

Ежеквартальный обзор макроэкономической ситуации

4 квартал 2015г.

Ключевые события 4 квартала 2015 года

Событие	Влияние на фондовый рынок
ФРС США решила повысить ставку только в декабре:	
▪ ФРС США на последнем в 2015 г. заседании приняла решение о повышении базовой ставки на 0,25 п.п. До этого регулятор неоднократно откладывал решение, опасаясь реакции рынков. Определенности относительно дальнейших действий ФРС нет: по словам Дж.Йеллен, не следует ожидать, что в дальнейшем ставки будут увеличиваться регулярно;	▼ ▲ Нейтральное
▪ Решение по бюджету на 2016 г. было принято лишь в конце 4к15. Для предотвращения остановки работы правительства США принимались временные бюджетные законы. Итоговый документ стал компромиссным для демократов и республиканцев: в нем сохранились положения о социальных и военных расходах, при этом впервые за 40 лет бюджет включает снятие запрета на экспорт нефти;	▼ ▲ Смешанное
▪ Вопрос потолка госдолга США отсрочен до марта 2017 г., в то время как текущий потолок госдолга в \$18,1 трлн. мог быть достигнут уже 03.11.15;	▲ Умеренно позитивное
▪ Корпоративная отчетность за 3к15 была смешанной. Данные банковского сектора указывают на снижение клиентской активности и продолжающееся ухудшение рентабельности капитала;	▼ ▲ Смешанное
▪ ВВП США в 3к15 вырос на 2,0% к/к в годовом выражении, но индикаторы деловой активности были преимущественно хуже ожиданий, динамика промппроизводства разочаровала. Розничные продажи также были хуже прогнозов. Безработица опустилась до отметки 5,0%, что стало минимальным уровнем с 2008 г., еженедельное число первичных заявок на пособие по безработице снизилось до минимумов с 2000 г.	▼ ▲ Смешанное
Экономика Европы демонстрирует слабый рост, ЕЦБ не спешит расширять стимулирование:	
▪ ВВП Еврозоны в 3к15 увеличился на 1,6% г/г и 0,3% к/к, что оказалось хуже ожиданий. Индикаторы деловой активности были существенно выше пороговых 50 пунктов, однако рост промышленного производства колебался вблизи нулевой отметки. Годовая инфляция также была практически нулевой, а розничные продажи демонстрировали отрицательную динамику;	▼ ▲ Смешанное
▪ По итогам декабря заседания ЕЦБ сохранил базовую учетную ставку без изменений и понизил депозитную ставку с -0,2% до -0,3%. Программа выкупа активов была продлена в прежнем объеме (60 млрд. евро ежемесячно) до марта 2017 г. При этом участники рынка ожидали более активных мер со стороны регулятора.	▼ ▲ Смешанное
Народный банк Китая расширяет стимулы на фоне замедления экономики, состояние финансовых рынков по-прежнему вызывает опасение:	
▪ Рост ВВП Китая в 3к15 замедлился до 6,9% г/г. Ожидается, что по итогам 2015 г. рост китайской экономики будет менее 7%, а в 2017 г. может снизиться до менее 6,5%. Рост промышленного производства обновил долгосрочные минимумы (+5,6% г/г в октябре), динамика розничных продаж была позитивной после прохождения минимума в 1п15. Экспорт и импорт снижаются г/г;	▼ Умеренно негативное
▪ Народный банк Китая понизил ставки по постоянной программе кредитования: overnight с 4,5% до 2,75% и 7-дневную с 5,5% до 3,25%. Ранее этот инструмент, введенный в 2013 г., использовался редко как экстренный способ предоставления залогового финансирования коммерческим банкам. Теперь предполагается, что финансирование по указанным ставкам будет доступно в любое время и станет ориентиром для межбанковского рынка. Кроме того, снижены ставки по операциям 7-дневного РЕПО и обратного РЕПО;	▲ Умеренно позитивное
▪ В 2п15 регулятор снизил курс юаня к доллару на 4,5% – до 6,49 юаней за доллар, что стало минимальным значением с мая 2011 г.;	▼ ▲ Нейтральное
▪ Снижение ЗВР Китая по сравнению с пиком в середине 2014 г. составило порядка \$500 млрд. или более 10%. Goldman Sachs оценивает китайские вложения в поддержку рынка в июле-августе в \$234 млрд. Большая роль госструктур Китая в стабилизации рынка вызывает опасение по поводу устойчивости дальнейшего роста котировок;	▼ Умеренно негативное
▪ Оборот операций РЕПО с китайскими облигациями в 3к15 достиг рекордных \$24,65 трлн., что почти вдвое больше, чем в 3к14. Кредиты, выданные под залог облигаций, в 2,5 раза превосходят размер рынка облигаций в Китае (\$7 трлн.). Высказываются опасения, что на рынке облигаций формируется пузырь, аналогичный пузырю на рынке акций (перед обвалом рынка кредиты, выданные на покупку акций, достигали 9% free-float), но, в отличие от рынка акций, участники репо – институциональные инвесторы. Повышение ставок Народным банком может спровоцировать новый обвал и волну банкротств в финансовом секторе.	▼ Умеренно негативное

Экономики развивающихся стран под давлением, ситуация в мировой торговле близка к кризисной:

- По подсчетам S&P, количество корпоративных дефолтов на развивающихся рынках в 2015 г. увеличилось на 40% и стало максимальным с 2009 г. Финансовые проблемы наблюдаются в первую очередь у азиатских компаний; ▼ Умеренно негативное
- Аргентина перевела национальную валюту в свободное плавание. В момент объявления курс аргентинского песо рухнул более чем на 40%; ▼ ▲ Смешанное
- Нацбанк Казахстана повысил базовую ставку – однодневную ставку РЕПО – с 12% до 16%, а также сузил коридор ставок по предоставлению и изъятию ликвидности. Кроме того, регулятор решил минимизировать свое участие на внутреннем валютном рынке в целях сохранения золотовалютных резервов. Ослабление тенге к доллару с начала года было почти двукратным; ▼ ▲ Смешанное
- ЦБ Азербайджана ввел плавающий курс маната, что привело к падению курса в 1,5 раза в 4к15; ▼ ▲ Смешанное
- По прогнозам ОЭСР, темпы роста мировой торговли в 2015 г. не превысят 2%, что сопоставимо с периодами глобальной рецессии; ▼ Негативное
- Индекс стоимости фрахта сухогрузов Baltic Dry обновил исторический минимум в 4к15, опустившись на 40% с начала года. ▼ Негативное

