Ксения СМИРНОВА

Жребий брошен

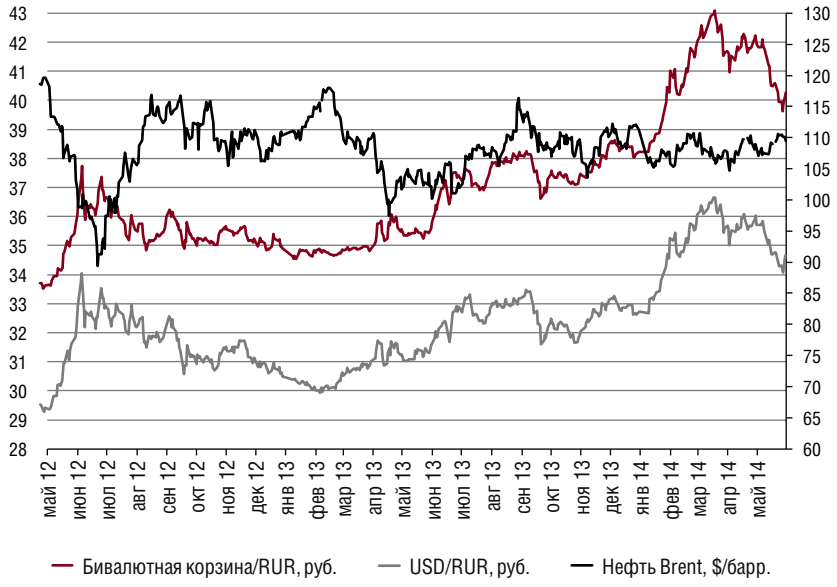
МАКРОЭКОНОМИКА

В российской экономике продолжается стагнация. Геополитические события усиливают структурные слабости, при этом прежние опоры роста уже не выглядят надежными. Потребительская активность падает под натиском инфляции и низких темпов роста зарплат в прошлом месяце, а крупные компании по-прежнему не готовы существенно наращивать объемы выпуска ценных бумаг. Тем не менее с конца апреля наблюдаются и позитивные изменения: уменьшается отток капитала из страны, промышленность понемногу оживает, а рост национальной валюты вселяет надежду на выздоровление экономики.

«С начала года российская экономика находится в стагнации, демонстрируя весьма умеренные темпы роста – порядка 1%», — комментирует Ольга Стерина, аналитик «УРАЛСИБ Кэпитал». Показатель был бы еще хуже, если бы Росстат не пересмотрел данные за 2013 год. Так, согласно обновленной прошлогодней статистике самым провальным оказался первый квартал, а к концу года рост ускорился, тогда как изначально картина была прямо противоположной и свидетельствовала о торможении роста. Если бы не эффект базы, то данные за первый квартал 2014 года были бы совсем разочаровывающими.

«Тем не менее в апреле произошло замедление негативных процессов: девальвационные настроения заметно ослабли, а активность кредитного рынка постепенно возвращается к темпам прошлого года, несмотря на ужесточение процентной политики Центробанка», — продолжает

Рисунок 1
Курс рубля ЦБ РФ и цены на нефть Brent



ТОЛЬКО ЦИФРЫ

На **2.4%** выросло промпроизводство в апреле по сравнению с ростом на 1.4% в марте 2014 года

На **2.7%** сократились инвестиции в основной капитал в апреле по сравнению со снижением на 4.3% в марте 2014 года

На **2.6%** вырос оборот розничной торговли в апреле по сравнению с ростом на 4% в марте 2014 года

Владимир Евстифеев, заместитель начальника аналитического управления банка «ЗЕНИТ». Промышленность немного оживает, продемонстрировав в апреле максимальные темпы роста за последние полгода – сокращение добычи природного газа и угля было компенсировано нефтью и попутным нефтяным газом. Сегменты обрабатывающей промышленности почувствовали определенную поддержку от улучшения ситуации во внутреннем потреблении в предыдущие два месяца.

По словам Ольги Стериной, позитивным сигналом апреля также стало замедление оттока капитала, который, по предварительной оценке ЦБ, составил $4.6 млрд за месяц после оттока в размере $63 млрд в первом квартале 2014 года. В мае отток капитала из России продолжил замедляться. Вполне вероятно, что иностранные инвесторы стали постепенно увеличивать свои позиции в ОФЗ. В июне благодаря сезонным факторам может быть зафиксирован небольшой приток капитала, но в целом по итогам второго квартала 2014 года аналитики «УРАЛСИБ Кэпитал» ожидают чистого оттока средств.

