Никуда не годится

Елена СКУРИХИНА

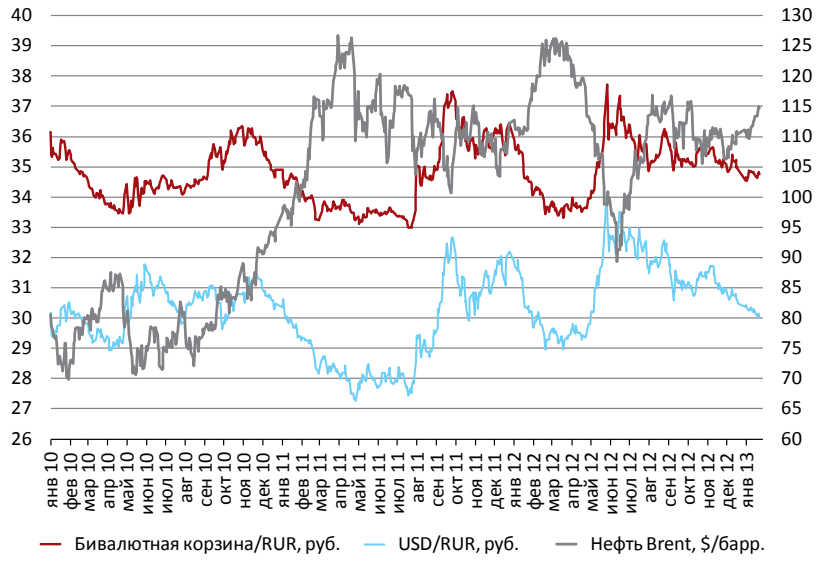
МАКРОЭКОНОМИКА

История с замедлением экономического роста, начавшаяся прошлой осенью, получит продолжение в 2013 году, уверены аналитики. Промышленная активность замедляется, темпы инвестиций и спрос тоже не подают признаков жизни. Экономика начинает год на откровенно слабых позициях, которых недостаточно даже для поддержания текущих темпов роста.

К концу прошлого года российская экономика стагнировала практически по всем фронтам, пессимистично констатировал Владимир Евстифеев, аналитик по макроэкономике банка «ЗЕНИТ». Промышленность в декабре существенно замедлила темпы роста, прибавив в годовом выражении скромные 1.4%. Добывающие отрасли сохраняют минимальные темпы роста (1–2% в годовом выражении), в обрабатывающих отраслях тоже продолжается нисходящая динамика, в декабре она достигла почти трехлетних минимумов. Аналитики «УРАЛСИБ Кэпитал» ожидают, что в промышленном секторе темпы роста будут более чем скромными: в среднесрочной перспективе рост в обрабатывающих отраслях замедлится до 3.5–4% год к году, и в 2013 году промпроизводство вырастет на 2.8%. Остается надежда лишь на сохранение текущего равновесия в добывающих отраслях, однако при снижении цен на основные виды сырья здесь рост может полностью растворится, предупреждает аналитик банка «ЗЕНИТ». Еще одной точкой роста в 2013 году должно стать сельское хозяйство (при условии благоприятных

Рисунок 1

Курс рубля ЦБ РФ и цены на нефть Brent



ТОЛЬКО ЦИФРЫ

На **1.4%** (г/г) выросло промпроизводство в декабре против 1.9% (г/г) в ноябре

–0.7% составил темп роста инвестиций в основной капитал в декабре против 1.2% (г/г) в ноябре

На **5.0%** (г/г) вырос в декабре оборот розничной торговли против 4.4% (г/г) в ноябре

4.9% (г/г) составил темп роста реальных располагаемых доходов в декабре против 6.7% (г/г) в ноябре

погодно-климатических факторов в летний период), которое продемонстрирует восстановление показателей после провального лета 2012 года, полагает Ольга Стерина, аналитик «УРАЛСИБ Кэпитал».