Цена нефти Brent упала на 23% в 4к15, обновив минимум 2008 г. около \$36 за баррель, в 1к16 нефть опустилась ниже \$30:

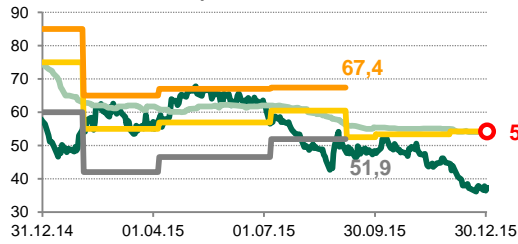
- Пессимизм на нефтяном рынке нарастал: аналитики неоднократно снижали прогнозы по ценам на нефть, ожидается, что в 2016 г. переизбыток нефти сохранится. К концу года игроки нефтяного рынка США начали скупать опционы пут со страйковой ценой \$30 за баррель и ниже; ▼ Негативное
- По итогам заседания ОПЕК 04.12.15 решения по квотам объявлено не было, объем добычи странами ОПЕК остается на прежнем уровне. В ноябре квота была превышена на 2,1 млн. бар./сут., а добыча ОПЕК достигла максимума последних трех лет – 31,7 млн. бар./сут.; ▼ Негативное
- Саудовская Аравия готова сокращать объемы добычи нефти при условии, что объемы снизят Иран, Ирак, Россия, Казахстан, Мексика и Оман. Однако пока координация добычи нефти на таком уровне представляется маловероятной. Иран, наоборот, готов нарастить предложение нефти на 0,5 млн. бар./сут. в течение недели после снятия санкций, и еще на 1 млн. бар./сут. через 6 месяцев после снятия санкций; стратегическая цель Ирана – добывать по 4,7 млн. бар./сут. к 2021 г.; ▼ Умеренно негативное
- Крупные нефтяные компании продолжают разработку шельфа Мексиканского залива: добыча в регионе за 2014–2016 гг. вырастет почти на 300 тыс. бар./сут. – до 1,6 млн. бар./сут.; ▼ Умеренно негативное
- Запасы нефти в США в 4к15 возобновили рост и в декабре достигли исторического максимума для этого времени года с 1930г. – 490,7 млн. бар. Число активных буровых установок в США сократилось в 4к15 на 16%, за 2015 г. их число уменьшилось почти в 3 раза; ▼ ▲ Смешанное
- Крупные нефтяные компании, в т.ч. Exxon, Shell, Total и Eni, в 4к15 закупили саудовскую нефть вместо российской для своих НПЗ в Европе; И. Сечин считает, что Саудовская Аравия «демпингует». ▼ Умеренно негативное

В условиях негативной конъюнктуры Банк России предпочел не снижать ключевую ставку, чтобы избежать дополнительного инфляционного давления на экономику:

- ЦБ РФ принял решение не снижать ключевую ставку на фоне увеличения инфляционных рисков при сохранении рисков охлаждения экономики. Кроме того, регулятор объявил, что с 01.01.16 значение ставки рефинансирования будет приравнено к ключевой ставке; ▼ Умеренно негативное
- Росстат оценил падение ВВП в 3к15 на уровне 4,1% г/г против 4,6% в 2к15. По итогам 9м15 ВВП снизился на 3,7% г/г. В большинстве отраслей темпы падения замедлились по сравнению с 2к15, в сегменте добычи полезных ископаемых наблюдался рост. Оборот розничной торговли в ноябре установил новый рекорд падения с 1999 г. – 13,1% г/г; ▼ ▲ Смешанное
- Бюджет на 2016 г. предусматривает отсрочку на 1 год снижения экспортной пошлины на нефть (+197 млрд. руб.), повышение НДС для Газпрома (+100 млрд. руб.), заморозку отчислений в пенс.накопления в 2016 г. (+342 млрд. руб.), снижение субсидий госкомпаниям (+150 млрд. руб.), привлечение из резервного фонда 2,1 трлн. руб. на финансирование дефицита (2,8% ВВП) и возможность дополнительно привлечь из резервного фонда еще 0,5 трлн. руб. Участники нефтяного рынка опасаются, что меры, анонсируемые как разовые, будут повторно применены в 2017 г.: экспортная пошлина на нефть вырастет с запланированных 200 млрд. руб. до 450 млрд. руб.; ▼ ▲ Смешанное
- МЭР планирует подготовить в январе уточненный прогноз на 2016 г. с учетом более низкой цены на нефть. Минэнерго попросило нефтяные компании подготовить стресс-сценарий развития при цене на нефть на уровне \$30 за баррель; ▼ Умеренно негативное
- МВФ признало долг Украины перед РФ по еврооблигациям суверенным, а не коммерческим. Правительство Украины объявило мораторий на выплату этого долга (\$3 млрд.) и на выплаты украинских компаний российским банкам на \$507 млн. Представители РФ заявляют, что в случае непогашения долга Россия обратится в суд; ▼ ▲ Нейтральное
- S&P ожидает в 2016-2017 гг. пик корпоративных дефолтов в России. Ожидается, что в 2016 г. проблемные долги банков достигнут 20-25% портфеля, резервные отчисления составят 4-4,5%. Убытки банковского сектора в 2015 г. оцениваются в 50-70 млрд. руб., а без учета Сбербанка – 250-270 млрд. руб. Для сохранения достаточности капитала в 2016 г. банкам потребуются вливания в капитал 1 уровня в размере 850 млрд. руб. Если отчисления в резервы увеличатся, потребность в капитале может достичь 1,3 трлн. руб. ▼ Умеренно негативное

