Ксения САМБУЛОВА

Охота занимать

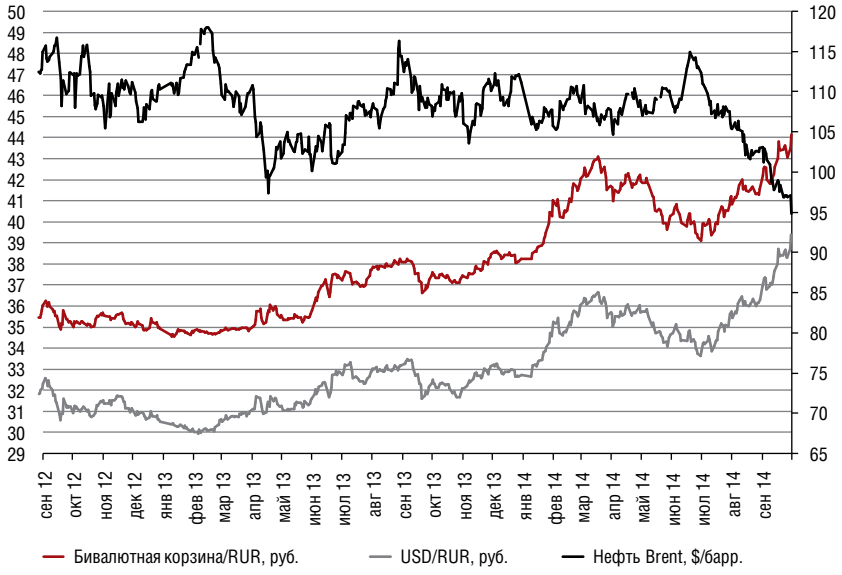
МАКРОЭКОНОМИКА

В сентябре российская экономика несколько оправилась от августовского шока, однако продолжила находиться под давлением геополитики. С наступлением осени Европа заговорила о возможности отмены санкций. Впрочем, дальше обсуждения дело не пошло. При этом основные экономические показатели не слишком оптимистичны, и эксперты прогнозируют возможное ухудшение ситуации.

На фоне двух последних летних месяцев, которые стали провальными для российской экономики, сентябрь оказался более спокойным. Градус внешнеполитической напряженности немного снизился: Евросоюз даже заявил о возможности отмены санкций против России. Однако после обсуждения этого вопроса европейские дипломаты посчитали необходимым оставить ограничения в силе. По мнению старшего аналитика ИК «Велес Капитал» Анны Соболевой, подобное решение ЕС может принести на рынок некоторое разочарование в начале октября.

В то же время эксперт отмечает определенное потепление в отношениях России и Украины, которое наметилось в сентябре. «Подписанное в начале месяца перемирие стало неожиданностью для всех, поэтому на протяжении месяца стороны конфликта, а за ними и инвесторы оценивали достигнутые соглашения и перспективы их исполнения. К концу сентября напряжение между Россией, Украиной и Западом начало снижаться, подтверждением этому является соглашение об отсрочке введения режима свободной торговли между Украиной и ЕС до конца 2015 года, а также согласие Петра Порошенко

Рисунок 1
Курс рубля ЦБ РФ и цены на нефть Brent



ТОЛЬКО ЦИФРЫ

Промпроизводство в августе не изменилось после роста на 1.5% в июле 2014 года

На **2.7%** снизились инвестиции в основной капитал в августе по сравнению со снижением на 2% в июле 2014 года

На **1.4%** вырос оборот розничной торговли в августе по сравнению с ростом на 1.1% в июле 2014 года

предоставить особый статус ДНР и ЛНР», — указывает Анна Соболева. В то же время речи об окончании конфликта не идет — оба вопроса находятся на стадии переговоров.

Несмотря на определенные подвижки в плане геополитики, экономическую ситуацию сложно назвать стабильной. В августе и сентябре негативные тенденции по основным макроэкономическим показателям продолжились, подчеркивает старший аналитик ИГ «Норд-Капитал» Максим Зайцев. «Согласно оценкам Минэкономразвития, в августе ВВП, за исключением сезонного и календарного факторов, снизился на 0.4%, а за год продемонстрировал нулевую динамику. Тем не менее за январь–август текущего года наблюдался его прирост на 0.7%», — приводит данные эксперт.

