

Главное    Макро    Валюта    Ставки    Специальная тема

## Осень светлая даль

Похоже, как на мировых площадках, так и на локальном рынке неопределенность постепенно развеивается: ЕЦБ четко обрисовал свою будущую программу, ФРС поднимет ставку в декабре вне зависимости от нового руководителя, для России конкретизировались санкции...

ФОРВАРДНЫЕ КОТИРОВКИ	1 МЕС	3 МЕС	6 МЕС
USD/RUB	58.43	58.97	59.75
EUR/RUB	68.18	69.08	70.37

СТАВКИ	ЗНАЧ.	MAX 12М	MIN 12М
MosPrime ON (%)	8.3	10.54	8.16
MosPrime 3М (%)	8.38	10.65	8.50
Libor 3М (%)	1.377	1.378	0.876
Euribor 3М (%)	-0.331	-0.311	-0.332
Treasuries 10Y benchmark (%)	2.390	2.6258	1.7762
Russia CDS 5yr	129.05	241.67	127.99

ФОНДОВЫЕ ИНДЕКСЫ/СЫРЬЕ	ЗНАЧ.	MAX 12М	MIN 12М
RTSI	1124.54	1195.61	960.32
MICEX	2074.25	2285.43	1817.82
S&P 500	2575.26	2580.71	2085.18
DAX	13229.57	13217.54	10259.13
Brent	61.30	60.40	44.50
Gold	1275.38	1349.22	1128.38

## Макро

- Российская экономика: границы возможного
- Нефть: светлое будущее «черного золота»

## Валюта

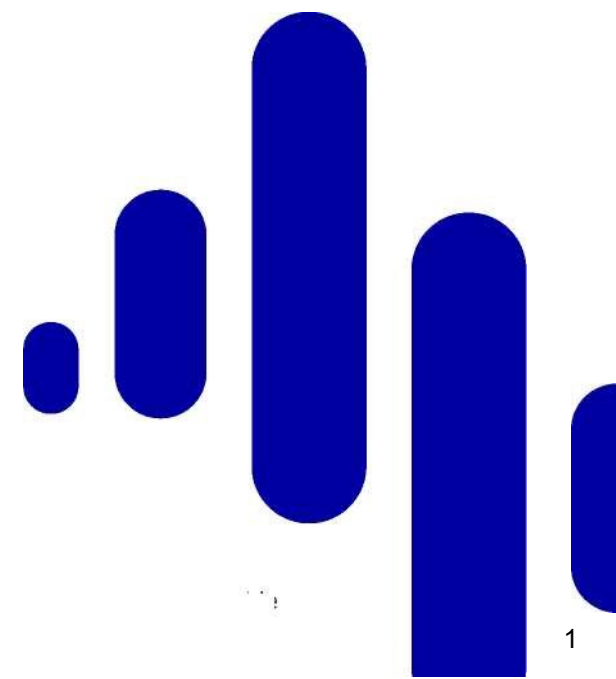
- Рубль на перепутье между ценами на нефть и ставками ЦБ

## Ставки и денежный рынок РФ

- Чего ждать от нейтральной политики ЦБ?

## Специальная тема

- Новые старые санкции



### Глобальная экономика

Прошедшие полтора месяца были весьма насыщены событиями на мировых финансовых рынках. В центре внимания оставались действия центральных банков по обе стороны Атлантики, которые в итоге привели к смене тренда в паре EURUSD. В 2018 году политика ФРС и ЕЦБ будут находиться в противофазе. В то время как в США продолжится цикл повышения ставок, ЕЦБ все еще останется на этапе масштабных вливаний ликвидности в систему.

