# Ежеквартальный обзор макроэкономической ситуации

**3 квартал 2018 г.**

## Ключевые события 3 квартала 2018 года

| Событие | Влияние на фондовый рынок |
|---|---|
| ***ФРС ожидаемо повысила ставку до 2,00-2,25%, рынок ожидает еще одно повышение ставки в 4к18 и не менее трех повышений в 2019 году. Динамика рынка труда США говорит в пользу повышения ставок*** | |
| ▪ ФРС ожидаемо повысила ключевую ставку на 0,25% до диапазона 2,00-2,25% и прогнозирует рост ставки в следующем году до 3,00-3,25%. В текущем году ожидается еще одно повышение ставки ФРС, а в 2019 году – три повышения. Участники рынка расходятся во мнении, когда именно будет достигнут нейтральный уровень ставок, однако предполагают, что в 2020-2021 гг. денежно-кредитная политика ФРС может стать сдерживающей; | ▲▼ Смешанное |
| ▪ Показатели рынка труда США продолжают демонстрировать позитив: уровень безработицы находится на рекордных минимумах, заявки на пособие по безработице снижаются быстрее ожиданий, а темпы создания новых рабочих мест максимальны. Эксперты полагают, что такая ситуация позволит ФРС повышать ставки более высокими темпами, но также и опасаются, что это может быть сигналом перегрева экономики; | ▲▼ Смешанное |
| ▪ Индикаторы потребительских настроений и деловой активности были преимущественно позитивными. Динамика продаж недвижимости была смешанной; | ▲ Умеренно позитивное |
| ▪ США ввели пошлины на китайские товары стоимостью $200 млрд., в ответ Китай ввел пошлины на американские товары стоимостью $60 млрд.; президент США договорился с главой Еврокомиссии о приостановке торговой войны: стороны отказались от введения новых пошлин, договорились вести переговоры об отмене торговых барьеров и о размере пошлин на сталь и алюминий. | ▲▼ Смешанное |
| ***ЕЦБ сохранил ключевую ставку на прежнем уровне, в то время как Банк Англии поднял базовую ставку на фоне ускорения инфляции – действия регуляторов были ожидаемыми; Великобритания столкнется с серьезными экономическими трудностями, поскольку вероятнее всего Brexit совершится без подписания торгового соглашения с ЕС*** | |
| ▪ ЕЦБ ожидаемо сохранил базовую ставку на нулевом уровне, напомнив, что ключевые ставки останутся неизменными как минимум до лета 2019 года, а объем выкупа активов с сентября 2018 года будет снижен с €30 млрд. до €15 млрд., а в случае достижения цели по инфляции, программа выкупа активов будет завершена с 2019 года; | ▲▼ Смешанное |
| ▪ Банк Англии поднял базовую ставку до 0,75%, объяснив свое решение инфляционными опасениями; параметры программы выкупа активов остались неизменными; рынок ожидает следующего повышения ставки Банка Англии на 0,25% в мае 2019 года; | ▲▼ Смешанное |
| ▪ Премьер-министр Великобритании призвала британцев готовиться к «жесткому» сценарию Brexit, при котором страна лишится доступа к единому рынку ЕС; | ▼ Негативное |
| ▪ Греция завершила трехлетнюю программу внешней макрофинансовой помощи и вышла из-под внешнего управления иностранных кредиторов, под которым находилась с 2010 года; | ▲ Умеренно позитивное |
| ▪ PMI в производственном секторе и сфере услуг Германии на протяжении 3к18 росли хуже ожиданий рынка; практически аналогичная картина наблюдалась во Франции и Великобритании. | ▼ Умеренно негативное |
| ***Правительства Турции и Аргентины предприняли экстренные меры для стабилизации своих рынков; валюты развивающихся стран находятся под давлением*** | |
| ▪ На фоне противостояния с США экономическая ситуация в Турции резко ухудшилась в 3к18: курс турецкой лиры упал к доллару США свыше 70% с начала года, доходности гособлигаций (в национальной валюте) превысили 20%. Банк Турции повысил ключевую ставку до 24%, продемонстрировав определенную политическую силу воли; | ▼ Умеренно негативное |
| ▪ Регулятор Аргентины намерен сохранить ставку на уровне 60% до декабря текущего года, а Правительство Аргентины договорилось с оппозицией о проведении непопулярных мер, направленных на сокращение бюджетных расходов для балансировки бюджета в 2019 г. Обесценение аргентинского песо с начала года превысило 100% стоимости к доллару США; | ▲▼ Смешанное |

