Ксения САМБУЛОВА

Лед тронулся

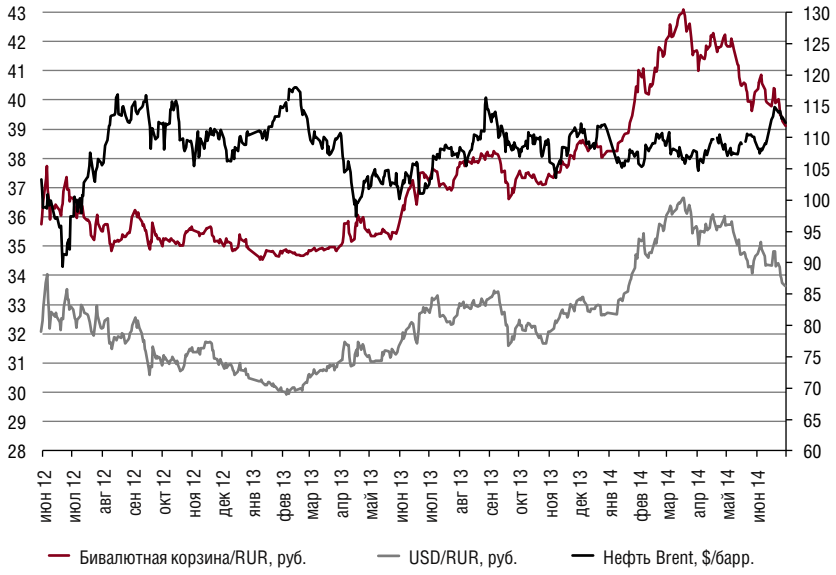
МАКРОЭКОНОМИКА

Временная деэскалация украинского конфликта позволила экономике России в июне отдышаться и частично восстановить силы. На фоне геополитического затишья статистика зафиксировала рост промышленного производства почти на 2% с начала года. В ближайшее время ожидается снижение роста потребительских цен. Регулятор рассчитывает удержать инфляцию в пределах 6–6.5% к концу года, однако не все эксперты рынка разделяют эти надежды.

«Июнь оказался весьма позитивным месяцем для рынков и рублевых активов в особенности. Ключевой причиной явилось снижение градуса геополитической напряженности вокруг Украины. Кроме того, позитивом для РФ стало повышение цен на нефть вследствие неожиданно обострившегося конфликта в Ираке, слабые данные по экономике США, охладившие ожидания скорого повышения ставок ФРС, а также ослабление монетарной политики ЕЦБ», — отмечает Дмитрий Грицкевич, ведущий аналитик группы анализа долговых рынков управления исследований и аналитики Промсвязьбанка.

Уменьшение геополитических рисков не только способствовало стабилизации на российском рынке, но и внушило определенный оптимизм представителям Минэкономразвития. Глава ведомства Алексей Улюкаев заявил о вероятном пересмотре прогноза по росту ВВП России в сторону повышения. Как отметил чиновник, первоначальный

Рисунок 1
Курс рубля ЦБ РФ и цены на нефть Brent



ТОЛЬКО ЦИФРЫ

На **2.8%** выросло промпроизводство в мае по сравнению с ростом на 2.4% в апреле 2014 года

На **2.6%** сократились инвестиции в основной капитал в мае по сравнению со снижением на 2.7% в апреле 2014 года

На **2.1%** вырос оборот розничной торговли в мае по сравнению с ростом на 2.6% в апреле 2014 года

прогноз в 0.5% на текущий год могут сменить более крупные величины.

Эксперты сходятся в том, что июнь может быть последним месяцем 2014 года, в течение которого инфляция шла в рост. Но оснований для того, чтобы ожидать существенного снижения инфляции, в настоящее время нет, обращает внимание Валерий Вайсберг, директор аналитического департамента ИК «РЕГИОН». «Наметившийся тренд к уменьшению помесячного прироста потребительских цен в июле, скорее всего, приостановится», — заключает он. Причины этого процесса аналитик видит в повышении тарифов на коммунальные услуги и проезд в общественном транспорте в большинстве российских регионов. Свою лепту вносит и Росстат: по данным ведомства, темпы инфляции в России с начала года в 14 раз превысили европейские.

Ложку дегтя в бочку июньского меда добавило и международное рейтинговое агентство Moody's, подтвердившее суверенный рейтинг России на уровне Baa1. Прогноз по рейтингу был изменен со стабильного на негативный. Решение было принято в связи с ухудшением среднесрочных прогнозов экономического роста, а также сохраняющейся неопределенностью в геополитике.

