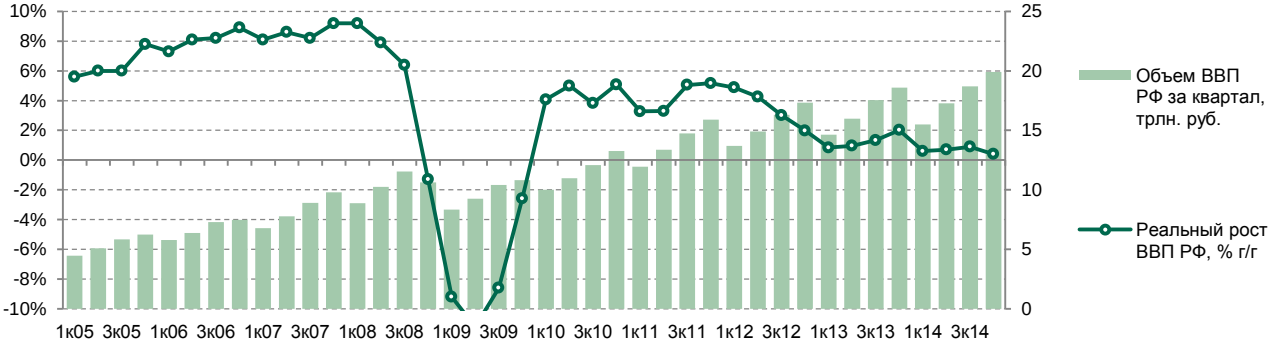
Ежеквартальный обзор макроэкономической ситуации

1 квартал 2015г.

