Ксения САМБУЛОВА

Осторожно, рецессия

МАКРОЭКОНОМИКА

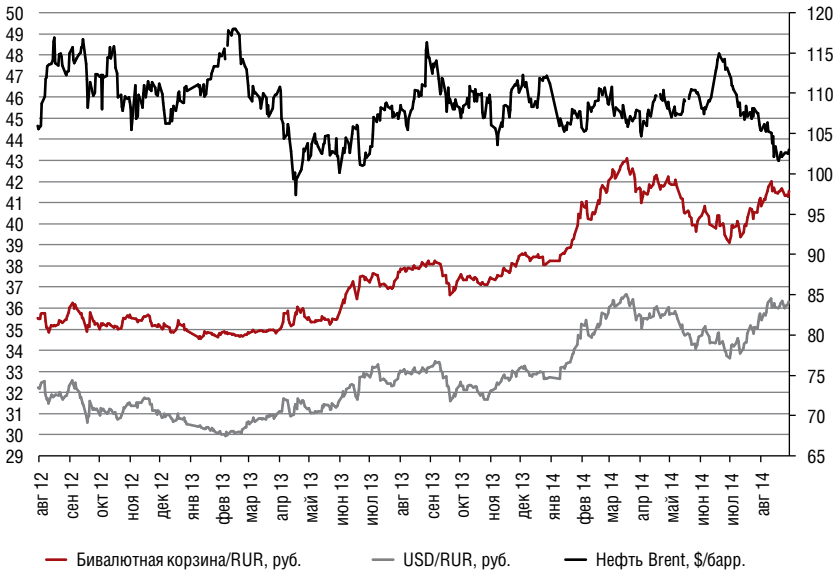
Лето 2014 года закончилось для российского рынка на минорной ноте. Еле теплившиеся надежды на стабилизацию международной обстановки не оправдали себя. Напряжение между Россией, Украиной и Западом нарастает. РФ запретила поставки продовольствия из Европы и США, последние задумались над расширением своих санкций в отношении России. Между тем экономика страны находится в глубоком обмороке: угроза технической рецессии по итогам года становится все реальнее.

Экономические итоги августа не внушают оптимизма: негативный тренд, заданный в июле, только усилился. Давление геополитических факторов, вероятное увеличение налоговой нагрузки в ближайшей перспективе, заморозка пенсионных накоплений влияют на замедление экономики и снижение ее ключевых показателей — ВВП, потребительской активности, капиталовложений. При этом, предупреждают эксперты, к концу года ситуация может еще более усугубиться.

«Старт второго полугодия для российской экономики оказался разочаровывающим. Мы получаем очередные подтверждения того, что экономика имеет шансы перейти из стадии стагнации в фазу технической рецессии», — отмечает заместитель начальника аналитического управления банка «ЗЕНИТ» Владимир Евстифеев.

Диктовать условия на внутреннем и международном рынках по-прежнему

Рисунок 1
Курс рубля ЦБ РФ и цены на нефть Brent



ТОЛЬКО ЦИФРЫ

На **1.5%** выросло промпроизводство в июле по сравнению с ростом на 0.4% в июне 2014 года

На **2%** снизились инвестиции в основной капитал в июле по сравнению со ростом на 0.5% в июне 2014 года

На **1.1%** вырос оборот розничной торговли в июле по сравнению с ростом на 0.7% в июне 2014 года

продолжает геополитика. Ключевым событием августа стало введение Россией ответных санкций в отношении стран Запада. Правительство РФ фактически ввело эмбарго на мясо, молочную и плодово-овощную продукцию из Евросоюза, США, Австралии, Канады и Норвегии. Запрет на поставки продовольствия установлен сроком на один год. Запад не оставил этот выпад с российской стороны без внимания и заявил, что планирует ужесточить свою санкционную политику в отношении РФ.