ДЕНЕЖНЫЙ РЫНОК

Рубль в течение последних недель значительно укрепил позиции по отношению к иностранной валюте. Подспорьем стали выросшие цены на нефть (из-за обострения ситуации в Ираке), а также проводимая Центробанком жесткая денежно-кредитная политика. Ближайшее будущее национальной валюты менее радужное: в июле-августе 2014 года рубль может значительно упасть.

К концу июня рубль обосновался на минимальных значениях по отношению к доллару с конца января текущего года — российская валюта торговалась на отметке 33.55 руб./доллар. Тем не менее, по мнению экспертов, закреплению курса на текущих уровнях могут помешать геополитические факторы, в частности возможность введения Западом новых санкций в отношении России.

«В июле-августе продолжатся дивидендные выплаты российскими компаниями, с пиком в конце июля. Не в пользу рубля говорит и сезонно слабое сальдо платежного баланса в начале третьего квартала (снижение экспорта энергоресурсов, рост импорта услуг)», — отмечает Леонид Игнатьев, руководитель управления по анализу долговых рынков ФГ «БКС».

В ближайшее время вполне вероятно возобновление спроса на американский доллар, так как рубль на текущих уровнях представляется перекупленным.

В банковском секторе сейчас наблюдается стабилизация ситуации с ликвидностью. «Можно сказать, что восстановление ликвидности в банковской системе сохранится в июле. Возникающий профицит средств вряд ли будет значительным», — указывает

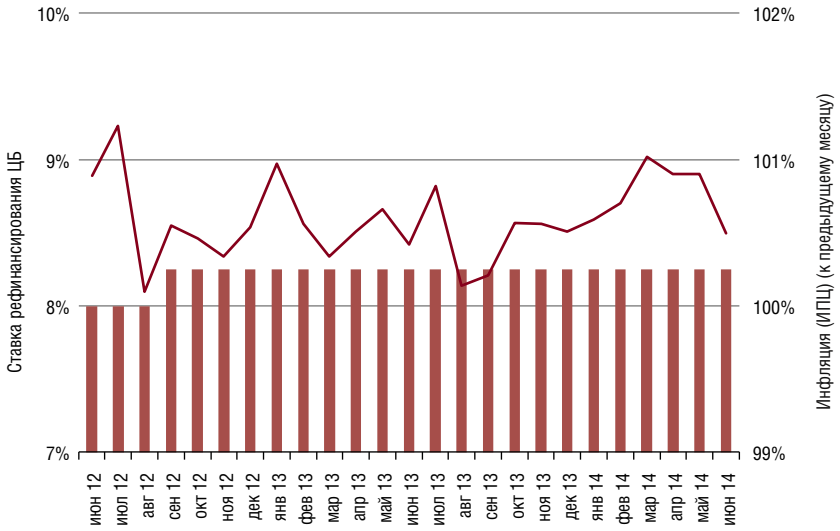
ПРОГНОЗ

ИНФЛЯЦИЯ

Леонид ИГНАТЬЕВ,
руководитель управления по анализу долговых рынков, ФГ «БКС»

Стабилизация инфляции в последние четыре недели на уровне 7.6% вместе с ожидаемым эффектом от более низкой, чем в прошлые годы, индексации регулируемых цен может позитивно отразиться на ожиданиях инвесторов относительно возможности смягчения денежно-кредитной политики. Полагаем, что одного нисходящего тренда и падения инфляции до 6.9–7.0% в июле будет недостаточно для устойчивых ожиданий монетарного стимулирования в 2014 году. Мы допускаем, что осенью ЦБ может опустить ставки на 25–50 б.п. (по 25 б.п. в третьем и четвертом квартале), однако на большее не рассчитываем. Снижать ставки в оставшиеся два летних месяца до полной ясности с возможной реализацией новых продуктовых шоков было бы нелогично.

Рисунок 2
Инфляция и ставка рефинансирования ЦБ



Валерий Вайсберг. По мнению эксперта, вероятно замедление кредитной экспансии, а это при стабильном поступлении средств от клиентов (в первую очередь корпораций) может содействовать формированию у банков своеобразной денежной подушки. Однако этот позитивный эффект будет несколько сглажен ростом резервов, который происходит в силу продолжающегося ухудшения качества кредитных портфелей.