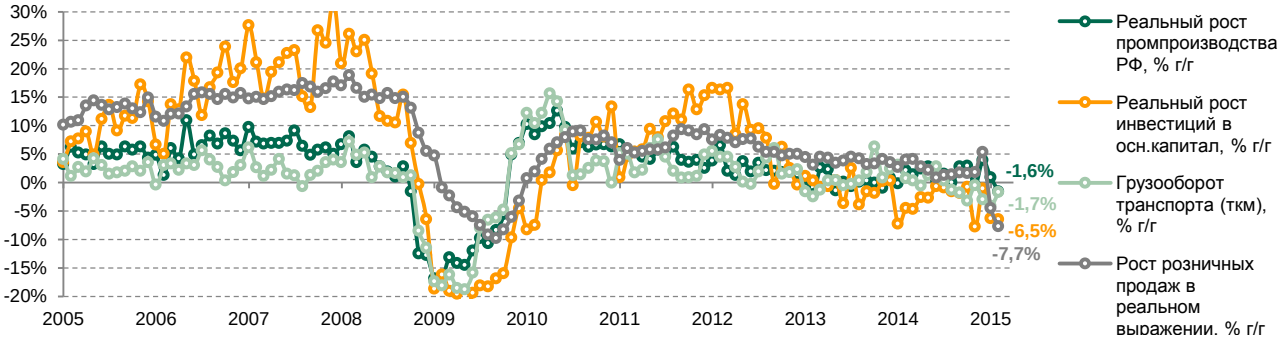
Ключевые события 1 квартала 2015 года

Событие	Влияние на фондовый рынок
ФРС США по-прежнему не спешит ужесточать монетарную политику:	
▪ ФРС США убеждает рынки, что, несмотря на улучшения в экономике, ставки будут расти медленно;	▲Умеренно позитивное
▪ 16.03.15 вновь начал действовать потолок госдолга США. Новый лимит фактически равен текущему уровню долга ($18,1 трлн.). Если решение не будет найдено до 4к15, США вновь столкнутся с проблемой финансирования расходов;	▼ Умеренно негативное
▪ По данным корпоративной отчетности, компании США ощутили негативный эффект от укрепления доллара относительно мировых валют, ряд эмитентов отразили снижение прибыли от международных операций;	▼ Умеренно негативное
▪ Динамика промпроизводства, индексы деловой активности и настроений потребителей были хуже ожиданий. Данные с рынка труда были смешанными, но позитивные сигналы преобладали.	▼▲ Смешанное
ЕЦБ начинает выкуп активов на фоне отрицательной динамики потребительских цен:	
▪ ЕЦБ в январе принял решение о выкупе ценных бумаг на 60 млрд. евро ежемесячно (прогноз 50 млрд. евро) с марта 2015 г. по сентябрь 2016 г. Действие программы может быть продлено, если цель по инфляции в 2% не будет достигнута. Евро обновил минимумы к доллару с 2003 г.;	▲ Позитивное
▪ Дефляция в Еврозоне составила 0,6% г/г в январе и 0,3% г/г в феврале. ЕЦБ ожидает сохранения дефляции на протяжении нескольких месяцев из-за падения цен на нефть;	▼ Умеренно негативное
▪ Греция представила план экономических реформ, подтверждающий намерение следовать курсу бюджетной экономии. Список мер был одобрен кредиторами, однако вопрос предоставления финансирования остается открытым.	▼▲ Смешанное
Китай сохраняет курс на активизацию реформ, ожидает дальнейшее замедление экономики:	
▪ Власти Китая обещают ускорить проведение реформ, направленных на расширение доли частного сектора в экономике и рост числа отраслей, доступных для иностранных инвестиций. Целевой темп роста ВВП на 2015 г. составит 7,0% (7,4% по итогам 2014 г.), инфляция – 3% (в 2014 г. – 2%), дефицит госбюджета увеличится до 2,3% ВВП (2,1% в 2014 г.);	▼▲ Смешанное
▪ Народный банк Китая снижает базовую процентную ставку по кредитам и депозитам в юанях (с 2,75% до 2,5%), сокращает норму резервирования (с 20% до 19,5%);	▲ Позитивное
▪ Падение цен производителей в Китае ускорилось до 4,3% г/г в январе и 4,8% г/г в феврале.	▼ Умеренно негативное
Нефть обновила минимумы, новостной фон остается насыщенным:	
▪ Запасы нефти в США растут, еженедельно обновляя рекордные уровни. При текущих темпах пополнения запасов нефти в США свободные хранилища могут иссякнуть к середине апреля, что повлечет обвал нефтяных цен;	▼ Негативное
▪ Число действующих буровых установок для добычи нефти в США сократилось с начала года более чем на 40%. Сообщается, что рост добычи сланцевой нефти в США в апреле будет минимальным за 4 года. Негативным фактором является возможность относительно быстро возобновить добычу на сланцевых месторождениях;	▲ Умеренно позитивное
▪ Представители ОПЕК неоднократно заявляли, что организация не будет снижать добычу нефти;	▼ Негативное
▪ Военная обстановка на Ближнем востоке остается крайне напряженной, котировки нефти остро реагируют на новости о возобновлении боевых действий.	▼▲ Смешанное
Рейтинги РФ ниже инвестиционного уровня, состояние экономики ухудшается:	
▪ Агентство Fitch снизило суверенный рейтинг РФ до BBB- с негативным прогнозом. S&P снизило рейтинг РФ в иностранной валюте до BB+, ниже инвестиционного уровня (рейтинг в национальной валюте – BBB-). Moody's понизило рейтинг РФ до отметки Ba1, прогноз – негативный;	▼ Негативное
▪ ЦБ РФ дважды за 1к15 понизил ключевую ставку: с 17% до 15% в январе и до 14% в марте. Э.Набиуллина заявила, что баланс рисков в экономике смещен в сторону ослабления экономики, а не ускорения инфляции. ЦБ ожидает падение ВВП на 3,5-4,0% в 2015 г. и на 1,0-1,6% в 2016 г.;	▼▲ Смешанное
▪ МЭР обновило прогноз на 2015 г. исходя из цены на нефть $50/барр. и курса 61,5 руб./долл. Падение ВВП составит 3%, инфляция достигнет 12,2%. Доходы бюджета составят 17% ВВП (самый низкий показатель за 15 лет), а дефицит бюджета увеличится до 3,7% ВВП;	▼ Негативное
▪ По данным Росстата, инфляция в феврале ускорилась до 16,7% г/г, впервые с 2009 г. наблюдается падение оборота розницы (7,7% г/г в феврале и 4,4% в январе). По статистике АЕБ, падение продаж легковых автомобилей в феврале ускорилось до 37,9% г/г после январских 24,4%.	▼ Негативное