По мнению экспертов, в полной мере эффект от продовольственных ограничений внутренний рынок ощутит спустя некоторое время. «Производители, по крайней мере, в краткосрочной перспективе выигрывают от роста внешнеполитической напряженности. Во-первых, расходы бюджета растут ускоренными темпами в районе 10% г/г при годовом плане в 5%, что является фактором поддержки промышленности. Рост промпроизводства ускорился с 0.4% г/г в 2013 году до 1.5% г/г в январе–июле 2014 года и, скорее всего, останется на этом уровне в ближайшее время», — указывает Дмитрий Долгин, макроаналитик Альфа-Банка. Эксперт подчеркивает, что в связи с санкциями население предпочитает инвестировать средства в рынок недвижимости, в том числе с использованием ипотечного кредитования. Это способствовало тому, что темпы роста жилищного строительства в январе–июле текущего года превысили докризисные показатели и составили 32% г/г.

Тем не менее увеличение расходов бюджета вряд ли можно считать позитивным фактором, особенно с учетом поиска дополнительных источников финансирования, считает аналитик «УРАЛСИБ Кэпитал» Ольга Стерина. «Ответные санкции России, скорее всего, не окажут заметную поддержку отечественным производителям. Сейчас загрузка свободных мощностей находится вблизи своих максимальных уровней, для ввода в эксплуатацию новых мощностей необходимы время и инвестиции, а последние могут оказаться не долгосрочными и не заинтересовать бизнес, если через год российский рынок вновь будет открыт для иностранных производителей», — заключает она.

Замедление экономики, балансирующей на грани рецессии, становится все заметнее, полагают эксперты. Помимо санкций, негативное воздействие на рынок оказывают внутриполитические решения, в частности планы по введению налога с продаж и изъятию пенсионных накоплений.

Опубликованная макростатистика за июль демонстрирует снижение ВВП на 0.2% г/г. Таким образом, российская экономика сокращается уже два месяца подряд (в июне было зафиксировано снижение на 0.1%). Рост ВВП во втором квартале, по оценке

ПРОГНОЗ

МАКРОЭКОНОМИКА

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

Структура поддержки ВВП по компонентам выглядит неутешительно. Динамика капитальных инвестиций окончательно перешла в отрицательную зону и без поддержки со стороны государства вряд ли вернется на траекторию роста. Потребительская активность выдыхается на фоне скромного прироста зарплат, высокой инфляции и ожиданий усугубления этих процессов из-за введенных продовольственных санкций. Единственное, что может почувствовать поддержку от внешнеполитических маневров, — это чистый экспорт. В условиях слабости капвложений мы будем наблюдать еще более резкое замедление потребления инвестиционного импорта, что должно поддержать экономику в краткосрочной перспективе. Поддержкой сможет послужить урожайность в сельском хозяйстве текущего года. Если она окажется высокой, то это поможет нивелировать негативный эффект продуктового эмбарго на потребительские цены.

Дмитрий ДОЛГИН,
аналитик по макроэкономике, Альфа-Банк

Хотя темпы экономического роста сейчас невелики на фоне прошлого года, рост на 0.8% г/г за первое полугодие все же можно считать неплохим результатом, учитывая достаточно негативный информационный фон с начала года. Если финансовые рынки довольно болезненно реагируют на внешнеполитические новости и их последствия, то бизнес пока чувствует себя более уверенно. В частности, мобилизационное ускорение бюджетных расходов поддерживает рост промпроизводства, а эмбарго на ввоз некоторых продуктов питания, при всех своих негативных инфляционных последствиях, окажет позитивное влияние на торговый баланс в краткосрочной перспективе. Поэтому во втором полугодии вполне возможен экономический рост в районе 0.5–1.0% г/г, а все очевидные негативные последствия текущего снижения уровня международного сотрудничества будут проявляться уже позже — в индикаторах 2015–2016 годов.

Росстата, составил 0.8% (в первом квартале показатель равнялся 0.9%).