Капитальные инвестиции немного отскакивают от минимумов, достигнутых в марте, отмечают аналитики банка «ЗЕНИТ». Отчасти это вызвано снижением девальвационных ожиданий у бизнеса, тогда как ранее потенциальные ресурсы для капвложений направлялись в валютные депозиты банков. Тем не менее ситуация остается тревожной и требует реализации правительственных программ стимулирования. Впрочем, во втором полугодии инвестиционная активность должна немного подрасти благодаря реализации государственных инфраструктурных проектов. В ближайшие месяцы восстановление позиций рубля может также стать фактором привлекательности для наращивания капвложений. В то же время ни внутренний, ни внешний спрос пока не дает бизнесу положительных сигналов.

Потребительская активность замедлилась в апреле после двух месяцев заметного роста. Причиной прежнего взлета продаж непродовольственных товаров служила реализация кризисной модели потребления. Опасаясь роста цен на ряд товаров длительного пользования при сохранении девальвационных настроений, население начало активно тратить сбережения.

В апреле ослабление рубля уже дало заметную проекцию на инфляционную динамику, что ограничило конечный спрос. Вместе с тем, судя по возобновившемуся росту розничного кредитования и реальных располагаемых денежных доходов граждан, девальвационные угрозы для них становятся менее опасными. В апреле наметился приток средств в рублевые вклады, а население стало меньше приобретать валюту. Вероятно, эта тенденция продолжится в ближайшие месяцы. В то же время ступором для роста потребительской активности является минимальный рост

ПРОГНОЗ

ПРОМЫШЛЕННОСТЬ

Владимир ЕВСТИФЕЕВ,
заместитель начальника аналитического управления банка «ЗЕНИТ»

В ближайшие месяцы динамика российской промышленности должна остаться в рамках текущих темпов роста. Не исключено, что фактор наращивания запасов приведет к чуть более сильным данным в июне. Однако в целом сокращающееся потребление и слабость инвестиций остаются главным ступором для промпроизводства. Компании не могут быть уверены в сохранении даже относительно сдержанных темпов реализации продукции, что напрямую влияет на объемы их производства.

МАКРОЭКОНОМИКА

Ольга СТЕРИНА,
аналитик, «УРАЛСИБ Кэпитал»

Согласно нашему прогнозу, российская экономика во втором квартале 2014 года уйдет в отрицательную зону: ВВП сократится на 0.8% к соответствующему периоду прошлого года. Одна из главных причин ожидающегося спада в текущем квартале — сокращение инвестиций в основной капитал. По итогам 2014 года капитальные инвестиции, по нашим оценкам, упадут почти на 6.5%. Столь низкая инвестиционная активность связана с несколькими факторами, такими как отток капитала, который по результатам года достигнет порядка $120 млрд, рост неопределенности на фоне политических рисков, а также завершение ряда крупных государственных проектов. Мы полагаем, что замедление оттока капитала будет способствовать снижению политических рисков и общему улучшению экономической ситуации, а динамика инвестиций сможет вернуться в положительное русло только к концу года. Европа — ключевой рынок для России — продолжает восстанавливаться, что, безусловно, отразится и на состоянии российской экономики. В четвертом квартале 2014 года рост российского ВВП может ускориться до 1.7%. Тем не менее годовой показатель роста будет весьма скромным и составит 0.5% при условии, что против России не будут применены более масштабные санкции и ситуация в Украине постепенно выправится.

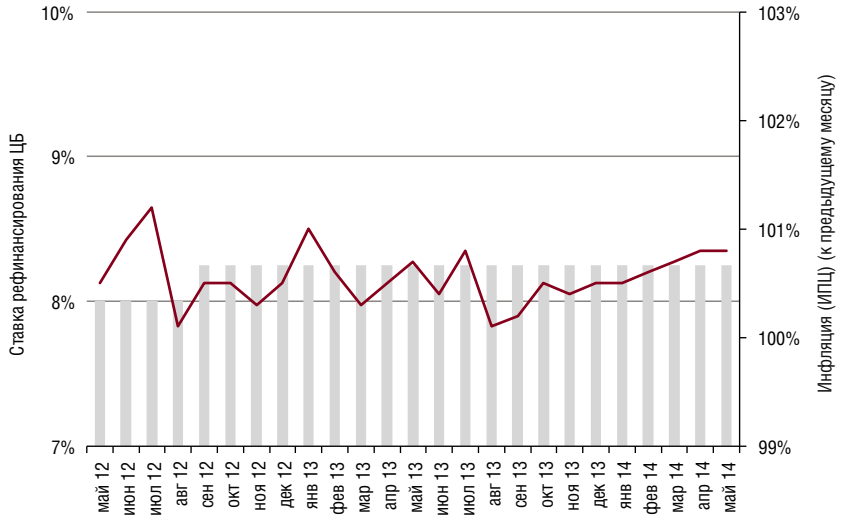


Рисунок 2
Инфляция и ставка рефинансирования ЦБ

зарплат. Частные компании борются за эффективность, госкомпании также прекратили повышение зарплат сотрудникам.