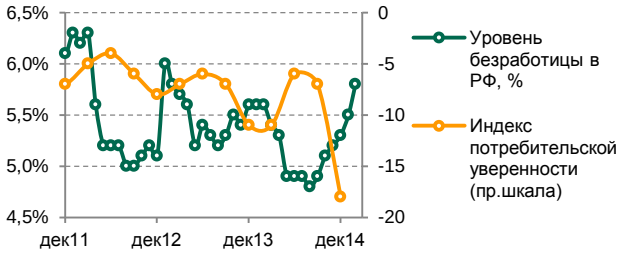
Основные макроэкономические индикаторы в 1 квартале 2015 года

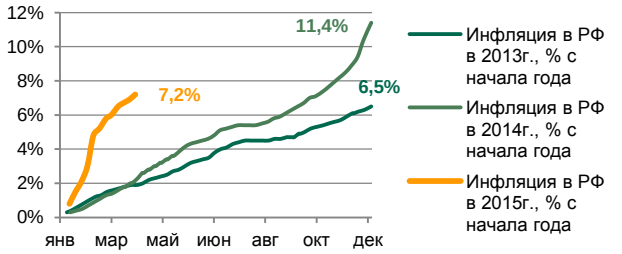


- По итогам 2014 г. рост ВВП РФ составил лишь 0,6%, при этом в 4к14 рост составил 0,4% г/г. Прогнозы на 2015 г. предполагают сокращение экономики от 2,5-3,0% (МЭР) до 5% (ЕБРР) и более. ЦБ РФ не ожидает улучшения ситуации раньше 1 квартала 2016 г. Долгосрочные перспективы российской экономики еще более неопределенны: базовый прогноз МЭР предполагает рост ВВП на 2,8% в 2016 г., ЦБ РФ прогнозирует, что в 2016 г. экономика РФ сократится еще не менее чем на 1%. Фактически, общим местом всех прогнозов сейчас является лишь то, что экономические и политические санкции против РФ будут сохранены как минимум до 2017 г.



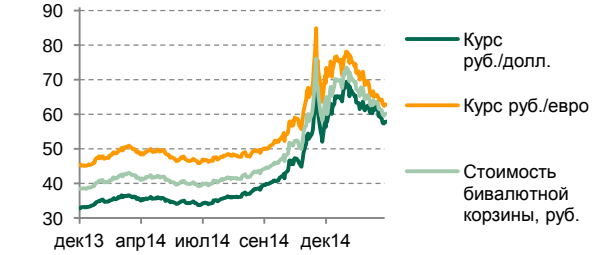
- В январе-феврале 2015 г. промышленное производство сократилось на 0,4% г/г, инвестиции в основной капитал упали на 6,4% г/г, оборот розничной торговли сократился на 6,1% г/г – падение было зарегистрировано впервые с 2009 г.





- Инфляция начала ускоряться еще в конце 2014 г. в ответ на девальвацию рубля, и в январе-феврале 2015 г. потребительские цены продолжали расти рекордными темпами: инфляция за январь составила 3,9%, за февраль – 2,2%. В годовом выражении инфляция достигла отметки 16,7%. Индекс потребительской уверенности в 4к14 упал до отметки -18% – впервые с 2009 г.

