Ксения САМБУЛОВА

Дорого и сердито

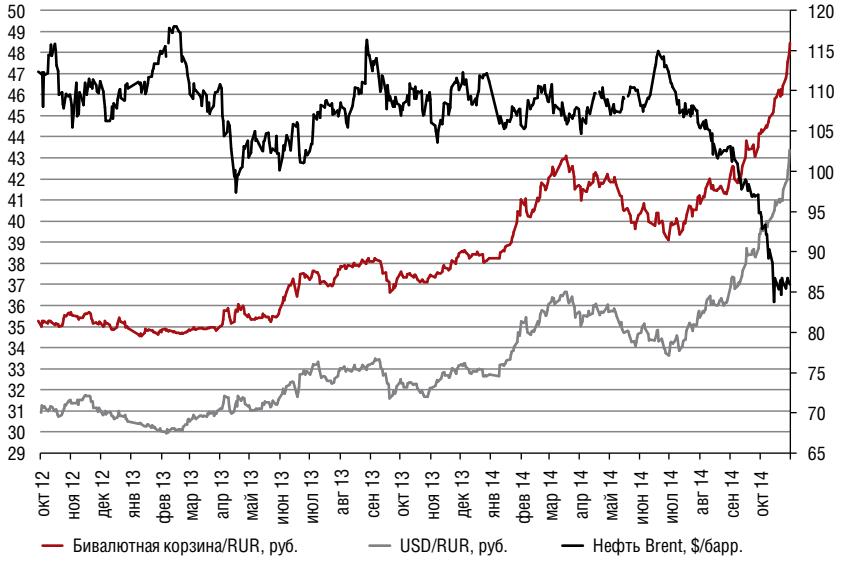
МАКРОЭКОНОМИКА

На макроэкономическую ситуацию в октябре сильное влияние оказала нестабильность на валютном рынке. Сохранилось и негативное воздействие санкций, с надеждами на скорую отмену которых, похоже, пришлось распрощаться. Технической рецессии России удалось избежать, однако эксперты прогнозируют крайне низкий рост ВВП по итогам года.

В октябре макроэкономическая картина России оказалась довольно неоднозначной: на общем негативном фоне некоторые показатели демонстрировали неплохие результаты. «Индекс промышленного производства в августе был на нулевой отметке, а в сентябре показал рост к уровням прошлого года на 2.8%, что стало одним из лучших показателей в этом году. Причина кроется прежде всего в росте сегмента продуктов питания, производство которых отечественные производители вынуждены были нарастить на фоне эмбарго на импорт широкого спектра товаров», — отмечает Игорь Голубев, руководитель направления анализа долговых рынков Промсвязьбанка. Однако, по словам эксперта, такой показатель промпроизводства стоит воспринимать скорее как разовый всплеск, чем как повод для оптимизма. При этом тренд по большинству макроэкономических показателей по-прежнему остается негативным.

Аналитик по долговому рынку РОСБАНКа Евгений Кошелев при-

Рисунок 1
Курс рубля ЦБ РФ и цены на нефть Brent



ТОЛЬКО ЦИФРЫ

На **2.8%** выросло промпроизводство в сентябре после нулевого роста в августе 2014 года

На **2.8%** снизились инвестиции в основной капитал в сентябре по сравнению со снижением на 2.7% в августе 2014 года

На **1.7%** вырос оборот розничной торговли в сентябре по сравнению с ростом на 1.4% в августе 2014 года

ходит к выводу, что в существующих условиях, а также под воздействием резкого провала инвестиционного спроса в первом полугодии 2014 года (и отсутствия поводов для его быстрого восстановления в последующие месяцы) российская экономика имела все шансы во втором полугодии скатиться в пропасть технической рецессии. В сентябре инвестиции в основной капитал сокращались с темпом –2.8% г/г, а к концу года, по мнению экспертов, эта цифра вырастет до –3% г/г.

Тем не менее, указывает Евгений Кошелев, возможное пике в рецессию сгладили несколько факторов: «Во-первых, реализация крупных инфраструктурных и газотранспортных проектов сохраняет позитивное влияние на объемы производства металлургической промышленности. Во-вторых, рост объемов производства продовольствия, электрооборудования и транспортных средств подтвердил первичные признаки импортозамещения в наиболее подверженных влиянию санкций отраслях обрабатывающей промышленности. В-третьих, объем предоставляемых услуг в реальном выражении заметно вырос по сравнению с началом года (в сентябре +1.9% г/г против +0.2–0.1% г/г в феврале-марте), что также может отражать импортозамещение в сфере услуг под влиянием фактора геополитической напряженности и ослабления национальной валюты. В-четвертых, урожайный сезон способствовал росту вклада добавленной стоимости по сельскохозяйственным видам деятельности».