### США

В США ФРС удалось убедить рынки в том, что в декабре произойдет еще одно повышение ставки. Вероятность данного события сейчас оценивается в более чем 80%, хотя еще в начале сентября она составляла лишь 30%. Переоценке вероятностей способствовали сильные макроэкономические данные, продолжающие поступать из США, несмотря на негативное влияние ураганов. Кроме того, в октябре спустя почти 9 лет с начала действия программы количественного смягчения ФРС, наконец, перешла к постепенному сокращению своего баланса за счет меньших объемов реинвестирования средств от облигаций, по которым наступает срок погашения. Наконец, наметились определенные шаги в направлении принятия налоговой реформы, бывшей одним из основных пунктов президентской программы Трампа. Совокупность данных факторов привела к ралли доллара в последние полтора месяца. Начав сентябрь с уровней 1.21, доллар вернулся к июльским значениям 1.165. В ближайшие месяцы сохраняется потенциал укрепления доллара. Этому будут способствовать в частности сезонные факторы сокращения долларовой ликвидности в конце года. Из ближайших факторов, способных прервать уверенное укрепление доллара, можно отметить предстоящее до конца текущей недели объявление кандидатуры нового главы ФРС. Текущий расклад сил складывается в пользу Джерома Пауэлла, считающегося приверженцем более мягкой монетарной политики. Его назначение будет иметь умеренно негативный эффект на доллар.

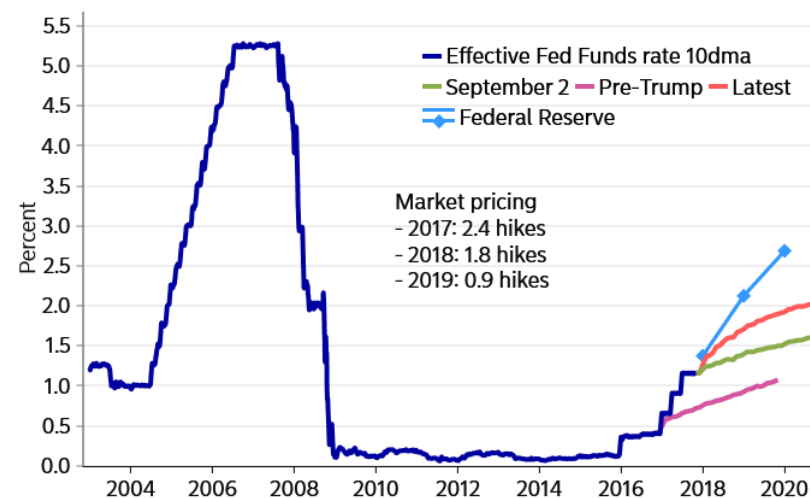
### Европа

В Еврозоне произошло ожидаемое продление программы покупки активов. Инфляция в Европе остается на уровнях существенно ниже таргета в 2%, что требует от ЕЦБ продолжения стимулирующей политики. С другой стороны, законодательно установленные максимальные доли облигаций различных стран Еврозоны, которые ЕЦБ вправе держать на балансе, создают естественные ограничения для продолжения монетарного стимулирования. В этих условиях ЕЦБ предпочел продлить программу на 9 месяцев, сократив при этом в половину её объем (с 60 до 30 млрд. евро в месяц). ЕЦБ удалось максимально смягчить для рынков первый шаг в направлении сво-

рачивания мер стимулирования. По итогам коммюнике и пресс-конференции у рынков сформировалось четкое понимание, что мягкая политика сохранится еще очень надолго, а первое повышение ставок может состояться даже позже, чем предполагалось ранее (1 квартал 2019).

Учитывая высокую степень определенности с фактором монетарной политики в Еврозоне в ближайшие недели сильные движения по паре EURUSD могут быть связаны с американскими факторами (перспективами налоговой реформы, ожиданиями по декабрьскому заседанию, фактор дефицита долларовой ликвидности в конце года). Мы видим потенциал для укрепления доллара на этом фоне до уровней 1.15.