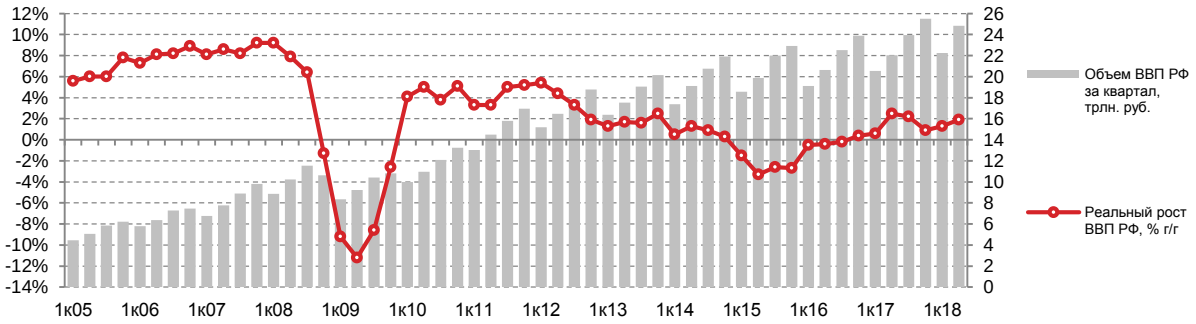
| | |
|---|---|
| ▪ По давлением также находились валюты ЮАР (-14% с начала года), Бразилии (-21%), Индии (-13%) и Индонезии (-10%). | ▼ Умеренно негативное |
| ***Макроиндикаторы сигнализируют о продолжающемся замедлении экономики Китая; стимулирующие меры со стороны денежных властей Китая остаются ключевым фактором поддержки экономики страны*** | |
| ▪ PMI в производственном секторе и сфере услуг КНР в 3к18 показывали динамику хуже прогноза аналитиков; рост промпроизводства и розничных продаж оставался вблизи долгосрочных минимумов; объемы импорта КНР росли лучше ожиданий рынка в 3к18, тогда как экспорт демонстрировал замедление темпов роста; | ▼ Умеренно негативное |
| ▪ НБК в 3к18 проводил обильные вливания ликвидности в банковскую систему через среднесрочные кредиты коммерческим банкам. С начала 2018 г. курс юаня снизился на 5% к доллару США, что, по мнению экспертов, может быть ответом Китая на введение пошлин; | ▲▼ Смешанное |
| ▪ С середины 2015 г. наблюдается положительная динамика в ценах на жилье в Китае: спекулятивный приток капиталов в недвижимость осложняет для НБК проведение стимулирующей политики, есть риск надувания "пузыря" на рынке жилья. | ▼ Умеренно негативное |
| ***Brent достигала $82/бар. на новостях о нежелании стран ОПЕК+ поднимать добычу в ближайшие месяцы, однако сохраняется риск того, что рынок переоценивает объемы недопоставок из Ирана, поскольку крупные потребители иранской нефти не намерены полностью соблюдать нефтяное эмбарго, наложенное США*** | |
| ▪ Страны ОПЕК+ на встрече в Алжире решили, что не станут увеличивать добычу на 0,5-1 млн.б.с. в ближайшие месяцы пока не поймут, каков будет фактический баланс на нефтяном рынке после имплементации нефтяного эмбарго США в адрес Ирана в ноябре; | ▲ Умеренно позитивное |
| ▪ Россия, Великобритания, Китай, Франция и Германия создадут SPV для расчетов с Ираном в обход санкций США, что позволит европейским компаниям продолжить торговлю с Ираном в рамках законодательства ЕС; | ▼ Умеренно негативное |
| ▪ США заявили о новой распродаже нефти из стратегического резерва в объеме 11 млн.бар. для торможения роста нефтяных цен. | ▼ Умеренно негативное |
| ***Россия*** | |
| ▪ ЦБ РФ в сентябре повысил ключевую ставку до 7,50%. Банк России также принял решение приостановить до 2019 г. покупку валюты на внутреннем рынке согласно бюджетному правилу. Регулятор предупредил об усилении инфляционных рисков: по итогам 2018 года инфляция составит 3,8-4,2%, а к концу 2019 года ускорится до 5-5,5%; | ▲▼ Смешанное |
| ▪ На фоне достижения ОФЗ доходности в 9% годовых Минфин и ЦБ выразили готовность в случае «экстремального стресса» приступить к выкупу ОФЗ с рынка; | ▲ Умеренно позитивное |
| ▪ Новые санкционные инициативы США предусматривают прямой запрет на корсчета в США, что равносильно отключению банков от возможности проводить долларовые операции, заморозку активов российских госбанков в США, а также запрет американским юрлицам любых операций с госбанками России; | ▼ Негативное |
| ▪ Реальные располагаемые доходы населения в августе снизились на 0,9% г/г, при этом рост реальных заработных плат составил 7% г/г. Безработица опустилась до исторического минимума в 4,6%; | ▲▼ Смешанное |
| ▪ Рост ВВП в августе замедлился до 1,0% г/г – минимума с начала года. Промпроизводство в 3к18 росло лучше ожиданий рынка, при этом индекс PMI в производственной сфере оставался ниже пороговых 50 п. Динамика в строительном секторе была отрицательной в течение 3к18 | ▼ Умеренно негативное |
| ▪ Правительство одобрило бюджет на 2019-2021 гг., профицит бюджета составит 1,8%; 1,1% и 0,8% ВВП соответственно; ФНБ достигнет 7,8 трлн.руб. в 2019 году и вырастет до 14,2 трлн.руб. к концу 2021 года; | ▲▼ Нейтральное |
| ▪ Согласно базовому прогнозу МЭР, цена нефти в 2019-2021 гг. составит соответственно 63,4; 59,7 и 57,9 долл./бар. Курс доллара укрепится с 63,9 и 63,8 руб. за долл. в 2019-2020 гг. до 68 руб. за долл. в 2024 году. Рост экономики в 2019 году составит 1,3%, и 2% в 2020 году, далее произойдет ускорение до 3,1% в 2021 г. и до 3,2% в 2022 г., в последующие годы вплоть до 2024 года включительно экономика будет расти на 3,3%. Инфляция в 2019 году составит 4,3%, в 2020 г. замедлится до 3,8% и останется на уровне 4% в 2021-2024 гг. | ▲▼ Нейтральное |

## Анализ событий за 3 квартал 2018 года

| Наш прогноз на 3к18 | Реализация |
|---|---|
| ***Нефтяной рынок*** | |
| ▪ Мы ожидали умеренного роста добычи нефти странами ОПЕК+ в 3к18 без существенного эффекта на баланс спроса-предложения в мире. Наш прогноз по цене Brent – $70-75/бар. с краткосрочными скачками до $80. | ▪ Рост добычи стран ОПЕК+ в 3к18 превзошел наши ожидания и превысил 0,5 млн.б.с., однако давление на рынок было умеренным: средняя цена Brent в 3к18 сформировалась чуть выше $75/бар.<br>▪ По итогам заседания ОПЕК+ в сентябре решение об увеличении добычи не было принято, что привело к росту котировок до $82/бар. |
| ***Напряженность на Ближнем Востоке*** | |
| ▪ Мы прогнозировали, что США будут поэтапно вводить санкции в отношении Ирана, и первый этап придется на август 2018 г., но в первом круге санкций нефтяная отрасль Ирана не будет затронута. | ▪ В начала августа 2018 г. США наложили санкции на автомобильный сектор Ирана, торговлю золотом и другими ключевыми металлами. Как и ожидалось, энергетический сектор Ирана остался незатронутым американскими санкциями – до осени 2018 г. |
| ***Торговый конфликт США и КНР*** | |
| ▪ Мы полагали, что торговый конфликт США с Китаем усугубится в 3к18, что к уже объявленным пошлинам могут добавиться новые меры. Кроме того, мы допускали, что торговые конфликты могут получить развитие в других странах (например, ЕС), хотя не будут оказывать существенный эффект на глобальную торговлю. | ▪ США обложили пошлинами китайские товары стоимостью $200 млрд., Китай ответил зеркальными мерами и обложил пошлинами американские товары стоимостью $60 млрд.<br>▪ Одновременно США удалось договориться с властями ЕС об избежании введения новых пошлин и о проведении переговоров по отмене торговых барьеров. США также подписали торговое соглашение с Мексикой и Ю.Кореей. |
| ***Монетарная политика ФРС США*** | |
| ▪ Мы ожидали повышение ставки ФРС на сентябрьском заседании до диапазона 2,00-2,25% на фоне уверенного роста экономики и позитивной статистики по безработице и инфляции. | ▪ На заседании в сентябре ФРС повысила базовую ставку на 0,25% до диапазона 2,00-2,25%, что было ожидаемо рынком.<br>▪ Из риторики ФРС исчезло слово «стимулирующая», что дало повод рынку считать новый уровень ставок нейтральным для экономики. Однако регулятор также и не подтвердил нейтральность текущих ставок. |
| ***Неопределенность вокруг Brexit*** | |
| ▪ Мы допускали, что переговоры Великобритании с Брюсселем могут затянуться и выйти за рамки 3к18, однако сторонам все же удастся избежать «жесткого развода». | ▪ В сентябре премьер-министр Великобритании Т.Мэй призвала британцев готовиться к «жесткому» сценарию Brexit, когда страна выйдет из состава ЕС без сохранения доступа к единому европейскому рынку. |
| ***Экономический фон в РФ*** | |
| ▪ Мы ожидали, что ЦБ РФ в 3к18 сохранит ключевую ставку на уровне 7,25%, и что рост потребления будет сдерживаться слабым ростом реальных располагаемых доходов населения. | ▪ Неожиданное ухудшение ситуации на финансовых рынках на фоне усиления инфляционных рисков и высокой вероятности введения более жестких санкций со стороны США вынудило Банк России на сентябрьском заседании поднять ключевую ставку до 7,50%. Кроме того, ЦБ отказался от покупок валюты для Минфина до конца года;<br>▪ Реальные располагаемые доходы населения в августе впервые за год продемонстрировали снижение. |