Ключевые показатели и наши прогнозы в 2015 году

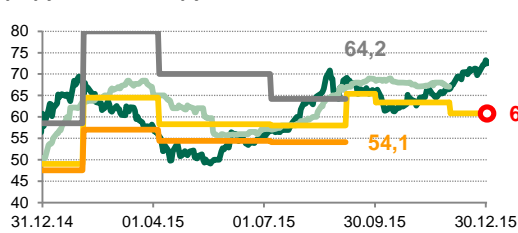
Динамика цен на нефть



- Нефть Brent, \$/баррель
- Цена Brent в 2015г - консенсус Bloomberg
- Цена Brent в 2015г (средняя) - базовый прогноз ДОПИ
- Цена Brent в 2015г (средняя) - пессим. прогноз ДОПИ
- Цена Brent в 2015г (средняя) - оптим. прогноз ДОПИ

Рынок нефти начал 2015 г. с падения котировок, а в 2п15 негативная динамика усилилась. Аналитики неоднократно понижали оценки средней цены на 2015 г. В целом события развивались в рамках нашего пессимистичного прогноза.

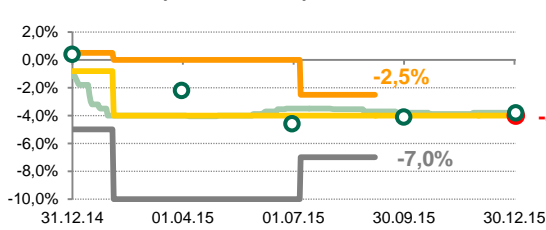
Курс рубля к доллару США



- Курс рубль/доллар
- Курс руб./долл. на кон. 2015г - консенсус Bloomberg
- Руб./долл. в 2015г (средний) - базовый прогноз ДОПИ
- Руб./долл. в 2015г (средний) - пессим. прогноз ДОПИ
- Руб./долл. в 2015г (средний) - оптим. прогноз ДОПИ

Динамика валютного курса в 2015 г. повторяла колебания нефтяных котировок.

Рост ВВП РФ в реальном выражении

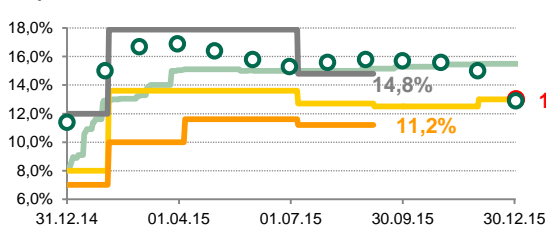


- Реальный рост ВВП РФ, % г/г
- ВВП РФ в 2015г - консенсус Bloomberg
- ВВП РФ в 2015г - базовый прогноз ДОПИ
- ВВП РФ в 2015г - пессим. прогноз ДОПИ
- ВВП РФ в 2015г - оптим. прогноз ДОПИ

По предварительным оценкам МЭР, ВВП РФ в 4к15 сократился в реальном выражении на 3,8% г/г. По итогам 2015 года спад оценивается на уровне 3,7% против роста на 0,7% в 2014 г.

* Предварительная оценка динамики ВВП для 4к15 по данным МЭР

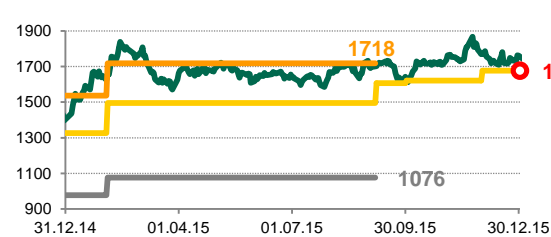
Инфляция г/г



- Инфляция в РФ, % г/г
- Инфляция РФ в 2015г - консенсус Bloomberg
- Инфляция РФ в 2015г - базовый прогноз ДОПИ
- Инфляция РФ в 2015г - пессим. прогноз ДОПИ
- Инфляция РФ в 2015г - оптим. прогноз ДОПИ

Инфляция в РФ по итогам декабря замедлилась до 12,9% г/г, практически совпав с нашим прогнозом. В начале 2016 г. годовая инфляция продолжит снижаться за счет высокой базы.

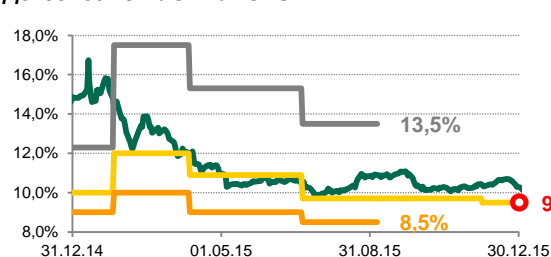
Индекс ММВБ



- Индекс ММВБ
- Индекс ММВБ в 2015г - базовый прогноз ДОПИ
- Индекс ММВБ в 2015г - пессим. прогноз ДОПИ
- Индекс ММВБ в 2015г - оптим. прогноз ДОПИ

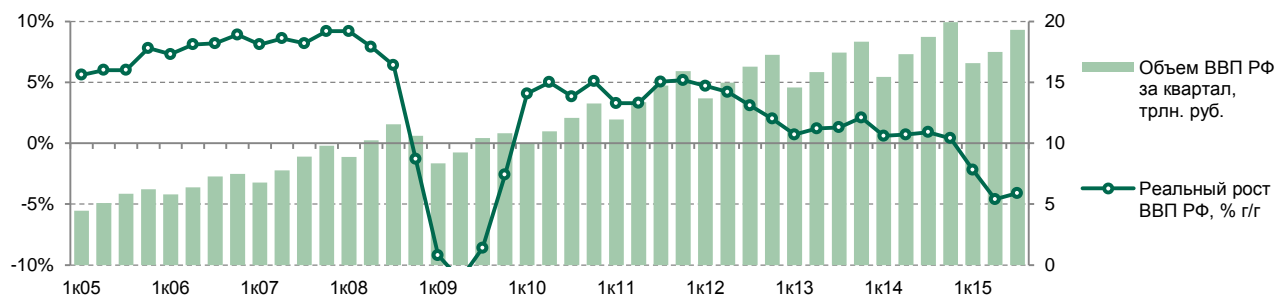
Ослабление рубля в 2015 г. толкало индекс ММВБ вверх благодаря высокой доле экспортно-ориентированных компаний.

