация корпоративных депозитов, что оказало давление на рублевую базу фондирования. Как и ожидалось, такой тренд в большей степени затронул негосударственные банки, что связано с последствиями проводимой Банком России политики «чистки» банковской системы. Увеличение кредитной активности в последние месяцы объясняется в основном кратковременными факторами, начиная от всплеска спроса на ипотечное кредитование и заканчивая заменой фондирования с рынков капитала на кредиты, а также привлечением компаниями кредитов с целью создания дополнительных резервов на случай ухудшения доступа к кредитному рынку в будущем. Как бы то ни было, в условиях снижения доступности внешнего фондирования и растущей стоимости заимствований на внутреннем рынке частный сектор вынужден сокращать свою долговую нагрузку, и перспективы роста кредитования остаются туманными.

ДЕНЕЖНЫЙ РЫНОК

Нестабильность геополитической ситуации и негативный инфляционный фон вносят коррективы в политику ЦБ по ставкам. Регулятор идет на вынужденное ужесточение денежно-кредитной политики повышением ключевой ставки до 7.5%. Подобные действия следует расценивать как нацеленность ЦБ на борьбу с инфляцией и стремительным падением национальной валюты, что в итоге должно привести к заметному улучшению денежно-валютного рынка к концу третьего квартала.

Аналитики Райффайзенбанка считают новое повышение ключевой ставки в апреле (на 50 б.п. — до 7.5%) сигналом, что ЦБ серьезно настроен в отношении дальнейшего

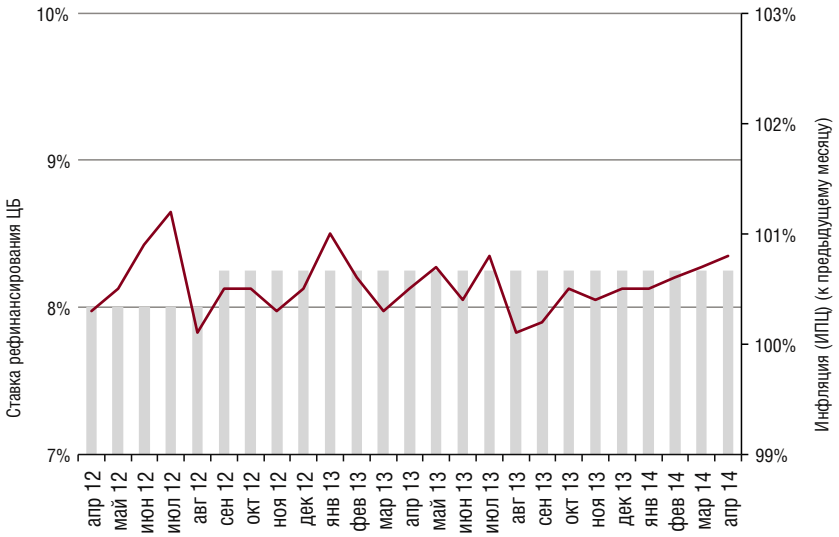
ПРОГНОЗ

БЮДЖЕТ

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

В бюджетной сфере сочетание более высоких цен на нефть и более слабого рубля привело к образованию дополнительных нефтегазовых доходов, что само по себе является позитивным моментом. Однако и здесь есть множество причин для беспокойства. Объемы ненефтегазовых налоговых поступлений, скорее всего, будут ниже прогнозируемых, а ухудшение доступа к рынкам капитала может стать причиной значительного дефицита финансирования. Противостоять призывам к смягчению бюджетного правила в этих условиях становится все труднее, особенно когда рейтинговые агентства начинают ставить во главу угла не фундаментальные бюджетные показатели и приверженность фискальным правилам, а геополитические риски. В любом случае на этот год правило удалось отстоять, а «раздутая» расходная часть бюджета на 2015–2016 годы и так не оставляет места для отклонений от бюджетного правила. Таким образом, дополнительные обязательства будут покрываться за счет средств ФНБ и ВЭБа, а не прямых бюджетных расходов.

Рисунок 2
Инфляция и ставка рефинансирования ЦБ



таргетирования инфляции и, несмотря на изменяющиеся макроэкономические условия, готов идти на еще более жесткие решения, если того потребует ситуация. «Все силы регулятора сейчас направлены на укрепление репутации «борца с инфляцией», кроме того, он должен быть готов отражать атаки на рубль, обусловленные геополитической ситуацией», – говорит Владимир Колычев.

Смягчение денежно-кредитной политики в условиях повышенных геополитических рисков и инфляции представляется маловероятным. И хотя нет сомнений в том, что впереди нас ждет существенная дезинфляция и, как следствие, возвращение к менее жесткой денежно-кредитной политике, но это произойдет не раньше конца третьего квартала 2014 года, прогнозируют аналитики «ВТБ Капитала».