Ожидания рынка по динамике ставок в США



Source: Nordea Markets and Macrobond

### Границы возможного

**Российская экономика уверенно восстанавливается в 2017 году, опережая наиболее оптимистичные прогнозы, датируемые началом года.** Во 2 квартале темпы роста ВВП составили 2.5% г/г, в 3 квартале отмечалось некоторое замедление, но, по оценкам Минэкономки, темпы роста все-таки остались выше 2% (2.2% г/г). Мы ожидаем, что по итогам года темпы роста могут оказаться в районе 1.9-2%, поскольку в 4 квартале их будет сдерживать негативное влияние сделки ОПЕК на добывающую промышленность из-за эффекта высокой базы 2016 года.

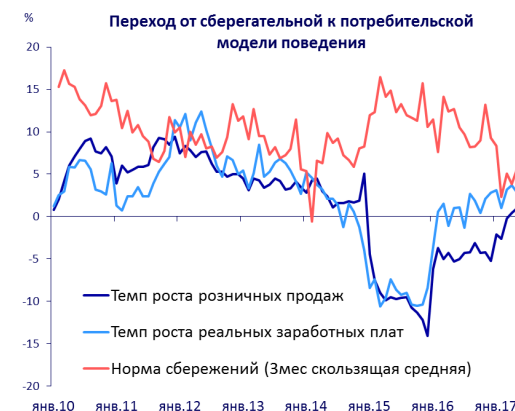
**Несмотря на уверенный выход экономики из рецессии, мы не ожидаем дальнейшего ускорения темпов роста в 2018 году.** Наш прогноз по росту ВВП на 1.8% в 2018 году базируется на ряде предпосылок:

**Частное потребление вернулось на траекторию роста, совпадающую с темпами роста заработных плат.** Исторически данная зависимость была весьма тесной, но в 2016 году уровень сберегательной активности населения оставался повышенным, что обеспечило отставание темпов роста потребления от темпов роста заработных плат. В последние месяцы разрыв между данными показателями практически исчез. В 2018 году следует ожидать возврата к историческим трендам, когда частное потребление и реальные заработные платы растут примерно одинаковым темпом. В 2017 году поддержку росту заработных плат и потребления оказывала замедляющаяся инфляция. В условиях низкой инфляции существенная индексация заработных плат в 2018 году выглядит маловероятной. При этом ожидаемое ускорение инфляции до целевого значения 4% во второй половине 2018 года будет несколько сдерживать рост потребления. При этом фактором поддержки продолжит выступать индексация зарплат

бюджетников в рамках майских указов. В этой связи динамика частного потребления будет умеренно позитивной (2,7%).

**Внутренний инвестиционный спрос также продолжит расти, но темпы роста станут более сдержанными.** Текущие высокие темпы во многом связаны с эффектом низкой базы (инвестиции начали сокращаться еще в 2013 году), а также с реализацией ряда масштабных проектов с участием государства (строительство Керченского моста и газопровода «Сила Сибири»). Для выхода на устойчивую траекторию роста необходимо улучшение настроений бизнеса. Столь важный для инвестиций индекс предпринимательской уверенности только начал выходить из отрицательной зоны. Пока он является недостающим звеном в цепочке инвестиционного роста. Несмотря на рекордные прибыли 2015-2016 гг., инвестиции продолжали падать в течение данного периода из-за повышенной экономической неопределенности. Снижение ставок и повышение доступности кредита само по себе не является достаточным условием для всплеска инвестиционной активности, поскольку с использованием кредитов финансируется лишь около 10% инвестиций. Так в 2013 году корпоративное кредитование продемонстрировало рост на 13.5% за год, при этом рост инвестиций составил лишь 1.3%. Для масштабного запуска инвестиционной активности необходимо улучшение инвестиционного климата. Определенные ожидания в направлении данных изменений связаны с подготовкой долгосрочной программы развития РФ. Различные её варианты готовятся научно-исследовательскими центрами и могут стать основой экономической повестки нового Президента. Однако с учетом того, что выборы намечены на март 2018, реализация программы может начаться не ранее второй половины 2018 года. Эффект реформ, если они будут реализованы, проявится не ранее 2019 года.