Доходность 1-летних ОФЗ

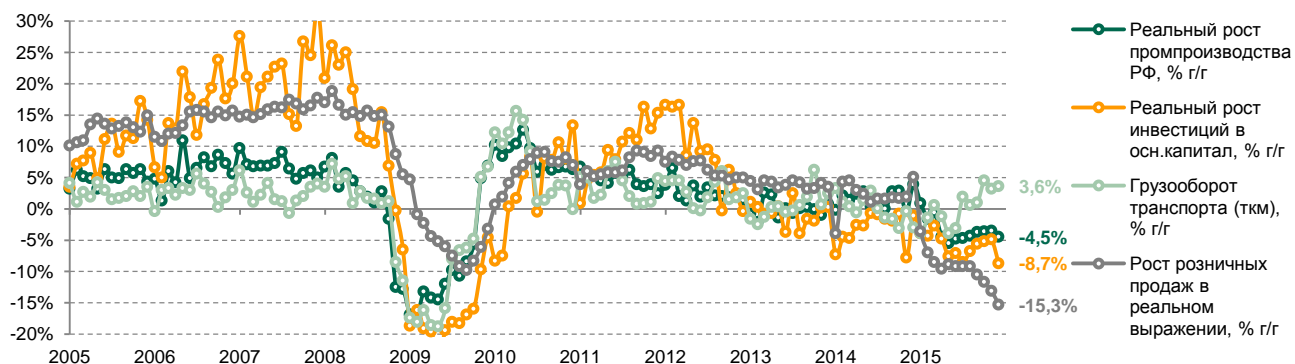


- ОФЗ 1 год
- ОФЗ 1 год в 2015г - базовый прогноз ДОПИ
- ОФЗ 1 год в 2015г - пессим. прогноз ДОПИ
- ОФЗ 1 год в 2015г - оптим. прогноз ДОПИ

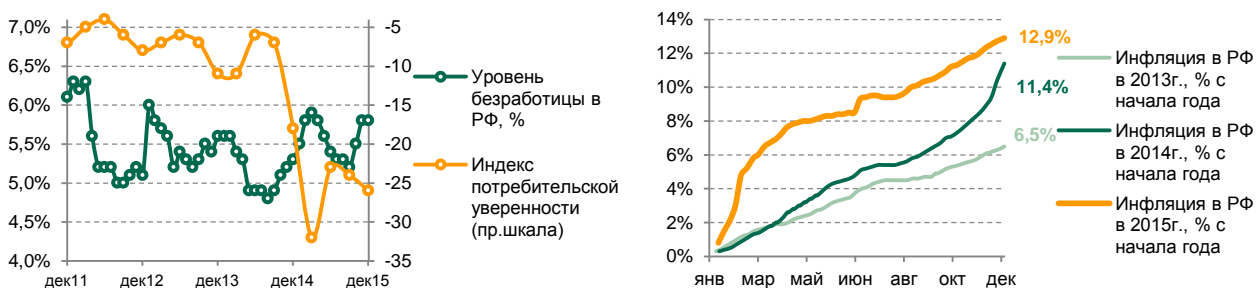
Динамика доходностей на долгом рынке в 1п15 отражала действия Банка России по снижению ключевой ставки. Ухудшение внешних условий в 2п15 привело к стабилизации доходностей 1-летних ОФЗ на уровне выше 10%.

Основные макроэкономические индикаторы в 4 квартале 2015 года

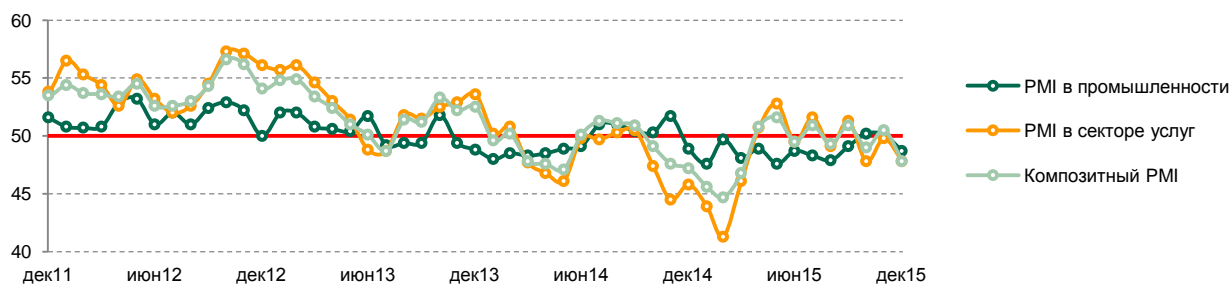
- Падение ВВП РФ в 3к15 составило 4,1% г/г против 4,6% в 2к15 и 2,2% в 1к15. По предварительным оценкам МЭР, экономика РФ в 4к15 сократилась на 3,8% г/г, а по итогам 2015 г. в целом Росстат оценил снижение ВВП в 3,7% в реальном выражении. Ожидается, что пик кризиса в экономике был пройден в 2015 г. и на фоне низкой базы динамика показателя в 2016 г. будет менее драматичной, однако прогнозы на текущий год продолжают ухудшаться.