Параллельное предоставление банкам возможности получения дешевых целевых долгосрочных кредитов (сроком до 3 лет под 6.5%) может ослабить опасения, связанные с тем, что повышение ключевой ставки со временем негативно отразится на динамике инвестиционного кредитования, отмечает макроаналитик Райффайзенбанка Мария Помельникова. Новая инициатива потенциально должна способствовать увеличению объема длинной рублевой ликвидности. Но на начальном этапе есть опасения, что данным инструментом сможет пользоваться лишь очень ограниченное число участников. Причем повышение ключевой ставки скажется на экономике уже сейчас, тогда как предполагаемый позитивный эффект от удешевления длинных кредитов пока не до конца очевиден и проявится лишь по прошествии времени.

ПРОГНОЗ

ЛИКВИДНОСТЬ И ВАЛЮТА

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

Недавние инициативы Министерства финансов по установлению целевого уровня остатка на счетах Федерального казначейства в Банке России должны стабилизировать ситуацию с ликвидностью. Однако произойдет это только в том случае, если курс рубля сможет закрепиться на новом равновесном уровне и таким образом нейтрализуется «утечка» ликвидности через канал валютных интервенций. Для того чтобы новый равновесный курс рубля оказался устойчивым, необходимо улучшение (или как минимум стабилизация) динамики платежного баланса. Сокращение импорта вслед за ослаблением рубля и замедлением роста внутреннего спроса, несомненно, приведет к увеличению положительного сальдо счета текущих операций, однако сокращение внешнего финансирования на фоне значительного, хотя и улучшающегося оттока капитала и долларизации сбережений по-прежнему угрожает структурным дисбалансом на валютном рынке.

ИНФЛЯЦИЯ

Мария ПОМЕЛЬНИКОВА,
макроаналитик, Райффайзенбанк

Мы прогнозируем, что инфляция во втором квартале останется выше 7% и к июню 2014 года может достигнуть годового максимума в 7.5%. Между тем, ЦБ явно дает понять, что риски, которые побудили регулятора экстренно повысить ставки в марте (в том числе и геополитические), до сих пор актуальны, и предыдущих мер по ужесточению политики оказалось недостаточно. Следуя этой логике, несмотря на то что дополнительное инфляционное давление не столько связано с поведением курса, сколько с фундаментальными причинами, надежды на возможность снижения ставок не остается.

ДОЛГОВОЙ РЫНОК

Внутренний долговой рынок РФ по-прежнему не восстановился после традиционного затишья в начале года. Объем сделок на вторичном рынке ОФЗ снизился почти на треть по сравнению с предыдущим месяцем, рынок муниципальных облигаций сократился вдвое, а корпоративные заемщики опасаются выходить на рынок из-за неустойчивой позиции России в мировом политическом конфликте.

«Апрель был, пожалуй, пока самым худшим месяцем в текущем году для российского долгового рынка как с точки зрения конъюнктуры, так и с точки зрения активности инвесторов на вторичном рынке», — комментирует Александр Ермак, главный аналитик долговых рынков БК «РЕГИОН».

В качестве основных негативных факторов в апреле можно назвать сохранение неопределенной ситуации в Украине и ожидание ужесточения санкций к России со стороны США и Евросоюза. На фоне очередного резкого ослабления рубля и роста инфляции Банк России повысил ключевую ставку еще на 0.5 п.п., что также было одним из главных событий, определяющих движение ставок на рублевом долговом рынке. Последним событием апреля, оказавшим негативное влияние на наш долговой рынок, стало снижение со стороны агентства Standard&Poor's суверенного рейтинга России и рейтингов ряда российских компаний и банков, которое имеет явно по-

литический характер. «Во второй половине апреля на рынке ОФЗ вновь были достигнуты максимальные значения по доходности, которые были зафиксированы месяцем ранее: в долгосрочном секторе доходность достигала 9.7–9.8% годовых (при снижении цен порядка 4–5% с начала месяца), — продолжает Александр Ермак. — Однако после объявления в начале последней недели апреля новых санкций, которые вновь оказались «точечными», затрагивающими ряд высокопоставленных государственных чиновников, а также бизнесменов и их компании, напряженность нарынке несколько спала и доходность бумаг отошла отсвоих максимальных значений. Тем не менее по итогам месяца повышение процентных ставок на рынке ОФЗ достигло 20–30 б.п. по коротким бумагам (с дюрацией до 1.5 года), в пределах 70–90 б.п. в среднесрочном сегменте (2–5 лет) и в пределах 50–60 б.п. вдолгосрочном сегменте (с дюрацией более 5 лет). В результате в конце месяца ОФЗ с дюрацией до трех лет торговались с доходностью в пределах 7.5–9.0% годовых, а все остальные выпуски — с дюрацией от 3 до 9 лет торговались в относительно узком диапазоне 9.0–9.6% годовых».