По данным Росстата за сентябрь, динамика розничной торговли населения получила позитивный импульс со стороны группы непродовольственных товаров (продажи выросли на +3.5% г/г против +2.6% г/г в августе) и преодолела летний провал потребительской активности. В то же время ухудшение геополитического фона, падение реальных доходов населения и набирающая обороты стагнация кредитной активности в потребительских сегментах свидетельствуют о временном характере этого подъема и вероятности дальнейшего замедления темпов роста потребления.

Макроэкономическая обстановка осенью 2014 года находится под сильным прессом неопределенности на валютном рынке, отмечает Антон Струченевский, старший экономист Sberbank CIB: «Продолжающееся ослабление рубля подогревало инфляцию и поддерживало процентные ставки на высоком уровне. Это негативно сказывалось на внутреннем спросе: инвестиции сокращались, а потребление населения росло крайне низкими темпами. В то же время импортозамещение продолжало стимулировать рост в обрабатывающей промышленности, увеличение чистого экспорта и в конечном счете рост ВВП. Экономика адаптируется к новым условиям, но девальвационные ожидания замедляют этот процесс».

ПРОГНОЗ

МАКРОЭКОНОМИКА

Игорь ГОЛУБЕВ,
руководитель направления анализа долговых рынков, Промсвязьбанк

В четвертом квартале мы ожидаем переход ВВП в отрицательную зону, однако сохраняем прогноз околонулевого роста за 2014 год в целом. Стоит выделить отрицательную динамику реальных располагаемых денежных доходов населения, что в итоге сказывается на конечном потреблении. На фоне обесценения рубля и роста инфляции население может увеличить закупки крупной бытовой техники и недвижимости. Наиболее негативно ситуация обстоит с инвестициями в основной капитал, которые, имея довольно высокую базу в конце 2013 года, могут показать дополнительное снижение в конце 2014 года. Весомые риски для российской экономики лежат в части инфляции, которая может перейти уровень в 9%, а решение об увеличении тарифов может сохранить ИПЦ в следующем году на данной отметке и выше.

Евгений КОШЕЛЕВ,
аналитик по долговому рынку, РОСБАНК

В августе и сентябре заработные платы в реальном выражении уже продемонстрировали падение на 1.2% г/г и 1.0% г/г, стагнация номинальных заработных плат и ускорение инфляции указывают на развитие негативного тренда в этой области. В свете инертности российского рынка труда динамика безработицы, вероятнее всего, будет иметь второстепенное значение, тогда как оптимизация издержек предприятий в первую очередь затронет номинальные заработные платы. В подобных условиях ухудшение потребительских ожиданий населения под влиянием общих и индивидуальных экономических условий указывает на дальнейшее замедление темпов роста потребления. Динамика валового внутреннего продукта по итогам третьего и четвертого кварталов 2014 года сильно замедлится по сравнению с первым полугодием, однако все же продемонстрирует положительный реальный рост на уровне +0.2% и 0.1% г/г соответственно.

