Ежеквартальный обзор макроэкономической ситуации

3 квартал 2016г.

Ключевые события 3 квартала 2016 года

Событие	Влияние на фондовый рынок
Рынок ожидает повышения ставки ФРС в середине декабря: противоречивые экономические данные не позволили ФРС повысить ставку в 3к16:	
▪ ФРС США в 3к16 оставила базовую ставку без изменений, т.к. не считает, что в ближайшем будущем инфляция ускорится. Рост занятости характеризуется ФРС как умеренный, при этом наблюдаются признаки ослабления потребительских расходов. На противоречивых данных по экономическому росту и занятости рынок ожидает ближайшего повышения ставки ФРС в середине декабря;	▲▼ Смешанное
▪ Корпоративная отчетность за 2к16 оставалась смешанной. Компании высокотехнологичного сектора и авиаперевозок показали квартальный рост чистой прибыли, а банковский сектор продемонстрировал скромные результаты, хотя и выше ожиданий экспертов;	▲▼ Смешанное
▪ Безработица в августе осталась на июльском уровне в 4,9% – выше ожиданий экспертов, показатели деловой активности носили смешанный характер.	▲▼ Смешанное
ЕЦБ сохранил монетарную политику без изменений, Банк Англии снизил ставку в 3к16. Состояние европейских экономик по-прежнему не внушает оптимизма	
▪ В 3к16 ЕЦБ сохранил ставку без изменений, однако расширил спектр выкупаемых бумаг до корпоративных облигаций. Доходности европейских госбумаг становятся отрицательными (например, доходности 10- и 15-летних облигаций Германии), в результате бонды многих стран ЕС перестают соответствовать критериям выкупа ЕЦБ. Участники рынка опасаются, что ЕЦБ не сможет выполнить план по выкупу активов;	▲▼ Смешанное
▪ Банк Англии снизил ставку до 0,25% и расширил программу выкупа бондов до £435 млрд. Действия Банка также привели к уходу краткосрочных бумаг Англии в плоскость отрицательной доходности;	▲▼ Смешанное
▪ Стресс-тесты ЕЦБ выявили неудовлетворительное состояние ряда банков, в т.ч. UniCredit, Barclays, Deutsche Bank и др. ЕЦБ подсчитал, что объем плохих долгов в еврозоне достигает €900 млрд., и предлагает банкам создать отдельные структуры для управления проблемными кредитами. При этом итальянские банки держат на балансе плохие долги на сумму €360 млрд., или 20% ВВП страны;	▼ Негативное
▪ Экономические индикаторы в Европе по-прежнему не дают повода для оптимизма. Безработица в Еврозоне остается на высоком уровне 10,1%, инфляция колеблется вблизи нулевой отметки г/г, деловая активность во Франции снижается 7 месяцев подряд, Испания и Португалия остаются не в состоянии снизить дефицит бюджета до приемлемого уровня, экономическая ситуация в Италии вызывает тревогу;	▼ Негативное
▪ Опасения инвесторов по поводу Brexit привели к оттоку инвестиций из акций и недвижимости. Падение цен на недвижимость в Лондоне составило в среднем на 9%. Возобновление роста цен на британскую недвижимость ожидается экспертами не ранее 2019г. Ряд банков с наиболее значительной долей британской недвижимости в портфелях пережили существенное падение котировок.	▼ Умеренно негативное
ЦБ Японии намерен таргетировать долгосрочные ставки, но может столкнуться с той же проблемой, что и ЕЦБ – нехваткой на рынке облигаций, удовлетворяющих условию программы выкупа	
▪ ЦБ Японии сохранил ставку на отрицательном уровне и планирует выделить на стимулирующие меры $266 млрд. Сейчас на балансе ЦБ Японии около трети всех выпущенных гособлигаций Японии и ожидается, что к 2018г. эта цифра возрастет до 60%.	▲▼ Смешанное
▪ Регулятор меняет концепцию своей монетарной политики: будет введен целевой уровень для 10-летней процентной ставки. Однако участники рынка сомневаются, что регулятор сможет соблюдать заданный ориентир с учетом нехватки госбумаг для выкупа.	▼ Умеренно негативное
Турция столкнулась с неудачной попыткой госпереворота	
▪ По итогам неудавшегося госпереворота в Турции прошли массовые аресты, в стране было введено чрезвычайное положение. Представители ЕС осудили жесткие меры, предпринятые Р.Эрдоганом, рейтинговые агентства ухудшили оценки кредитоспособности страны и значительного числа турецких эмитентов.	▼ Умеренно негативное