- Ежемесячная статистика была негативной. Промышленное производство по итогам 2015 г. снизилось на 3,4%, что стало первым годом падения после 2009 г. Инвестиции в основной капитал находятся в отрицательной зоне третий год подряд. На фоне высокой инфляции оборот розницы упал на 10% по итогам года, а в декабре темпы падения достигли рекордных 15,3% г/г, падение реальных зарплат достигло в декабре 10% г/г.

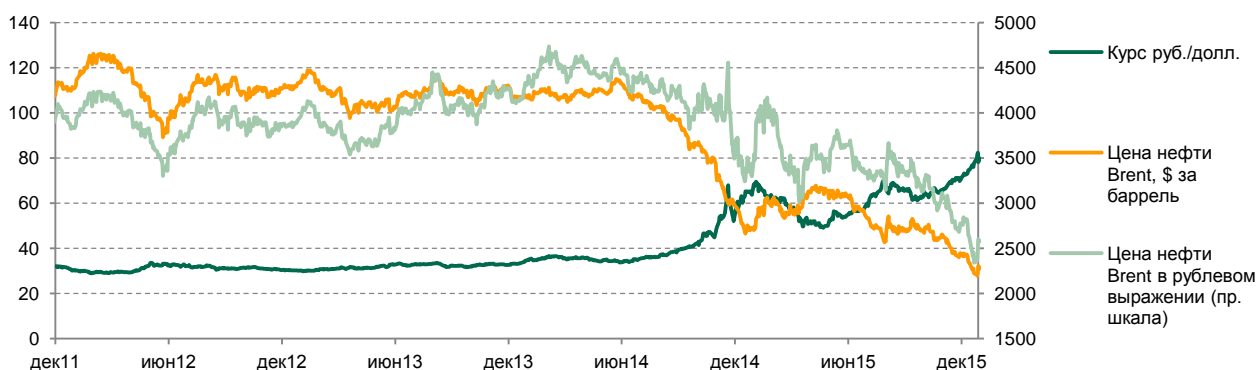


- Потребительская инфляция на протяжении 2015 г. держалась на уровне выше 15% г/г, только в декабре замедлившись до 12,9%. Благодаря эффекту высокой базы инфляция продолжит снижаться в начале 2016 г., однако очередная волна ослабления рубля в конце 2015 – начале 2016 гг. будет оказывать негативное воздействие на ценовую динамику.

Индексы деловой активности

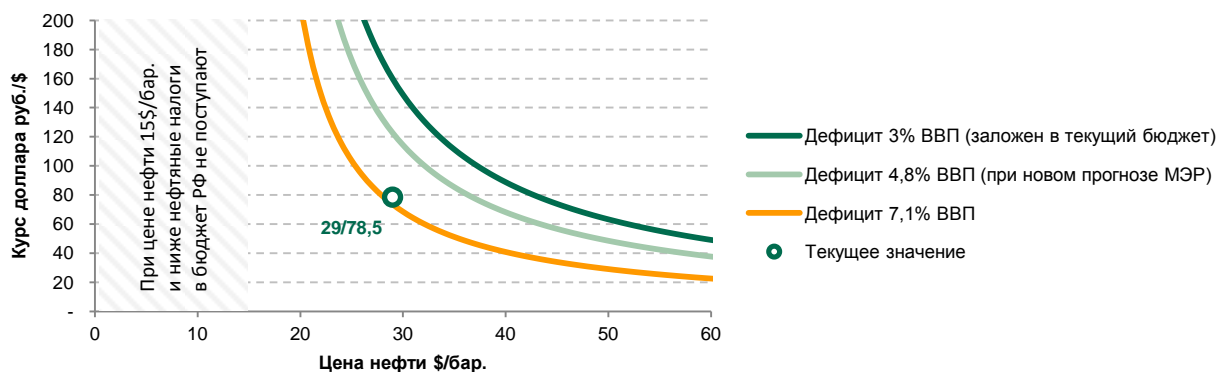
- Индекс деловой активности в промышленности на протяжении 2015 г. был ниже отметки в 50 пунктов, что указывает на спад. Аналогичный индекс в сфере услуг колебался вблизи пограничной отметки после значительной просадки в конце 2014 – начале 2015 гг.

Динамика цены на нефть и курса рубля



- Очередная волна падения нефтяных цен на фоне увеличения запасов и слабости мирового спроса на энергоресурсы перечеркнула все надежды на стабилизацию сырьевых рынков. По итогам 2015 г. цена на нефть сорта Brent снизилась на 35%, обновив минимумы с 2008-2009 гг. В январе 2016 г. негативная динамика продолжилась.
- Ослабление рубля при этом не полностью компенсировало просадку нефти: рублевая цена на нефть опустилась в январе 2016 г. до около 2500 руб. за баррель, что существенно ниже заложенных в бюджет 2016 г. уровней в 3100-3200 руб./барр.
- Согласно информации в СМИ, МЭР готовит новый макропрогноз на 2016 г., который будет исходить из среднегодовой цены на нефть в \$40 за баррель. При этом средний курс рубля составит 68,2 руб. за доллар США. По нашей оценке, если остальные параметры федерального бюджета РФ останутся без изменений, новые предпосылки МЭР будут соответствовать дефициту бюджета в 4,5-5,0% ВВП. Сценарий, при котором ограничение на размер дефицита бюджета в 3% ВВП не выполнится, представляется нам весьма вероятным.

Соотношение курса рубля и цены на нефть, необходимое для сохранения* заданного дефицита бюджета в 2016 г.