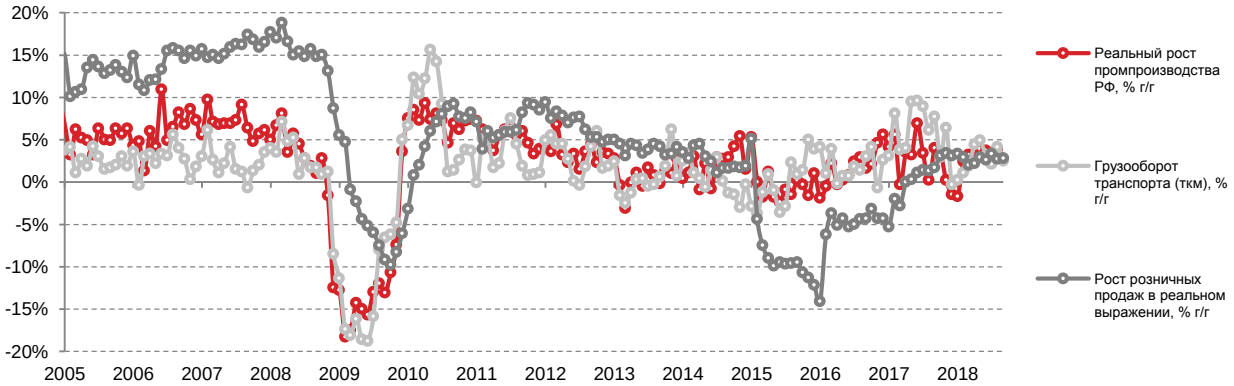
# Основные макроэкономические индикаторы в 3 квартале 2018 года

***Динамика ВВП РФ***



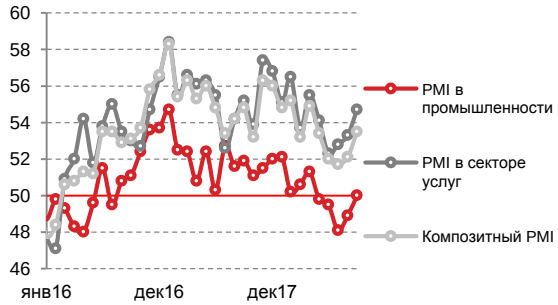

- Рост ВВП РФ во 2к18, по данным Росстата, составил 1,9% г/г при ожидавшихся 1,8% г/г за счет высоких цен на нефть и календарного фактора. В августе рост ВВП, по оценке МЭР, замедлился до 1% по сравнению с 1,8% г/г месяцем ранее за счет падения урожайности и сокращения посевных площадей в сельском хозяйстве, снижения темпов роста промышленного производства и грузооборота транспорта.

***Долгосрочная динамика ключевых экономических показателей***

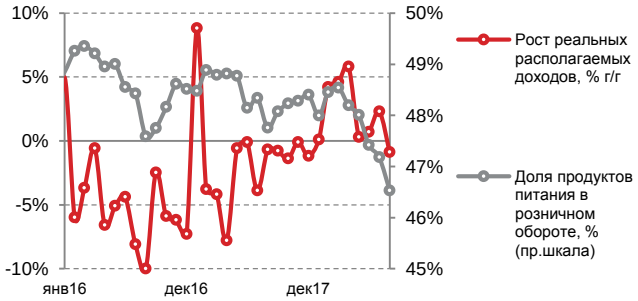



- По итогам августа 2018 г. промпроизводство замедлило темп роста до 2,7% г/г после роста в июле на 3,9% г/г. Обработка в августе выросла на 2,2% г/г, более чем в два раза замедлив темп роста по сравнению с предыдущим месяцем, сектор добычи в августе ускорился до 4,5% г/г. Небольшой рост в августе продемонстрировало обеспечение электроэнергией, газом и паром, водоснабжение и водоотведение выросло в августе на 5,5% г/г. Темпы роста сельского хозяйства снизились в августе на целых 10,8% г/г по сравнению ростом в июле на 0,9% г/г. Индикатор деловой активности в промышленности с мая не превышает 50 пунктов.
- Потребительский сектор сохраняет относительно стабильную динамику: оборот розницы в августе немного ускорился, составив 2,8% г/г по сравнению с 2,7% г/г месяцем ранее. Обращает внимание изменение структуры розничного оборота: после 3,5 лет, когда доля продуктов питания колебалась в диапазоне 48-49%, по итогам августа показатель составил менее 47%, что может быть сигналом о нормализации структуры потребления. Реальные располагаемые доходы населения впервые за текущий год продемонстрировали снижение по итогам августа в размере 0,9% г/г. Потребительская инфляция в сентябре 2018 г. ускорилась до 3,4% г/г из-за более низкой урожайности зерновых, чем в прошлом году, а также волатильности курса рубля.