Хотя прогнозируемые значения роста ВВП весьма умеренны, стоит обратить внимание на его довольно устойчивый характер. Отсутствие видимых дисбалансов, достаточно крепкие фундаментальные показатели, более качественная макроэкономическая политика создают предпосылки для более сбалансированного роста, сменяющегося менее глубокими спадами.



	2017	2018	2019
Нефть \$/бар. (среднее)	54	57	62
<b>Рост ВВП (%)</b>	<b>2</b>	<b>1,8</b>	<b>2,2</b>
Рост экспорта (%)	5	3	2,5
Рост импорта (%)	15	8	6
Частное потребление	3,5	2,7	2,2
Гос. потребление	0,5	0,6	0,5
Инвестиции	4	2	3,5
Рост розничных кредитов	10,5	15	16
Рост корп. кредитов	3,5	8,1	9,1
Безработица	5,2	5	5
Рост заработных плат	3,2	2,5	2

### Светлое будущее «черного золота»

Нефтяные цены остаются в районе максимальных отметок за последние два года. Рост стоимости контрактов на "черное золото" поддержали достаточно позитивные отчеты ОПЕК и МЭА, отразившие два месяца к ряду рост ожиданий по спросу на нефть в 2017-2018гг. Кроме того, кумулятивный положительный эффект на рынок продолжают оказывать действия и сигналы участников сделки ОПЕК+, направленные на сокращение излишков запасов нефти и нефтепродуктов. Параллельно с указанными факторами фундаментального характера, нефтяные цены получили премию за возросшие геополитические риски на Ближнем Востоке. Иранский и иракский вопросы «добавили» ценам около \$2 (~4%).

Для определения дальнейшего возможного поведения нефтяных цен, предлагаем рассмотреть основные события / факты, которые в среднесрочной перспективе способны вносить изменения в рыночный ландшафт.

**Геополитика.** На текущий момент градус напряженности, связанный с событиями в Северном Ираке снизился. Напомним, что после того как иракская армия начала проведение силовой операции по возвращению под контроль Багдада спорных территорий провинции Киркук, цены на нефть выросли более чем на \$2 на фоне опасений того, что конфликт может привести к продолжительному сокращению поставок нефти на рынок в объеме до 0.6 mtp bbl. Однако вооруженные формирования автономии не смогли оказать заметного сопротивления и к текущему моменту утратили контроль над всеми месторождениями и объектами нефтяной инфраструктуры провинции. Как итог, представители властей Курдистана оказались вынуждены пойти по пути дезэскалации конфликта и предложили «отложить» независимость региона, а также активизировать усилия по урегулированию ситуации посредством диалога. В результате риски перебоев поставок нефти на рынок, на фоне данного кризиса, отступают. Специалисты иракской государственной компании North Oil приступи-

ли к восстановительным работам, возобновив добычу и экспорт с основных месторождений (по текущим оценкам экспорт из Курдистана сократился в >2 раза, в сравнении с объемами до начала конфликта). В целом же стоит отметить, что изначально премия за данный риск оценивалась рынком невысоко, т.к. ОПЕК обладает достаточным объемом свободных мощностей для восполнения потенциальных потерь.

Вторым потенциальным источником напряженности для рынка выступает «иранский ядерный вопрос» и отношение к нему со стороны президента США. Д. Трамп 13 октября направил в Конгресс предложение о внесении ряда поправок в закон, который регулирует контроль за выполнением Ираном ядерного соглашения. Американским законодателям в течение 60 дней надлежит принять решение о сохранении текущей конфигурации закона, либо его трансформации. В случае принятия предлагаемых поправок существенно повышается риск того, что санкции со стороны США в отношении Ирана могут быть разморожены в одностороннем порядке в любой момент. Это в свою очередь чревато разрушением ядерной сделки с Ираном и, как итог, может привести к сокращению предложения нефти на рынке в объеме 1-1.5 mtp bbl/d. Однако стоит отметить, что остальные представители «шестерки» переговорщиков по иранской ядерной программе и дипломатия ЕС в целом не поддерживают инициатив Трампа. Соглашение признано работающим и эффективным. На фоне этого отмена ядерной сделки с Ираном не выглядит как вероятное событие. При этом учитывая, что основные потребители иранской нефти это страны ЕС и АТР, данный потенциальный вызов для рынка можно считать несущественным. В итоге **влияние геополитики на нефтяные цены** в среднесрочной перспективе можно оценить как **ограниченные**.