ДЕНЕЖНЫЙ И ВАЛЮТНЫЙ РЫНКИ

Динамика рубля в значительной степени объясняется геополитическими факторами. По-прежнему изменения курса национальной валюты то обнадеживают, то вновь разочаровывают участников рынка — о стабильности пока речи быть не может. Однако новостной фон последнего месяца позволяет рынку надеяться на то, что острый период уже остался позади и рубль начнет свое планомерное восстановление. Активность кредитного рынка постепенно возвращается к темпам прошлого года, несмотря на ужесточение процентной политики Центробанка.

«Состояние денежного рынка продолжает во многом определяться политикой ЦБ, — комментирует Владимир Евстифеев. — Именно поэтому условия локального рынка существенно не меняются, отыгрывая ужесточение монетарной политики регулятора. Позиция ЦБ сейчас предельно ясна: высокая ключевая ставка будет удерживаться как минимум до осени текущего года, после чего регулятор ожидает замедления инфляции. Стоит также отметить, что возможное ускорение инфляции выше ключевой ставки может вызвать еще одно ужесточение процентной политики, что окажет определенное давление на рынок».

«Еще один фактор, который будет способствовать ускорению российской экономики, — это заморозка тарифов естественных монополий, — продолжает Ольга Стерина. — Эта мера поддержит обрабатывающие отрасли отечественной промышленности, которые остаются движущей силой роста. Ограничение тарифов окажет наибольшее влияние на инфляцию, которая разгоняется с начала 2014 года и уже достигла 7.3%».

На фоне увеличения инфляционных рисков, а также бегства капитала и обесценения рубля Банк России уже дважды в этом году поднимал ключевую ставку: сначала на 150 б.п., а затем еще на 50 б.п., что мгновенно отразилось на коротких ставках денежного рынка. Сейчас ключевая ставка находится на уровне 7.5%. В июне инфляция достигнет своего годового пика — 7.7% год к году, однако уже в июле начнет постепенно снижаться. Замедление роста цен позволит регулятору смягчить денежную политику. «По нашему мнению, ключевая ставка может быть понижена в два этапа, и мы не исключаем, что в конце года она составит 6.5%, — прогнозирует Ольга Стерина. — Снижение ставки подхлестнет интерес инвесторов к ОФЗ. Согласно нашим оценкам, доходность пятилетних госбумаг к концу 2014 года может упасть до 7.4%».

ДОЛГОВОЙ РЫНОК

В мае мы наблюдали восстановление рублевого рынка и, по сути, первые в текущем году первичные размещения. Основной вопрос, который стоит перед инвесторами в начале лета: насколько долго может сохраняться столь уверенный рост на внутреннем рынке облигаций?

ПРОГНОЗ

ДЕНЕЖНЫЙ РЫНОК

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

Российская валюта остается заложником развития украинского кризиса, именно поэтому любое движение на укрепление не вызывает доверия. По мере развития украинского кризиса появляются новые факторы неопределенности, которые невозможно предсказать. Высока вероятность того, что острая фаза осталась позади, а решение возникающих вопросов между Россией и Украиной перейдет в дипломатическую плоскость. Судя по заявлениям глав Минэкономики и Центробанка, в апреле отток иностранного капитала существенно замедлился, а также появились признаки заметного ослабления девальвационных настроений. Тем не менее российская экономика демонстрирует структурную слабость, связанную в первую очередь с падением капитальных инвестиций. Поэтому даже при сохранении позитивных прогнозов на валютных рынках развивающихся экономик российский рубль вряд ли продемонстрирует существенное укрепление.

«В мае инвесторы довольно активно восстанавливали ценовые потери. Итогом месяца стали уровни, о которых большинство инвесторов даже не мечтали в середине марта, — отмечает Игорь Голубев, начальник направления анализа долговых рынков Промсвязьбанка. — В первой половине мая большинство инвесторов отыгрывали снижение напряженности на политической арене. Вместе с тем после выборов Президента Украины 25 мая геополитический фактор нашел отражение в оценке российских активов. На фоне незначительного роста геополитических рисков мы видели фиксацию в российском рубле после прохождения налогового периода, а также в евробондах».

