# Все ИДЕТ по ПЛАНУ

*Константин Васильев*

**ХОРОШО ИНФОРМИРОВАННЫЙ ОПТИМИСТ — ИМЕННО ТАК МОЖНО ОХАРАКТЕРИЗОВАТЬ КОЛЛЕКТИВНЫЙ ОБРАЗ РОССИЙСКОГО АНАЛИТИКА, ОЦЕНИВАЮЩЕГО ПЕРСПЕКТИВЫ МИРОВЫХ ФИНАНСОВЫХ РЫНКОВ В 2010 ГОДУ. ЭКОНОМИКА ВЫРАСТЕТ НА ФОНЕ СТАБИЛЬНОЙ НЕФТИ, РУБЛЬ УКРЕПИТСЯ, МИРОВЫЕ ПРОЦЕНТНЫЕ СТАВКИ НЕЗНАЧИТЕЛЬНО ВЫРАСТУТ, А РОССИЙСКИЕ СНИЗЯТСЯ, КАК И ИНФЛЯЦИЯ И ДОХОДНОСТИ ЛОКАЛЬНЫХ ОБЛИГАЦИЙ. НЕСМОТРЯ НА ТО ЧТО ЦЕЛЫЙ ПЕРЕЧЕНЬ МАКРОЭКОНОМИЧЕСКИХ ПРОБЛЕМ ДО СИХ ПОР НЕ РЕШЕН, НИ ОДИН ИЗ УЧАСТНИКОВ ОПРОСА НЕ ПРЕДСКАЗЫВАЕТ ПОВТОРЕНИЯ КРИЗИСА ИЛИ РЕЗКОГО УХУДШЕНИЯ СИТУАЦИИ В 2010 ГОДУ.**

## КОНСЕНСУС-ПРОГНОЗ НА 2010 ГОД

ИА Cbonds провело опрос крупнейших аналитических команд, работающих на российском рынке, с целью построить консенсус-прогноз на 2010 год по ключевым индексам и индикативным показателям доходности. Опрос проводился с 23 декабря 2009 года по 22 января 2010 года, в нем приняло участие 16 компаний. Параллельно Cbonds провел опрос посетителей сайта с целью оценить индивидуальные ожидания и прогнозы участников инвестиционного сообщества относительно ситуации на долговых рынках и макроэкономической обстановки в России в 2010 году.

Впервые за последние 10 лет после кризиса 1998 года ВВП показал снижение — на 8.9% по итогам трех кварталов 2009 года. По оценкам МЭР, Минфина и других источников, в целом за 2009 год ВВП снизится примерно на 8–8.5%. Столь резкое падение, по мнению аналитиков, приведет в следующем году к эффекту «низкой базы»: небольшой рост ВВП по отношению к сильно заниженному предыдущему показателю. Среднее и медиана прогнозов сходятся на росте в 4%, минимальный и максимальный прогнозы — 3% и 5.5% соответственно. Индивидуальные ответы посетителей сайта Cbonds оказались более пессимистичными — 41% опрошенных полагают, что рост ВВП составит 3–5%. Такой же процент участников опроса проголосовал за интервал 0–3%.

Согласно средней оценке участников рынка, в 2010 году инфляции снизится до 8% с 8.8% по итогам 2009 года. При этом прогноз российских аналитиков относительно роста цен варьировался от 5.5% до 11%. Большая часть участников онлайн-опроса высказались за интервал 8–10%.

Ключевой фактор российской экономики, нефть, по оценкам экспертов, в 2010 году останется на прежнем ценовом уровне — около $75 за баррель (Urals). Разброс оценок здесь минимальный и совпадает с мнением большинства опрошенных Cbonds. То же единодушие наблюдается и в прогнозах валютных курсов — ожидается укрепление курса рубля до 28 руб. за доллар США и сохранение соотношения EUR/USD в районе 1.4–1.45. Дмитрий Грицкевич, главный аналитик Промсвязьбанка, считает, что стоит ожидать продолжения укрепления национальной валюты: «Рубль остается привлекательным инструментом для carry trade. Безусловно, если ЦБ предпримет активные действия для борьбы с «горячими» деньгами, волатильность рубля резко возрастет».

