Ксения САМБУЛОВА,
журналист

Год после санкций

Летом 2014 года российская экономика испытала мощнейший удар. Небезызвестные геополитические события и последовавшие за ними санкции спровоцировали обвал национальной валюты, падение макроэкономических показателей и привели к всплеску доходностей долговых инструментов. Ровно через год после этих событий аналитики и участники рынка пытаются понять, насколько российская экономика адаптировалась к новой реальности и можно ли говорить о достижении крайней точки падения, после прохождения которой появится надежда на восстановление.

ТОРЖЕСТВО НЕОПРЕДЕЛЕННОСТИ

С момента введения экономических санкций в отношении России прошло чуть больше года. Первые шоки, судя по всему, уже прошли, и рынки начинают приспосабливаться к текущим условиям. Тем не менее ситуация остается довольно неопределенной — в любой момент положение дел может измениться как в лучшую, так и в худшую сторону.

«Если в начале года ожидания на рынках были пессимистичными, то к весне появились надежды на возобновление роста уже во второй половине текущего года. Макроэкономические данные за последние несколько месяцев дают повод как для оптимизма, так и для трезвого скептицизма относительно ближайших перспектив роста: если правительство ожидает скорого улучшения динамики ВВП и преодоления спада в потребительской сфере в течение 2015 года, то ожидания рынка на этот счет несколько более сдержанны», — рассуждает Ярослав Лисоволик, главный экономист и руководитель аналитического департамента Дойче Банка в России. По мнению аналитика, перепады в оценках перспектив восстановления российской экономики в этом году свидетельствуют как о нестабильности глобальной экономики, так и об относительной неустойчивости платформы экономической политики России.

На разброс в оценках состояния российской экономики указывает и Екатерина Власова, экономист по России, Казахстану и Украине (Citi). Она отмечает, что в первом полугодии 2015 года экономика страны превзошла ожидания рынка: «Еще в начале года России предрекали глубокую рецессию, сопоставимую по масштабам с кризисом 2008–2009 годов, и финансовый крах образца 1998

ЕСЛИ В НАЧАЛЕ ГОДА ОЖИДАНИЯ НА РЫНКАХ БЫЛИ ПЕССИМИСТИЧНЫМИ, ТО К ВЕСНЕ ПОЯВИЛИСЬ НАДЕЖДЫ НА ВОЗОБНОВЛЕНИЕ РОСТА

года. Последующие события показали необоснованность подобных опасений. После короткого периода напряженности ситуация на финансовых рынках быстро нормализовалась, а ослабление рубля помогло сгладить негативное воздействие внешних шоков на экономику. В результате ВВП в январе–марте сократился, по данным Росстата, на 2.2% — существенно лучше консенсус-прогноза». При этом, замечает Екатерина Власова, после относительно благоприятного первого квартала в апреле–июне спад экономической активности усилился: розничные продажи во втором квартале рухнули на 9.4% по отношению к соответствующему периоду прошлого года (6.4% в первом квартале), падение инвестиций в годовом выражении составило 6.7% (в первом квартале — 3.6%).

Во втором квартале 2015 года макроэкономическая статистика оставалась депрессивной, соглашается Алексей Моисеев, начальник отдела аналитической поддержки службы финансовых рынков БФА Банка. В то же время, подчеркивает он, по многим важным показателям к концу квартала наметилось замедление падения: «В июне по сравнению с маем меньшими оказались годовые темпы падения промышленного производства (–4.8% против –5.5%), инвестиций в основной капитал (–7.1% против –7.6%), реальных располагаемых денежных доходов (–3.5% против –6.4%)». Как полагает Алексей Моисеев, сейчас экономика России, уже более-менее приспособившаяся к новым условиям, достигла дна.

Ряд факторов указывает на то, что крайняя точка падения пройдена, продолжает Екатерина Власова. При благоприятном стечении обстоятельств у отечественной экономики есть шанс перейти к восстановлению активности. «Сокращение потребительских расходов уже не будет таким стремительным, как в первые месяцы года. Опустившись до исторического минимума в первые месяцы года, потребительские настроения во втором квартале начали улучшаться. Способствовать восстановлению потребления также будет по-прежнему низкая безработица, в то время как замедление