Аналитики БК «РЕГИОН» полагают, что на рынке субфедеральных облигаций снижение цен было не столь заметным на фоне существенного сокращения оборотов и расширения спредов между котировками на покупку и продажу. Потеря ликвидности в периоды неблагоприятной конъюнктуры является характерной чертой этого рынка. Наибольшие обороты были зафиксированы по облигациям Московской области (погашены 16 апреля) и 1.5-летнего выпуска 2012 года Ярославской области, что, очевидно, связано с желанием игроков рынка реинвестировать свои средства, полученные в результате погашения облигаций выпуска 2011 года этого же эмитента. Кроме того, высокая активность инвесторов наблюдалась в облигациях выпуска с трехлетней дюрацией Самарской области, доходность которого превышает 10% годовых. Практически все субфедеральные облигации с дюрацией от 1 года до 3.5 лет торговались в конце апреля с доходностью в пределах 9.0–10.5% годовых.

Александр Ермак также отмечает, что в отсутствие «новых» денег основным источником поддержки относительно высоких оборотов на рынке корпоративных облигаций является большой объем погашений, который с начала текущего года превысил 228.4 млрд руб., а также досрочный выкуп облигаций в рамках исполнения оферт, объем которого составил с начала года более 140 млрд руб. (часть из выкупленных облигаций была возвращена в рынок). Максимальное снижение цен, в пределах 3.5–4.5%, было зафиксировано по ряду долгосрочных (с дюрацией более 3 лет) выпусков ВЭБа, «ВЭБ-Лизинга», ФСК ЕЭС, «Роснефти». Снижение цен большей части торгуемых корпоративных облигаций не превысило 1 п.п.

ПРОГНОЗ

ДОЛГОВОЙ РЫНОК

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

Очевидно, что в ближайшее время рынок первичных размещений будет по-прежнему закрыт для широкого круга инвесторов. При этом в мае мы вряд ли увидим существенные изменения процентных ставок и высокую активность на рублевом долговом рынке, учитывая большое количество выходных и праздничных дней, а также возможное усиление напряженности ситуации в Украине в связи с проведением референдумов на юго-востоке страны и завершением избирательной кампании в Киеве. Сильные риски по-прежнему сохраняются на дальнем конце кривой ОФЗ. Тем не менее относительно высокие ставки, периодически наблюдаемые по целому ряду коротких и среднесрочных бумаг эмитентов с достаточно высоким кредитным качеством, могут служить хорошим сигналом для покупки. Рекомендуем также обратить внимание на достаточно широкие спреды (от 200 б.п. и более) между рублевыми еврооблигациями и внутренними облигациями ряда банков, при этом суверенные рублевые еврооблигации торгуются в последнее время с премией к аналогичным по срокам ОФЗ, которая не превышает 40–50 б.п.

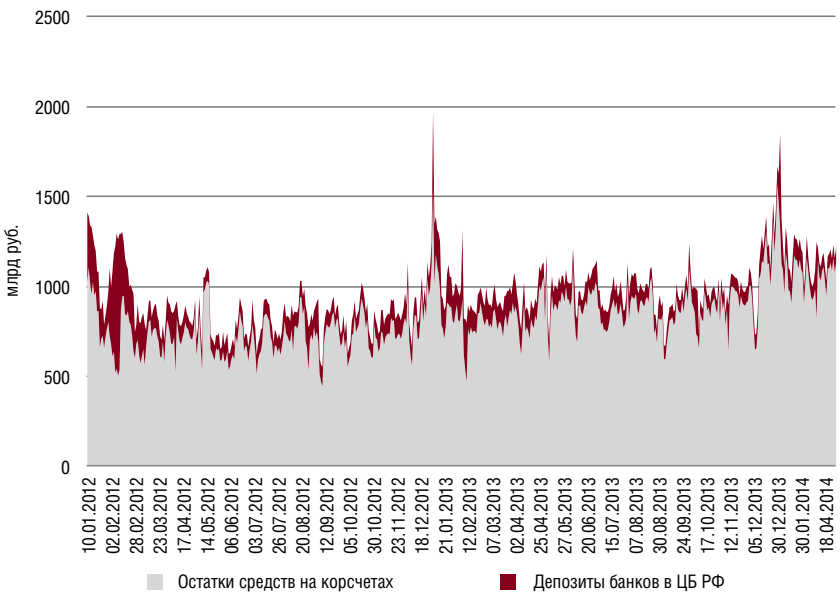



Рисунок 3
Ликвидность банковского сектора