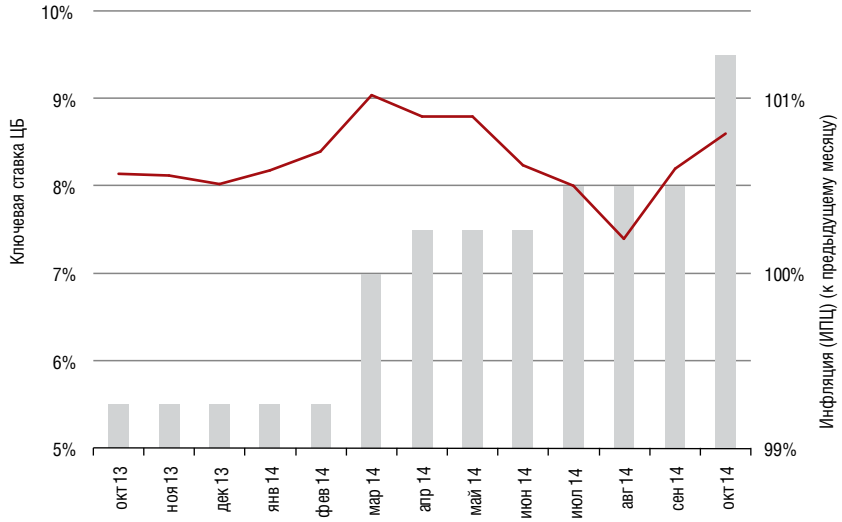


Рисунок 2
Инфляция и ставка рефинансирования ЦБ

ДЕНЕЖНЫЙ РЫНОК

Валютный рынок находился в центре внимания на протяжении всего месяца. Рубль продолжил свое драматическое падение, устанавливая все новые и новые антирекорды. На этом фоне Центробанк принял решение повысить ключевую ставку сразу на 150 б.п. Между тем российская валюта находится в шаге от перехода в режим «свободного плавания».

«Главным событием октября, без сомнения, можно назвать ослабление рубля. Если в сентябре это движение можно было обосновать неуклонно снижающимися ценами на нефть, укреплением доллара, выплатами по внешнему долгу, снижением индекса РТС, то во второй половине октября все эти факторы либо ослабли, либо развернулись. Но не динамика рубля — ослабление в октябре лишь усилилось, составив по отношению к бивалютной корзине более 8%, в сентябре — менее 4%», — считает Максим Петроневич, заместитель начальника Центра экономического прогнозирования Газпромбанка.

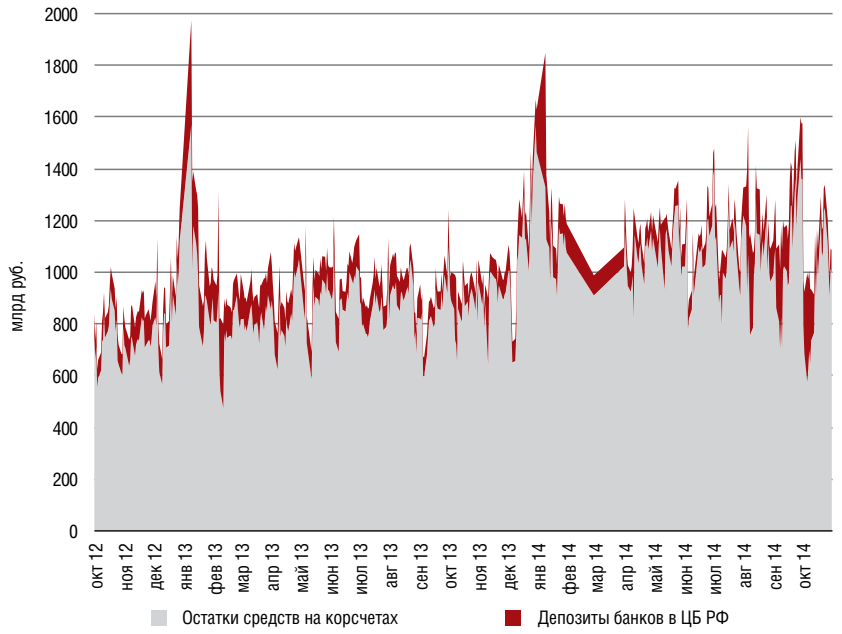
Усугубление проблем на валютном рынке, безусловно, спровоцировал внешний фон, констатирует Антон Струченевский. Введение новых антироссийских санкций продемонстрировало, что геополитические риски по-прежнему велики, а цены на нефть при этом существенно снизились. Однако, рассуждает эксперт, политика Банка России также поспособствовала формированию спекулятивного интереса к игре против рубля. Так, в начале октября обменный курс рубля подошел вплотную к верхней границе плавающего валютного коридора, установленной еще в середине августа. Рынок протестировал эту границу, и ЦБ РФ ее сдвинул. Это продолжалось весь октябрь, и если в начале месяца границы были установлены в диапазоне 36.4–43.4 руб. за единицу бивалютной корзины, то к 29 октября диапазон сдвинулся до 39.2–48.20 руб. При этом, указывает экономист, Центробанк, судя по всему, потратил в ходе интервенций более $30 млрд.

Новые инструменты, введенные Банком России для стабилизации положения дел на денежном рынке, — аукционы РЕПО в иностранной валюте на срок 1 неделя и 28 дней, — пока не вызвали у рынка серьезного интереса.

В свете непростой ситуации на денежном рынке регулятор в последний день октября принял решение повысить ключевую ставку сразу на 150 б.п. — до 9.5%. Этот маневр оказался неожиданным для рынка, предполагавшего повышение ставки, но не настолько. По данным опроса Cbonds, перед заседанием ЦБ РФ по ключевой ставке большинство аналитиков ожидали, что ее поднимут на 50 б.п.