КОММЕНТАРИИ

МАКРОЭКОНОМИКА

Екатерина ВЛАСОВА,
экономист по России, Казахстану и Украине, Citi

Есть основания полагать, что во втором квартале российская экономика прошла нижнюю точку текущей рецессии. Во второй половине года на восстановление экономической активности будет работать стабилизация внутреннего спроса в сочетании с опережающим ростом чистого экспорта. В третьем и четвертом кварталах мы ожидаем слабого, но положительного роста ВВП на уровне около 0.2% к предыдущему кварталу, хотя годовые темпы роста будут оставаться отрицательными. По нашим оценкам, сокращение ВВП по итогам 2015 года составит 30% с его последующим восстановлением на 1.6% в 2016 году. Однако этот сценарий подвержен множеству рисков, в первую очередь со стороны внешних факторов. Закрепление цен на нефть на текущих уровнях или ниже, отток капитала с развивающихся рынков после ожидаемого повышения процентных ставок в США, а также усиление геополитической напряженности могут положить конец наметившимся позитивным тенденциям и отсрочить начало восстановления российской экономики.

Алексей МОИСЕЕВ,
начальник отдела аналитической поддержки службы финансовых рынков, БФА Банк

Мы предполагаем, что российская экономика в настоящий момент проходит дно, а адаптация экономических субъектов к новым реалиям в общем и целом уже состоялась — в ближайшее время мы ожидаем новых подтверждений этих предположений. В третьем квартале возрастет влияние внешних факторов как на российскую макроэкономику, так и на конъюнктуру финансового рынка. Непосредственно для российских активов основным индикатором внешнего фона остаются цены на нефть, и летом они не внушали никакого оптимизма. Котировки снижались весь июль, и в начале августа ближайший фьючерс на Brent впервые с января протестировал отметку $50/барр. Таким образом, к настоящему моменту от восходящего тренда первого полугодия не осталось и следа — напротив, вполне реальным сценарием становится повторный тест многолетних минимумов.

БАНК РОССИИ В КОНЦЕ ИЮЛЯ В ОЧЕРЕДНОЙ РАЗ ПОНИЗИЛ КЛЮЧЕВУЮ СТАВКУ, ЧТО НЕБЛАГОПРИЯТНО СКАЗАЛОСЬ НА КУРСЕ НАЦИОНАЛЬНОЙ ВАЛЮТЫ

инфляции окажет поддержку покупательной способности населения. Улучшение финансового положения компаний создает условия для стабилизации инвестиционного спроса, хотя говорить о возобновлении роста инвестиций преждевременно. Наконец, дешевый рубль продолжит оказывать мощную поддержку чистому экспорту, который, как и в начале года, будет оставаться основным и единственным источником экономического роста», — заключает Екатерина Власова. В то же время, предупреждает эксперт, крайне высокими остаются риски, прежде всего внешние: внешнеполитические факторы, низкие цены на нефть, отток капитала и другие.

Без существенного улучшения качества экономической политики, прежде всего в области корпоративного управления, качественный прорыв в росте инвестиций маловероятен, убежден Ярослав Лисоволик. «На фоне снижения цен на нефть и ограниченности структурных драйверов роста не стоит ожидать значимого улучшения динамики ВВП до 2016 года. При этом если на текущий год можно прогнозировать спад ВВП в 3.2% (что предполагает замедление спада во второй половине года до примерно 3%), то в следующем году вероятен спад на уровне 0.4%, что значительно ниже роста на уровне более 2%, которые прогнозирует правительство. На данный момент возможности возобновления роста за счет потребления ограниченны — в том числе в условиях сужающегося маневра для ЦБ по дальнейшему снижению ставок. Новые импульсы роста ВВП должны будут идти со стороны роста инвестиций и роста производительности труда», — полагает аналитик.