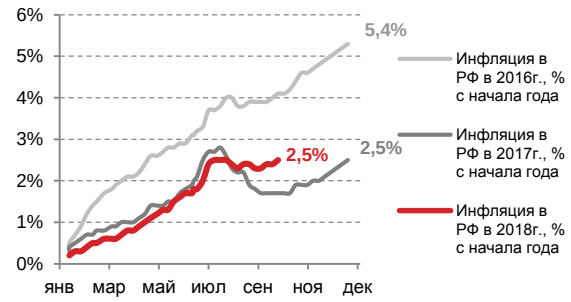
***Индексы деловой активности***



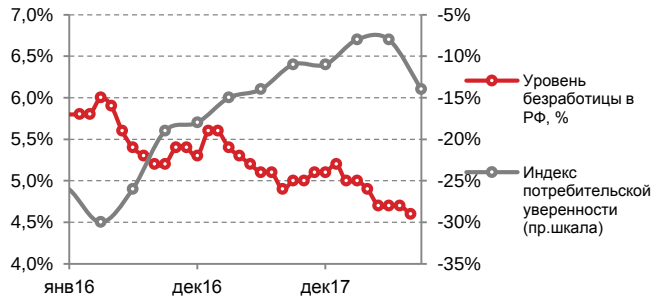

***Индикаторы потребительского сектора***



***Динамика потребительской инфляции***




***Индикаторы потребительского сектора***




## Анализ ситуации в банковском секторе и краткосрочный прогноз инфляции и процентных ставок

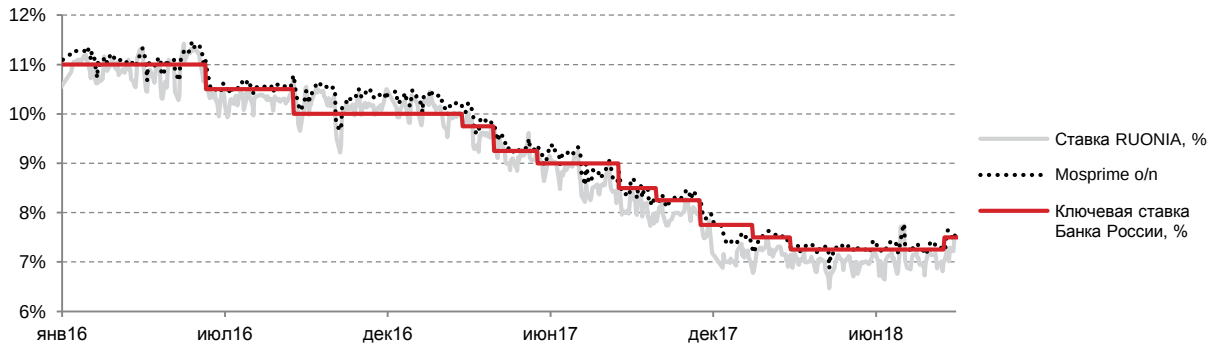
***Чистая ликвидная позиция российских банков***

***Обязательства банков перед Банком России***

***Средства банков в Банке России***

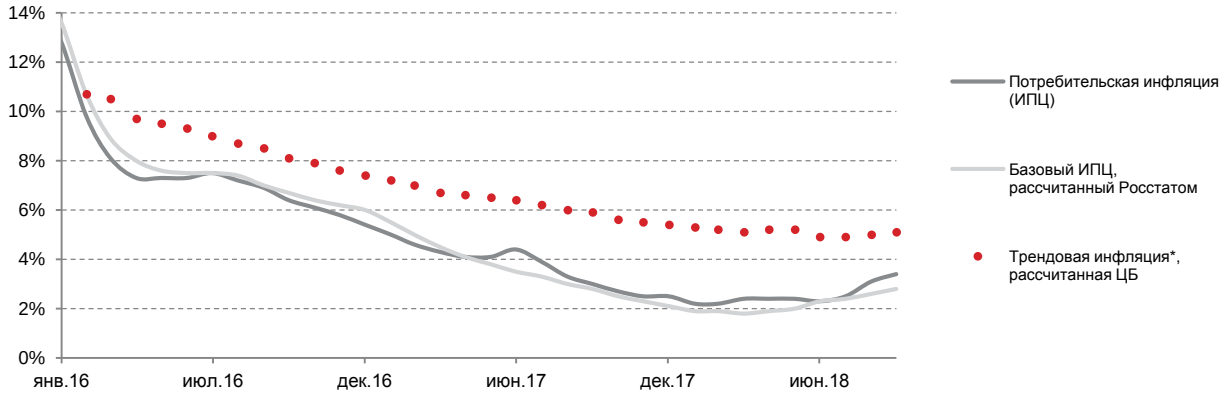
- Чистая ликвидная позиция банков в 3к18 стабилизировалась в диапазоне 4,0-4,5 трлн. руб., что немного ниже показателя предыдущего квартала. Несмотря на сохранение структурного профицита ликвидности в банковском секторе, наблюдался всплеск обязательств кредитных организаций перед Банком России в сентябре, что связано с ростом волатильности курса рубля. Объем депозитов банков на счетах регулятора в 3к18 снизился в среднем на 10% до 2700 млрд.руб.

***Ключевая ставка Банка России и ставки денежного рынка, %***



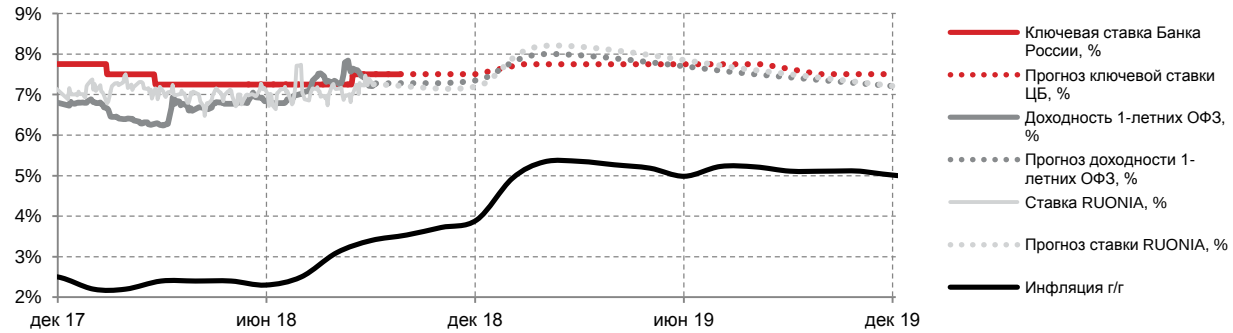

- В 3к18 Банк России неожиданно для рынка поднял ставку на 0,25% до 7,50%. Регулятор ожидает усиления инфляционных рисков на фоне девальвации рубля и запланированного повышения ставки НДС: по итогам текущего года инфляция составит 3,8-4,2%, достигнет максимума в 1п19 и составит 5,0–5,5% на конец 2019 г. Одновременно ЦБ приостановил покупку валюты на внутреннем рынке по бюджетному правилу до 2019 года для стабилизации колебаний курса рубля, которые влияют на инфляцию. Рынок не исключает дальнейшее повышение ключевой ставки ЦБ в случае введения новых жестких санкций со стороны США.
- Инфляционные ожидания населения превысили 10% впервые с лета 2017 г., что связано с ослаблением рубля в августе. Трендовая инфляция стабилизировалась на уровне около 5%, потребительская инфляция в годовом выражении ускорилась по итогам сентября до 3,4%.