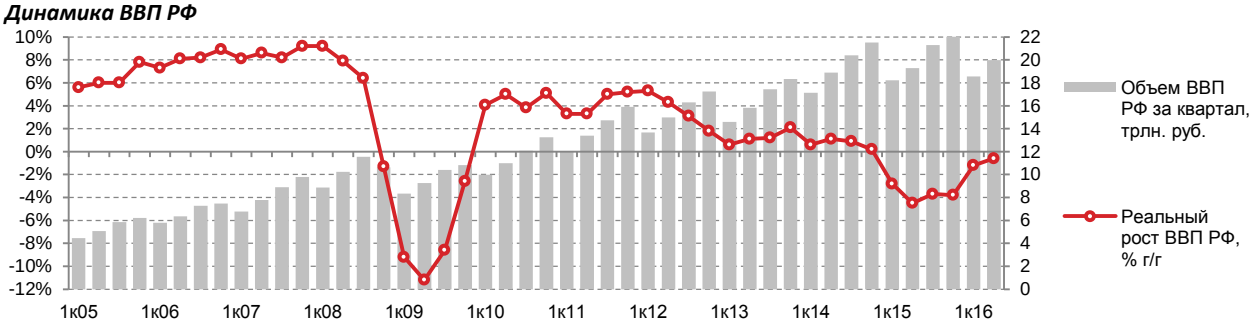
Рост экономики Китая остается слабым, долговая нагрузка увеличивается опережающими темпами	
▪ ВВП Китая во 2к16 вырос на 6,7% г/г, рост промпроизводства оставался на уровне 6,0-6,3% г/г, оборот розницы увеличивался на 10,0-10,6% г/г, что остается минимальными темпами для китайской экономики;	▼ Умеренно негативное
▪ Экспорт в 3к16 продолжил снижение – на 4,4% г/г в июле и на 2,8% в августе. Импорт в августе показал рост на 1,5% г/г после почти 2 лет падения;	▲▼ Смешанное
▪ Участники рынка обращают внимание на растущий объем долговой нагрузки Китая. Совокупный долг Китая на конец марта составлял $27,2 трлн. или 255% ВВП, что меньше аналогичного показателя стран еврозоны, но рост показателя происходит с большой скоростью: +75% за 8 лет. При этом объем просрочки оценивается в $2 трлн., что в 10 раз превышает официальные данные.	▼ Негативное
Цены на Brent в 3к16 колебалась в широком диапазоне $42-50/бар., в конце сентября страны ОПЕК впервые за долгое время достигли соглашения о снижении объемов производства	
▪ По итогам встречи ведущих экспортеров в Алжире в конце сентября было объявлено о том, что страны ОПЕК снизят объемы добычи нефти с текущих 33,2 млн. барр./сут. до примерно 32,5-33 млн. барр./сут. При этом Иран, Нигерия и Ливия получат возможность добывать нефть на максимальных уровнях «в разумных пределах». Данное соглашение является предварительным, и предполагается, что детали, как и страновые квоты, будут определены на ноябрьском заседании ОПЕК, а реализация решения может быть отложена до 2017 г.;	▲ Умеренно позитивное
▪ Мировые запасы нефти снижаются очень медленно, одновременно растет число буровых установок в США, и постепенно оживает американская сланцевая добыча. МЭА ожидает, что баланс спроса и предложения будет достигнут не ранее середины 2017г.;	▼ Умеренно негативное
▪ ОПЕК наращивает добычу, поставив рекорд в июле месяце, суммарно добывая по 33,11 млн. б./с. Иран увеличивает добычу и экспорт нефти, практически приблизившись к досанкционному уровню. Россия также ставит рекорды по добыче нефти.	▼ Умеренно негативное
Банк России снизил ключевую ставку и продолжит проведение умеренно жесткой денежно-кредитной политики	
▪ ЦБ РФ снизил ключевую ставку на 0,5 п.п. до 10%, следующее снижение можно ожидать не ранее 1к17. В условиях избыточной ликвидности финансового сектора денежно-кредитная политика останется умеренно жесткой: процентные ставки в экономике, в т.ч. и ключевая ставка, будут на несколько процентных пунктов превышать инфляцию;	▲▼ Смешанное
▪ Экономика РФ сохраняет слабость: промпроизводство демонстрирует незначительный рост, падение реальных располагаемых доходов ускорилось в августе до 8,3% г/г, оборот розницы остается в отрицательной зоне 20 месяцев подряд;	▼ Негативное
▪ МЭР ухудшило прогноз по ВВП на 2016 г.: прогнозируется спад на 0,6%, а не на 0,2%, как ожидалось ранее. Причина в ухудшении потребительского и инвестиционного спроса. Оценка инфляции на 2016 г. при этом улучшена до 5,7-5,8%. Базовый сценарий для формирования бюджета на 2017-2019 гг. предполагает цену нефти в $40/бар. и курс доллара в диапазоне 64-65 руб., рост ВВП в 2017 г. составит 0,7-0,8%;	▲▼ Смешанное
▪ Минфин планирует сохранить дефицит бюджета в 2017 г. в пределах 3,2% ВВП с последующим снижением на 1 п.п. ежегодно. При этом Резервный фонд будет исчерпан уже в 2017 г. Для покрытия дефицита Минфин активизирует внутренние заимствования уже в 2016 г., кроме того, в 3к16 Минфин доразместил евробонды на $1,25 млрд.;	▼ Умеренно негативное
▪ Правительство продлило заморозку пенсионных накоплений на 2017 г. В результате в следующем году фондовый рынок недополучит около 800 млрд.руб.;	▼ Умеренно негативное
▪ ЦБ РФ упрощает структуру рынка коллективных инвестиций: количество категорий инвестиционных фондов сокращается для неквалифицированных инвесторов с 7 до 2, для квалифицированных – с 15 до 3; ужесточаются требования к оценщикам;	▲▼ Нейтральное
▪ S&P пересмотрело прогноз долгосрочного кредитного рейтинга России с «негативного» на «стабильный»; Изменения связаны с адаптацией российской экономики к санкциям и низким нефтяным ценам.	▲ Умеренно позитивное

Анализ событий за 3 квартал 2016 года

Наш прогноз на 3к16	Реализация
Нефтяной рынок	
▪ Мы прогнозировали, что в 3к16 рынок нефти будет оставаться вблизи достигнутых к середине года уровней при отсутствии новых факторов влияния.	▪ После роста на 25% по итогам 2к16 и достижения отметки в $50 за баррель нефти Brent, котировки продолжали колебаться в широком диапазоне $42-50/барр. и завершили 3к16 на уровне $49/барр. ▪ По итогам встречи в Алжире 28.09.16, нефтедобывающие страны договорились о снижении объемов добычи нефти странами ОПЕК. Вопрос сроков введения, соблюдения новых квот и значимости снижения остается открытым, однако данный шаг можно рассматривать как объявление о заморозке объемов производства нефти.
Политика ФРС и состояние экономики США	
▪ Мы ожидали, что экономика США продемонстрирует ускорение деловой активности на фоне росте потребительских цен.	▪ Экономический фон в США в 3к16, как и ранее, оставался смешанным. Инфляция по итогам августа составила всего 1,1% г/г и остается ниже целевых 2%. Уровень безработицы увеличился до 4,9%, при этом индикаторы потребительских настроений были умеренно-позитивными.
▪ Не смотря на ожидаемое улучшение экономической активности, мы не закладывали в прогноз повышения ставки ФРС США ранее конца 2016 г.	▪ Регулятор ожидаемо воздержался от пересмотра базовой ставки в 3к16, однако заявил, что увеличение весьма вероятно по итогам декабрьского заседания. Прогноз по экономике США на 2016 г. вновь был ухудшен.
Монетарная политика ЕЦБ и ситуация в Еврозоне	
▪ После референдума в Великобритании о выходе страны из ЕС мы ожидали, что ЕЦБ и Банк Англии будут вынуждены смягчить монетарную политику. Кроме того, мы не исключали, что банкам может потребоваться дополнительная ликвидность.	▪ Банк Англии понизил ключевую ставку с 0,5% до 0,25%, ЕЦБ пока воздержался от изменения монетарной политики. ▪ Власти Великобритании проявляли осторожность в отношении шагов по выходу страны из ЕС. Предполагается, что весь процесс может занять несколько лет. ▪ Падение доходностей европейских госбумаг привело к тому, что ЕЦБ не может проводить выкуп активов в необходимом объеме. ▪ Финансовая система Еврозоны все еще не избавилась от проблем: опасения участников рынка вызывает состояние банковской системы Италии, а также качество активов немецких Deutsche Bank и Commerzbank.
Экономический фон в РФ	
▪ Мы прогнозировали снижение ключевой ставки Банка России: наиболее вероятным нам представлялось снижение на 0,5 п.п. в октябре. Мы также не исключали, что ставка может быть понижена еще на 0,5 п.п. до конца года. При этом регулятор будет более активно изымать избыточную ликвидность с рынка.	▪ После снижения ключевой ставки в июне Банк России предпринял следующий шаг в этом направлении уже на сентябрьском заседании. Сюрпризом для рынка стало достаточно определенное заявление регулятора о том, что в следующий раз ставка может быть понижена только в 1к17-2к17. ▪ Банк России объявил о намерении выпускать краткосрочные (до 1 года) облигации с привязкой купонов к ключевой ставке.
▪ По нашим прогнозам, экономика РФ в 3к16-4к16 остается под влиянием разнонаправленных факторов: улучшения активности в производственной сфере и сохраняющейся слабости потребительского сегмента.	▪ Как мы и прогнозировали, в 3к16 наблюдалась положительная динамика промпроизводства в РФ, в то время как реальные доходы населения и оборот розницы оставались в отрицательной зоне.