ТУМАННЫЕ ПЕРСПЕКТИВЫ РУБЛЯ

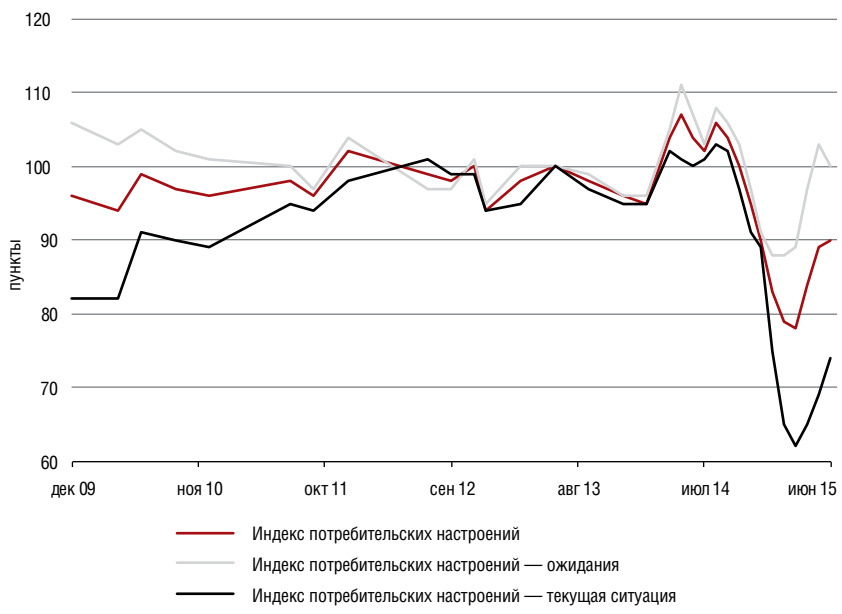
По сравнению с концом прошлого года российская валюта отыграла значительную часть своего падения. Тем не менее рубль по-прежнему находится в крайне уязвимом положении. На этом фоне Банк России в конце июля в очередной раз понизил ключевую ставку, что неблагоприятно сказалось на курсе национальной валюты.

«Российский ЦБ во втором квартале продолжил цикл снижения ставок: ключевая ставка была снижена на 150 б.п. в конце апреля и на 100 б.п. в июне. Однако уже по итогам июньского заседания риторика регулятора несколько ужесточилась, а на заседании 31 июля шаг снижения оказался минимальным в этом году (50 б.п., до 11.0% годовых). По итогам июльского заседания регулятор отмечает, что «баланс рисков по-прежнему смещен в сторону существенного охлаждения экономики, несмотря на некоторое увеличение инфляционных рисков». Тем не менее полагаем, что потенциал дальнейшего снижения ставок ЦБ до конца года ограничен, и уже на заседании в сентябре ЦБ РФ может взять паузу», — отмечает Алексей Моисеев.

Как отмечает Ярослав Лисоволик, решение ЦБ РФ снизить 31 июля ключевую ставку на 50 б.п. спровоцировало новый виток ослабления рубля в условиях, когда на рынке все же были ожидания, что ставки, возможно, останутся без изменений. ЦБ РФ назвал недавний рост инфляции временным, оставив при этом целевой прогноз на прежнем уровне: 4% в 2017 году и 7% к середине 2016 года.

«На мой взгляд, недавнее обесценение рубля может затруднить достижение таких амбициозных ориентиров по инфляции — при общей направленности экономической политики на импортозамещение за счет слабого рубля, уровень инфляционных ожиданий может удерживаться на высоких уровнях дольше, чем ранее предполагалось. Уповать на экономический спад и сокращение спроса как факторы сдерживания инфляции вряд ли стоит — бюджетная поддержка

Рисунок 1
Российские потребители смотрят в будущее с оптимизмом



социальной сферы, вероятнее всего, продолжится (пусть и несколько более медленными темпами), при этом, как и прежде, оптимизация расходов будет достигаться за счет сокращения инвестиционных проектов. В этих условиях можно прогнозировать инфляцию на уровне 12.5% в 2015 году и примерно 8% в 2016 году», — считает Ярослав Лисоволик.

Снижение ключевой ставки, с помощью которого регулятор поддерживает кредитование реального сектора, ослабляет позиции рубля, указывает Владимир Борисов, начальник управления продаж казначейских продуктов Абсолют Банка. «Сохранит ли ЦБ ключевую ставку на прежнем уровне до конца третьего квартала после ее незначительного понижения 31 июля или предпримет новое снижение ставки — вопрос риторический», — считает эксперт. По его мнению, вероятное повышение ставки ФРС США также может помешать укреплению российской валюты: «Доллар США последние месяцы демонстрирует рост к мировым валютам. Повышение ставки ФРС до 0.35% на следующем заседании 16–17 сентября будет способствовать дополнительному оттоку капитала из развивающихся рынков и приведет к замедлению экономики развивающихся стран. Это станет причиной снижения цен на сырьевых рынках, которое, в свою очередь, негативно отразится на российской валюте».

Владимир Борисов выделяет еще несколько факторов, ставящих под угрозу позиции рубля в ближайшее время. Среди них — негативная внешняя конъюнктура, в силу которой инвесторы предпочитают вкладывать в менее рисковые активы, тем самым усиливая положение доллара.