Также было зафиксировано падение показателей по промпроизводству и инвестициям в основной капитал. При этом эксперты считают, что ситуация может ухудшиться к концу года. «Исходя из последних данных, несмотря на то что показатели инвестиций остаются слабыми, они менее негативны, чем мы закладывали в базовом сценарии (–3%). Однако это не уменьшает наших опасений относительно дальнейшей динамики инвестиций в основной капитал, поскольку может быть связано с тем, что эффект от введенных санкций сказался еще не в полной мере и его реализация в будущем может продлить инвестиционную паузу», — говорит макроаналитик Райффайзенбанка Мария Помельникова. Она также указывает на фундаментальное ухудшение покупательной способности, чему послужил рост инфляции, падение рубля и чрезвычайно низкие темпы роста реальных заработных плат.

Среди немногих положительных моментов можно отметить существенный рост торгового баланса, считает Максим Зайцев. По данным Минэкономразвития, положительное сальдо торгового баланса в августе составило $16.6 млрд, что на 17.1% больше показателя за аналогичный период прошлого года.

Кроме того, продолжится рост профицита бюджета. «Если по итогам января–августа 2013 года профицит бюджета составлял 440.2 млрд руб., то в этом году — 905.5 млрд при запланированном дефиците 278.6 млрд руб. по итогам года. Напомним, что бюджет верстался, исходя из прогноза по нефти URALS $107/барр. и среднегодового курса 34.9 руб. за доллар. Учитывая, что на текущий момент курс доллара превысил отметку 39 руб., снижение цены на нефть до $90–95/барр. будет вполне комфортным для бюджета», — отмечает Максим Зайцев. Такое положение дел, по его мнению, избавит Минфин от необходимости полностью выполнять план заимствований на текущий год.

ПРОГНОЗ

ВВП, ИНВЕСТИЦИИ

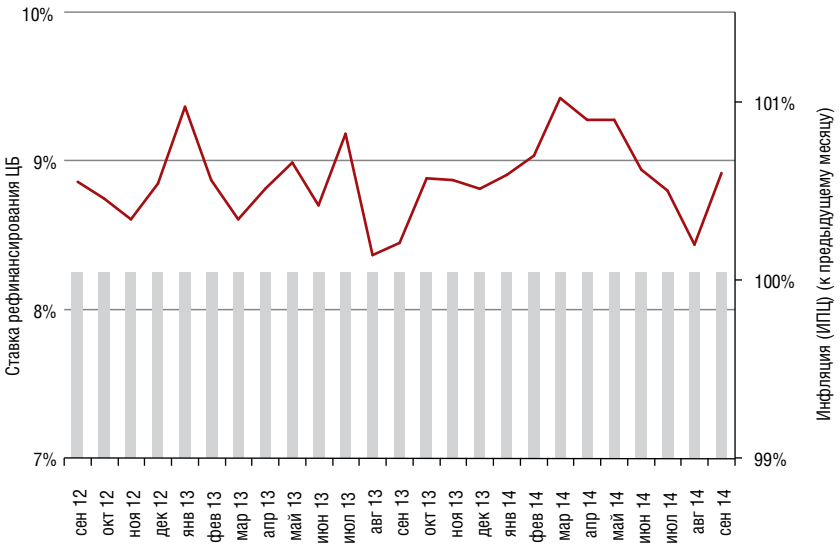
Мария ПОМЕЛЬНИКОВА,
макроаналитик, Райффайзенбанк

Наши ожидания по сокращению инвестиций в 2014 году (–3%) остаются более пессимистичными, чем прогнозы Минэкономразвития. Не менее серьезную угрозу представляет динамика потребления населения. Отдельного внимания заслуживает продолжающееся несколько месяцев подряд падение покупок продовольствия, притом что продажи непродовольственных товаров демонстрируют достаточно стабильную динамику. Поддерживающим фактором для роста продаж товаров длительного пользования может быть стремление населения сохранить сбережения от обесценения рубля и инфляции, однако в ближайшее время этот эффект может ослабнуть. На этом фоне мы снизили прогноз по темпам роста оборота розничной торговли в 2014 году до 1.5%. Мы по-прежнему прогнозируем небольшое падение роста ВВП, ожидая, что основное ухудшение состояния экономики придется на второе полугодие 2014 года.

ДЕНЕЖНЫЙ РЫНОК

Банк России после внезапного повышения ключевой ставки в конце июля решил временно остановиться на уровне 8% — по итогам последнего заседания ЦБ РФ ключевая ставка осталась неизменной. Тем не менее из-за роста инфляции и слабеющего рубля риск повышения ставки до конца года остается высоким.