Многие аналитики сходятся на том, что именно внутренние процессы, а не санкции со стороны Запада ведут экономику России в пропасть рецессии. При этом драйверов роста, которые могли бы стать в сложившейся ситуации спасательным кругом, практически не осталось. «В июле инвестиции в основной капитал сократились на 2%, строительство упало на 4.6%. Одной из основных движущих сил был потребительский спрос, поддерживаемый кредитованием населения. На фоне замедления экономического роста и ограничения индексации зарплат в госсекторе реальные доходы населения растут очень медленно. Таким образом, потребителям все сложнее увеличивать свою долговую нагрузку», — подчеркивает Ольга Стерина.

ДЕНЕЖНЫЙ РЫНОК

Рубль несет серьезные потери на фоне внешнеполитических баталий. В конце августа российская валюта преодолела исторический максимум в 37 руб. за доллар. От ЦБ в сентябре ждут второго подряд повышения ключевой ставки, а Минэкономразвития уже повысило прогноз по инфляции на ближайшие два года.

Обстановка на денежном рынке оставляет желать лучшего, на положение дел влияют и внешние, и внутренние факторы. После того как Украина обвинила Россию в военном вторжении на свою территорию, рубль пережил одно из самых болезненных падений за последнее время — 37 руб./доллар.

По мнению макроаналитика Дмитрия Долгина, ослабление рубля — инфляционный фактор: «10-процентная девальвация в начале года уже стала фактором ускорения инфляции до 7.8% г/г в середине года. Однако если раньше мы рассчитывали на замедление роста цен во втором полугодии и в следующем году, то теперь эти ожидания находятся под большим вопросом».

То, что удержать инфляцию по итогам года в границах ранее установленного коридора уже не удастся, признали и в Минэкономразвития. Ведомство представило уточненный макропрогноз на 2014–2017 годы, в котором повысило ожидания по инфляции на ближайшие два года. Так, в 2014 году инфляция прогнозируется на уровне 7–7.5% (ранее предполагался рост потребительских цен на 6%), в 2015 году — на уровне 6–7% (вместо первоначальных 5%).

Интересно, что с макропрогнозом Минэкономразвития не согласился Минфин, посчитав представленные данные завышенными. Однако эксперты не считают, что инфляция по итогам года опустится ниже 7.5%. Они указывают, что менее чем за месяц после принятия Россией продовольственных

ПРОГНОЗ

ДЕНЕЖНЫЙ РЫНОК

Ольга СТЕРИНА,
аналитик, «УРАЛСИБ Кэпитал»

В 2015 году можно ждать более высокой индексации тарифов естественных монополий, что усилит инфляционное давление на экономику. Помимо запрета на импорт, важным инфляционным фактором следующего года станет введение 3–5–процентного налога с продаж, что может добавить к инфляции еще примерно 1–2%. Таким образом, инфляционное давление на экономику в ближайшее время будет иметь под собой немонетарные причины. ЦБ в такой ситуации оказывается не в самой выгодной позиции: с одной стороны, регулятор взял четкий курс на обуздание инфляции, с другой — бороться с инфляцией немонетарного характера путем ужесточения денежно-кредитной политики практически невозможно. Дальнейшее повышение ставок крайне негативно отразится на российской экономике, которая уже балансирует на грани рецессии. Мы считаем, что в результате санкций и ужесточения денежно-кредитной политики темпы роста ВВП в 2015–2016 годы могут снизиться на 0.8–1 п.п., а инфляция прибавит 1.5–2 п.п.

Дмитрий ДОЛГИН, аналитик по макроэкономике, Альфа-Банк

Ситуация на валютном рынке сейчас наиболее тесно связана с международными санкциями против России. Погашение внешнего долга — дополнительный фактор оттока капитала, в дополнение к непрекращающемуся структурному оттоку, что усиливает слабость платежного баланса и, соответственно, курса рубля. В этих условиях рубль будет склонен к ослаблению, даже если конъюнктура глобальных рынков улучшится (цены на нефть вырастут, глобальное бегство в доллар прекратится). Эти опасения, судя по всему, разделяет ЦБ, который недавно значительно снизил свои обязательства по защите валютного курса, чтобы не тратить резервы. По нашей оценке, расширение коридора позволит регулятору не вмешиваться в торги даже в случае ослабления курса рубля с текущих 36 до 38 руб. за доллар.