16 июня совет директоров Банка России принял решение сохранить ключевую ставку на уровне 7.5% годовых. По словам Владимира Осаковского, главного экономиста по России и СНГ Bank of America Merrill Lynch, есть риск того, что ЦБ будет всерьез рассматривать возможность повышения ставки на 25 б.п. по причине высокой и ускоряющейся инфляции. Однако, по его мнению, повышения не будет, так как инфляционные риски по большей части временные.

Как подчеркивает Леонид Игнатьев, для ЦБ снижение ставок до отрицательных реальных величин — контрпродуктивный шаг. Поэтому дальнейшее ужесточение денежно-кредитной политики, о котором заявлял регулятор, представляет собой скорее средство дисциплинировать участников рынка, чем неизбежный факт.

ПРОГНОЗ

ЛИКВИДНОСТЬ

Валерий ВАЙСБЕРГ,
директор аналитического департамента, ИК «РЕГИОН»

Важнейшим итогом июня я считаю наметившуюся нормализацию ситуации с ликвидностью в банковском секторе. Этому способствовало, с одной стороны, возобновление притока средств корпоративных и розничных клиентов на депозиты на фоне по-прежнему вялых темпов кредитования. С другой стороны, помогли своевременные действия регулятора: снижение дисконтов по операциям РЕПО, повышение поправочного коэффициента для корректировки стоимости нерыночных активов, принятие принципиального решения по повышению коэффициента усреднения обязательных резервов. Совокупно эти меры позволят банковской системе высвободить порядка 500 млрд руб. Дополнительной уверенности участникам рынка добавила готовность Банка России увеличить объем рефинансирования банков в текущем году на 2 трлн руб.

ВАЛЮТА

Дмитрий ГРИЦКЕВИЧ,
ведущий аналитик группы анализа долговых рынков управления исследований и аналитики, Промсвязьбанк

Рубль в июне также продемонстрировал одну из лучших динамик среди валют emerging markets. Ближайшим «конкурентом» выступил бразильский реал, укрепившийся на эффекте чемпионата мира по футболу. Данной динамикой рубль во многом обязан сохраняющейся тенденции carry trade со стороны нерезидентов, которые также активно входят в ОФЗ. В то же время рубль уже не выглядит очень дешевым, и маловероятно, что в следующем месяце будет возможно столь сильное укрепление национальной валюты.

ДОЛГОВОЙ РЫНОК

В начале года российский долговой рынок находился в состоянии спячки, однако сейчас движение на нем заметно невооруженным глазом. Дождавшись ослабления геополитических рисков, инвесторы снова стали вкладывать в российские ценные бумаги.

«Июнь запомнится игрокам решительными мерами ЕЦБ по смягчению денежно-кредитной политики», — отмечает Алексей Демкин, начальник управления анализа инструментов с фиксированной доходностью Газпромбанка. По его словам, глобальным инвесторам удалось наконец-то показать положительную динамику своих вложений в фонды, инвестирующие в российские долговые инструменты, — с начала года они вышли в плюс (после оттоков в январе-марте).

Россия некоторое время находилась в тени других развивающихся стран, чьи бумаги инвесторы охотно покупали весной в погоне за высокой доходностью. Кредиторы держали руку на пульсе, остерегаясь инвестировать в российские долговые инструменты во время острой фазы украинского кризиса. Однако снижение уровня напряженности в высших политических кругах на международной арене и отложенный на неопределенный срок вопрос о новых санкциях против РФ вернули интерес к долговому рынку России.

По словам аналитиков Промсвязьбанка, за июнь кривая ОФЗ снизилась в среднем еще на 40 б.п. При этом котировки длинных бумаг уже практически достигли уровней конца февраля – начала марта 2014 года, предшествующих первому повышению

ОСНОВНЫЕ РАЗМЕЩЕНИЯ НА ПЕРВИЧНОМ РЫНКЕ ПРОГНОЗИРУЮТСЯ ВО ВТОРОЙ ПОЛОВИНЕ ИЮЛЯ

ставки ЦБ РФ. Текущие уровни ОФЗ выглядят достаточно дорого. Спреды к РЕПО ЦБ по среднесрочным бумагам сузились до значений начала 2013 года, в то время как по длинным ОФЗ минимумы по спреду уже обновлены.

«Наиболее вероятным сценарием является дальнейшее «оттаивание» первичного рынка, нормализация и выравнивание кривой доходности, на которой по-прежнему можно найти бумаги, заметно недооцененные в терминах риск–доходность», — предрекает Валерий Вайсберг. Понижение кривой доходности внутренних облигаций маловероятно из-за высокого уровня инфляции и опасений некоторых участников рынка по поводу возможного повышения ключевой процентной ставки.