Рисунок 2
Инфляция и ставка рефинансирования ЦБ



Совет директоров Банка России 12 сентября 2014 года принял решение сохранить ключевую процентную ставку на уровне 8% годовых, а также ставки по всем инструментам предоставления и абсорбирования ликвидности. Такой исход прогнозировали практически все участники рынка, опрошенные Cbonds накануне заседания ЦБ РФ. Тем не менее регулятор выказал готовность продолжить повышать ставку в случае сохранения высоких инфляционных рисков.

«ЦБ РФ признал, что до конца 2014 года инфляция с высокой вероятностью останется на уровне выше 7%, отметив сохранение инфляционных рисков в связи с возможными изменениями в налоговой и тарифной политике. При этом регулятор уверен, что текущая направленность его денежно-кредитной политики обеспечит замедление темпов инфляции до отметки 4% годовых в «среднесрочной перспективе», однако в случае возникновения угроз для достижения данного ориентира регулятор вновь может повысить ключевую ставку», — замечает Анна Соболева.

О высокой вероятности превышения планируемого показателя по инфляции к концу года заявил и глава Минэкономразвития Алексей Улюкаев. Основную угрозу сейчас представляет ослабление рубля — к концу сентября доллар ушел в отрыв от российской валюты (39 руб. за доллар).

По мнению Анны Соболевой, с учетом обнуления Центробанком валютных интервенций внутри операционного интервала дальнейшее повышение ключевой ставки, по сути, остается единственным инструментом регулятора для стабилизации ситуации на валютном рынке.

«За исключением профицитного бюджета (что является далеко не определяющим фактором), в пользу снижения ключевых ставок можно привести достаточно мало доводов, и здесь высока вероятность продолжения негативной тенденции», — соглашается Максим Зайцев.

Тем не менее в сентябре денежному рынку удалось избежать особых потрясений. Последнее время бюджет в значительной степени поддерживает ставки рынка, замечает Мария Помельникова. «Постепенно изменяется ситуация, при которой большая часть расходов бюджета приходилась на конец года, а их недопоступление в первом-третьем кварталах приводило к росту профицита, то есть к чрезмерной стерилизации рублевых средств», — считает эксперт.

По словам Марии Помельниковой, сейчас наблюдается более интенсивный, чем можно было предполагать, приток средств от госрасходов в банковский сектор. Это перекрывает существенную часть налоговых выплат и способствует уменьшению чистого оттока ликвидности, связанного с налогами, на счета Казначейства.

ПРОГНОЗ

ДЕНЕЖНЫЙ РЫНОК

Максим ЗАЙЦЕВ,
старший аналитик, ИГ «Норд-Капитал»

На фоне усиления оттока капитала вполне вероятно дальнейшее ослабление рубля и, как следствие, рост инфляции. Впрочем, здесь уже будет многое зависеть от действий Банка России. Очевидно, что при сохранении текущих тенденций уже в ближайшее время он вынужден будет прибегнуть к массированным валютным интервенциям, при необходимости подкрепив их и другими мерами.

Мария ПОМЕЛЬНИКОВА, макроаналитик, Райффайзенбанк

В ближайшее время позитивным фактором для ликвидности останется активность Казначейства РФ по размещению средств на депозиты банков, что в значительной степени компенсирует тот отток, который абсорбируется бюджетом. Мы прогнозируем продолжение планомерного расширения лимитов по аукционам 312–П, что станет еще одним дополнительным источником ликвидности. Рост ставок, связанный с фундаментальными причинами, в ближайшие месяцы будет сдерживаться за счет дисбаланса на рынке валютных свопов: избыточный спрос на валюту приводит к снижению рублевой ставки по свопам, что транслируется и на короткие ставки МБК. На этом фоне RUONIA в октябре также может оставаться ближе к уровню ключевой ставки ЦБ.

ДОЛГОВОЙ РЫНОК

Фактор сезонности и некоторое ослабление внешнеполитического напряжения «разбудили» российский рынок, который постепенно начал возвращаться к жизни. О планах по размещению заявили даже муниципальные эмитенты, хранившие молчание во время эскалации украинского кризиса. Вернулся в игру и Минфин, который впервые с середины июля разместил облигации федерального займа.

На внутреннем рынке с приходом осени наблюдается заметное оживление. По сравнению с августом, когда количество размещений в неделю едва достигало двух-трех, сентябрь демонстрирует более внушитель-

ные показатели. Отчасти это объясняется фактором сезонности (летом объем размещений традиционно снижается), отчасти — определенным привыканием рынка к текущей геополитической обстановке.