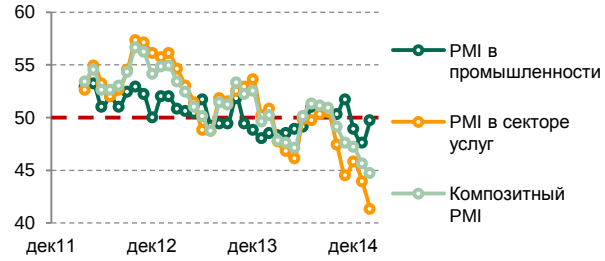
Динамика валютных курсов



Динамика цены на нефть

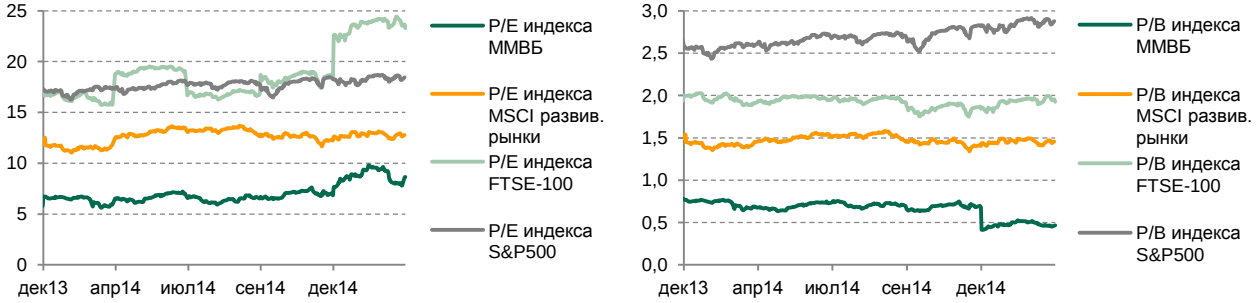
- Отмена валютного коридора и фактическое прекращение интервенций ЦБ в ноябре 2014 г. привели к резкому обесценению рубля, усилив эффект падения нефтяных цен. По итогам 2014 г. курс рубля к доллару снизился на 72%, максимальное падение превышало 100%. В 1к15 рубль замедлил падение относительно доллара США до 2,5%, поддержку российской валюте оказала и растущая нефть (+19% с минимума в январе 2015 г.).

Индексы деловой активности



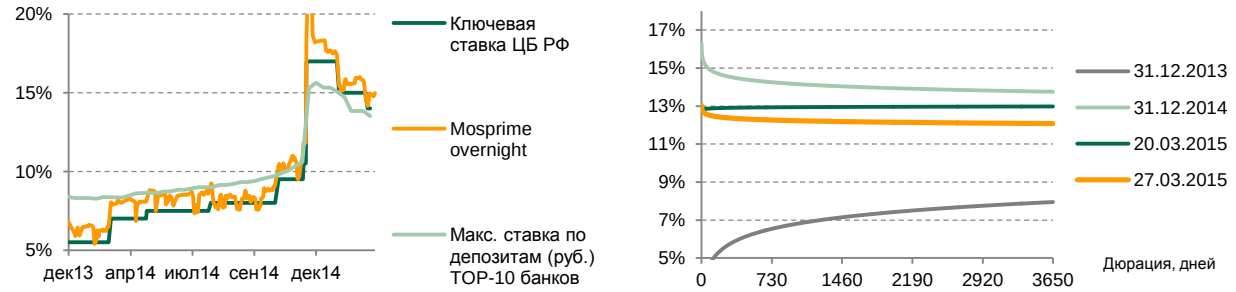
- Индексы деловой активности указывали на снижение. По итогам февраля 2015 г. PMI в секторе услуг составил 41,3, что стало минимальным значением за всю историю наблюдений с 2012 г., а аналогичный показатель в промышленности повысился до 49,7 против 47,6 в январе.

Мультипликаторы российского рынка акций и международных рынков



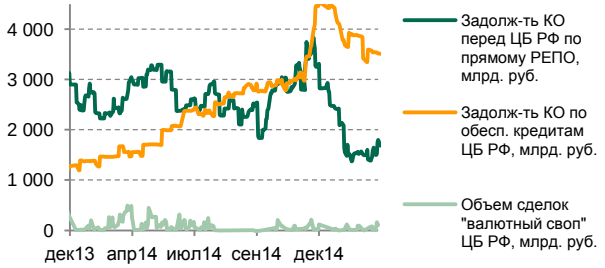
- Мультипликатор P/E российского рынка акций значительно вырос, +40-45% в феврале 2015 г. по сравнению с уровнями начала и середины 2014 г., однако такая динамика в значительной мере объяснялась «бегством в активы» на фоне обесценения рубля и, вероятнее всего, в течение 2015 г. мы будем наблюдать коррекцию стоимостных оценок.

Динамика ключевых ставок и доходностей



- После экстренного повышения ключевой ставки до 17% в декабре 2014 г. ЦБ РФ дважды в течение 1к15 корректировал ставку вниз. На фоне неопределенности в экономике краткосрочные ставки доходностей по облигациям росли сильнее и превысили доходности более длинных инструментов. ОФЗ торгуются с доходностью ниже ключевой ставки ЦБ РФ, а среди корпоративных бумаг преобладают облигации со сроком до погашения/оферты в пределах 2 лет.

Предложение ликвидности Банком России



- Резкий рост рублевых ставок и снижение напряженности на валютном рынке привели к тому, что банки сократили объемы кредитования в ЦБ: в 1к15 задолженность по прямому РЕПО сократилась более чем на 40%, по обеспеченным кредитам – на 20%.