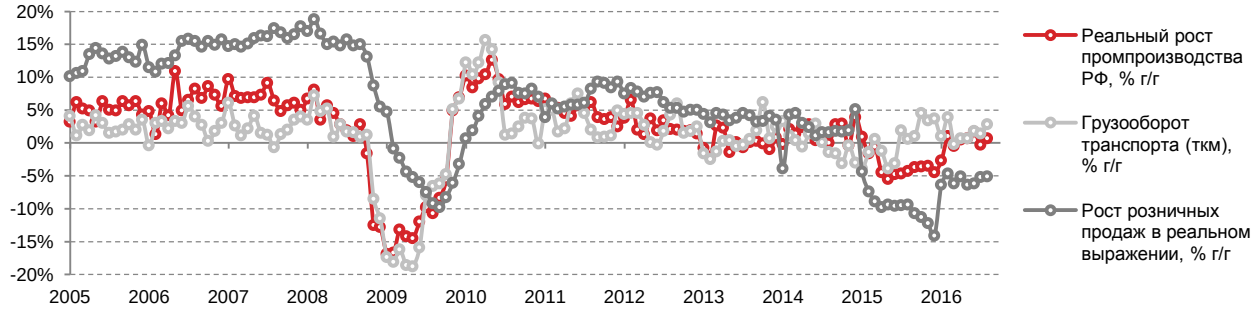
Основные макроэкономические индикаторы в 3 квартале 2016 года

Динамика ВВП РФ



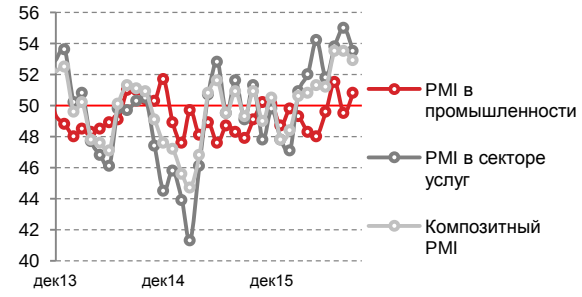
- По итогам 2к16 реальный рост ВВП РФ оставался в отрицательной зоне. В годовом выражении экономика сократилась на 0,6% после снижения на 1,2% в 1к16. По оценкам МЭР, в июле ВВП РФ сократился на 0,8% г/г, в августе наблюдалась нулевая динамика. По итогам 8м16 снижение ВВП РФ составило 0,7% г/г. На фоне более медленного, чем ожидалось, восстановления экономики МЭР ухудшил прогноз ВВП на 2016 г. до -0,6%, Банк России прогнозирует снижение в диапазоне 0,3-0,7%.

Долгосрочная динамика ключевых экономических показателей

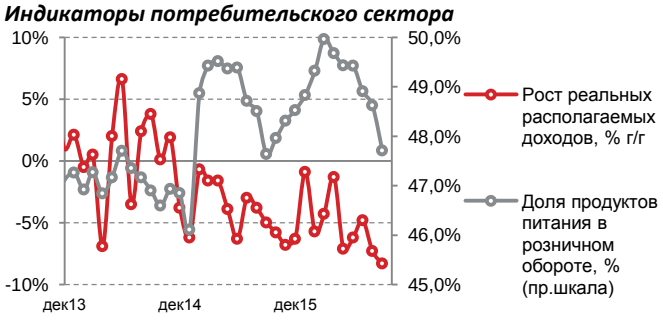


- В промышленном секторе РФ сохраняется стагнация: промпроизводство по итогам 8м16 увеличилось лишь на 0,4% г/г на фоне слабых показателей инвестиционной активности. Индекс PMI в промышленности по-прежнему колеблется вблизи «пограничных» 50 пунктов, а инвестиции в основной капитал, по оценке Росстата за 6м16, снизились на 4,3% г/г, продолжая отрицательную динамику 2013-2015 гг. Потребительский сектор окончательно утратил статус «локомотива экономики»: реальные располагаемые доходы населения в августе обновили многолетний минимум, падение оборота розницы продолжается уже 20 месяцев подряд. Падение доли продуктов питания в розничном обороте в 3к16 объясняется сезонным фактором, и высока вероятность, что в последующие месяцы данный показатель вернется к высоким уровням, указывая на то, что домохозяйства вынуждены экономить на «непродовольственных» расходах.