Основываясь на стабильности основных факторов и ожидаемом росте ВВП, аналитики прогнозируют рост рынка акций на 25%: консенсус по индексу РТС — 1800 пунктов на конец года. Эксперты закладывают в данный прогноз ожидания сохранения притока ликвидности и роста аппетита к риску. Так, аналитики Газпромбанка прогнозируют, что в базовом сценарии в 2010 г. рынок вырастет до 1850 пунктов по РТС благодаря фундаментальным драйверам: «В 2010 г. произойдет восстановление мировой экономики, стимулирующее рост стоимости нефти до среднегодового уровня в $72 за баррель (Brent), улучшатся и макроэкономические показатели России».

Наиболее оптимистично настроенными участниками рынка (чей прогноз по росту ВВП превышает 5%) можно считать следующие компании: Morgan Stanley, Банк Москвы, «ВТБ Капитал», «Тройка Диалог» и «УРАЛСИБ Кэпитал». Более пессимистично (рост ВВП около 3%) в 2010 год смотрят Citi, ING BANK, НБ «ТРАСТ», НОМОС-БАНК и Промсвязьбанк.

Несмотря на общий позитивный настрой, эксперты Cbonds не исключают и альтернативных вариантов развития экономики. Например, Кирилл Тремасов, директор аналитического департамента Банка Москвы, описывает пессимистичный сценарий, который

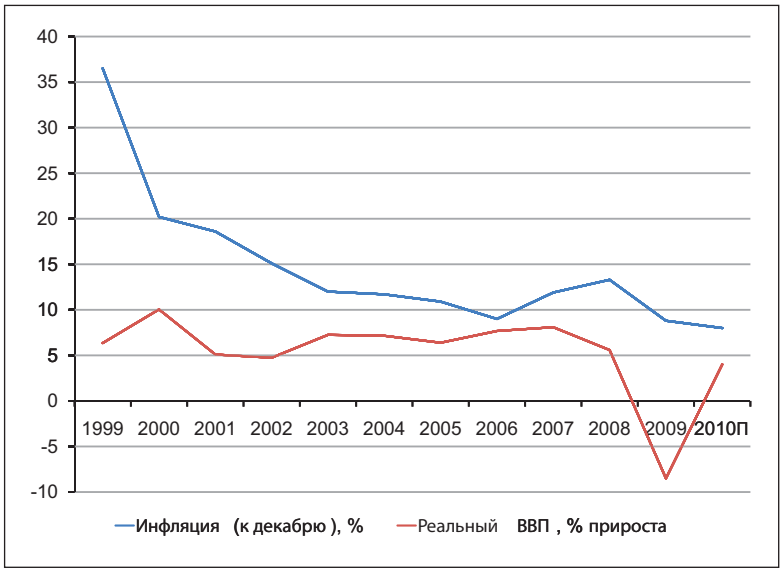
предполагает слабость мировой (американской) экономики и сохранение мировыми Центробанками основных параметров кредитно-денежной политики на нынешнем уровне. Дмитрий Грицкевич ожидает плавного восстановления экономики России на фоне стабильных нефтяных цен вблизи текущих уровней и считает, что экономика США быстрее выйдет из кризиса, нежели Евросоюз, «составные части» которого слишком отличаются друг от друга по состоянию экономики, в связи с чем ФРС начнет цикл повышения ставок первой.

Александр Морозов, главный экономист по России и СНГ HSBC Банка (RR), предостерегает: «Для финансовых рынков 2010 г. обещает быть сложнее, чем 2009 г. Хотя еще сохраняется потенциал для движения вверх, возможен разворот восходящего тренда во второй половине года на фоне ужесточения (или ожиданий скорого ужесточения) монетарной политики в еврозоне и США, замедления экономического роста и ускорения инфляции в России».

В качестве ключевых рисков для экономики участники опроса отмечают существенное влияние внешних шоков на спекулятивно перегретые рынки, особое внимание уделяется риску снижения цен на нефть. Макроэкономические риски связаны с ростом безработицы, снижением внутреннего спроса и низкими темпами кредитования.