Потребительская активность в декабре продолжила слабеть, в целом усугубив негативные процессы октября-ноября, комментирует Владимир Евстифеев. Причина все та же — экономика уже не способна увеличивать дисбаланс между низкой производительностью труда и ростом зарплат. В декабре рост начисленной заработной платы в реальном выражении составил скромные 0.3%. Это минимальный прирост с ноября 2009 года. Поддержку потреблению в ближайшие месяцы, скорее всего, будет оказывать социально-ориентированный бюджет 2013 года — именно зарплаты работников бюджетной сферы и социальные выплаты будут ключевым источником для потребительской активности, считают в банке «ЗЕНИТ».

Потребительский спрос, поддерживаемый розничным кредитованием, в текущем году будет одним из главных катализаторов роста, уверена Ольга Стерина. Согласно прогнозу «УРАЛСИБ Кэпитал», реальные доходы населения в текущем году увеличатся на 4%, а оборот розничной торговли — на 5.3%. Однако кредитование реального сектора будет постепенно замедляться вследствие ослабления экономического роста. Прирост реальных располагаемых доходов населения стабилизируется вблизи 4% г/г, соглашается Иван Синельников, макроэкономист Газпромбанка. Оборот розничной торговли прирастет на уровне доходов населения, но не более того. С учетом продолжающегося снижения потребительской уверенности, скорее всего, не стоит рассчитывать на опережающий прирост розничного товарооборота.

Инвестиции в основной капитал стали одним из основных источников для разочарований от декабрьской статистики, отмечает Владимир Евстифеев. Капитальные вложения снизились в годовом выражении на 0.7%, притом что в строительстве, на которое приходится более половины всех капитальных инвестиций, этот показатель вырос на 1.6%. В условиях снижения внутреннего потребления надеяться на наращивание капвложений было бы ошибкой. В то же время поддержать инвестиции в основной капитал позволит реализация государственных инвестиционных программ, а также сохранение относительно неплохой ситуации в строительном секторе, надеются в банке «ЗЕНИТ».

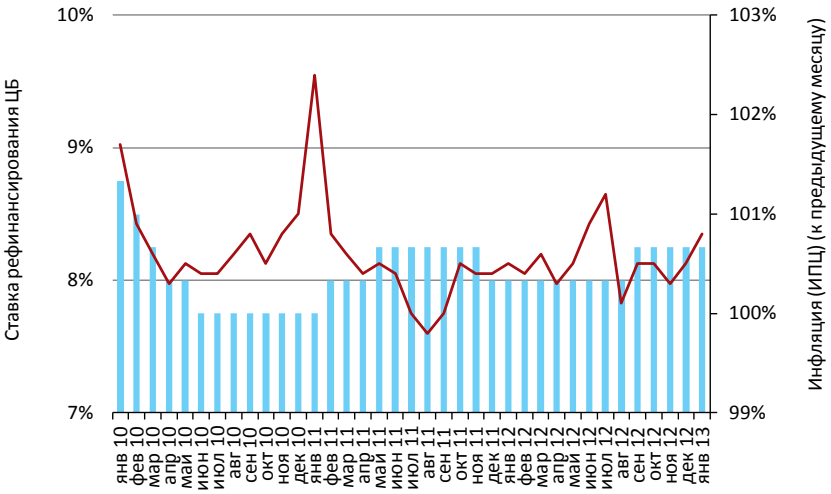
ПРОГНОЗ

Макроэкономика

Ольга СТЕРИНА,
аналитик, «УРАЛСИБ Кэпитал»

Важным фактором замедления экономического роста в России является внушительный отток капитала, который обусловлен несколькими причинами, в том числе неблагоприятным инвестиционным климатом в России и нестабильностью на мировых рынках, что заставляет инвесторов избегать вложений в высокорискованные активы. В прошлом году отток капитала составил $57 млрд, и пока мы не видим оснований для существенного уменьшения его масштабов в текущем году: по нашей оценке, итоговый показатель может составить $30–40 млрд, в то время как официальный прогноз предполагает сокращение оттока практически до нуля. Таким образом, несмотря на стабильно высокие цены на нефтяном рынке (наш прогноз среднегодовой цены нефти Urals равен $114 за баррель), темпы роста российской экономики останутся умеренными. По итогам 2013 года мы ожидаем замедления роста ВВП до 3.1% с 3.5% в 2012 году.