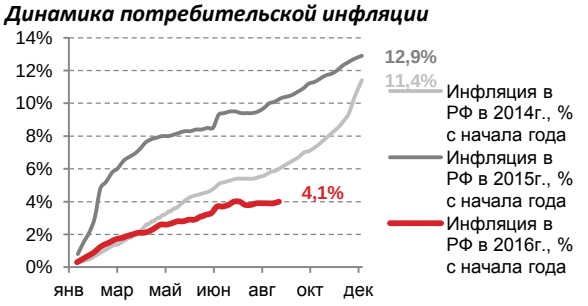
Индексы деловой активности



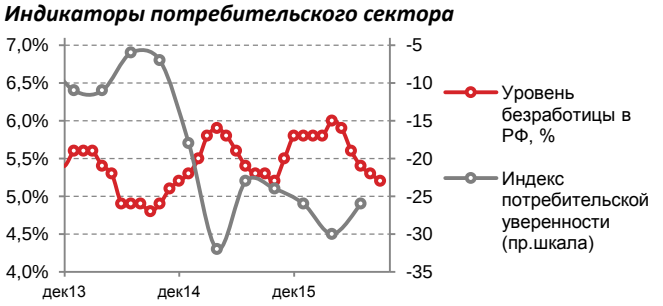
Индикаторы потребительского сектора



Динамика потребительской инфляции



Индикаторы потребительского сектора



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

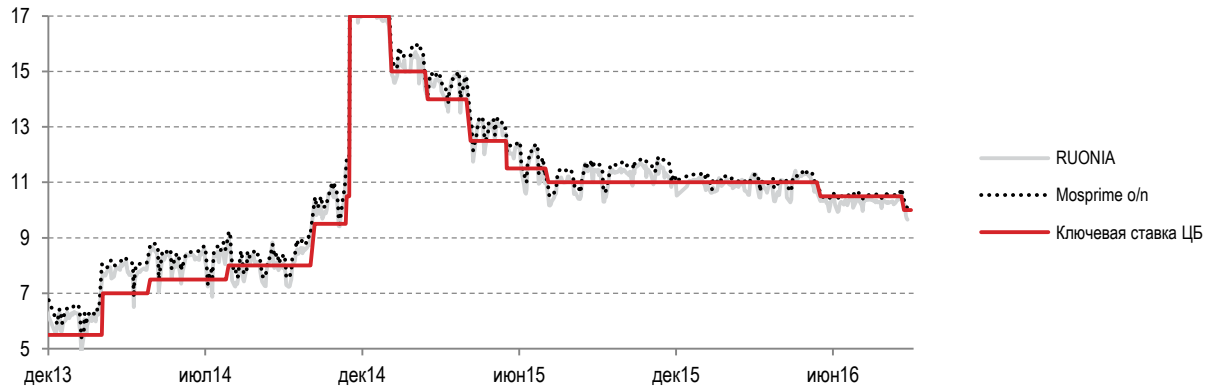
Чистая ликвидная позиция российских банков

Обязательства банков перед Банком России

Средства банков в Банке России

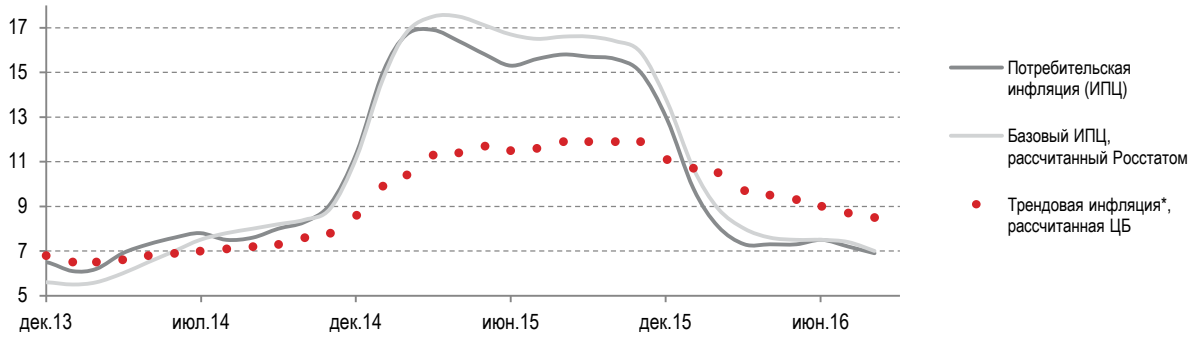
- Профицит ликвидности в банковском секторе продолжил нарастать в 3к16. На этом фоне Банк России принял решение возобновить депозитные аукционы. В августе были проведены 2 аукциона со сроком депозита 1 неделя, в сентябре – 3 недельных аукциона и 1 аукцион со сроком привлечения средств в 2 дня. В сентябре резко увеличилось число банков, принявших участие в депозитных аукционах ЦБ, а объем изъятия ликвидности достигал 400 млрд. руб. Банк России также сообщил о намерении начать выпуск краткосрочных (до 1 года) облигаций «по мере необходимости» с целью изъятия ликвидности с рынка. Ставки купона по облигациям планируется привязать к величине ключевой ставки ЦБ. Тем не менее, наиболее вероятно, что запуск нового инструмента произойдет только в 2017 г., когда профицит ликвидности станет устойчивым.
- Задолженность кредитных организаций перед регулятором по обеспеченным кредитам и операциям РЕПО замедлила снижение в 3к16, а в конце сентября наблюдался некоторый рост.

Ключевая ставка Банка России и ставки денежного рынка, %



- В сентябре Банк России в очередной раз снизил ключевую ставку с 10,5% до 10,0%, что совпало со сформировавшимися к тому моменту ожиданиями рынка. При этом регулятор сообщил, что следующего понижения ставки следует ожидать не ранее 1к17, а шаг изменения может быть понижен до 0,25 п.п. В целом, по оценке Центробанка, участники рынка переоценивают темпы снижения ставок и при этом закладывают неоправданно слабые темпы замедления инфляции. Регулятор намерен избегать частых изменений ключевой ставки и в этом отношении будет придерживаться инерционной политики. Одновременно ЦБ подтвердил намерение сохранять реальные ставки в экономике на положительном уровне и сконцентрироваться на контроле над инфляцией. По мере накопления ликвидности в банковском секторе и переходу к ЦБ к продаже облигаций ключевая ставка будет в большей степени регулировать ставки депозитного рынка.
- На трехлетнем горизонте Банк России вновь выразил готовность покупать валюту для пополнения международных резервов при условии значительного улучшения экономической ситуации, роста цен на нефть и укрепления рубля. Комфортным уровнем резервов была названа сумма в $500 млрд., в то время как текущий размер ЗВР составляет $397 млрд.