«Отрицательно влияют на динамику рубля и опасения по выходу на рынок иранской нефти. Выполнение Тегераном всех предъявленных Советом Безопасности ООН требований, связанных с ядерной программой, позволит выбросить на нефтяной рынок дополнительно до 70 млн баррелей нефти. Это может произойти не ранее декабря 2015-го. Едва ли Иран выйдет на прежний объем экспорта за достаточно короткое время, однако этот фактор будет формировать настроение инвесторов. А падение нефтяных цен прямо коррелирует с динамикой национальной валюты. Отрицательно сказаться на динамике рубля может также расширение санкций против РФ, которое обсуждается в последнее время», — заключает Владимир Борисов.

КОММЕНТАРИИ

ДЕНЕЖНЫЙ РЫНОК

Ярослав ЛИСОВОЛИК,
главный экономист и руководитель аналитического департамента, Дойче Банк в России

Важным фактором для курса рубля остается значимость глобальных рисков, прежде всего снижения цен на нефть. Ухудшение состояния мировой экономики, в особенности риски со стороны замедления экономики Китая, а также перспективы скорого снижения процентных ставок в США усиливают давление на развивающиеся рынки, в том числе на российскую валюту. Отчасти этот негатив несколько нейтрализуется позитивными факторами российского платежного баланса — профицит счета текущих операций может оказаться на уровне, сопоставимом с 2014 годом, в то время как отток капитала, вероятнее всего, будет ниже $100 млрд и существенно ниже прошлогоднего уровня. При сохранении цен на нефть около $50 за баррель можно ожидать, что курс российской валюты будет на уровнях, близких к 63–64 руб. за доллар, в то время как восстановление цен на нефть до $60–62 за баррель может вернуть курс к значениям 55–56 руб. за доллар.

Владимир БОРИСОВ,
начальник управления продаж казначейских продуктов, Абсолют Банк

В конце июля Центробанк приостановил покупку валюты на внутреннем рынке для пополнения своих резервов. Это может быть связано с тем, что рубль сегодня сильно отклонился от цифр, заложенных ЦБ и Минэкономразвития до конца 2015 года (уровень USD/RUB 55.00–60.00). Если покупки ЦБ продолжатся на уровнях выше USD/RUB 60.00, то это будет свидетельствовать о пересмотре прогноза. В этом случае можно будет рассматривать сценарии USD/RUB 64.00 и EUR/RUB 70.00 до конца третьего квартала и в диапазоне USD/RUB 64.00–70.00 и EUR/RUB 70.00–77.00 до конца 2015 года. Дополнительное давление на рубль оказывает понижение ключевой ставки, с помощью которого достигается увеличение доступности кредитных ресурсов с целью поддержания реального сектора экономики.

ДОХОДНОСТИ ЗАМЕРЛИ В НЕРЕШИТЕЛЬНОСТИ

Долговой рынок, как и экономика в целом, сейчас переживает момент неопределенности. Геополитические риски и ослабление рубля оказывают давление на рынок облигаций, но и критической ситуацию назвать сложно. Как замечает Александр Кудрин, управляющий директор и руководитель аналитического управления Sberbank CIB, второй квар-

ОТРИЦАТЕЛЬНО СКАЗАТЬСЯ НА ДИНАМИКЕ РУБЛЯ МОЖЕТ ТАКЖЕ РАСШИРЕНИЕ САНКЦИЙ ПРОТИВ РФ, КОТОРОЕ ОБСУЖДАЕТСЯ В ПОСЛЕДНЕЕ ВРЕМЯ

тал 2015 года оказался менее насыщенным на отечественном долговом рынке по сравнению с первыми месяцами года. Вторая же половина года, полагает он, обещает рост активности на рынке.

По мнению Александра Кудрина, очень востребованными в ближайшее время могут быть российские еврооблигации: «На рынке присутствует спрос на российские еврооблигации. По своим фундаментальным показателям Россия является звездой рейтинговой категории BB и поэтому привлекает внимание инвесторов как инструмент с оптимальным соотношением риск/доходность. Неудивительно, что многие из них готовы увеличить свои вложения в российские активы. Мы полагаем, что наличие неудовлетворенного спроса на российские еврооблигации может стать причиной открытия первичного рынка еще до конца третьего квартала».