Ключевые события в ближайшее время

- Динамика цен на нефть остается определяющим фактором для российского рубля и состояния экономики РФ в целом. Снижение добычи сланцевой нефти в США, вероятно, продолжится в течение всего 2015 г. на фоне нежелания ОПЕК сокращать квоты и слабости мирового спроса на энергоносители. Переговоры по иранской ядерной программе в случае успеха могут привести к отмене запрета для компаний США и ЕС закупать иранскую нефть (введенные в 2012 г. санкции привели к падению экспорта нефти из Ирана с 2,5 млн. барр. в сутки до 1,2 млн. барр.). При этом нестабильная ситуация на Ближнем Востоке продолжит вносить фактор неопределенности: котировки по-прежнему остро реагируют на любую информацию о военных действиях в регионе. Мы не ожидаем, что конфликт в Йемене затянется и приведет к существенному изменению географии поставок нефти, однако не исключаем, что аналогичные конфликты еще возникнут в течение года.
- Инвесторы продолжат следить и за ситуацией на Украине. Мы полагаем, что острая фаза конфликта миновала, и стороны сконцентрируются на мирных переговорах, но политическое противостояние может быть долгим, а переговоры о статусе ДНР и ЛНР затянутся. Сохранение экономических и политических санкций против РФ на довольно продолжительный срок не вызывает сомнений у участников рынка, даже вне зависимости от развития событий на Донбассе. Урегулирование всех разногласий не представляется достижимым в 2015 г., особенно с учетом финансового состояния Украины.
- ФРС США неоднократно сигнализировала о возможности повышения ставок в середине 2015 г. Мы полагаем, что такой шаг действительно возможен на заседании 17.06.2015 либо 29.07.2015, после чего регулятор, вероятно, возьмет паузу для оценки экономических последствий. В целом мы ожидаем, что монетарная политика США останется крайне мягкой, особенно с учетом сохраняющей актуальность проблемы потолка госдолга. Умеренное восстановление экономики США, по нашим прогнозам, не преподнесет сюрпризов.
- ЕЦБ в 1к15 сформировал и начал реализовывать программу по выкупу активов с рынка. Мы ожидаем, что регулятор воздержится от дополнительных действий, по крайней мере, в ближайшие месяцы. Мягкая монетарная политика ЕЦБ в сочетании с повышением ставок ФРС США приведет к дальнейшему ослаблению курса евро относительно доллара. Мы полагаем вполне вероятным, что уже в середине 2015 г. курс евро достигнет психологической отметки в 1,00 евро за доллар. Экономика Европы остается слабой, а падение цен на нефть запустило процесс дефляции, противодействовать которому будет достаточно сложно.
- Экономическая ситуация в России пока не дает поводов для оптимизма. Несмотря на некоторую стабилизацию потребительской инфляции в марте, мы ожидаем, что в годовом выражении рост ИПЦ в 2к15 будет превышать 15%. Индексы деловой активности также указывают на отрицательные темпы экономического роста. Ожидается, что 17.04.2015 агентство Fitch сообщит об обновлении кредитного рейтинга РФ, и мы видим высокую вероятность того, что рейтинг будет понижен. В целом же экономика РФ остается заложником ситуации на рынке нефти: курс рубля будет остро реагировать на изменение нефтяных котировок.

Прогноз макроэкономических параметров на 2015 г.