***Динамика инфляции и базовой инфляции в РФ, % г/г***




**Трендовая инфляция рассчитывается специалистами Банка России как прирост потребительских цен, очищенный от краткосрочных конъюнктурных колебаний, с целью прогнозирования будущей среднесрочной инфляции.*

***Наш прогноз динамики инфляции и ключевой ставки ЦБ в 2018-2019 гг.***




- Мы прогнозируем, что по итогам 2018 г. инфляция все же удержится в пределах 4%, а в 1к19 ускорится и в годовом выражении превысит 5%, однако основным драйвером роста цен будет выступать повышение НДС с 1 января и вероятное дальнейшее ослабление рубля – таким образом существенного влияния на динамику трендовой инфляции мы не ожидаем.
- Политика Банка России относительно дальнейшего повышения ключевой ставки остается фактором неопределенности. Мы ожидаем, что такое решение может быть принято на февральском заседании ЦБ с учетом динамики потребительских цен в январе, а до этого момента регулятор предпочтет взять паузу. Однако мы также не исключаем, что новогодние праздники могут стать достаточно весомым конъюнктурным фактором для повышения ставки на заседании 14 декабря: в преддверии длинных отпусков регулятор будет заинтересован в обеспечении достаточного уровня ликвидности в банковской системе и недопущении существенного ослабления рубля.

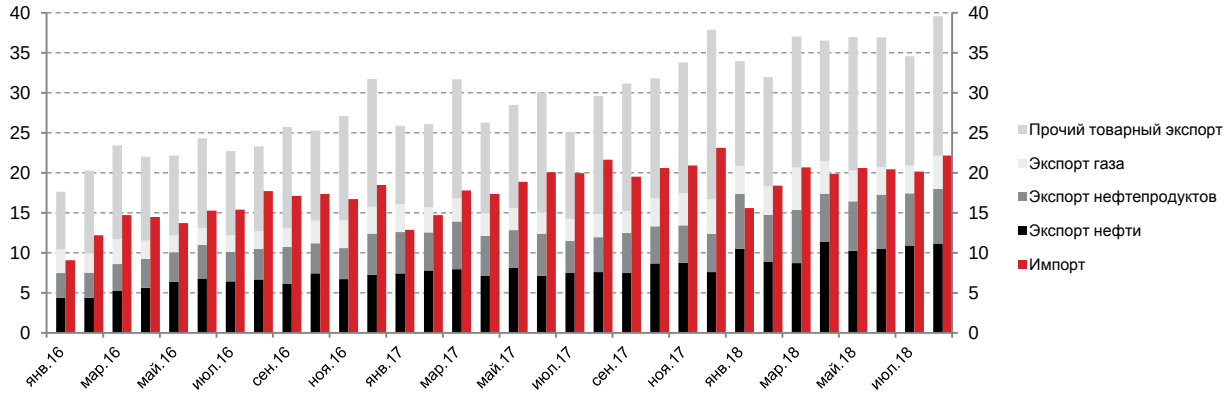
## Анализ компонентов платежного баланса и краткосрочный прогноз динамики курса рубля

***Динамика цен на нефть Brent***

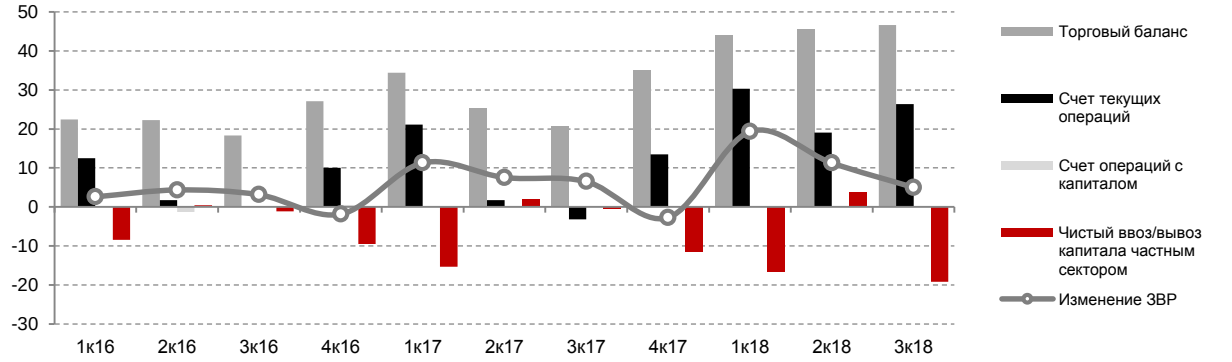
- Усилия стран ОПЕК+ привели к тому, что в 3к18 мировые запасы нефтепродуктов стали уходить ниже среднего 5-летнего значения, котировки Brent в определенные дни были близки к $83/барр. Среднегодовая цена нефти Brent в 3к18 составила $75,8/барр., российской Urals – $74,2/барр., превысив $43,8/барр., заложенные в бюджет РФ на 2018 г. Рублевая цена Brent поднималась выше рекордных 5500 руб./барр.

- Сокращение добычи нефти в Венесуэле и стремительное падение иранского нефтяного экспорта после объявления жестких санкций в адрес Ирана со стороны США привели к тому, что в конце 3к18 цена Brent вошла в коридор $80-85/барр., несмотря на резкое увеличение предложения странами ОПЕК+ в конце 2к18 и рекордные уровни добычи нефти в США.

***Компоненты торгового баланса РФ, млрд.долл.***




***Платежный баланс РФ, млрд.долл.***




- Стоимостная доля нефтегазового экспорта в общем объеме экспорта из РФ по итогам 8м18 составила 57,5%, по сравнению с 55% за аналогичный период 2017 г. Рост ненефтегазового экспорта по итогам 8м18 превышает 20% г/г. Рост импорта резко замедлился начиная с июня: по итогам августа импорт увеличился лишь на 2,5% г/г после более чем 20% темпов роста в начале года. Профицит торгового баланса РФ за 8м18 составил $130 млрд. против $80 млрд. за аналогичный период 2017 г.
- По оценке Банка России, профицит сальдо текущего счета платежного баланса РФ по итогам 9 месяцев 2018 г. вырос в 3,8 раза по сравнению с аналогичным периодом предыдущего года и составил $75,8 млрд. Одновременно вырос чистый вывоз капитала частным сектором до $32,0 млрд. против $13,7 млрд. в январе-сентябре 2017 г. Рост оттока капитала связан с ужесточением денежно-кредитной политики ФРС и усилением внешнеторговых ограничений.