При этом даже если международный сегмент заимствований по-прежнему будет закрыт, отечественные эмитенты смогут проявить себя на внутреннем рынке. «Если на внешнем рынке основным событием обещает стать возобновление первичных размещений, то на внутреннем ключевая тенденция — дальнейшее снижение процентных ставок. В любом случае оба сегмента, на наш взгляд, предлагают интересные возможности для инвесторов», — уверен глава аналитического управления Sberbank CIB.

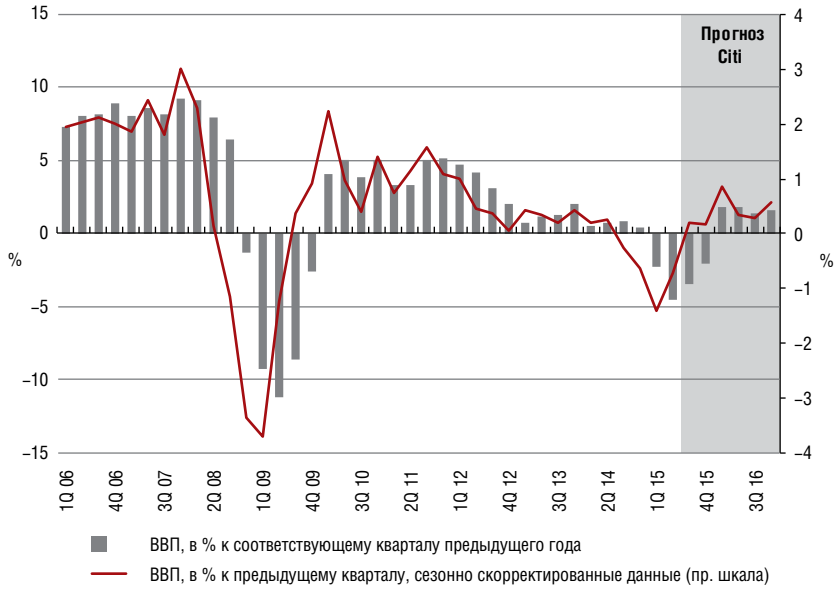
Не столь оптимистичен в своих прогнозах Алексей Моисеев, считающий вероятным рост доходностей в третьем квартале. «Судя по комментариям экономистов и участников рынка, скорого достижения дна во внутриэкономической динамике ожидают многие — соответственно, это, скорее всего, уже заложено в котировках. Общемировой сентимент по активам развивающихся рынков остается депрессивным, в том числе в преддверии роста ставок в США. Потенциал дальнейшего снижения ставок ЦБ РФ до конца года ограничен. Суммируя сказанное выше, на внутреннем долговом рынке в третьем квартале мы ожидаем роста доходностей», — резюмирует Алексей Моисеев.

«До середины июля российский рынок рублевого госдолга демонстрировал неплохой рост цен, однако в середине месяца в связи с ослаблением рубля ситуация изменилась. Сейчас цены большинства ОФЗ находятся вблизи уровней начала июля. Понижение ключевой ставки ЦБ в конце июля не поддержало котировки ОФЗ, а, наоборот, заметно ударило по рублю, и на фоне падения национальной валюты, которая в июле потеряла более 10%, цены ОФЗ продолжили снижаться. Сейчас доходности на кривой госбумаг вплотную приблизились к текущей ставке РЕПО. В июле мы наблюдали ожидаемый всплеск инфляции на фоне индексации тарифов естественных монополий, однако мы ожидаем сохранения тренда по замедлению роста индекса потребительских цен до конца года. Согласно нашему прогнозу, инфляция по итогам года составит 10.8% годовых», — рассуждает Ольга Стерина, аналитик «УРАЛСИБ Кэпитал». Ключевым фактором для внутреннего долгового рынка в ближайшей перспективе может стать динамика нефтяных цен, считает аналитик.

Значимым событием в сегменте внутреннего долга стало дебютное размещение в июле облигаций федерального займа, привязанных к инфляции. По данным Минфина РФ и организаторов, спрос значительно превысил предложение, при этом был отмечен высокий интерес к новому инструменту со стороны иностранных инвесторов.