Оценивая ключевые процентные ставки в 2010 году, большинство аналитических команд сходятся в своих прогнозах. Однако

*Рисунок 1. Динамика темпов прироста ВВП и инфляции, 1999–2009 гг.*




*2010П — прогноз на 2010 год. ВВП на 2009 год — оценка на уровне -8.5%*

**Таблица 1. Макроэкономические индикаторы**

| Прогнозный индикатор | Реальный ВВП, % прироста | Инфляция (ИПЦ) (к декабрю предыдущего года), % | Цена на нефть Urals (среднегодовая), $/баррель | Курс USD/RUR (среднегодовой) | Курс EUR/USD (среднегодовой) | Индекс РТС |
|---|---|---|---|---|---|---|
| Citi | 3.0 | 8.9 | 75.0 | 27.70 | 1.55 | |
| HSBC Bank (RR) | 3.7 | 8.5 | 75.0 | 30.10 | 1.50* | |
| ING BANK (EURASIA) | 3.3 | 6.4 | 75.0 | 27.60 | 1.35* | |
| Morgan Stanley | 5.3 | 7.6 | 82.0 | 28.80 | 1.32 | |
| Банк Москвы | 5.5 | 5.5 | 80.0 | 28.20 | 1.50 | 1 800 |
| БИНБАНК | 3.0 | 8.5 | 74.0 | 28.15 | 1.47 | |
| ВТБ Капитал | 4.9 | 7.6 | 85.0 | 28.08 | 1.40* | |
| Газпромбанк | 4.0 | 8.8 | 72.0 | 29.20 | 1.43* | 1 850 |
| КИТ Финанс ИБ | 3.4 | 7.8 | 74.0 | 29.50 | 1.40* | 1 900 |
| МИЭФ, ГУ-ВШЭ | 4.1 | 8.0 | 75.0 | 30.00 | 1.33 | 1 400 |
| НБ ТРАСТ | 3.0 | 11.0 | 75.0 | 27.00 | 1.63* | |
| НОМОС-БАНК | 3.0 | 8.5 | 65-70 | | | |
| Промсвязьбанк | 3.0 | 8.0 | 75.0 | 28.00 | 1.35 | 1 800 |
| Ренессанс Капитал | 4.2 | 6.3 | 70.0 | 28.40 | | 1 900 |
| Тройка Диалог | 5.0 | 6.5 | 70.0 | 29.00 | 1.48* | 2 000 |
| УРАЛСИБ Кэпитал | 5.5 | 9.0 | 78.0 | 28.13 | 1.35 | 1 850 |
| Среднее | 4.0 | 7.9 | 75.2 | 28.52 | 1.43 | 1 813 |
| Медиана** | 3.9 | 8.0 | 75.0 | 28.20 | 1.41 | 1 850 |
| Доля ответов участников индив. опроса, близких к средним значениям | 41% | 21% | 53% | 53% | - | 24% |
| Значения на конец года | -8.9*** | 8.8 | 77.2 | 30.24 | 1.44 | 1 445 |

** — Пересчет из прогноза по EUR/RUR*
*** — Медиана — середина множества чисел.*
**** — Данные за I–III квартал 2009 г.*

**Таблица 2. Процентные ставки, %**

| Прогнозный индикатор | Ставка ФРС | Ставка рефинансирования ЦБ РФ | LIBOR 3M USD | MOSPRIME 3M |
|---|---|---|---|---|
| Citi | | 8.00 | | |
| HSBC Bank (RR) | 0.25 | 8.00 | 0.50 | 8.00 |
| ING BANK (EURASIA) | 1.75 | 8.00 | 2.05 | 5.50 |
| Morgan Stanley | 1.50 | 7.25 | 1.90 | |
| Банк Москвы | 0.75 | 7.00 | 0.80 | 6.00 |
| БИНБАНК | 0.25-0.5 | 8.00 | 0.5-1 | 6.00 |
| ВТБ Капитал | | 7.50 | 0.85 | |
| Газпромбанк | 1.00 | 8.00 | 1.50 | 8.00 |
| КИТ Финанс ИБ | 0.50 | 7.50 | 0.65 | 6.00 |
| МИЭФ, ГУ-ВШЭ | 0.25 | 8.50 | 0.40 | 6.00 |
| НБ ТРАСТ | 0.25 | 9.00 | 0.25 | 5.00 |
| НОМОС-БАНК | 0.50 | 8.25 | 0.50 | 7 -7.5 |
| Промсвязьбанк | 0.50 | 7.50 | 1.00 | 6.25 |
| Ренессанс Капитал | 0.25-0.5 | 8.00 | 0.50 | |
| Тройка Диалог | 0.75 | 7.00 | 0.80 | 5.00 |
| УРАЛСИБ Кэпитал | 0.75 | 8.75 | 0.30 | 6.00 |
| Среднее | 0.68 | 7.89 | 0.85 | 6.25 |
| Медиана | 0.50 | 8.00 | 0.75 | 6.00 |
| Доля ответов участников индив. опроса, близких к средним значениям | 59% | 62% | 41% | 47% |
| Значения на конец года | 0.25 | 8.75 | 0.25 | 7.05 |