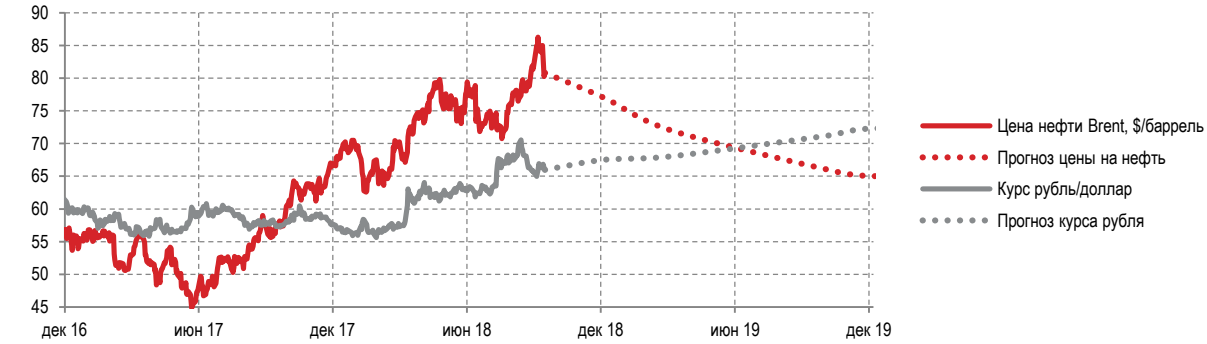
***Оценка Банка России выплат по внешнему долгу*, млн. долл.***

| | 2017 | 1п18 | Июл.18 | Авг. 18 | Сен.18 | Окт.18 | Ноя.18 | Дек.18 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| Общие предстоящие выплаты | 39 712 | 30 237 | 2 399 | 3 276 | 4 126 | 2 417 | 1 551 | 2 369 |
| Чистые выплаты | 24 911 | 17 381 | 2 185 | 1 880 | 1 623 | 2 402 | 1 483 | 1 590 |
| Внутригрупповое финансирование, % | 37% | 42,5% | 9% | 43% | 61% | 1% | 4% | 33% |

**по 40 крупнейшим заемщикам-нефинансовым организациям*

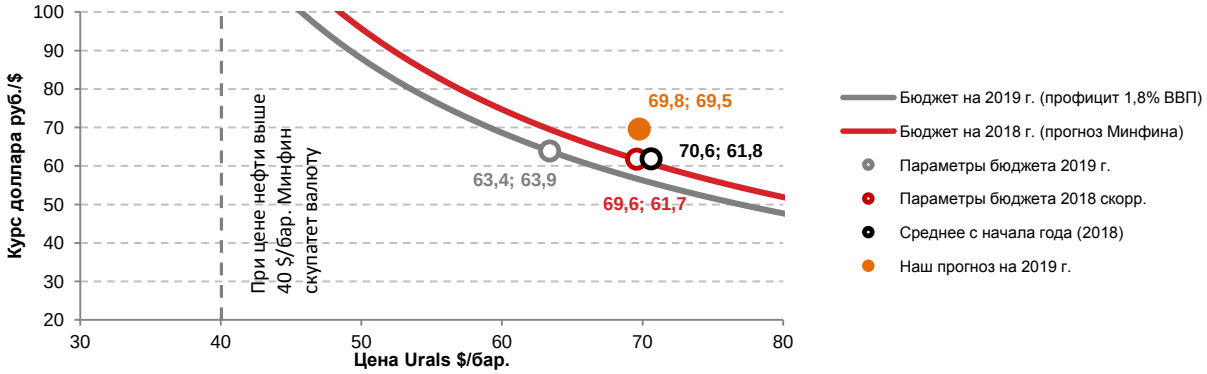
- Согласно данным Банка России в 3к18-4к18 сумма платежей по внешнему долгу нефинансовых организаций, включая основной долг и проценты, составляет $16,8 и $22,6 млрд соответственно. Объем чистых выплат по внешнему долгу (с исключением внутригрупповых платежей) может составить порядка $12,6 млрд. в 3к18 и $21,7 млрд. в 4к18, что незначительно ниже прошлогодних уровней.

***Наш прогноз динамики цен на нефть и курса рубля в 2018-2019 гг.***




- Ситуация на нефтяном рынке в 3к18 развивалась по оптимистичному сценарию на фоне снижения поставок из Ирана и Венесуэлы. После сентябрьской встречи ОПЕК+ котировки нефти пошли вверх и достигли отметки $85/барр. Brent в начале октября. Поводом к росту стали несбывшиеся ожидания участников рынка по увеличению добычи нефти со стороны участников соглашения.
- Мы ожидаем, что по итогам 2018 г. среднегодовая цена Brent сформируется на комфортном для РФ уровне около $75/барр., а в 2019 г. мы прогнозируем постепенное снижение до среднегодового уровня в $70/барр. на фоне роста предложения нефти как со стороны ОПЕК+, так и со стороны стран, не присоединившихся к соглашению, прежде всего США. Среднегодовой курс рубля в 2018-2019 гг. составит соответственно 62,9 руб./долл. и 69,5 руб./долл.

***Соотношение курса рубля и цены на нефть, необходимое для сохранения* заданного дефицита бюджета***




** Если остальные параметры бюджета (в т.ч. расходная часть) остаются без изменения*

- Минэкономразвития пересмотрело свой прогноз по нефти и курсу доллара: средняя цена нефти Urals по 2018 году ожидается в размере $69,6/барр.; среднегодовой курс доллара на 2018 г. повышен с 60,8 до 61,6 руб. за доллар. На 2019 г. ожидается снижение средней цены нефти до $63,4/барр. и среднегодовой курс рубля на уровне 63,9 руб./долл.
- МЭР прогнозирует, что по итогам 2018 г. профицит бюджета РФ может приблизиться к 1% ВВП. По оценке Минфина, профицит может достичь 2% ВВП на фоне роста нефтегазовых доходов. Бюджет на 2019 г. предусматривает профицит в 1,8% ВВП и балансируется при рекордно низкой цене нефти около $50/барр. благодаря повышению НДС.
- Объем средств ФНБ по итогам сентября 2018 г. уменьшился на 156 млрд. руб. и составил 5,16 трлн. руб. Правительство ожидает, что к концу следующего года объем средств ФНБ превысит 7 трлн. руб.