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

Ключевые события в ближайшее время

- ФРС США начала цикл повышения ключевой ставки в конце 2015 г., и, вероятно, в течение этого года предпримет новые шаги в этом направлении. Поскольку низкая инфляция в США обусловлена в том числе падением нефтяных цен, значимость данных по рынку труда при определении политики регулятора повышается, а благоприятная статистика по безработице позволяет более активно повышать ставку. При этом ФРС вполне однозначно указывает, что какой-либо четкий график по повышению базовой ставки сейчас отсутствует, и осторожность в ужесточении политики будет сохраняться.
- Европейская экономика сохраняет слабость, и мы предполагаем, что ЕЦБ может объявить о дополнительных стимулах уже в 1п16. Кроме того, нельзя исключать в 2016 г. обострение политических противостояний в Европе на фоне роста числа мигрантов из ближневосточного региона и террористических угроз.
- Китайская экономика продолжит замедляться в 2016 г., что, наряду со слабостью Еврозоны, будет оказывать давление на спрос на энергоресурсы. Народный банк Китая, вероятно, не прекратит попытки стимулирования экономики и стабилизации финансовых рынков, и продолжит вливать новую ликвидность. В результате финансовые рынки в регионе будут подвержены высокой волатильности, а риски возникновения пузырей сохранятся.
- Крайне высокая неопределенность сохраняется в отношении рынка нефти. Снятие санкций с Ирана добавит около 0,5 млн. барр./сут. к предложению нефти; дополнительным фактором давления может стать экспорт нефти из США. Несмотря на сигналы о возможном сокращении добычи в ряде стран, мировой уровень запасов нефти остается крайне высоким, что также поддерживает предложение на рынке.

Консенсус-прогноз ключевых экономических параметров в 2016 г.

	1к16	2к16	3к16	4к16
Цена на нефть Brent, \$/барр.	35,7	40,0	45,0	50,0
Экономика США				
Рост ВВП, % г/г	2,5%	2,2%	2,4%	2,5%
Инфляция, % г/г	1,4%	1,3%	1,5%	1,9%
Безработица, %	4,9%	4,8%	4,8%	4,7%
Базовая ставка ФРС, %	0,65%	0,85%	1,00%	1,25%
Экономика Еврозоны				
Рост ВВП, % г/г	1,4%	1,5%	1,6%	1,7%
Инфляция, % г/г	0,4%	0,2%	0,8%	1,1%
Безработица, %	10,6%	10,4%	10,3%	10,2%
Ключевая ставка ЕЦБ, %	0,05%	0,05%	0,05%	0,05%
Курс евро/доллар	1,06	1,04	1,05	1,04
Экономика Китая				
Рост ВВП, % г/г	6,7%	6,6%	6,5%	6,5%
Курс юань/доллар	6,60	6,65	6,71	6,78

Источник: Bloomberg

- Экономическая ситуация в РФ остается под влиянием негативной внешней конъюнктуры. Несмотря на замедление инфляции в годовом выражении до менее 10% г/г уже в 1к16, возможности Банка России по снижению ключевой ставки будут ограничены слабостью рубля. Мы полагаем, что регулятор с большой долей вероятности воздержится от изменения ключевой ставки в 1п16 и сконцентрируется на управлении ликвидностью.
- Актуализация макроэкономического прогноза МЭР на 2016 г. повлечет пересмотр бюджетных параметров. Сообщается, что ведомства уже получили распоряжение проанализировать сценарий сокращения расходов на 10%, однако мы полагаем, что наиболее вероятным остается сценарий с увеличением дефицита бюджета выше запланированных 3% ВВП. Минфин включил в план на 2016 г. внешние заимствования на \$3 млрд. и внутренние займы на 800 млрд. руб., однако данные цифры могут быть пересмотрены в сторону повышения.

Прогноз макроэкономических параметров

- Консенсус-прогноз Bloomberg по росту ВВП РФ на 2016 г. составляет -0,5%. Среднегодовая инфляция при этом ожидается на уровне 8,0%, а курс рубля к концу года прогнозируется чуть выше 69 руб./\$. Мы отмечаем, что диапазон оценок по экономике РФ довольно широк, но на текущий момент среди аналитиков преобладает тенденция к ухудшению прогнозов: так в декабре ожидался нулевой рост ВВП в 2016 г., а в конце 3к15 прогноз составлял +0,3-0,5%.

Консенсус-прогноз по экономике РФ в 2016 г.

	1к16	2к16	3к16	4к16	2016	минимум* 2016	максимум* 2016
Цена на нефть Brent, \$/барр.	35,7	40,0	45,0	50,0	43,0	-	-
Рост ВВП, % г/г	-2,2%	-0,7%	-0,4%	0,2%	-0,5%	-1,7%	0,8%
Инфляция, % г/г	8,3%	8,6%	8,0%	7,5%	8,0%	6,4%	10,9%
Курс рубль/доллар	74,0	74,8	72,4	70,8	-	56,0	86,0

* среди всех оценок аналитиков

Источник: Bloomberg

- Структура нефтегазовых доходов бюджета РФ такова, что при цене нефти в \$15/барр. НДС и экспортные пошлины на нефть упадут до нуля. Это прежде всего означает, что девальвация рубля не сможет компенсировать для бюджета снижение нефтегазовых доходов, а следовательно, при дальнейшем снижении цен на нефть корреляция рубля и нефти будет ослабевать. Кроме того, мы предполагаем, что невозможность моментальной компенсации просадок нефти через курс рубля приведет к тому, что соответствующая компенсация для бюджета будет отложенной во времени: если в 1п16 рублевая цена на нефть и нефтегазовые доходы бюджета сформируются ниже заложенного в годовой бюджет уровня, то в 2п16 девальвация (или замедленное укрепление) рубля выразится в росте рублевой цены нефти выше бюджетного уровня. Другими словами, при столь низких ценах на нефть курс рубля реагирует на движения нефтяного рынка с запозданием: дальнейшее снижение долларовых цен на нефть будет приводить к снижению рублевой цены нефти, а стабилизация и восстановление нефтяного рынка будут сопровождаться ростом рублевой цены.
- **В рамках базового сценария на 2016 г.** мы прогнозируем среднегодовую цену нефти около \$35/барр., при этом средняя цена в 1п16 может сохраниться на уровне менее \$30/барр. Мы ожидаем, что в условиях неопределенности на нефтяном рынке 1п16 курс рубля к доллару будет колебаться в диапазоне 80-90 руб./\$, а к концу года (по мере улучшения ситуации) рубль укрепится до 70-75 руб./\$. Это позволит свести бюджет с плановым дефицитом в 3% ВВП

(или несколько большим), который будет профинансирован за счет внутренних и внешних госзаимов, а также частичного сокращения резервного фонда.