**Совместные действия участников сделки ОПЕК+** продолжают приносить свои плоды. По предваритель-

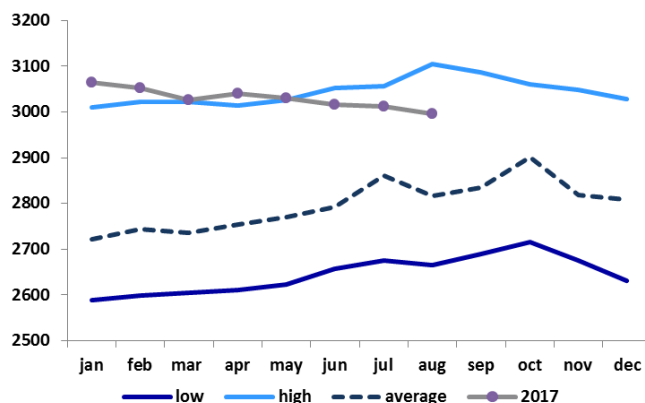
ным оценкам по итогам 9 месяцев '17г. общее исполнение соглашения составило 102%. Рынок движется к балансировке, целью которой выступает снижение запасов до среднего пятилетнего значения. Коммерческие запасы в странах ОЭСР сократились на ~180 mtp bbl, таким образом до 1 апреля '18г. необходимо снизить уровень запасов еще на ~160 mtp bbl. Одновременно с этим поддержку рынку оказывают и сигналы о возможности пролонгации сделки после марта '18г. Так по итогам последней встречи мониторингового комитета ОПЕК+ стало известно, что участники соглашения допускают вариант продления ограничения при необходимости на различные сроки (3-6-9 мес.). Свой вклад в общий результат начнет вносить и Нигерия, которая пока не присоединилась к действующему соглашению, однако обязалась ограничить добычу на уровне 1,8 mtp bbl/d (по итогам сентября - 1.66 mtp bbl/d).

На ноябрьской встрече ОПЕК+ стороны продолжают обсуждать различные варианты дальнейших шагов, однако конкретики до начала 2018г. ожидать не стоит. При этом текущий достаточно оптимистичный настрой рынка по данному вопросу начинают разбавлять сообщения о том, что при достижении баланса на рынке к апрелю от продления соглашения можно отказаться. И это основной вызов. Именно отсутствие у рынка понимания дальнейших правил игры может привести к давлению на цены. При этом есть и понимание того, что действие сделки нельзя затягивать слишком далеко, т.к. более ощутимый рост нефтяных цен при одновременном сохранении ограничений по добыче открывает новые возможности для сланцевых производителей и в итоге ведет к потере доли на рынке. Возможным решением может стать коррекция объемов ограничения при достаточно близком приближении к таргету, либо, напротив, будет рассмотрена опция последовательного выхода из сделки за пределами марта '18г., что заодно позволит "закрепить" успех баланса рынка. Таким образом, участникам сделки ОПЕК+ уже в достаточно близкой перспективе предстоит решить непростую за-

### Светлое будущее «черного золота»

дачу. И по мере приближения срока принятия решения (01 апреля) и отсутствия ответов на ключевые вопросы обеспокоенность рынка будет только возрастать. Пока же данная тема продолжит поддерживать преимущественно позитивный настрой на фоне понимания того, что **сделка будет работать столько, сколько этого потребует ситуация на рынке.**