## Ключевые события в ближайшее время

- Вопрос нейтральности ставок ФРС США остается на повестке дня. Рынок ожидает очередного повышения базовой ставки на 0,25% на декабрьском заседании с вероятностью свыше 70%. В пользу дальнейшего повышения ставок говорит сильный рынок труда и рост экономической активности. Мы прогнозируем очередное повышение ставки ФРС в текущем году и видим риски дальнейшего обесценения валют и активов развивающихся стран.
- Промежуточные выборы в Конгресс США в начале ноября могут закончиться победой демократов, которые уже пообещали в случае своей победы запустить процедуру импичмента против действующего президента США Д.Трампа. Эксперты высоко оценивают шансы демократов на победу, которая может добавить значительной неопределенности внешней политике США.
- Торговый конфликт между США и КНР продолжит усугубляться в 4к18: в ход могут быть пущены нетарифные меры противостояния. Например, Китай может существенно затруднить лицензирование деятельности компаний США на своей территории, задерживать одобрение проектов, отказывать в согласовании сделок M&A американским компаниям и т.д.

- В начале ноября США введут нефтяное эмбарго в отношении Ирана, вторичные санкции угрожают любым юридическим и физическим лицам, которые продолжат участвовать в торговых операциях с иранской нефтью после введения эмбарго. В ответ Иран может блокировать поставки нефти через Ормузский пролив (20% мирового экспорта), что спровоцирует скачок цены Brent до 90$/бар. и выше. Однако длительного сохранения напряженности в Персидском заливе не будет: с одной стороны, Иран не сможет долго противостоять военной мощи США и их союзников на Ближнем Востоке, а с другой – если властям ЕС удастся создать SPV, позволяющий торговать с Ираном в обход санкций США, Иран может воздержаться от радикальных мер, а рынок может получить больше иранской нефти и, соответственно, гораздо более низкие цены, чем в случае военного конфликта в Персидском заливе.
- Страны ОПЕК+ после плановой встречи на первой неделе декабря могут принять решение о наращивании добычи на 0,5-1,0 млн.б.с. с конца 2018 – начала 2019 гг., для этого крупнейшим экспортерам потребуется точно узнать, скольких баррелей иранской нефти лишится мировой рынок после вступления в силу нефтяного эмбарго США в ноябре. В случае принятия решения о наращивании добычи странами ОПЕК+, мы ожидаем возвращение цены Brent в коридор 70-75$/бар. и ниже.
- Мы ожидаем, что Банк России может повысить ключевую ставку еще на 0,25 п.п. в конце 2018 или (что более вероятно) в начале 2019 г. на фоне роста инфляционных ожиданий населения и ускорения фактической инфляции. Динамика курса рубля и геополитическая обстановка будут главными факторами при принятии решения о ставке на декабрьском заседании ЦБ РФ.
- Мы отмечаем риски введения новых жестких санкций со стороны США против России в ноябре-декабре, в результате чего российские госбанки могут лишиться возможности осуществлять долларовые операции, потеряют доступ к активам, расположенным под юрисдикцией США, а также не смогут проводить операции с американскими юрлицами. Тем не менее, мы ожидаем, что США воздержатся от столь жестких ограничений, а также не затронут операции с российским госдолгом.

## Прогноз макроэкономических параметров

- Аналитики Bloomberg в 3к18 вновь повысили прогноз среднегодовой цены Brent: консенсус-прогноз установился на уровне $73,2/барр. в 2018 г. и $72,8/барр. в 2019 г. Аналитики оптимистично оценивают перспективы экономики США: рост ВВП в 3-4 кварталах 2018 г. прогнозируется на уровне 3,0%, прогноз на 2019 г. повышен до 2,5% против 2,4%, ожидавшихся кварталом ранее. Инфляция в США продолжит превышать целевой уровень вплоть до 2020 г., а ужесточение денежно-кредитной политики американского регулятора продолжится и в 2019 г. При этом вероятность повышения ставки ЕЦБ в 2019 г., по мнению участников рынка, продолжает снижаться.
- Консенсус-прогноз по росту ВВП РФ на 2018 г. остался без изменений на уровне 1,8%, оценка на 2019 г. была понижена до 1,5%. Прогноз по среднегодовой инфляции на 2019 г. составляет 4,4%, при этом в 4к18 уровень инфляции ожидается ниже целевого значения – на уровне 3,9%. Прогноз по курсу рубля на конец 2018 г. был скорректирован на 5 руб./долл. до 67,1 руб./долл., аналогичная корректировка с учетом фактических значений произошла и по 2019 году.

***Консенсус-прогноз по показателям ключевых экономик в 2018-2019 гг.***

| | 2017 (факт) | 1к18 (факт) | 2к18 (факт) | 3к18 | | 4к18 | | 2019 | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| Цена на нефть Brent, $/барр. (средняя) | 54,7 | 67,2 | 75,0 | 75,8 | ▲ | 74,0 | ▲ | 72,8 | ▲ |
| Экономика США | | | | | | | | | |
| Рост ВВП, % г/г | 2,2% | 2,6% | 2,9% | 3,0% | ▲ | 3,0% | ▲ | 2,5% | ▲ |
| Инфляция, % г/г | 2,1% | 2,2% | 2,7% | 2,6% | ▼ | 2,4% | ▼ | 2,3% | ▲ |
| Безработица, % | 4,4% | 4,1% | 3,9% | 3,8% | ▲ | 3,7% | ▲ | 3,6% | ▼ |
| Базовая ставка ФРС, % (на конец периода) | 1,50% | 1,75% | 2,00% | 2,25% | ▲ | 2,50% | ▲ | 3,05% | ▲ |
| Экономика Еврозоны | | | | | | | | | |
| Рост ВВП, % г/г | 2,4% | 2,5% | 2,1% | 1,9% | ▼ | 1,7% | ▼ | 1,8% | ▼ |
| Инфляция, % г/г | 1,5% | 1,2% | 1,7% | 2,1% | ▲ | 1,9% | -- | 1,7% | ▲ |
| Безработица, % | 9,1% | 8,6% | 8,3% | 8,2% | ▼ | 8,1% | ▼ | 7,9% | -- |
| Ключевая ставка ЕЦБ, % (на конец периода) | 0,00% | 0,00% | 0,00% | 0,00% | -- | 0,00% | -- | 0,15% | ▼ |
| Курс евро/доллар (на конец периода) | 1,20 | 1,23 | 1,17 | 1,16 | ▼ | 1,16 | ▼ | 1,23 | ▼ |
| Экономика Китая | | | | | | | | | |
| Рост ВВП, % г/г | 6,9% | 6,8% | 6,7% | 6,6% | ▲ | 6,5% | ▲ | 6,3% | -- |
| Экономика РФ | | | | | | | | | |
| Рост ВВП, % г/г | 1,5% | 1,3% | 1,9% | 1,8% | ▼ | 2,0% | ▼ | 1,5% | ▼ |
| Инфляция, % г/г (средняя) | 3,7% | 2,3% | 2,4% | 3,4% | ▲ | 3,9% | ▲ | 4,4% | ▲ |
| Курс рубль/доллар (на конец периода) | 57,7 | 57,1 | 62,7 | 65,6 | ▲ | 67,1 | ▲ | 65,0 | ▲ |
| Ставка Банка России, % (на конец периода) | 7,75% | 7,25% | 7,25% | 7,50% | ▲ | 7,55% | ▲ | 7,20% | ▲ |