Рисунок 2. **Инфляция и ставка рефинансирования ЦБ**



ПРОГНОЗ

Денежный рынок

Иван СИНЕЛЬНИКОВ,
макроэкономист, Газпромбанк

Внешний фон остается относительно благоприятным для экспортных отраслей, а следовательно, бюджетные доходы достаточно быстро выведут федеральный бюджет в область профицита. Мы полагаем, что это может произойти уже в марте. В феврале возможно усиление притока капитала, как только нерезиденты начнут осуществлять расчеты по ОФЗ через Euroclear. На фоне сезонно высоких цен на нефть и притока иностранного капитала мы ожидаем, что курс доллара может уйти к 29.5 руб. за доллар, а бивалютная корзина будет торговаться ниже 34.65 руб. Это дает основания рассчитывать на приток рублевой ликвидности (в объеме до 100 млрд руб. в месяц) за счет покупок валюты Банком России на внутреннем рынке.

Ставки

Владимир ЕВСТИФЕЕВ,
аналитик по макроэкономике, банк «ЗЕНИТ»

С одной стороны, экономическая активность явно замедляется и требует послаблений от Центробанка, с другой — инфляция в январе остается выше ориентиров регулятора, что, с позиции предыдущих решений ЦБ, требует ужесточений. Мы ожидаем снижения избыточного по меркам ЦБ РФ инфляционного давления к концу первого квартала, что, при текущей слабой экономической активности, потребует от регулятора пойти на смягчение денежно-кредитной политики в ближайшие месяц-два и понизить процентные ставки на 25 б.п.

Инфляция

Ольга СТЕРИНА,
аналитик, «УРАЛСИБ Кэпитал»

Даже с учетом ожидающегося смягчения денежно-кредитной политики динамика потребительских цен не претерпит существенных изменений по сравнению с 2012 годом: наш прогноз по инфляции в текущем году составляет 6.9%. С нашей точки зрения, пока тарифы естественных монополий ежегодно индексируются на 10–15%, что, в свою очередь, добавляет 1.5–2 п.п. к росту ИПЦ, среднегодовая инфляция останется вблизи уровня 7%.

Денежный рынок

Владимир КОЛЫЧЕВ,
директор управления рынков капитала, РОСБАНК

На денежном рынке февраль не должен принести больших сюрпризов: сыграют на руку ликвидности, что должно помочь банковской системе пережить месяц относительно комфортно. В то же время запас прочности исчерпается уже по итогам мартовских налоговых платежей, это вернет на рынок беспокойство по поводу наличия (неравномерного распределения) рыночного обеспечения по сделкам РЕПО. В этом контексте внимания будет заслуживать возможная риторика (или ее отсутствие) регулятора относительно прогресса ЦБР на пути реализации планов по переводу среднесрочного рефинансирования на «плавающие» рельсы.

Ставки

Михаил ГОНОПОЛЬСКИЙ,
начальник аналитического управления, БИНБАНК

По итогам заседания ЦБ РФ в январе, а также на основе последующих комментариев представителей регулятора можно сделать вывод о том, что Банк России готов к снижению ставок при надлежащих макроэкономических параметрах. Однако интригой является то, сочтет ли ЦБ надлежащей макроэкономическую конъюнктуру февраля для снижения ставок. По итогам 2012 года российская экономика показала рост на 3.4%, при этом показатели декабря были довольно слабыми — отрицательная динамика инвестиций, практически нулевой рост реальных заработных плат, торможение корпоративного кредитования и так далее. В этой связи очевидно сохранение торможения экономики РФ в январе-феврале. В то же время данные индикаторы контрастируют с временным ускорением инфляции к концу января до отметки 6.9% годовых, и мы не ожидаем ее существенного замедления с текущего уровня в течение февраля (по нашим оценкам, тренд в направлении 6% годовых начнет формироваться весной). С учетом изложенных факторов мы не ожидаем фронтального изменения ключевых процентных ставок со стороны ЦБ в феврале. Этот шаг был бы более логичным в условиях разворота инфляционного тренда вниз в весенне-летний период.

ПРОГНОЗ

ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНАЯ ПОЛИТИКА

Темпы инфляции продолжительное время остаются выше целевых ориентиров, что является источником инфляционных рисков. Однако, по мнению аналитиков, февраль — не самое подходящее время для пересмотра ставки рефинансирования, поэтому, скорее всего, по итогам февральского заседания регулятор оставит ее без изменений.