«Ослабление напряженности вокруг ситуации в Украине позволило долговому рынку вернуться к росту. Вместе с тем, основное движение рынка началось лишь в конце месяца, после того как в ЕС и США заговорили о возможности начать процесс снятия санкций, поэтому весь свой потенциал рынок еще не отыграл», — говорит Анна Соболева.

Знаковым событием месяца стало возвращение на рынок Минфина, который в сентябре провел первый за полтора месяца аукцион по размещению облигаций федерального займа. Ведомство хранило молчание с середины июля, отказываясь от проведения аукционов из-за неблагоприятной геополитической конъюнктуры.

Снижение напряженности помогло Минфину вернуться к публичному заимствованию, объясняет Анна Соболева. «Первый за долгое время выпуск ОФЗ был размещен с четырехкратной переподпиской. Кривая ОФЗ отыграла в среднем 0.5 п.п. по сравнению с максимумом начала месяца. Мы полагаем, что при благоприятном для России сценарии развития событий в Украине в ближайшие месяц-два доходность ОФЗ может опуститься до диапазона 8.5–9% на дюрации от года, то есть еще на 30–80 б.п.», — прогнозирует аналитик.

К планам размещаться вернулись и муниципальные эмитенты, которые в 2014 году в целом не отличаются высокой активностью. О размещениях заявили Красноярский край и Новосибирская область. Последняя хотела выйти на рынок еще в июле, однако отказалась от этой идеи из-за нестабильной ситуации.

Улучшилась обстановка и в корпоративном секторе. Количество размещений в сентябре значительно превосходит аналогичные августовские показатели. Такая динамика, судя по всему, может сохраниться и в октябре. При этом в сегменте вторичных размещений активность ниже. Здесь в основном торгуются облигации госкомпаний: ВТБ, ВЭБа, «Газпрома» и РЖД.

Анна Соболева отмечает интерес корпоративных заемщиков к рынку публичного долга: «До конца года российским заемщикам предстоит погасить только евробондов на сумму $4.7 млрд, а за ближайший год — почти на $17 млрд. Часть из этих средств вполне может быть рефинансирована на внутреннем рынке. К тому же не исключен и вариант размещения валютных облигаций на локальном рынке, чему способствует создание необходимой инфраструктуры на Московской Бирже. О такой возможности уже задумались Сбербанк и ВЭБ. И хотя этот инструмент до последнего времени был непопулярен среди заемщиков, в случае выхода такого эмитента, как Сбербанк, с интересным для инвесторов предложением, его размещение сможет открыть дорогу и другим заемщикам».

Тем не менее рынок еще далек от выхода из кризисной ситуации, связанной с ограничениями по привлечению новых заимствований. Санкции серьезно влияют на планы заемщиков. Поэтому, как и все последние месяцы, внешнеполитические факторы будут определять ситуацию на внутреннем рынке.

ПРОГНОЗ

ДОЛГОВОЙ РЫНОК

Анна СОБОЛЕВА,
старший аналитик, ИК «Велес Капитал»

Если конъюнктура рынка в ближайшее время не ухудшится, то вполне вероятно, что в сегменте корпоративного долга можно будет увидеть новые размещения. В свете закрытия внешних рынков капитала банки отмечают рост интереса крупного бизнеса к частным игрокам. Но поскольку их возможности ограничены, банки могут начать наращивать свою ресурсную базу за счет размещения облигаций. На вторичном рынке вряд ли стоит ожидать сильных перемен. Активность участников в этом сегменте остается крайне низкой. Торги преимущественно проходят по займам госкомпаний, тогда как в частном секторе спросом у инвесторов в основном пользуется телекоммуникационный сегмент. Улучшение ситуации, на наш взгляд, произойдет только после возобновления корпоративных размещений, что приведет к установлению новых ценовых уровней. Старые займы, в свою очередь, могут подтянуться к ним.

Максим ЗАЙЦЕВ,
старший аналитик, ИГ «Норд-Капитал»

С учетом профицитного бюджета у Минфина вряд ли возникнет желание полностью выполнять весь план заимствований на этот год. Не исключено, что уже в октябре Банк России повысит ключевую ставку в очередной раз, что, безусловно, приведет к росту доходностей по ОФЗ. Что касается прогноза по процентным ставкам на рынке, доводов в пользу их снижения достаточно мало. Здесь высока вероятность продолжения негативной тенденции. Сохранение геополитической напряженности может привести к тому, что уже в 2016 году ряду квазисуверенных заемщиков будет достаточно сложно рефинансировать свои долги без федеральной поддержки. Показательным здесь является недавнее решение о докапитализации ВЭБа.