Основные размещения на первичном рынке прогнозируются во второй половине июля. Это в том числе обусловлено принятием ряда поправок в Закон о ценных бумагах. Изменения должны будут найти отражение в эмиссионных документах, на что потребуется время. При отсутствии притока пенсионных денег, об острой нехватке которых говорят эксперты, первичный рынок могут поддержать доходы от погашения облигаций и купонных выплат.

В среднесрочных и длинных ОФЗ ожидается коррекция. «В условиях высоких процентных ставок и очень плоской кривой ОФЗ стоит говорить скорее о переоцененности наиболее ликвидных ОФЗ, нежели предпосылках для нового ралли», — заключает Леонид Игнатьев. Пересмотр агентством Moody's прогноза по суверенному рейтингу РФ на негативный существенного влияния на сегмент госбумаг не окажет, считают эксперты.

В корпоративном секторе, по мнению аналитиков, интерес для инвесторов будут представлять только качественные эмитенты с рейтингами не ниже B+/BB–.

ПРОГНОЗ

ДОЛГОВОЙ РЫНОК

Алексей ДЕМКИН,
начальник управления анализа инструментов с фиксированной доходностью, Газпромбанк

Июль будет интересным месяцем, в течение которого мы ожидаем продолжение выхода российских эмитентов на долговые рынки. Инфляция будет в фокусе участников рынка, а темпы ее замедления могут изменить число сторонников снижения процентных ставок осенью этого года как в большую, так и в меньшую сторону. В первом случае это может стать сигналом к игре на рынке ОФЗ. В июле на денежные средства, поступающие от погашения облигаций и выплаты купонов (без ОФЗ), придется порядка 120 млрд руб., что является рекордным уровнем для российского локального рынка. В моменте это одно из немногих, на что можно рассчитывать корпоративным заемщикам в условиях отсутствия притока пенсионных денег на рынок.

Дмитрий ГРИЦКЕВИЧ,
ведущий аналитик группы анализа долговых рынков управления исследований и аналитики, Промсвязьбанк

На рынке ОФЗ складывается весьма противоречивая картина. С одной стороны, ЦБ РФ фактически дал ясно понять, что снижения ставок как минимум до конца года ждать не стоит на фоне сохраняющихся инфляционных рисков, то есть для локальных инвесторов сохранение позиции в длинных ОФЗ при текущих ставках не представляет интереса.

В отличие от ОФЗ валютные евробонды все еще сохраняют потенциал к росту котировок, поэтому на ближайшие месяцы мы отдаем предпочтение именно этому рынку. Кроме того, к концу года ждем возобновления роста долларовых ставок, что приведет к коррекции в евробондах emerging markets.

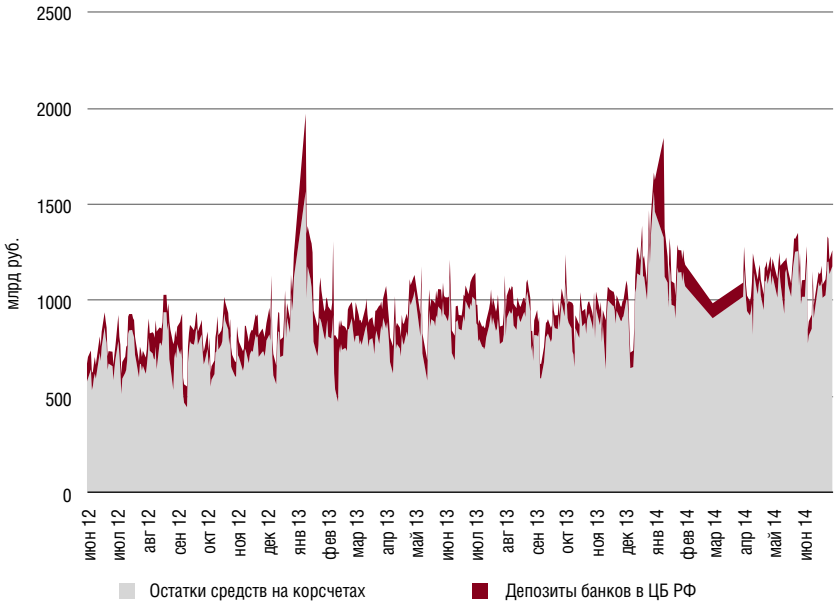



Рисунок 3. Ликвидность банковского сектора