Одной из главных интриг последних месяцев остается дальнейшая денежно-кредитная политика РФ, а именно вопрос, пойдет ли ЦБ на снижение ставки рефинансирования в ближайшее время, рассуждает Ольга Стерина. С одной стороны, статданные за первые недели января отразили ускорение инфляции на фоне повышения акцизов на бензин и алкоголь. Согласно расчетам аналитиков «УРАЛСИБ Кэпитал», по итогам января годовые темпы роста потребительских цен могут повыситься до 7% с 6.6% на начало года. С другой стороны, замедление роста ВВП подразумевает возможность стимулирования экономики. Это подтверждается усилившимся в последнее время давлением на ЦБ со стороны Минэкономразвития и Минфина, которые выступают за ослабление монетарной политики регулятором. ЦБ в конечном счете будет вынужден уступить, однако, по мнению аналитиков, это произойдет ближе к середине года (ставка рефинансирования будет снижена на 25 б.п.).

Снижение процентных ставок сейчас является контрпродуктивной мерой, поскольку может усилить давление на цены со стороны потребительского спроса, считают в Газпромбанке. Возможность для смягчения денежно-кредитной политики появится, когда потенциал роста экономики будет исчерпан и основные макроэкономические показатели будут однозначно свидетельствовать о замедлении экономической активности при одновременном снижении инфляции минимум до 6% г/г. Однако в феврале этого не случится, отмечает Иван Синельников.

Инфляционное давление в январе было выше целевого уровня для Центробанка — оно превысило 6% в годовом выражении. Это происходит на фоне роста цен на продукты питания, а также из-за низкой базы 2012 года (за аналогичный период потребительские цены выросли на 4.2% г/г), продолжает Владимир Евстифеев. На прошедшем в январе совете директоров ЦБ РФ был дан четкий сигнал о возможности изменения процентных ставок уже по итогам февральского заседания: из

официального сообщения регулятора исчезла фраза о сбалансированности размеров базовой процентной ставки относительно ожиданий по инфляции и росту экономики. Это может указывать на то, что регулятор предпочтет действовать, но по какому именно сценарию, пока не ясно.

ДОЛГОВОЙ РЫНОК

Неоправдавшиеся ожидания запуска инфраструктуры для прямого доступа нерезидентов на локальный рынок продолжали оказывать давление на сектор государственных облигаций, где в последние два месяца происходило стремительное изменение котировок, особенно на коротком участке суверенной кривой. Долгожданное февральское разрешение ситуации с допуском нерезидентов на российский рынок должно спровоцировать оживление во всех сегментах рынка.

В декабре-январе на рынке рублевых облигаций центральное место занимал суверенный сегмент. Инвесторы, предвосхищая начало расчетов через Euroclear и приход иностранных инвестиций на рынок в конце прошлого года, проявляли повышенный интерес к ОФЗ, комментирует ситуацию на локальном рынке долга Александр Полютов, аналитик НОМОС-БАНКа. В результате предновогоднего ралли кривая ОФЗ опустилась на 20–30 б.п., после чего началась некоторая коррекция. Вероятно, инвесторы решили зафиксировать положительные переоценки предыдущих дней, полагает аналитик. В секторе ОФЗ в отличие от предыдущих месяцев достаточно серьезное снижение доходностей произошло в бумагах срочностью до трех лет, где за два месяца доходности снизились в среднем на 70 б.п. и опередили по динамике снижения средне- и долгосрочный сегменты, продолжает комментировать Михаил Гонопольский, начальник аналитического управления БИНБАНКа. Темпы снижения доходностей по ОФЗ срочностью 7–15 лет замедлились. Тем не менее начало 2013 года оказалось бурным для сегмента госбумаг, которые снова пользовались популярностью (до-