«Решение ужесточить процентную политику на октябрьском заседании ЦБ во многом предваряет переход к режиму свободного плавания национальной валюты, и реформа будет завершена в кратчайшие сроки. Это не исключает рисков проведения дискреционных интервенций со стороны регулятора, однако отток ликвидности

Рисунок 3
Ликвидность банковского сектора



через валютный канал так или иначе будет замедлен. При этом «перенос» депозитов на 2015 год будет вынужденно минимальным — кассовое исполнение бюджетов в условиях отсутствия стабильных источников заимствований потребует мобилизации доступных ресурсов фондирования по мере приближения к пику расходования бюджетных средств, то есть ко второй половине декабря. В этой связи сокращение задолженности по бюджетным и внебюджетным депозитам может быть зафиксировано уже в ноябре, что еще больше повысит нагрузку на инструменты рефинансирования ЦБ», — полагает Евгений Кошелев.

Вместе с тем, по мнению Максима Петроневича, Банк России располагает значительным арсеналом для того, чтобы остановить ослабление рубля. «Достаточно повысить жесткость изменения границы рубля (для охлаждения пыла спекулянтов), расширить заявленные лимиты по валютным операциям рефинансирования до $70–100 млрд, при этом немного приблизив параметры операций к рынку (для увеличения уверенности корпоративного сектора в доступности валютных средств), кратковременно снизить лимиты по рублевым инструментам (для создания дефицита рублевой ликвидности). Подобный залп из всех орудий уже был опробован в феврале 2009 года, — считает эксперт, — В следующем году среднегодовой курс рубля скорее опустится с текущих наблюдаемых уровней; при отскоке нефти до уровня 100–105 $/барр. укрепление рубля может быть даже существенным».

ПРОГНОЗ

ДЕНЕЖНЫЙ РЫНОК

Антон СТРУЧЕНЕВСКИЙ,
старший экономист, Sberbank CIB

Видимо, назрела необходимость ужесточить денежную политику. Логичным может казаться рост процентных ставок, но это не вполне так. Заметное увеличение процентной ставки ухудшит и без того не блестящее положение российских заемщиков и негативно скажется на экономической динамике. Скорее, более желательно решительное продолжение политики «количественного ужесточения». В начале следующего года ожидается переход рубля в режим свободного плавания. Однако создается впечатление, что этот процесс имеет смысл ускорить — пора отказаться от валютных интервенций. Дело в том, что, продавая валюту, ЦБ дает ясный сигнал, что рубль должен продолжить девальвироваться. У рынка появляется желание продолжить «тестирование» новых границ плавающего коридора, а наличие рублей позволяет это сделать. Выйти из этого порочного круга можно не только за счет ужесточения денежной политики, но и отказа от интервенций.

Максим ПЕТРОНЕВИЧ,
заместитель начальника Центра экономического прогнозирования, Газпромбанк

Слабый спрос на валютном аукционе РЕПО показывает, что текущая необходимость в валюте отсутствует. Покупки валюты связаны с опасениями относительно ее нехватки в предстоящем году: внешний рынок может оставаться закрытым, Банк России обещает перейти к плавающему курсу и отменить систематическую продажу валюты, экспортеры могут придерживать ее в собственных интересах. Объявленных лимитов по валютным свопам и РЕПО все еще недостаточно, и они более дорогие относительно рынка, а потому игроки продолжают увеличивать запасы валюты. В ближайшей перспективе можно ожидать продолжение девальвации – либо в результате досрочного перехода к плавающему курсу, либо в результате отсутствия активных действий по расширению инструментов предоставления валютной ликвидности. Объем проведенных интервенций пока значительно ниже потребности ожидаемых внешних выплат по долгу в 2015 году (порядка $76 млрд).

ДОЛГОВОЙ РЫНОК

Начало месяца для российского долгового рынка было отмечено высокой степенью активности заемщиков. Но удержать взятый темп не получилось — к концу октября количество размещений в корпоративном и муниципальном сегментах снизилось, а Минфин снова решил сделать перерыв в проведении аукционов по размещению ОФЗ.

Октябрь начинался на долговом рынке довольно бодро — сохранялся положительный тренд, заданный еще в сентябре. Высокая активность отмечалась в корпоративном сегменте, также на рынок с новыми размещениями стали выходить и субфедеральные эмитенты. Однако во второй половине месяца ситуация изменилась: активность заемщиков заметно упала.