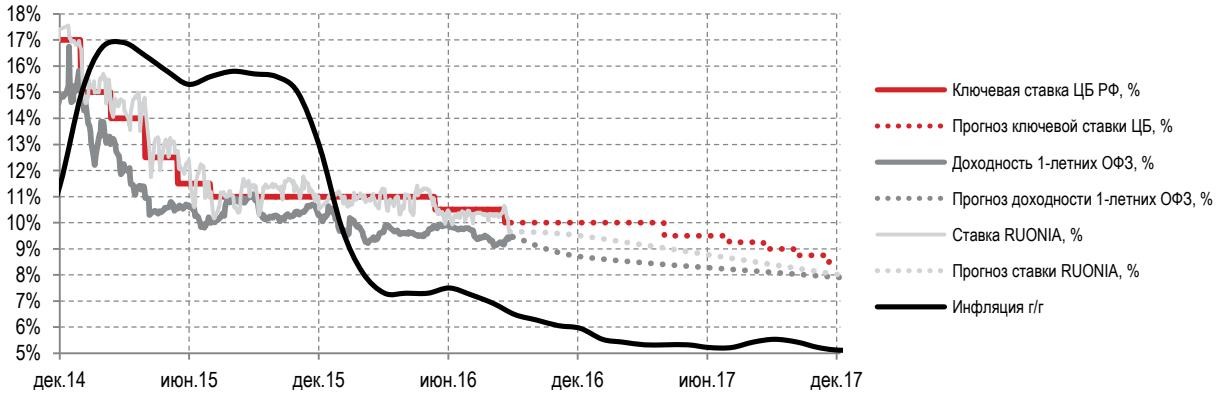
Динамика инфляции и базовой инфляции в РФ, % г/г



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

- Трендовая инфляция, оцениваемая Банком России, по итогам августа составила 8,5% г/г, снизившись по сравнению с 8,7% в июле и 9,0% в июне. При этом официальная инфляция в августе снизилась до 6,9% г/г, а в месячном выражении в августе рост потребительских цен был нулевым. Позитивным фактором, оказавшим влияние на потребительскую инфляцию в 3к16, был хороший урожай и, соответственно, снижение цен на продукты питания: по данным Росстата, продовольственные товары в августе подешевели на 0,6% м/м. Сохраняющийся разрыв между официальной оценкой инфляции и трендовым показателем Банка России указывает на риски ускорения инфляции по мере того, как влияние сезонного фактора будет ослабевать.

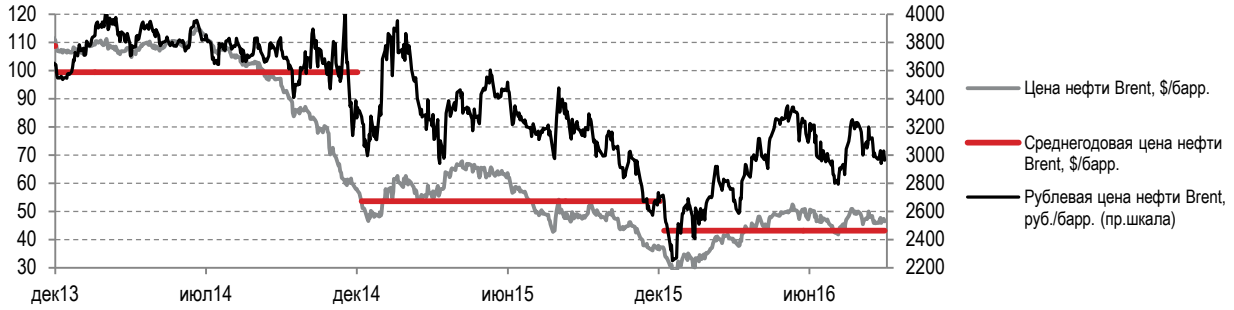
Наш прогноз динамики инфляции и ключевой ставки ЦБ в 2016-2017 гг.



- С учетом сложившейся динамики потребительских цен мы снижаем наш прогноз по инфляции на конец 2016 г. до 6,0%, при этом среднегодовая инфляция в 2016 г. составит около 7,2%. В базовом сценарии на 2017 г. мы ожидаем, что инфляция замедлится практически до 5%, в оптимистичном сценарии мы предполагаем, что инфляция приблизится к целевому уровню Банка России в 4%. В базовом сценарии мы закладываем снижение ключевой ставки ЦБ до 8,5% на конец 2017 г. и предполагаем, что в условиях, когда регулятор сконцентрируется на сдерживании инфляции и контроле над избыточной ликвидностью, рыночные ставки будут оставаться ниже ключевой ставки.

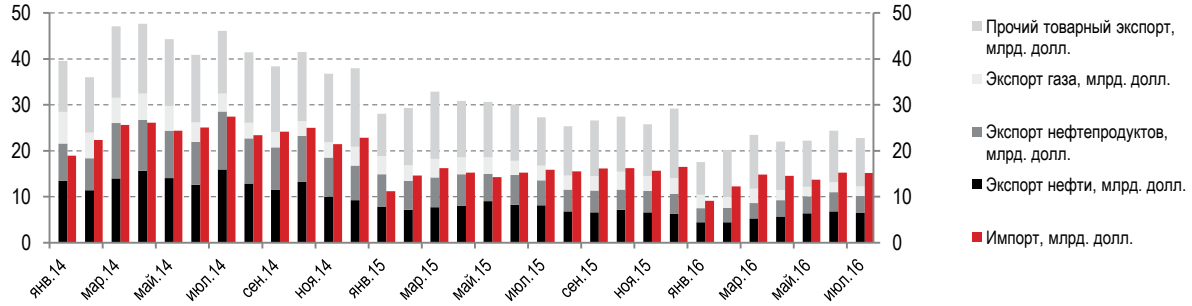
Анализ компонентов платежного баланса и краткосрочный прогноз динамики курса рубля

Динамика цен на нефть Brent



- В 3к16 котировки нефти колебались в диапазоне $42-50/барр., среднегодовая стоимость нефти увеличилась до $43,2/барр., что превышает уровни, заложенные в прогнозы МЭР и Банка России. Рублевая цена на нефть находится вблизи отметки в 3000 руб. за баррель Brent.