- Наш базовый сценарий предполагает, что снижение ВВП РФ в 2016 г. будет в пределах 1%, а потребительская инфляция к концу года снизится до 8,0%. При этом стабилизация ситуации в 2п16 позволит ЦБ смягчить монетарную политику: ключевая ставка к концу 2016 г. может быть снижена до 10%, что в свою очередь приведет к снижению доходностей на долговых рынках по итогам года. При этом в рамках рыночной волатильности в 1п16 мы не исключаем и кратковременного роста доходностей.
- **В пессимистичном сценарии** мы исходим из вероятности того, что цены на нефть на протяжении всего 2016 г. будут колебаться около \$25-30/барр., с возможностью краткосрочных просадок ниже \$20/барр., а среднегодовая цена сформируется на уровне \$26/барр. В таких условиях рубль ослабнет до 100 руб./\$, инфляция по итогам года превысит 10%, а падение ВВП достигнет 2,5%. ЦБ, вероятно, повысит ставку, но этот шаг будет скорее индикативным – мы не закладываем повышение ключевой ставки в пессимистичном сценарии более 12%. Соответственно рост доходностей на долгом рынке будет носить умеренный характер.
- Пессимистичный сценарий подразумевает, что нефтегазовые доходы бюджета окажутся существенно ниже запланированных, несмотря на ослабление рубля. Такая ситуация с высокой вероятностью будет означать необходимость очередного раунда сокращения бюджетных расходов, при этом дефицит бюджета все равно превысит плановый уровень в 3%, резервный фонд будет потрачен уже к концу 2016 – началу 2017 г., а объем государственных заимствований увеличится.
- **В оптимистичном сценарии** мы закладываем восстановление цен на нефть до \$55/барр. к середине 2016 г. на фоне скоординированных мер по снижению добычи нефти в мировом масштабе и более значительного роста спроса на энергоресурсы. Рубль укрепится до 60-65 руб./\$ к концу года, инфляция будет в пределах 6,0-6,5%, динамика ВВП станет положительной. При этом рублевая цена нефти заметно превысит заложенный в бюджет показатель, излишки нефтегазовых доходов будут направлены на пополнение резервного фонда, а Банк России будет более активно снижать ключевую ставку и возобновит покупку валюты в резервы, что сдержит укрепление рубля.

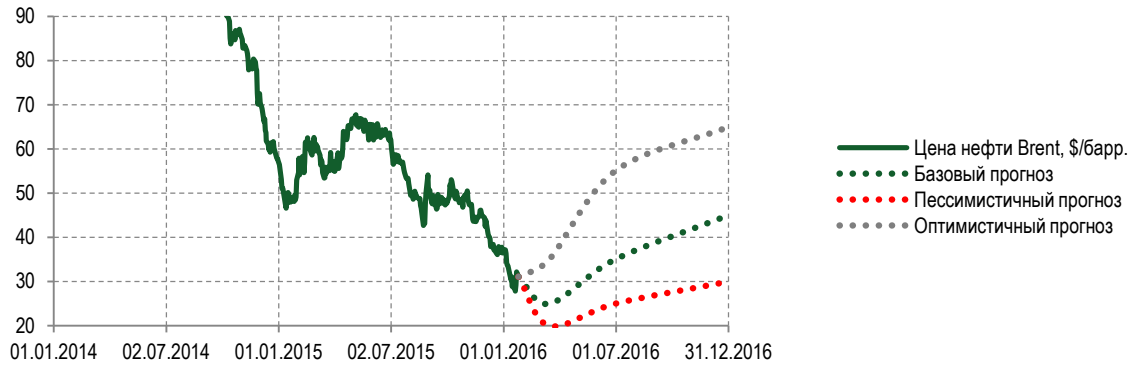
Сценарный прогноз ключевых экономических индикаторов РФ в 2016 г.

	2012	2013	2014	2015	Прогноз на 2016		
					базовый	пессим.	оптим.
Вероятности сценариев					55%	30%	15%
Реальный рост ВВП, %	3,4%	1,3%	0,6%	-3,7%	-1,0%	-2,5%	0,5%
Рост инвестиций в осн. капитал, %	6,7%	-0,3%	-2,5%	-8,4%	0,0%	-5,0%	10,0%
Рост промышленного производства, %	2,6%	0,3%	1,7%	-3,4%	0,0%	-3,0%	3,0%
Инфляция, % (декабрь к декабрю)	6,6%	6,5%	11,4%	12,9%	8,0%	10,8%	6,5%
Уровень безработицы, %	5,7%	5,5%	5,0%	5,5%	5,7%	-	-
Реальный рост заработной платы, %	7,8%	5,2%	1,3%	-9,5%	3,0%	-2,6%	5,9%
Рост оборота розничной торговли, %	5,9%	3,9%	2,5%	-10,0%	2,0%	-	-
Цена нефти Brent, \$/барр. (средняя за период)	111,6	107,9	99,4	53,6	34,9	26,1	50,0
Курс рубль/доллар (среднее за период)	31,1	31,9	38,6	61,3	80,1	96,8	68,5
Курс рубль/доллар (на конец года)	30,5	32,9	60,7	72,5	73,3	103,3	61,5