После размещения суверенных бумаг с привязкой к инфляции о возможности выпуска подобных облигаций заявили многие крупные компании и банки. В частности, не исключили такой возможности Внешэкономбанк, «Транс-

Рисунок 2
Во второй половине года экономика выйдет на положительные квартальные темпы роста



НА ВНЕШНЕМ РЫНКЕ ОСНОВНЫМ СОБЫТИЕМ СТАНЕТ ВОЗОБНОВЛЕНИЕ ПЕРВИЧНЫХ РАЗМЕЩЕНИЙ, НА ВНУТРЕННЕМ — ДАЛЬНЕЙШЕЕ СНИЖЕНИЕ ПРОЦЕНТНЫХ СТАВОК

нефть», «РусГидро». По оценке Александра Кудрина, индексируемые по отношению к инфляции бумаги — достаточно перспективный инструмент. Как считает эксперт, первые размещения бумаг с привязкой к инфляции в корпоративном сегменте могут состояться до конца текущего года.

РЭНКИНГ ОРГАНИЗАТОРОВ: ВСЕ НЕ ТАК ПЛОХО

Второй квартал 2015 года оказался для внутреннего рынка более удачным, чем первый: количество размещений за отчетный период выросло по сравнению с предыдущим почти вдвое.

Всего в течение первого полугодия на российском рынке были размещены 146 выпусков 88 эмитентов на общую сумму 592.777 млрд руб. Объем рыночных размещений составил 417.817 млрд руб. (101 выпуск 60 эмитентов).

Рост обеспечили крупные корпоративные заемщики, использующие момент для привлечения новых средств. Кроме того, во втором квартале на рынок вышли субфедеральные игроки, редко проявляющие активность в начале года.

Полугодовой рэнкинг организаторов российских облигаций возглавляет Газпромбанк с результатом 114.353 млрд руб. (24 эмиссии) и долей рынка 19.29%. Вторую строчку занял Sberbank CIB, принявший участие в организации 25 эмиссий на общую сумму 83.040 млрд руб. (доля рынка — 14.01%). На третьем месте обосновался банк «ФК Открытие», записавший на свой счет 37 размещений на 68.950 млрд руб. (доля рынка — 11.63%). Совсем немного уступила БК «РЕГИОН», оказавшаяся в итоге на четвертом месте с долей рынка 11.54% (41 эмиссия на 68.412 млрд руб.). «ВТБ Капитал» стал пятым с 23 эмиссиями на общую сумму 62.027 млрд руб. (доля рынка — 10.46%).

В рэнкинге рыночных размещений первым оказался Sberbank CIB. Серебро рэнкинга досталось БК «РЕГИОН», замкнул тройку банк «ФК Открытие». Также в топ-5 организаторов рыночных размещений вошли Газпромбанк и «ВТБ Капитал».

КОММЕНТАРИИ

ДОЛГОВОЙ РЫНОК

Александр КУДРИН,
управляющий директор и руководитель аналитического управления, Sberbank CIB

Тенденция к снижению инфляции налицо, равно как и желание ЦБ следовать ей в своей денежной политике. В результате складываются отличные предпосылки для дальнейшего снижения доходности рублевых облигаций во второй половине года. Именно поэтому данные инструменты представляют собой интерес для инвесторов, которые умеют «отделять» риск обменного курса от риска процентных ставок. Палитра предлагаемых инструментов в этом году расширилась усилиями Минфина, который в дополнение к ОФЗ, привязанным к ставке RUONIA, начал размещать бумаги, индексируемые по отношению к инфляции. Мы полагаем, что до конца года аналогичные инструменты могут начать выпускать и корпоративные заемщики.

Ольга СТЕРИНА,
аналитик, «УРАЛСИБ Кэпитал»

В ближайшее время ключевым фактором для российского рынка останется динамика нефтяных котировок: снятие санкций с Ирана и риски замедления китайской экономики привели к падению цен на нефть к уровню $50/барр. Риски дальнейшего снижения цен на нефть остаются весьма высокими. К тому же осенью ФРС планирует повысить ключевую ставку, что приведет к укреплению доллара и окажет понижательное давление на цены commodities. В сентябре должны заметно увеличиться выплаты по внешнему долгу, которые вырастут практически вдвое по сравнению с августом, что может увеличить давление на российскую валюту. До стабилизации валютного рынка ждать роста котировок на долговом рынке пока не приходится. К концу года экономическая активность должна немного вырасти, и для экономики четвертый квартал должен быть получше. Мы думаем, что роста активности на рублевом рынке долга можно будет ожидать ближе к концу года. Мы уверены, что на горизонте 12 месяцев ключевая ставка, инфляция и доходности госбумаг будут однозначными, но отметим, что в ближайшие несколько месяцев ЦБ будет вряд ли столь же агрессивными темпами снижать ключевую ставку.