Компоненты торгового баланса РФ



- Стоимостная доля нефтегазового сектора в объеме экспорта из РФ продолжает увеличиваться. По итогам 7м16 на нефтегазовый сектор приходилось более 53% экспорта. Стоимость импорта по итогам 7м16 составила $94,8 млрд., что на 8% ниже показателя за аналогичный период предыдущего года, ненефтегазовый экспорт по итогам 7м16 сократился на 14% г/г. Профицит торгового баланса достиг $57,8 млрд. против $106,5 млрд. за 7м15.
- Положительное сальдо текущего счета платежного баланса Российской Федерации по итогам 8м16 составило $14,8 млрд., сократившись более чем в три раза г/г. Сжатие профицита торгового баланса под влиянием низких цен на нефть и более медленного снижения импорта было частично нивелировано уменьшением отрицательного сальдо других статей текущего счета.

Размещения еврооблигаций эмитентами из РФ в 2016 г.

Дата размещения	Эмитент	Объем, $ млн.
01.02.2016	SovCo (Совкомбанк)	150
16.03.2016	Газпром (выпуск в CHF)	500
21.03.2016	БинБанк	150
11.04.2016	Ренессанс Капитал	200
11.04.2016	Global ports	350
20.04.2016	Вымпелком	1200
26.04.2016	Северсталь	200
24.05.2016	Россия	1750
08.06.2016	НЛМК	700
09.06.2016	Совкомфлот	750
09.06.2016	Евраз	500
30.06.2016	Альфа-Банк	103
12.07.2016	ГТЛК	500
21.07.2016	ВЭБ	600
15.09.2016	Global ports	350
20.09.2016	O1 Properties	350
22.09.2016	Россия	1250
27.09.2016	Уралкалий	400
29.09.2016	РЖД	500

- Чистый вывоз капитала частным сектором по итогам 8м16 составил $9,9 млрд. (снижение в 5 раз г/г). При этом основной объем вывоза капитала пришелся на 1к16 ($8,2 млрд.), в то время как в 2к16 показатель сократился до $2,4 млрд., в июле составил $0,3 млрд., а в августе наблюдался приток капитала в $1,0 млрд. По оценке Банка России, отток капитала из РФ в 2016 г. не превысит $25 млрд.
- Начиная с середины 2016 г. российские эмитенты увеличили активность по привлечению средств на внешних рынках. Всего с начала года российские корпоративные заемщики разместили еврооблигации на $7,5 млрд.

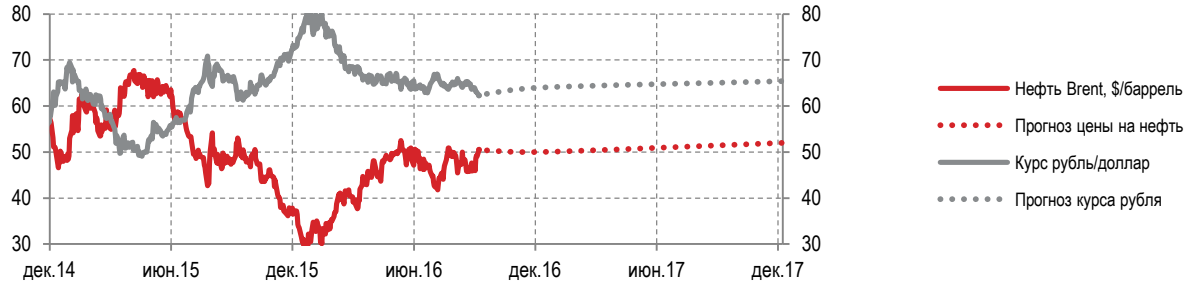
Оценка Банка России выплат по внешнему долгу* в 2016 г., млн. долл.

	Янв.	Фев.	Март	Апр.	Май	Июнь	Июль	Авг.	Сент.	Окт.	Ноя	Дек.
Общие предстоящие выплаты	2 026	2 436	2 612	2 509	3 607	6 207	3 899	1 890	8 289	1 687	3 061	2 736
Чистые выплаты	1 546	2 172	2 309	2 291	3 194	2 977	2 921	1 830	2 484	1 684	2 638	2 266
Внутригрупповое финансирование, %	24%	11%	12%	9%	11%	52%	25%	3%	70%	0%	14%	17%

**по 30 крупнейшим заемщикам-нефинансовым организациям*

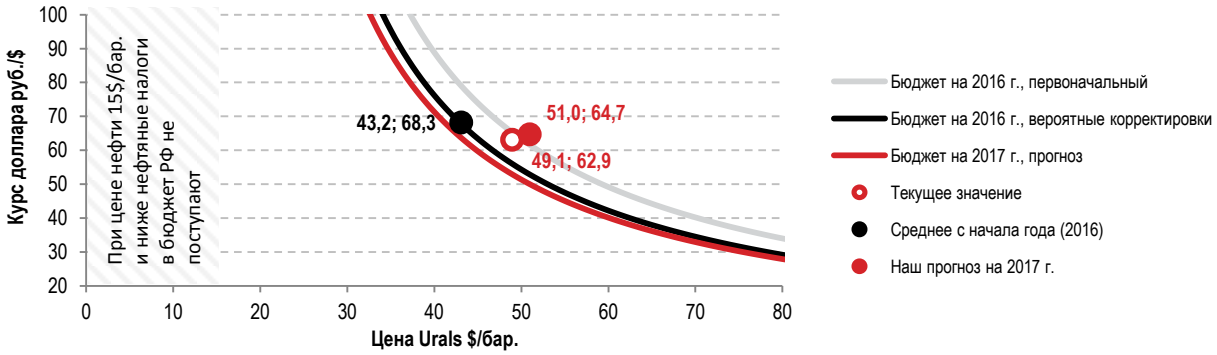
- По оценкам Банка России, объем выплат по внешнему долгу крупнейших нефинансовых заемщиков в 4к16 сохранится на умеренном уровне и составит около $7,5 млрд., при этом чистые выплаты составят $6,6 млрд., что даже ниже, чем чистые выплаты в 2к16 и 3к16.

Наш прогноз динамики цен на нефть и курса рубля в 2016-2017 гг.