были и неожиданные ответы. Так, два западных банка, ING BANK (EURASIA) и Morgan Stanley, ожидают рост ставки ФРС до 1.5–1.75% и соответствующий рост трехмесячной ставки LIBOR USD до 2%. При этом консенсус по данным ставкам составляет 0.5–0.75%. Больше единодушия среди участников опроса наблюдалось в оценках российских ставок: ставка рефинансирования — 8%, MOSPRIME 3M — 6–6.25%.

Аналитики НОМОС-БАНКА не склонны к избыточному оптимизму: «Довольно много причин для того, чтобы рынки оставались в том состоянии, в котором они находятся сейчас. С одной стороны, позитивные ожидания того, что ситуация в мировой экономике и в России в частности должна стабилизироваться, способствуют благоприятному развитию событий и росту спроса на корпоративные обязательства, следствием чего должно стать снижение их доходностей. С другой, макроэкономическая ситуация остается не столь благоприятной, как хотелось бы, что заставляет регуляторов рынка сохранять денежно-кредитную политику, ориентированную на комфортно низкие ставки. Безусловно, невысокая стоимость фондирования создает дополнительные возможности для спекуляций на рынке ценных бумаг, однако если рост носит исключительно спекулятивный характер, то положительная переоценка «улетучивается» так же быстро, как и сформировалась. Исходя из этого, мы полагаем, что для сохранения положительного настроя, сформировавшегося на российском долговом рынке благодаря избытку свободной ликвидности у участников, требуется фундаментальная поддержка, признаки которой пока слишком маловыразительны».

Команда Промсвязьбанка ожидает, что ФРС начнет цикл повышения ставок во втором полугодии, ближе к концу года (в первом полугодии регулятор начнет со сворачивания программ предоставления ликвидности): «В связи с этим ФРС, вероятно, успеет провести один-два этапа повышения ставок. Впрочем, мы не исключаем, что ставка может начать повышаться только в начале 2011 г. А стоимость LIBOR будет складываться из уровня ставки ФРС + премия за ожидания по ужесточению монетарной политики США. Также мы не ожидаем, что снижение ставок ЦБ РФ в 2010 г. будет существенным — оно составит не более 1–1.5%, в результате ставка снизится до 7.5–8% годовых в связи с сохраняющимися высокими инфляционными рисками. Кроме того, Банк России уже задумывается о способах «изъятия» излишней рублевой ликвидности из системы. Это говорит о том, что роль ЦБ на фондовых рынках постепенно снижается. Стоимость MOSPRIME 3M будет падать вслед за ставкой ЦБ на 1–1.5%, но если ЦБ предпримет активные действия для ограничения инфляции во втором полугодии 2010 г., стоимость MOSPRIME 3M останется на уровне 7%».

Наибольшие изменения в 2010 году, исходя из консенсус-прогноза динамики доходностей индикативных облигаций, коснутся локальных рублевых облигаций: доходность по государственным и муниципальным выпускам снизится примерно на 100 б.п.,

корпоративных облигаций — на 200–300 б.п., тогда как котировки российских суверенных еврооблигаций останутся на прежнем уровне, американские гособлигации вырастут лишь на 25–50 б.п.

Аналитики ИК «Тройка Диалог» полагают, что в 2010 г. наиболее интересным объектом вложения средств станут рублевые облигации: «На фоне замедления темпов инфляции можно ожидать, что процентные ставки в России продолжат движение вниз. В этих условиях наиболее привлекательно выглядят длинные корпоративные рублевые облигации».

В ING BANK (EURASIA) в текущем году ожидают восстановления экономического роста в ключевых развивающихся экономиках вместе с постепенным ужесточением их денежной политики, и Россия не будет исключением: «Запаздывание российского роста оставляет возможность для дальнейшего снижение инфляции, процентных ставок и доходностей. В этом случае мы не исключаем падение доходностей рублевых облигаций ниже своих исторических минимумов, что, скорее всего, произойдет до начала второго полугодия. Данный момент мы рекомендуем использовать для частичной фиксации прибыли и сокращения длинной позиции в облигациях».