Показательным выглядит сегмент ОФЗ: Минфин в середине октября снова решил вернуться к тактике отмены аукционов по размещению облигаций федерального займа, которую использовал летом. Последний аукцион ведомство провело 8 октября 2014 года.

«Довольно важным моментом для сегмента ОФЗ является тот факт, что госбумаги перешли в зону двузнач-

ных доходностей. С довольно большой уверенностью можно говорить о рисках того, что возвращение длинных бумаг на уровне 9%+ может быть довольно сложной задачей. Отдельно стоит отметить нарастающую инверсию кривой, которая может увеличиться, особенно после последнего действия ЦБ», — отмечает Игорь Голубев.

Возможность внешних заимствований России в ближайшее время находится под большим вопросом. Западные рынки для страны закрыты, а азиатские — недостаточно изучены (да и участники рынка скептически оценивают перспективы заимствований в Азии). На этом фоне министр финансов РФ Антон Силуанов отметил, что в следующем году Россия вообще может отказаться от внешних заимствований (не исключив, что трудности с выходом на внешние рынки продлятся дольше одного года).

ГОСБУМАГИ ПЕРЕШЛИ В ЗОНУ ДВУЗНАЧНЫХ ДОХОДНОСТЕЙ

На спад активности на долговом рынке во второй половине октября повлияла и ситуация на валютном рынке: повышение ключевой ставки и слабеющий рубль. «Несмотря на сохранившийся дисбаланс между ставками на рублевые и кросс-валютные свопы, который регулируется преимущественно соотношением свободной рублевой и валютной ликвидности, решение об ужесточении монетарной политики уже во многом было отыграно денежным рынком. Однако для долгового сегмента ключевым ориентиром является рынок ОФЗ, который пока не продемонстрировал должной подстройки под новый уровень ключевой ставки», — указывает Евгений Кошелев. По мнению эксперта, корпоративный сегмент займет выжидательную позицию до определения нового равновесия в доходностях бенчмарковых ОФЗ, однако от первичного рынка в ближайший месяц активности не ожидается даже в условиях необходимого рефинансирования погашаемой задолженности.

Ольга Стерина, аналитик «УРАЛСИБ Кэпитал», называет повышение ключевой ставки событием, которое в ближайшее время будет основополагающим для российского рублевого рынка. «Реакция в ОФЗ была сдержанной, с момента повышения ключевой ставки ЦБ кривая ОФЗ сдвинулась вверх примерно на 10–15 б.п., за это же время кривая рублевых свопов поднялась примерно на 80 б.п. Сейчас спред кривой ОФЗ к кривой рублевых свопов составляет порядка 100 б.п., что на 50 б.п. ниже, чем в прошлом месяце», — рассуждает эксперт.

Как подчеркивает Игорь Голубев, в декабре российским компаниям и банкам предстоит довольно существенный объем выплат по внешнему долгу, который станет максимальным в текущем году. Это может также поддержать спрос на доллары и, соответственно, усилить продажи в российских активах.

ПРОГНОЗ

ДОЛГОВОЙ РЫНОК

Игорь ГОЛУБЕВ,
руководитель направления анализа долговых рынков, Промсвязьбанк

Во второй половине текущего года российскому рынку некогда было передохнуть. Ситуация резко усугубилась вслед за падением цен на нефть и существенным ослаблением позиций национальной валюты. Для российского долгового рынка ключевым фактором является позиция рубля, который, в свою очередь, стал переменной от стоимости нефти. Последнее пока не гарантирует инвесторам «светлого будущего». В целом многие эксперты сейчас склоняются к тому, что вероятность дальнейшего снижения цен на нефть достаточная весомая, что в конечном итоге будет оказывать негативное влияние на позиции рубля и, соответственно, сегмент рублевого долга.

Ольга СТЕРИНА,
аналитик, «УРАЛСИБ Кэпитал»

«Есть основания ожидать давления на цены ОФЗ и роста доходности госбумаг в ближайшее время. В отличие от государственного сегмента, где торговая активность в последнее время соответствует среднему показателю за последние полгода, в корпоративном сегменте торговая активность сократилась. Сейчас средний спред составляет около 130 б.п., тогда как его нормальным уровнем является диапазон 30–40 б.п. Относительно кривой ОФЗ спред в корпоративном сегменте составляет в среднем 210 б.п., в то время как его среднее посткризисное значение было 250 б.п. Учитывая наши ожидания роста доходностей ОФЗ, корпоративные выпуски тоже будут дешеветь».

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.