- Согласно консенсус-прогнозу Bloomberg, аналитики ожидают падения ВВП РФ по итогам 2015 г. на 4,0%, консенсус-прогноз по инфляции составляет 15,0% в 2015 г. и 12,5% в 4к15.
- Мы оставляем без изменения наш прогноз по динамике ВВП и инфляции в 2015 г.: в базовом сценарии это -4,0% и 13,6% (декабрь к декабрю), соответственно. В оптимистичном сценарии мы ожидаем нулевой рост ВВП и инфляцию около 10%, в пессимистичном допускаем падение экономики на 10% и рост цен на 17,9% по итогам года.
- Основные изменения в нашем прогнозе касаются среднегодовой цены на нефть и динамики курса рубля: с учетом роста нефтяных цен в 1к15, мы незначительно повышаем прогноз среднегодовой цены Brent в базовом сценарии до $57/барр. (предыдущие прогноз – $55/барр.). В оптимистичном и пессимистичном сценарии среднегодовая цена нефти также повышается на $2-5/барр.
- Прогноз по курсу рубля на конец 2015 г. понижен в базовом сценарии до 55 руб./долл., и до 80 руб./долл. в пессимистичном, в оптимистичном сценарии прогноз повышен до 48,8 руб./долл., что связано с изменением параметров бюджета РФ. Игроки на форексе, вероятно, будут использовать заложенную в бюджет рублевую цену нефти ($50 за баррель при курсе 61,5 руб./долл.) как минимальный уровень в случае новой волны снижения нефтяных котировок. При этом МЭР уже посылает сигналы о том, что прогноз на 2015 г. может быть пересмотрен и дефицит бюджета по итогам года может быть ниже заложенных сейчас 3,8% ВВП – это означает, что при росте цены на нефть укрепление рубля будет происходить более медленными темпами.
- Динамика доходностей на долговом рынке определяется в первую очередь политикой Центробанка. Мы полагаем, что ЦБ РФ на одном из очередных заседаний может объявить о дальнейшем снижении ключевой ставки, однако данные меры следует пока рассматривать в большей степени как «психологическую» поддержку рынка и шаг, направленный именно на снижение рыночных ставок доходностей. Для полноценного запуска кредитования реального сектора и стимулирования экономического роста, на наш взгляд, необходимы более серьезные и долговременные меры.

Сравнение прогнозов ключевых экономических индикаторов РФ в 2015 г.

	ВВП 2015	ВВП 2016	Инфляция (дек.2015)	Курс руб./долл. (дек.2015)	Цена Brent, $/барр. (средняя 2015)
МЭР	**-3,0%**	**+2,8%***	**12,2%**	**61,5**	**50**
ЦБ РФ	-3,5-4,0%	-1,0-1,6%	12-14%	-	50-55
ИЭП им.Е.Гайдара	-6,8%	-	17,1%	-	55
Всемирный банк	-3,8%	-0,3%	10%	-	53
ЕБРР	-4,8%	-	-	-	58
МВФ	-3,0%	-1,0%	-	-	56,7
Fitch	-4,5%	-1,0%	-	-	-
Moody's	-5,5%	-3,0%	-	-	-
Bank of America ML	-4,0%	+0,9%	13,2%	-	-
Barclays	-4,0%	-1,0%	13,7%	64	-
Capital Economics	-5,0%	+2,0%	13,5%	60-65	60
Citigroup	-3,0%	+1,5%	10,5%	-	63
Goldman Sachs	-2,7%	+1,4%	11%	-	-
JP Morgan	-5,0%	+2,5%	10,7%	-	-
Morgan Stanley	-5,6%	-2,5%	17,5%	-	-
Среднее по представленным источникам	**-4,3%**	**+0,5%**	**13%**	**-**	**56,3**
Консенсус Bloomberg	-4,0%	+0,5%	12,5%	66,2	61,7
Наш прогноз	**-4,0%**	**0,0%**	**13,6%**	**55**	**56,9**

** неофициальные данные*

Сценарный прогноз ключевых экономических индикаторов РФ в 2015 г.

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015 базовый	2015 пессим.	2015 оптим.
Вероятности сценариев							***60%***	***30%***	***10%***
Реальный рост ВВП, %	-7,8%	4,5%	4,3%	3,4%	1,3%	0,6%	-4,0%	-10,0%	0,0%
Рост инвестиций в осн. капитал, %	-15,7%	6,0%	10,8%	6,6%	-0,3%	-2,5%	-10,0%	-15,0%	0,0%
Рост промышленного производства, %	-9,3%	8,2%	4,7%	2,6%	0,3%	1,7%	-2,0%	-10,0%	3,0%
Инфляция, % (декабрь к декабрю)	8,8%	8,8%	6,1%	6,6%	6,5%	11,4%	13,6%	17,9%	11,6%
Уровень безработицы, %	8,3%	7,3%	6,5%	5,5%	5,5%	5,0%	6,4%	-	-
Рост реальных располагаемых доходов, %	3,0%	5,9%	0,5%	4,6%	3,3%	1,3%	-11,6%	-20,2%	-4,4%
Рост оборота розничной торговли, %	-5,1%	6,5%	7,1%	6,3%	3,9%	2,5%	-5,0%	-10,0%	3,0%
Цена нефти Brent, $/барр. (средняя за период)	62,0	79,7	111,3	111,6	108,7	99,4	56,9	46,5	67,0
Курс рубль/доллар (среднее за период)	31,9	30,4	29,4	31,1	31,9	38,6	58,3	70,0	54,4
Курс рубль/доллар (на конец года)	30,0	30,5	32,1	30,5	32,9	60,7	55,0	80,0	48,8

Сценарный прогноз динамики финансовых рынков в 2015 г.