По мнению экспертов Промсвязьбанка, на фоне ожидаемого повышения ставки ФРС кривая госдолга США будет приобретать более «плоский» вид при росте доходностей короткого конца кривой: «При этом мы не исключаем локального спекулятивного роста доходностей UST10 и UST30 до 4.0–5.0% соответственно, однако с фундаментальной точки зрения текущие доходности длинных treasuries выглядят весьма привлекательно. Доходность выпуска RUS30 сейчас находится у своих исторических минимумов, и потенциал ее снижения по отношению к сопоставимым бумагам Мексики и Бразилии составляет не более 20 б.п. Однако, учитывая более глубокую рецессию в РФ, чем ожидалось, вряд ли динамика RUS30 будет лучше рынка. Доходности ОФЗ находятся в прямой зависимости от стоимости валютных свопов и контрактов NDF. В 2010 г. при стабильных нефтяных ценах и продолжении снижения ставок Банком России мы ожидаем дальнейшего снижения ставок NDF как минимум до среднего докризисного уровня — 5.6% по годовому контракту. По нашим оценкам, «равновесное» значение спреда между годовым NDF и кривой ОФЗ составляет порядка 30 б.п. (для четырехлетнего выпуска ОФЗ 25071 — 120 б.п.). На наш взгляд, потенциал снижения доходностей корпоративных бумаг первого-второго эшелонов ограничен снижением ставок ЦБ. Одним из факторов, сдерживающих рост котировок, являются ожидания больших объемов первичных размещений на рублевом рынке. Мы ожидаем сопоставимой динамики субфедерального долга, на который положительно будет действовать улучшение структуры бюджета Московской области, негативно — большое количество новых размещений Москвы».

**Таблица 3. Индикативные доходности, %**

| Прогнозный индикатор | UST 10Y YTM | Доходность еврооблигаций Россия-2030 | Доходность локальных государственных облигаций (Россия, 46018) | Доходность локальных корпоративных облигаций (IFX-Cbonds) | Доходность муниципальных облигаций (Cbonds-Muni) |
|---|---|---|---|---|---|
| HSBC Bank (RR) | 3.00 | 4.20 | 7.50 | 9.20 | 9.00 |
| ING BANK (EURASIA) | 4.50 | 6.00 | 7.00 | | |
| Morgan Stanley | 5.50 | | | | |
| Банк Москвы | 4.25 | 5.50 | | 8 (BMBI) | |
| БИНБАНК | 4.0-4.5 | 5.2-5.7 | 7 (26202, 25068) | 8.80 | 8.00 |
| ВТБ Капитал | | | 6.75 | 7.75 | |
| КИТ Финанс ИБ | 4.20 | 5.70 | 7.50 | 8.50 | 9.00 |
| МИЭФ, ГУ-ВШЭ | 4.25 | 5.20 | 7.50 | 8.00 | 8.50 |
| НБ ТРАСТ | 3.00 | 4.50 | 7.50 | 8.00 | 10.00 |
| НОМОС-БАНК | 3.5-4 | 5.2-5.5 | 7.5-8 | 9.5-10 | 8.5-9 |
| Промсвязьбанк | 4.00 | 5.60 | 7.3 (ОФЗ 25071) | 9.25 | 9.25 |
| Ренессанс Капитал | 4.50 | 5.50 | 7.50-7.75 | ОФЗ+70-120 б.п. | ОФЗ+70 (Москва)/ +100-200 б.п. (ост.) |
| Тройка Диалог | 4.25 | 5.75 | 8.00 | 7.5 (ЛУКойл БО-1) | 7 (Москва-62) |
| УРАЛСИБ Кэпитал | 4.20 | 5.82 | 8.00 | 10.00 | 11.00 |
| Среднее | 4.13 | 5.38 | 7.45 | 8.61 | 8.96 |
| Медиана | 4.25 | 5.50 | 7.50 | 8.54 | 9.00 |
| Доля ответов участников индив. опроса, близких к средним значениям | 38% | 41% | 26% | 50% | 56% |
| Значения на конец года | 3.89 | 5.45 | 8.68 | 11.43 | 9.97 |
| Ожидаемое изм., б.п. | 36 | 5 | -118 | -289 | -97 |