санкций цены выросли на 5–10% (в зависимости от товарной группы). Также негативное влияние на рост инфляции окажет налог с продаж, который планируется ввести со следующего года.

Владимир Евстифеев считает, что и рубль, и инфляция смогут вынудить Центробанк вновь пойти на ужесточение процентной политики в этом году. Банки находятся в существенной зависимости от предложения денег со стороны регулятора. Тем не менее повышение базовой процентной ставки делает более дорогими даже самые короткие деньги. С учетом недавней риторики и новых шагов Центробанка по либерализации валютной политики сохраняется большой потенциал для дальнейшего повышения базовой процентной ставки. Регулятор отходит от прежней практики траты валютных резервов на поддержку рубля и переходит к более распространенному механизму регулирования курса через процентную политику, что укладывается в понятие инфляционного таргетирования.

С этим соглашается и Дмитрий Долгин: «На саму инфляцию, которая носит преимущественно немонетарный характер, еще одно упреждающее повышение ключевой ставки не повлияет. Однако это поможет приблизить стоимость денег к своему равновесному уровню, который, на наш взгляд, находится на 2–3 п.п. выше текущего и ограничивает рост сбережений в экономике».

В то же время очередное повышение ключевой ставки рискует негативно сказаться на общем состоянии экономики. Ужесточение денежно-кредитной политики со стороны регулятора может способствовать снижению ВВП и усилению инфляционного давления.

ДОЛГОВОЙ РЫНОК

В августе главной тенденцией внутреннего рынка было практически полное отсутствие активности. Этому способствовали геополитические факторы, приправленные сезонным падением объема торгов. Затишье наступило во всех сегментах долгового рынка, и оживления в ближайшее время не предвидится.

«В начале августа рынок рублевых облигаций вновь оказался под сильным негативным давлением как со стороны внешних, так и внутренних факторов. В течение первой декады августа был зафиксирован существенный рост доходности на рынке. Достигнув пика, который по времени практически совпал с введением Россией эмбарго на ряд продовольственных товаров из США и ЕС, на рынке наметилась коррекция, и уже к середине месяца доходность ОФЗ вернулась на уровень, зафиксированный после последнего повышения ставки Центробанком. В последние два торговых дня августа ситуация вновь резко изменилась на фоне эскалации конфликта со стороны Украины и ожиданий новых санкций со стороны ЕС. В результате цены ОФЗ за два дня снизились в пределах 1.0–2.5 п.п., что обусловило рост доходности на 30–45 б.п.», — рассуждает Александр Ермак, главный аналитик долговых рынков БК «РЕГИОН».