*Источник: Bloomberg*

- По итогам 2018 г. мы ожидаем среднегодовую цену Brent на уровне чуть выше $75 за баррель и среднегодовой курс рубля около 69-70 руб./долл. По нашим оценкам, рост ВВП РФ составит порядка 1,6-1,7%, что немного ниже прогнозного уровня МЭР. Потребительская инфляция ускорится к концу года, однако сохранится в пределах 4% – целевого уровня ЦБ РФ. Доходности долговых инструментов могут продемонстрировать рост на 0,1-0,2 п.п. до конца года.

- **В рамках базового сценария на 2019 г.** мы закладываем снижение средней цены Brent до $70/барр. (вероятно достижение долгосрочного уровня в $65/барр.) и плавное ослабление рубля до более 70 руб./долл. в течение года. Темп роста ВВП РФ замедлится до 1,5%, а инфляция по итогам года составит порядка 5%.
- Наш прогноз по ключевой ставке на конец 2018 г. и на 2019 г. составляет 7,5%. При этом мы полагаем, что большую часть 2019 г. ключевая ставка будет составлять 7,75%. На фоне более высоких рыночных ставок интерес покупателей к «длинным» бумагам может вырасти в 2п19. Также можно ожидать повышенный интерес рынка к краткосрочным бумагам с защитой от инфляции возрастет.
- **В пессимистичном сценарии** мы закладываем среднегодовую цену нефти в 2019 г. на уровне $50/барр. и ожидаем среднегодовой курс рубля около 75-76 руб. за доллар США. Падение ВВП в случае негативного развития ситуации мы оцениваем на уровне 1,3%. Инфляция по итогам года может ускориться до 5,5%, рост доходностей на долговом рынке составит 1,0-2,5 п.п. Мы ожидаем, что реализация пессимистичного сценария может наступить уже в 1п19 со значительными просадками на рынках, превышающими указанные ориентиры. При этом до конца года рынки отыграют часть негатива.
- **В оптимистичном сценарии** мы предполагаем, что среднегодовая цена нефти достигнет $86,4/барр., а к концу 2019 г. котировки могут закрепиться выше $90/барр. Укрепление курса рубля будет сдерживаться бюджетным правилом Минфина и более мягкой политикой Банка России. Помимо ключевой ставки в арсенале ЦБ также отложенные покупки валюты за 2п18, когда несмотря на высокие цены на нефть регулятор воздержался от проведения рыночных операций для исполнения бюджетного правила.

***Сценарный прогноз ключевых экономических индикаторов РФ в 2018-2019 гг.***

| | 2016 | 2017 | 9 мес. 2018 | 2018 П | Прогноз на 2019 | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | | | | | базовый | пессим. | оптим. |
| ***Вероятности сценариев*** | | | | | ***55%*** | ***30%*** | ***15%*** |
| Реальный рост ВВП, % | -0,2% | 1,5% | 1,6%* | 1,6% | 1,5% | -1,3% | 2,5% |
| Рост промышленного производства, % | 1,1% | 1,0% | 3,1%* | 2,8% | 2,4% | -2,0% | 5,0% |
| Инфляция, % (декабрь к декабрю) | 5,4% | 2,5% | 2,5% | 3,9% | 5,0% | 5,5% | 4,5% |
| Уровень безработицы, % | 5,3% | 5,1% | 4,6%* | 4,8% | 5,0% | - | - |
| Реальный рост заработной платы, % | 0,6% | 3,4% | 8,4%* | 7,0% | 2,5% | 1,5% | 3,5% |
| Рост оборота розничной торговли, % | -5,2% | 1,2% | 2,7%* | 3,1% | 2,0% | - | - |
| Цена нефти Brent, $/барр. (средняя за период) | 45,1 | 54,7 | 73,0 | 75,1 | 69,8 | 50,0 | 86,4 |
| Курс рубль/доллар (среднее за период) | 67,0 | 58,3 | 61,7 | 62,9 | 69,5 | 76,0 | 63,7 |
| Курс рубль/доллар (на конец года) | 61,5 | 57,7 | 65,6 | 67,5 | 72,3 | 80,6 | 62,3 |

** за 8м18*

***Сценарный прогноз динамики финансовых рынков в 2018-2019 гг.***

| | 2016 | 2017 | 9 мес. 2018 | 2018 П | Прогноз на 2019 | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | | | | | базовый | пессим. | оптим. |
| Ключевая ставка ЦБ (1-нед. РЕПО), % | 10,0% | 7,75% | 7,5% | 7,5% | 7,5% | 9,0% | 6,5% |
| Ставка по депозитам (1 год) в банках 1 эшелона | 9,0% | 7,25% | 7,3% | 8,6% | 8,3% | 11,8% | 5,6% |
| Доходность 1-летних ОФЗ, % (на конец года) | 8,7% | 6,76% | 7,2% | 7,4% | 7,3% | 9,6% | 5,8% |
| Доходность 5-летних ОФЗ, % (на конец года) | 8,3% | 7,06% | 8,2% | 8,5% | 8,7% | 9,6% | 7,4% |
| Доходность 1-летних корпоративных облигаций 1 эшелона (на конец года) | 9,6% | 7,96% | 8,2% | 8,4% | 8,6% | 10,8% | 7,2% |
| Индекс Cbonds (на конец года) | 486,4 | 546,9 | 563,4 | 575-585 | 620-630 | 615-625 | 625-635 |
| - рост, % (декабрь к декабрю) | 12,4% | 12,2% | 3,0% | +5-7% | +7-9% | +6-8% | +8-9% |
| Индекс ММВБ (на конец года) | 2233 | 2110 | 2475 | 2300-2500 | 2400-2550 | 1900-2000 | 2600-2800 |
| - рост, % (декабрь к декабрю) | 26,8% | -5,5% | 17,3% | +9-18% | +0-6% | -17-21% | +8-17% |
| Композитный индекс ПР (20% ММВБ + 80% IFX-Cbonds) | 15,3% | 8,6% | 5,9% | +6-9% | +6-8% | +1-3% | +8-11% |

**Исп.: Андреянова Е., доб. 1607**