Рисунок 3
Ликвидность банковского сектора

> БЛАГОДАРЯ УСПЕШНОМУ РАЗРЕШЕНИЮ В НАЧАЛЕ ФЕВРАЛЯ МНОГОМЕСЯЧНОЙ САГИ, СВЯЗАННОЙ С ПРИХОДОМ EUROCLEAR, КРИВАЯ ОФЗ МОЖЕТ В ОЧЕРЕДНОЙ РАЗ СНИЗИТЬ УГОЛ НАКЛОНА ЗА СЧЕТ ФОРСИРОВАННОГО ПРИТОКА ЗАПАДНЫХ ИНВЕСТОРОВ В ДОЛГОСРОЧНЫЕ ВЫПУСКИ

ПРОГНОЗ

Долговой рынок

Александр ПОЛЮТОВ,
аналитик, НОМОС-БАНК

С запуском расчетов по ОФЗ через Euroclear вряд ли стоит ждать серьезных переоценок, поскольку в текущих котировках, особенно после бурного роста сегмента в декабре-январе, уже заложена грядущая либерализация рынка. Тем не менее наибольший потенциал роста присутствует в длинных ОФЗ, котировки которых в меньшей степени реагировали на происходящее на рынке, кроме того, их ликвидность в последнее время оставалась довольно приличной.

В январе заметных изменений котировок и оборотов по выпускам регионов не происходило, и, скорее всего, похожую картину можно будет наблюдать в феврале. Вместе с тем новые правила расчета Н1 для банков при оценке рыночных рисков, которые затронут корпоративных эмитентов, но не коснутся субъектов РФ, могут привести к оживлению в этом секторе.

В феврале в сегменте корпоративных бондов мы ожидаем роста торговой активности, которая была довольно сдержанной в первый месяц нового года после длинных новогодних праздников. Учитывая, что ситуация с ликвидностью в системе продолжает оставаться относительно спокойной, череда первичных размещений продолжится, но интерес инвесторов к бумагам, в частности со стороны банков, будет более избирательным в свете новых правил расчета достаточности капитала при оценке рыночных рисков. По этой причине большей популярностью у инвесторов как на первичном, так и на вторичном рынке будут пользоваться эмитенты с инвестиционным уровнем рейтинга, что поспособствует снижению их доходностей.

ПРОГНОЗ

Долговой рынок

Владимир КОЛЫЧЕВ,
директор управления рынков капитала, РОСБАНК

С точки зрения стратегии нам по-прежнему нравится идея открытия (накопления) позиций на длинном конце кривой ОФЗ: приток иностранных инвесторов с запуском Euroclear, а также растущая вероятность ослабления денежно-кредитной политики ЦБР должны способствовать снижению долгосрочных ставок, возможно, еще на 30–40 б.п.

На сегмент корпоративных облигаций повлияет эффект от ужесточения требований ЦБР по расчету рыночного риска. Новые требования серьезно дискриминируют облигации с рейтингом BB+ и ниже, что может отразиться на динамике этого сегмента в ближайшие месяцы. На наш взгляд, регуляторные новации не потребуют масштабной коррекции вторичного рынка, однако облигации второго эшелона, вероятно, будут отставать от ожидаемой позитивной переоценки в сегменте бумаг с инвестиционным рейтингом. Нашими фаворитами в корпоративном секторе остаются длинные бумаги «Газпром нефти», ВЭБа и «дочек» иностранных банков.

Михаил ГОНОПОЛЬСКИЙ,
начальник аналитического управления, БИНБАНК

Выпуски ОФЗ срочностью более пяти лет после ралли последних месяцев будут сильно реагировать на запуск расчетов по госбумагам для нерезидентов через Euroclear и Clearstream. Этот процесс прежде всего затронет топовых квазисуверенных заемщиков первого эшелона, так как нерезиденты уже имеют лимиты на этих эмитентов благодаря их присутствию на рынке евробондов. К концу января спреды ряда выпусков первого эшелона к ОФЗ сложились на уровнях около 160 б.п., мы допускаем дальнейшую тенденцию к сужению спредов бумаг первого эшелона к ОФЗ и в течение февраля. Короткий конец кривой ОФЗ за два последних месяца, на наш взгляд, исчерпал свой потенциал. В этом сегменте оперируют в основном российские игроки и динамика достаточно сильно коррелирует с состоянием денежного рублевого рынка и ожиданиями по изменению процентных ставок со стороны ЦБ РФ.