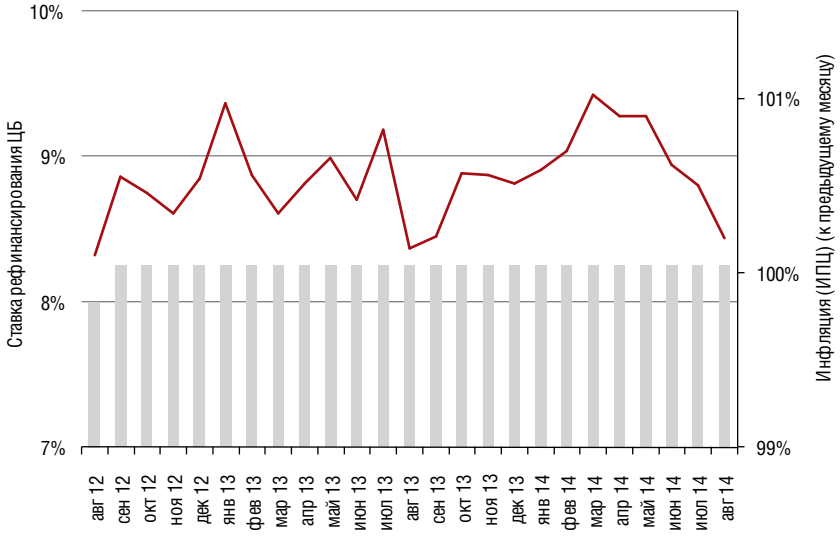


Рисунок 2
Инфляция и ставка рефинансирования ЦБ

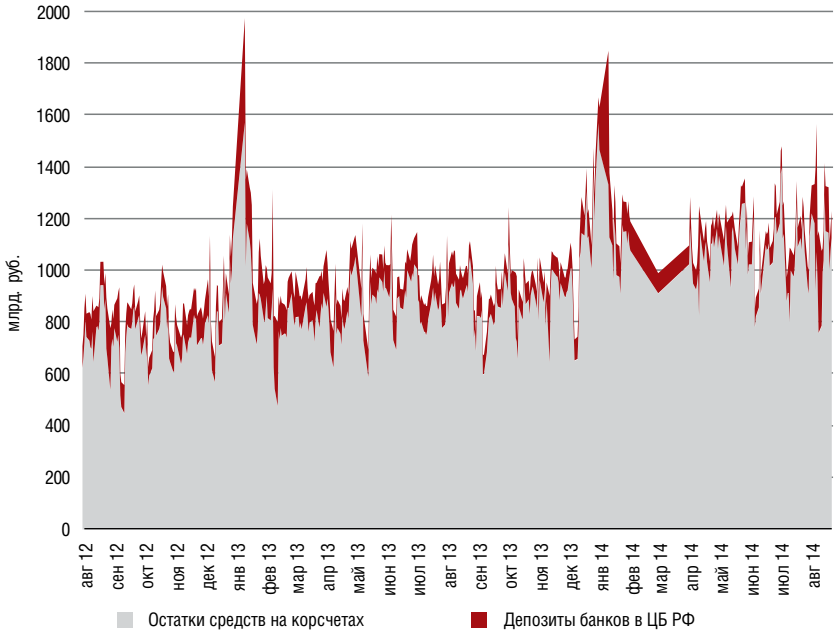


Рисунок 3
Ликвидность банковского сектора

Из-за обмена санкциями между Россией и Западом, действующих в отношении ряда российских банков ограничений на привлечение капитала из-за рубежа и политики регулятора внутренний долговой рынок практически не подает признаков жизни. Свою роль сыграл и фактор сезонности — в это время объем торгов традиционно снижается.

Накаленная внешнеполитическая обстановка стала причиной отмены Минфином шести подряд аукционов по размещению облигаций федерального займа. Ольга Стерина подчеркивает, что с начала года ведомство привлекло только третью часть от запланированного на 2014 год объема заимствований в 450 млрд руб. Она добавляет, что «столь скромный план по займам на текущий год, скорее всего, не будет выполнен. Вероятно, Минфин вернется на рынок, когда доходности опустятся ниже 9%, дороже этой отметки он пока занимать не готов. К тому же солидный профицит бюджета пока позволяет отказаться от внутренних заимствований».

НИ ОДИН СУБФЕДЕРАЛЬНЫЙ ЗАЕМЩИК НЕ РИСКНУЛ ВЫЙТИ НА РЫНОК С НОВЫМИ ВЫПУСКАМИ

Снижение объема торгов и весьма небольшое количество первичных размещений наблюдается во всех сегментах рынка. Особенно сложная ситуация у субфедеральных заемщиков, ни один из которых в августе не рискнул выйти на рынок с новыми выпусками. «В случае если некоторые из регионов попытаются разместить запланированные облигации, им придется платить высокую премию ко вторичному рынку (как это было в мае текущего года)», — отмечает Иван Гуминов, директор департамента портфельных инвестиций компании «РОНИН ТРАСТ».