- В базовом сценарии мы прогнозируем, что цена на нефть продолжит колебаться вблизи отметки в $50/барр. в 2017 г. под воздействием разнонаправленных факторов, таких как динамика спроса, ограничение предложения со стороны ОПЕК и добыча сланцевой нефти. Курс рубля, по нашим оценкам, стабилизируется на уровне около 65 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*

- По оценке Минфина, дефицит бюджета РФ за январь-август 2016 г. составил 2,9% ВВП. На финансирование дефицита в августе Минфин направил 390 млрд. руб. из Резервного фонда. Всего с начала года из Резервного фонда было потрачено 1,17 трлн. руб., при этом в бюджет заложено снижение Резервного фонда на 2,1 трлн. руб. в течение 2016 г. В результате уже в начале 2017 г. Резервный фонд будет полностью исчерпан.
- Минфин планирует корректировки к бюджету-2016, в которых будет отражено снижение доходов бюджета на 1,2 трлн. руб. (первоначально бюджет формировался исходя из предпосылки о цене на нефть в $50/барр.). Для сохранения дефицита бюджета в пределах 3,3% ВВП в 2016 г. потребуется снизить расходы с заложенных в бюджет 16,1 трлн. руб. до 15,3 трлн. руб. (-9,5%, что соответствует обсуждавшемуся ранее 10% секвестру). Тем не менее, Минфин называет вероятный размер расходов бюджета на уровне 15,8 трлн. руб., что будет соответствовать почти 4% дефициту. В конце сентября Минфином была озвучена еще одна оценка дефицита бюджета – 3,5-3,7% ВВП.
- Бюджет на 2017-2019 гг. планируется формировать из предпосылки о цене нефти в $40/барр. и незначительного ослабления рубля. Суммарные доходы бюджета к 2019 г. опустятся до 13,3% ВВП, что является минимальным значением за 20 лет. В таких условиях Минфин предлагает заморозить расходы бюджета на уровне 2016 г., но даже при таком сценарии не удастся выполнить план по снижению дефицита бюджета в 2017-2019 гг. на 1 п.п. ежегодно. По нашим оценкам, прогнозируемое Минфином снижение доходов бюджета в 2017 г. до 12,3 трлн. руб. приведет к дефициту бюджета на уровне 3,5-4,0% ВВП. Поддержать бюджет в 2017 г. может увеличение цен на нефть (снижение дефицита на 0,1-0,15 % ВВП при росте цены нефти на $1), в противном случае Минфину придется вновь пересматривать параметры бюджета и искать новые возможности по сокращению расходной части.

Ключевые события в ближайшее время

- Мы не исключаем повышенной волатильности на нефтяном рынке в 4к16 под влиянием краткосрочных настроений и спекулятивных действий. Предварительные договоренности стран ОПЕК о снижении добычи, достигнутые в сентябре, будут формально закреплены лишь на заседании ОПЕК в конце ноября, а их реализация может быть отложена до 2017 г. При этом страны-экспортеры могут продолжить наращивать добычу с целью зафиксировать максимальные уровни в преддверии снижения или заморозки объемов, а производители сланцевой нефти будут наращивать производство при приближении котировок к отметке $50/барр.
- ФРС США, как ожидается, объявит о повышении базовой ставки по итогам декабрьского заседания. Уже в сентябре отдельные представители ФРС возобновили «ястребиную» риторику, ссылаясь на улучшение динамики потребительских цен и благоприятную ситуацию на рынке труда. Президентские выборы, намеченные на ноябрь, вряд ли преподнесут сюрприз, однако также могут стать источником нервозности на рынках. Мы по-прежнему ожидаем, что для экономики США повышение нефтяных цен станет драйвером ускорения инфляции, что в свою очередь простимулирует рост деловой активности в экономике. Согласно консенсус-прогнозу Bloomberg, инфляция в США в 4к16 ускорится до 1,6% годовых против 1,2% в 3к16, а рост ВВП увеличится до 1,8% по сравнению с 1,5% в 3к16 и 1,2% в 2к16.
- В ответ на риски Brexit Банк Англии в 3к16 снизил ключевую ставку до нового минимума, а ЕЦБ воздержался от активных действий. Мы отмечаем, что реальные действия по выходу Великобритании из ЕС идут крайне медленно, и в связи с этим не ожидаем значимого влияния данного фактора на рынки на протяжении ближайших нескольких кварталов. На первый план в 4к16 могут выйти другие трудности, с которыми сталкивается европейская экономика: нерешенные проблемы в банковской системе и недостаток активов для выполнения планов по QE. В отношении последнего, мы не исключаем, что ЕЦБ и Банк Англии могут объявить о новых мерах стимулирования по аналогии с Банком Японии, заявившем о намерении таргетировать долгосрочные доходности на рынке облигаций.
- Экономическая ситуация в РФ остается довольно неопределенной. Как мы и ожидали, показатели производственного сектора в 3к16 были умеренно позитивными, в то время как потребительский сектор демонстрировал слабость. Мы не прогнозируем изменения этих тенденций до конца года. Слабая инвестиционная активность в производственном секторе и продолжающееся снижение долговой нагрузки домохозяйств будут оказывать давление на объемы банковского кредитования и способствовать нарастанию избыточной ликвидности в финансовом секторе. Банк России выразил готовность выпускать облигации сроком до 1 года для абсорбирования ликвидности, однако рассчитывает активно применять данный инструмент не ранее 2017 г. Складывающаяся ситуация благоприятна для размещений облигаций Минфина: для финансирования бюджетного дефицита в 2016 г. министерство может увеличить объем внутренних заимствований с запланированных 300 млрд. руб. до 500 млрд. руб.

Прогноз макроэкономических параметров

- По итогам 3к16 консенсус-прогноз Bloomderg ключевых показателей для российской экономики остался практически без изменения. Снижение ВВП РФ по итогам 2016 г. прогнозируется на уровне 0,6%, в то время как после 2к16 консенсус-прогноз составлял 0,8%. Прогноз цены на нефть остался на прежнем уровне $44 за баррель Brent, курс рубля к доллару США до конца года теперь ожидается на уровне 65 руб./долл., в то время как ранее прогноз был около 66-68 руб./долл. В 2017 г. участники рынка ожидают восстановления цен на нефть до $55/барр. и прогнозируют незначительное укрепления рубля. Среднегодовая инфляция ожидается около 5,5% в 2017 г., что, по нашим оценкам, соответствует инфляции выше 5% в декабре 2017 г. Банк России ранее указал, что аналитики склонны завышать прогноз по инфляции и закладывают слишком сильное снижение ключевой ставки.