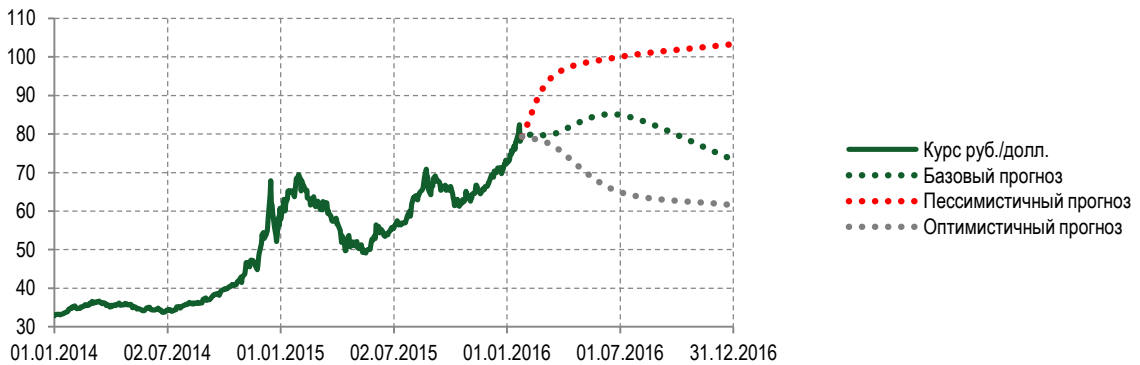
Сценарный прогноз динамики финансовых рынков в 2016 г.

	2012	2013	2014	2015	Прогноз на 2016		
					базовый	пессим.	оптим.
Ключевая ставка ЦБ (1-нед. РЕПО), %	5,5%	5,5%	17,0%	11,0%	10,0%	12,0%	8,0%
Ставка по депозитам (1 год) в банках 1 эшелона	-	7,4%	17,0%	10,8%	8,5%	14,0%	6,5%
Доходность 1-летних ОФЗ, % (на конец года)	6,2%	6,0%	14,9%	10,3%	8,7%	12,7%	7,8%
Доходность 5-летних ОФЗ, % (на конец года)	6,5%	7,2%	15,3%	9,9%	9,0%	11,6%	8,4%
Доходность 1-летних корпоративных облигаций 1 эшелона (на конец года)	7,7%	7,7%	16,0%	11,2%	10,0%	13,9%	9,2%
Индекс Cbonds (на конец года)	337,3	367,4	368,0	432,7	460-480	450-475	465-490
- рост, % (декабрь к декабрю)	9,1%	8,9%	0,1%	17,6%	+6-11%	+4-10%	+7-13%
Индекс ММВБ (на конец года)	1475	1504	1397	1761	1650-1750	1100-1300	1900-2100
- рост, % (декабрь к декабрю)	5,2%	2,0%	-7,1%	26,1%	-6-0%	-38-26%	+8-19%
Композитный индекс ПР (20% ММВБ + 80% IFX-Cbonds)	8,3%	7,5%	-1,3%	19,3%	+4-9%	-4-3%	+8-14%

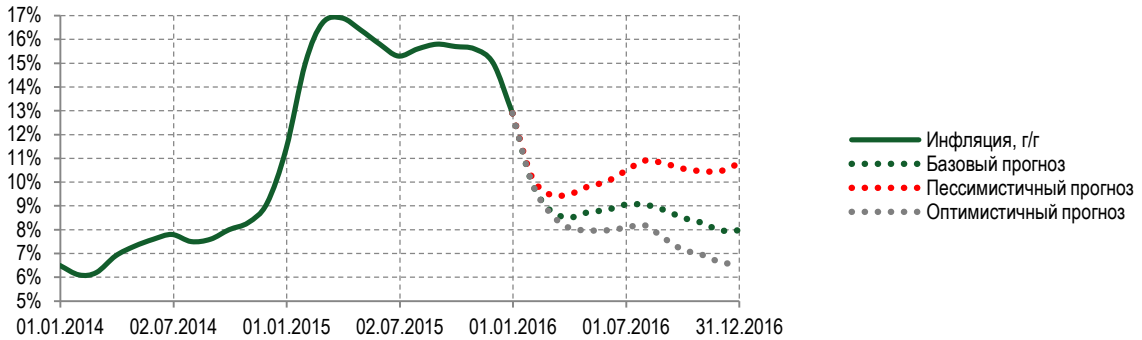
Прогноз динамики цен на нефть



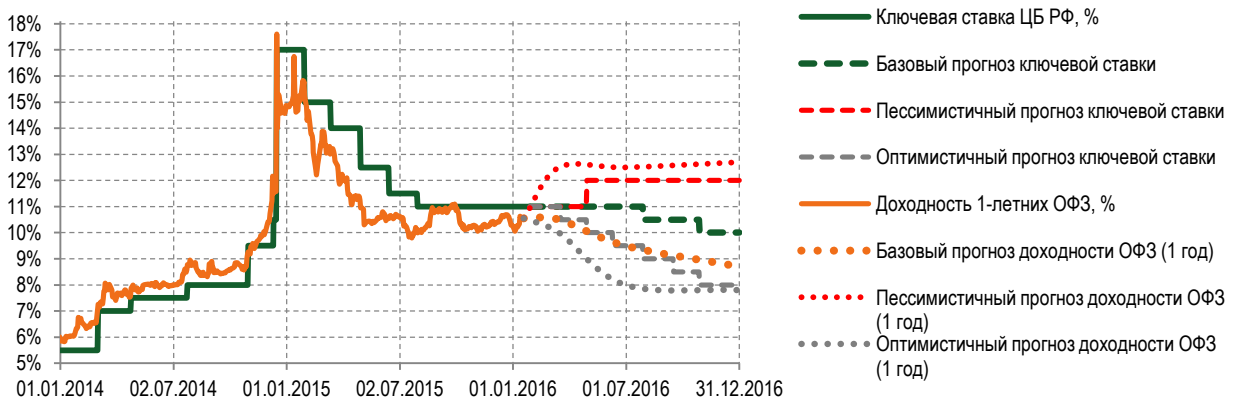
Прогноз курса рубля



Прогноз инфляции



Прогноз ключевой ставки ЦБ и доходности 1-летних ОФЗ



Исп.: Андреянова Е.