Эксперты также обращают внимание на сокращение сделок на вторичном рынке почти в два раза. Здесь нелегко приходится все тем же муниципальным эмитентам, а также заемщикам 2–3-го эшелона, которые всегда переживают проблемы с ликвидностью во время геополитических бурь.

По мнению Ивана Гуминова, некоторые банки в текущих условиях могут использовать возможность разместить короткие деньги под высокую ставку (например, провести вторичное размещение бумаг, прошедших через оферту). Также есть вероятность, что для пополнения капитала банки могут попробовать разместить долгосрочные субординированные облигации. Однако в этом случае бумаги, скорее всего, будут выкуплены акционерами самих банков, так как спрос на рынке в настоящее время отсутствует.

ПРОГНОЗ

ДОЛГОВОЙ РЫНОК

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

Как минимум в течение первой половины сентября на рынке может сохраниться ситуация неопределенности на фоне снижения интереса со стороны инвесторов к рублевым долговым (в первую очередь долгосрочным) инструментам. Вместе с тем на рынке корпоративных облигаций остаются интересные возможности для инвестиций, которые, на наш взгляд, должны быть ограничены бумагами качественных эмитентов 1–2–го эшелона с дюрацией не более 6–12 месяцев и с доходностью, которая бы обеспечивала достаточную маржу (не менее 200–300 б.п. соответственно) к текущему уровню ключевой ставки Банка России. Кроме того, следует обратить внимание на бумаги, по которым в ближайшее время предстоит оферта, поскольку немало эмитентов для сохранения облигаций в рынке идут на существенное повышение ставок по следующим купонным платежам и одновременно ограничивают срок обращения до следующей оферты.

Иван ГУМИНОВ,
директор департамента портфельных инвестиций, «РОНИН ТРАСТ»

На данный момент не приходится ожидать высокой активности на рынке облигаций. Вся торговля будет сосредоточена в наиболее ликвидных госбумагах. Возможно движение 15–летних ОФЗ к уровням доходности 10%. Негативом, вероятно, станет решение по поводу накопительной части пенсии, которое ожидается в сентябре. В первую очередь это отразится на рынке корпоративных и банковских облигаций (так как ранее пенсионные накопления инвестировались именно в этот сегмент рынка), на рынке госбумаг — в меньшей степени (ввиду того, что указанная мера приведет к сокращению дефицита федерального бюджета).

ГРУППА КОМПАНИЙ РЕГИОН

КОМПАНИЯ ГОДА НА РЫНКЕ ОБЛИГАЦИЙ

Премия «Элита фондового рынка» (НАУФОР), 2014 год
Премия «Финансовая элита», 2014 год

ЗНАЕМ РЫНОК
ПОНИМАЕМ КАЖДОГО
РАБОТАЕМ НА РЕЗУЛЬТАТ

БРОКЕРСКАЯ КОМПАНИЯ «РЕГИОН»

WWW.REGION.RU

Общество с ограниченной ответственностью «Брокерская компания «РЕГИОН».
Лицензия профессионального участника рынка ценных бумаг на осуществление брокерской деятельности № 077-08969-100000, выданная ФСФР России 28.02.06 г., без ограничения срока действия. Лицензия на заключение биржевым посредником в биржевой торговле договоров, являющихся производными финансовыми инструментами, базисным активом которых является биржевой товар, № 1321, выданная ФСФР России 19.02.09 г., без ограничения срока действия. Лицензия профессионального участника рынка ценных бумаг на осуществление дилерской деятельности № 177-11229-010000, выданная ФСФР России 29.04.08 г., без ограничения срока действия. Лицензия профессионального участника рынка ценных бумаг на осуществление депозитарной деятельности № 177-10927-000100, выданная ФСФР России 10.01.08 г., без ограничения срока действия.
Реклама.