Единственные сегменты рублевого долгового рынка, где может сложиться более явная динамика по снижению доходностей, — субфедеральный и корпоративный секторы. С учетом того, что здесь оперируют в основном российские игроки, при расчете показателя Н1 по новым правилам в феврале спрос на различные выпуски может быть неоднозначным. С февраля для целей расчета норматива достаточности капитала более привлекательно смотрятся корпоративные эмитенты с рейтингом не ниже BBB–, а также субфедеральные выпуски облигаций, которые, согласно новому порядку, относятся к категории низкого риска.

На рынке субфедерального долга присутствует проблема ликвидности ряда выпусков на вторичном рынке и дефицит первичного предложения. Поэтому в отдельных выпусках Москвы, Санкт-Петербурга, Якутии, Красноярского края, Самарской области, Краснодарского края мы допускаем хорошую динамику при наличии ликвидности. Субфедеральные выпуски с рейтингами от BB до BB+ имеют спред к ОФЗ на уровнях 200–280 б.п., и мы допускаем дальнейшее сужение спредов данного сегмента к ОФЗ. При этом субфедеральные выпуски регионов с рейтингом от BBB– при надлежащем уровне ликвидности на вторичном рынке могли бы котироваться на уровне лучших представителей первого эшелона, как это было с облигациями Москвы в докризисный период.

Во втором эшелоне среди эмитентов с рейтингами от BB до BB+ мы ожидаем избирательный спрос участников рынка на выпуски, предлагающие неплохой уровень доходности по сравнению с сектором ОФЗ. Крайне узкие спреды ОФЗ к ставкам рублевого денежного рынка заставляют российских игроков перекладываться в более доходные корпоративные инструменты, поэтому в феврале мы ожидаем неплохой спрос в корпоративном сегменте второго эшелона.

ходности по ОФЗ снижались на 15–20 б.п.), комментируют в НОМОС-БАНКе. Отсутствие информации о точных сроках начала расчетов через Euroclear оказывало давление на госбумаги, которые к тому же выглядели довольно дорого.

Из-за крайне узких спредов ОФЗ к ставкам МБК ряд игроков рублевого долгового рынка проявляли повышенный интерес к корпоративному сегменту, отмечает Михаил Гонопольский. Выпуски высококачественных квазисуверенных эмитентов первого эшелона показывали уверенное снижение доходностей в декабре-январе. В частности, 4–5-летние выпуски «Роснефти» и ФСК ЕЭС продемонстрировали снижение доходностей примерно на 50 б.п. Опережающую динамику показал более длинный выпуск ФСК ЕЭС серии 13 (погашение в 2021 году), доходность по нему за два месяца снизилась на 70 б.п. и достигла 8.2% к концу января. Таким образом, процесс сокращения спредов высококачественного корпоративного сегмента к ОФЗ начал реализовываться, так как российские игроки озабочены инвестированием в более высокодоходные инструменты после ралли в сегменте ОФЗ, заключили в БИНБАНКе.

В целом, ценовые изменения в корпоративных бумагах при меньших оборотах не поспевали за стремительной динамикой суверенных облигаций, обращает внимание Александр Полютов. В свою очередь, новая методология Банка России, касающаяся расчета достаточности капитала банков (основных покупателей бондов) при оценке рыночного риска, затронет выпуски эмитентов неинвестиционного рейтинга, под это определение попадают второй и третий эшелоны. Поэтому банки, испытывающие сложности с достаточностью капитала, скорее всего, предпочтут воздержаться от покупок облигаций данного класса, что снизит спрос на эти бумаги.

Благодаря успешному разрешению в начале февраля многомесячной саги с приходом Euroclear, кривая ОФЗ может в очередной раз снизить угол наклона за счет форсированного притока западных инвесторов в долгосрочные выпуски, ожидает Владимир Колычев, директор управления рынков капитала РОСБАНКа. Кроме того, интерес будут представлять и комментарии топ-менеджмента Euroclear относительно планов запуска торговли с негосударственными облигациями и возможных путей урегулирования вопросов по налогообложению нерезидентов. Это, в свою очередь, может дать сигнал к изменению поведения на инвесторов на локальном рынке корпоративных облигаций.