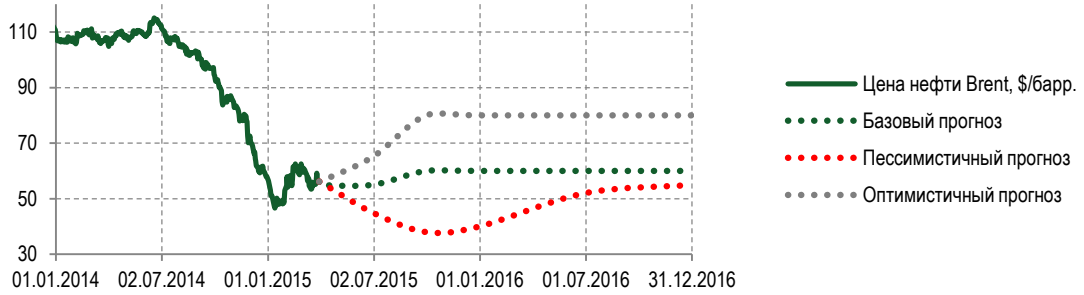
	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015 базовый	2015 пессим.	2015 оптим.
Ключевая ставка ЦБ (1-нед. РЕПО), %	6,00%	5,00%	5,25%	5,50%	5,50%	17,0%	11,0%	15,0%	9,5%
Ставка по депозитам (1 год) в банках 1 эшелона		-	-	-	7,4%	17,0%	12,9%	17,6%	11,4%
Доходность 1-летних ОФЗ, % (на конец года)		5,0%	6,5%	6,2%	6,0%	14,9%	10,9%	15,3%	9,0%
Доходность 5-летних ОФЗ, % (на конец года)		7,7%	8,1%	6,5%	7,2%	15,3%	12,0%	14,7%	9,9%
Доходность 1-летних корпоративных облигаций 1 эшелона (на конец года)				7,7%	7,7%	16,0%	11,9%	16,1%	10,0%
Индекс Cbonds (на конец года)	260,0	291,6	309,2	337,3	367,4	368,0	420-435	430-440	410-420
- рост, % (декабрь к декабрю)		12,2%	6,0%	9,1%	8,9%	0,1%	+15-18%	+17-19%	+12-15%
Индекс ММВБ (на конец года)	1370	1688	1402	1475	1504	1397	1400-1600	1000-1200	1600-1800
- рост, % (декабрь к декабрю)	121,1%	23,2%	-16,9%	5,2%	2,0%	-7,1%	+0-15%	-15-30%	+15-30%
Композитный индекс ПР (20% ММВБ + 80% IFX-Cbonds)		14,4%	1,4%	8,3%	7,5%	-1,3%	+12-17%	+7-12%	+13-18%