Консенсус-прогноз по экономике РФ

	1к16 (факт)	2к16 (факт)	3к16	4к16	2016	2017	2018
Цена на нефть Brent, $/барр. (средняя)	35,2	47,0	47,0	50,0	**44,1**	55,0	62,0
Рост ВВП, % г/г	-1,2%	-0,6%	-0,6%	0,0%	**-0,6%**	1,3%	1,5%
Инфляция, % г/г (средняя)	8,4%	7,4%	6,6%	6,0%	**7,2%**	5,5%	5,2%
Курс рубль/доллар (на конец периода)	66,9	63,9	62,9	65,0	-	64,5	65,8

Источник: Bloomberg

- Мы корректируем наш прогноз основных экономических параметров на 2016 г. с учетом новых данных по ценам на нефть, курсу рубля и инфляции. Мы улучшаем прогноз среднегодового курса рубля с 70 руб./долл. до 67 руб./долл., что более соответствует нашему оптимистичному сценарию. Динамика инфляции также оказалась ближе к оптимистичному прогнозу: мы ожидаем инфляцию по итогам года не более 6,0% (предыдущий базовый прогноз – 7,0%, оптимистичный – 5,8%). Кроме того, мы незначительно улучшаем прогноз динамики ВВП в 2016 г.

- Мы отмечаем, что наш прогноз по снижению доходностей долгового рынка на 1,0-1,5 п.п. относительно конца 2015 г. уже реализовался по итогам 9м16, и мы допускаем, что до конца года может произойти небольшая коррекция после заявлений ЦБ о планируемой паузе в снижении ключевой ставки.
- **В рамках базового сценария на 2017 г.** мы ожидаем, что цены на нефть будут колебаться около $50/барр., а курс рубля стабилизируется вблизи 65 руб./долл. Мы закладываем умеренный темп роста ВВП в 2017 г. около 0,7% (прогноз МЭР: +0,6%) на фоне сохраняющейся слабости потребительского сектора и прогнозируем инфляцию на конец 2017 г. на уровне немногим выше 5%.
- Мы полагаем, что Банк России может понизить ключевую ставку с 10% до 8,5% в течение 2017 г., однако допускаем, что изменение ключевой ставки не полностью транслируется в снижение ставок на денежном и долговом рынке: мы видим потенциал снижения доходностей ОФЗ на 0,5-1,0 п.п. относительно конца 2016 г. и прогнозируем, что в 2017 г. начнет восстанавливаться интерес участников рынка к более «длинным» бумагам, как в плане новых размещений, так и со стороны спроса.
- **В пессимистичном сценарии на 2017 г.** мы исходим из сохранения среднегодовой цены нефти на уровне $40/барр. с возможными краткосрочными просадками до $30/барр. в течение года. Мы ожидаем, что среднегодовой курс рубля составит порядка 75 руб./долл. Падение ВВП в случае негативного развития ситуации мы оцениваем на уровне 2,5%. При этом инфляция по итогам года составит умеренные 6,5% под влиянием жесткой монетарной политики Банка России, доходности на долговом рынке вырастут на 1-2 п.п.
- **В оптимистичном сценарии** мы предполагаем, что цена нефти превысит $60/барр. уже в середине 2017 г., при этом укрепление курса рубля будет сглаживаться более мягкой политикой Банка России. Инфляция замедлится и практически достигнет целевых 4,0%.

Сценарный прогноз ключевых экономических индикаторов РФ

	2013	2014	2015	9м16	2016	Прогноз на 2017		
						базовый	пессим.	оптим.
Вероятности сценариев						***55%***	***25%***	***20%***
Реальный рост ВВП, %	1,3%	0,7%	-3,7%	-0,7%*	**-0,8%**	**0,7%**	-2,5%	2,0%
Рост промышленного производства, %	0,3%	1,7%	-3,4%	0,4%*	**0,5%**	**2,0%**	-5,0%	5,0%
Инфляция, % (декабрь к декабрю)	6,5%	11,4%	12,9%	4,1%	**6,0%**	**5,1%**	6,5%	4,2%
Уровень безработицы, %	5,5%	5,2%	5,5%	5,6%*	**5,5%**	**5,5%**	-	-
Реальный рост заработной платы, %	5,2%	1,2%	-9,5%	-0,3%*	**0,0%**	**1,0%**	-1,7%	2,9%
Рост оборота розничной торговли, %	3,9%	2,7%	-10,0%	-5,7%*	**-5,0%**	**2,0%**	-	-
Цена нефти Brent, $/барр. (средняя за период)	108,7	99,4	53,6	43,2	**44,9**	**51,0**	40,0	60,0
Курс рубль/доллар (среднее за период)	31,9	38,7	61,3	68,3	**67,0**	**64,7**	75,0	61,7
Курс рубль/доллар (на конец года)	32,9	60,7	72,5	62,9	**64,0**	**65,4**	86,0	59,3

** данные за 8 мес. 2016, ВВП по оценке МЭР*

Сценарный прогноз динамики финансовых рынков

	2013	2014	2015	9м16	2016	Прогноз на 2017		
						базовый	пессим.	оптим.
Ключевая ставка ЦБ (1-нед. РЕПО), %	5,5%	17,0%	11,0%	10,0%	**10,0%**	**8,5%**	9,0%	7,0%
Ставка по депозитам (1 год) в банках 1 эшелона	7,4%	17,0%	10,8%	9,0%	**8,9%**	**7,3%**	11,8%	8,3%
Доходность 1-летних ОФЗ, % (на конец года)	6,0%	14,9%	10,3%	8,7%	**8,7%**	**7,9%**	9,8%	5,7%
Доходность 5-летних ОФЗ, % (на конец года)	7,2%	15,3%	9,9%	8,4%	**8,2%**	**7,5%**	9,0%	7,1%
Доходность 1-летних корпоративных облигаций 1 эшелона (на конец года)	7,7%	16,0%	11,2%	9,7%	**9,5%**	**8,9%**	10,7%	6,8%
Индекс Cbonds (на конец года)	367,4	368,0	432,7	473,7	**480-490**	**510-520**	500-515	505-515
- рост, % (декабрь к декабрю)	8,9%	0,1%	17,6%	9,5%	**+11-13%**	**+7-9%**	+5-8%	+6-8%
Индекс ММВБ (на конец года)	1504	1397	1761	1978	**1950-2050**	**2100-2200**	1400-1600	2300-2500
- рост, % (декабрь к декабрю)	2,0%	-7,1%	26,1%	12,3%	**+11-16%**	**+5-11%**	-20-30%	+15-25%
Композитный индекс ПР (20% ММВБ + 80% IFX-Cbonds)	7,5%	-1,3%	19,3%	10,0%	**+11-14%**	**+7-10%**	+/- 3%	+8-12%

Исп.: Андреянова Е.