Довольно интересно выглядел сегмент ОФЗ, где, несмотря на довольно агрессивные ценовые уровни, бумаги продолжали активный рост, подвергаясь давлению слабеющего рубля и негативных данных по инфляции. В целом такая ситуация вызывала удивление у большинства пессимистов, число которых одновременно с активным ростом цен в длинных ОФЗ только росло.

«Долларовые активы смотрятся более интересно на фоне стабилизации ситуации в Украине, а также в условиях довольно низких базовых ставок», — комментируют аналитики Промсвязьбанка. Однако после активного роста в последние недели довольно сложно рекомендовать покупать коррекцию. Стоит отметить, что если суверенные активы восстанавливали ценовые уровни, то именно корпоративные бумаги пока не полностью оправились от ценовых потерь.

«Немаловажно ключевое заседание ЦБ в июне, после которого будет проведена пресс-конференция председателя регулятора, — продолжает Игорь Голубев. — В рамках Петербургского экономического форума Эльвира Набиуллина высказывала свою позицию о денежно-кредитной политике Банка России, исходя из чего можно сделать вывод, что пока смены тона высказываний со стороны ЦБ ждать не стоит. Данный факт, безусловно, будет оказывать негативное давление на рост рублевых активов. Позиции национальной валюты, скорее всего, также могут несколько ослабнуть в июне. Однако вряд ли мы увидим агрессивное снижение. Вероятно, рынок будет торговаться в диапазоне 35–35.5 руб. за доллар. Именно этот уровень, с нашей точки зрения, справедлив для национальной валюты на текущий момент».

ПРОГНОЗ

ДОЛГОВОЙ РЫНОК

Ольга СТЕРИНА,
аналитик, «УРАЛСИБ Кэпитал»

До конца 2014 года российскому корпоративному сектору, включая банки, предстоит погасить рублевых облигаций почти на 730 млрд руб., еврооблигаций — на $7.3 млрд. Ближайшие крупные погашения приходятся на июнь и июль, когда российскому корпоративному сектору понадобится 252 млрд руб. на рефинансирование по рублевым облигациям и около $3 млрд по евробондам, что равняется почти 350 млрд руб. Если ситуация в Украине не ухудшится, то в июне и в июле мы увидим увеличение предложения на первичном рынке. На наш взгляд, абсолютное большинство крупных российских эмитентов облигаций вполне в состоянии расплатиться по долгам в текущем году.

Игорь ГОЛУБЕВ,
начальник направления анализа долговых рынков, Промсвязьбанк

Насколько долго сохранится столь уверенный рост в российских активах, сказать довольно сложно, потому что по-прежнему настрой инвесторов зависит от геополитики. Признание выборов Президента Украины российской стороной, начало диалога между странами даст повод для восстановления ценовых уровней. Однако волатильность пока будет одним из главных признаков рынка в июне, а ждать уверенного сантимента на рост пока не стоит. С нашей точки зрения, это особенно касается рублевых активов. Спрос на вторичном рынке может быть довольно низким. В основном это затронет сегмент ОФЗ, в силу того что текущие ценовые уровни выглядят довольно дорого, в том числе на фоне роста инфляции, которая может подобраться вплотную к уровню 8% в июне.

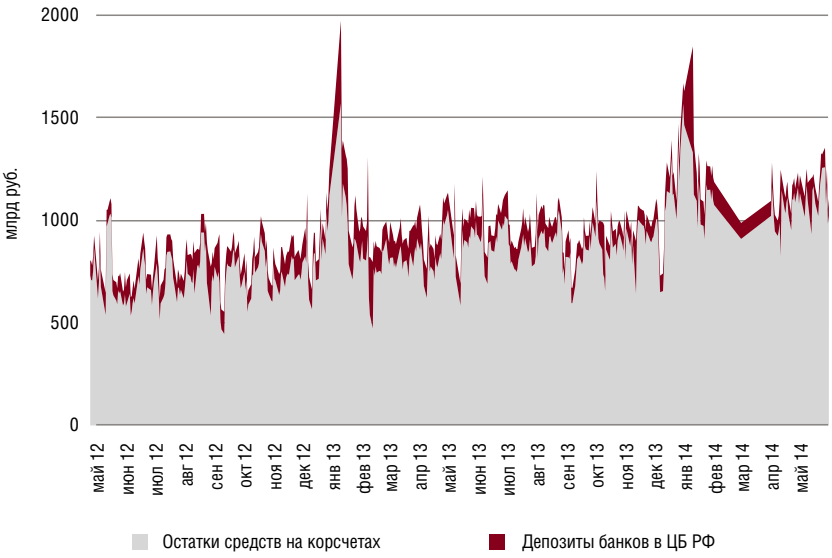



Рисунок 3. Итоги размещения облигационных выпусков в апреле 2014 г.