Прогноз на 2016 и последующие годы

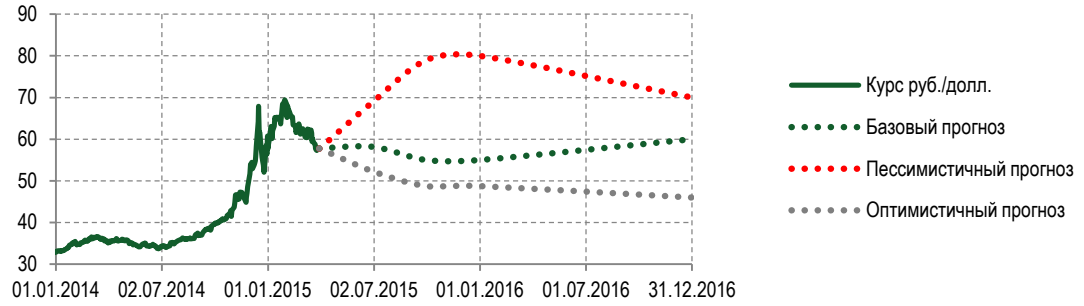
- Мы не ожидаем, что экономические санкции против РФ будут сняты в ближайшие несколько лет, что будет накладывать ограничения на движение капитала и возможности российских эмитентов привлекать финансирование за рубежом. Кроме того, мы не прогнозируем быстрого восстановления нефтяных котировок к прежним уровням выше $100/барр.: наш базовый сценарий предполагает, что цена нефти будет медленно расти до $70/барр. к 2018-2019 гг., в оптимистичном сценарии мы предполагаем рост до уровня около $90/барр. в 2018-2019 гг., в пессимистичном – сохранение текущих уровней на длительном временном горизонте. Ужесточение политики ФРС США приведет к укреплению доллара и будет дополнительным фактором, сдерживающим рост цен на сырье.
- В базовом сценарии мы ожидаем, что экономика РФ после падения в 2015 г. в 2016 г. продемонстрирует нулевой рост, а в дальнейшем будет удерживать довольно низкие темпы роста: не более 2% в год. Инфляция в 2016 г. замедлится до 7,5%, а на долгосрочном горизонте снизится до 6,0-6,5%, при этом снижению инфляции будут способствовать активные действия Центробанка: мы полагаем, что, ориентируясь на крайне низкую цель по росту потребительских цен в 4%, регулятор будет сохранять ключевую ставку выше уровня инфляции. Соответственно, реальные доходности долговых инструментов будут положительными.
- В рамках оптимистичного сценария мы ожидаем, что ВВП РФ будет расти на 3% ежегодно, а инфляция на долгосрочном горизонте (после 2016-2017 гг.) замедлится до 5%. Пессимистичный сценарий предполагает

продолжение снижения ВВП в 2016 г. (порядка 2,5%) и рост в пределах 1% в последующие годы. Инфляция в пессимистичном сценарии может достичь 10% по итогам 2016 г. и сохранится на довольно высоком уровне порядка 7,5% в последующие годы.

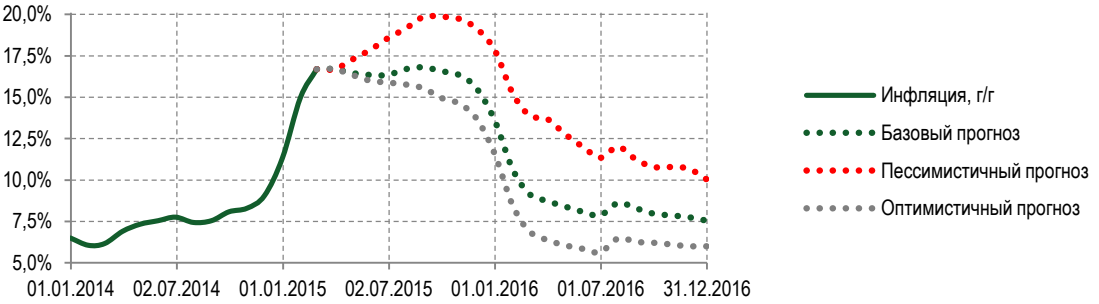
Прогноз динамики цен на нефть



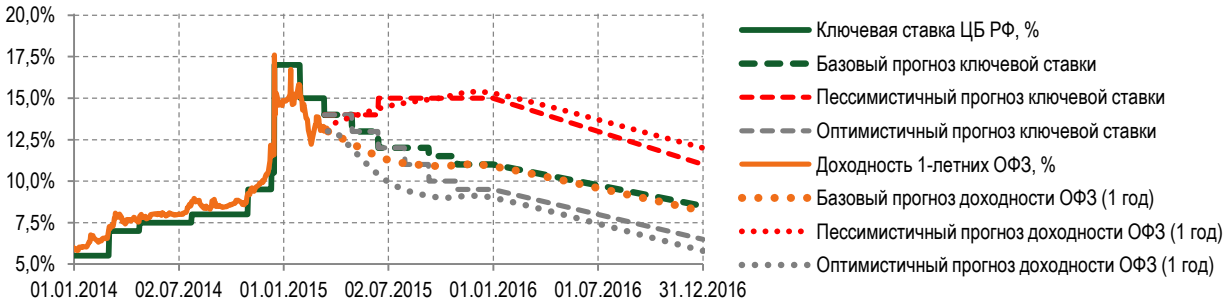
Прогноз курса рубля



Прогноз инфляции



Прогноз ключевой ставки ЦБ и доходности 1-летних ОФЗ



Исп.: Андреянова Е.