#### Динамика коммерческих запасов ОЭСР, млн bbl



**Рост производства в США.** Нефтяная отрасль в США остается в хорошей форме. По последним данным нефтесервисной компании Baker Hughes число активных буровых установок в США составляет 737 ед., т.о. рост с начала года +208 ед. Текущие объемы производства - 9,5 млн bbl/d, что на лишь на 100k bbl/d ниже абсолютных исторических максимумов. По прогнозам Минэнерго США объемы добычи к концу текущего года

приблизятся к 9,7 млн bbl/d, а к концу 2018г. перешагнут за отметку в 10 млн bbl/d. Согласно октябрьскому отчету МЭА, даже несмотря на перерывы в добыче в Мексиканском заливе США и снижение добычи в Техасе в связи с ураганом Harvey, производство нефти в США в сентябре оказалось на 0,6 млн bbl/d выше уровня прошлого года. Освоение скважин после бурения на месторождениях нефтяных сланцев резко возросло по сравнению с достаточно низкими уровнями в начале текущего года. Таким образом, даже если бурение новых скважин сократится, **добыча сохранит повышающийся тренд**, продолжая смещать сроки по достижению баланса на рынке.

Традиционно отдельного внимания заслуживает вопрос **спроса на нефть со стороны стран АТР и прежде всего КНР и Индии.**

Накануне завершился 19-й съезд Коммунистической партии Китая. Среди основных озвученных планов социально-экономического характера стоит отметить решение построить общество умеренного благосостояния к 2020г. Несмотря на то, что Председатель КНР в прямой форме не подтвердил планы удвоения ВВП к 2020 г. (от уровня 2010г.), этот факт нельзя расценивать как отказ от сценария дальнейшего активного роста и трансформации экономики. На этом фоне спрос на базовые сырьевые активы хотя и не проявит прежних темпов роста, но и не продемонстрирует существенного ослабления.

Согласно данным Госстатуправления **КНР** по итогам 9 мес. текущего года импорт сырой нефти вырос на 12,2% в сравнении с аналогичным периодом предыдущего года. Кроме роста импорта сырой нефти зафиксирован рост объемов переработки и выпуска нефтепродуктов (+4,7%). Динамика импорта обуславливается следующими основными факторами: а) частное сокращением собственного производства; б) продолжение закупок для пополнения стратегических резервов; в)

сохранение достаточно высоких темпов экономического роста (основной рост потребления наблюдался в

нефтехимической промышленности и транспортном секторе). **Индия** второй по величине потребитель углеводородов в АТР после Китая и третий в мире. По предварительным оценкам индийский импорт сырой нефти в 2017г. продемонстрирует рост на 3%. Учитывая перспективы роста экономик КНР и Индии (около 6 и 7%, соответственно на горизонте 2017-2018гг.) **спрос на энергоносители продолжит демонстрировать положительную динамику.**

Подводя общий итог можно отметить, что в среднесрочной перспективе мы не ожидаем возникновения на рынке факторов, способных привести к заметному снижению нефтяных цен. Ориентирами до конца года будут выступать отметки \$55-60/bbl по Brent.

## Рубль на перепутье между ценами на нефть и ставками ЦБ

С начала сентября курс рубля оставался на удивление стабильным, торгуясь в очень узком диапазоне от 56,9 до 58,7 рублей за доллар. Это нехарактерно для рубля, поскольку с конца 2014 года его курс был подвержен чрезвычайным колебаниям, изменяясь в диапазоне 55-90 рублей за доллар. Текущая стабильность отражает не только менее существенные колебания в цене на нефть, но и большую прозрачность и прагматизм монетарной политики властей на протяжении последних нескольких лет (таргетирование инфляции, повторное введение бюджетного правила), что в целом предполагает более ровную динамику курса рубля в ближайшем будущем.

Сформировавшиеся в последнее время более четкие ожидания о перспективах сделки ОПЕК+ позволяют составить более четкую картину относительно динамики курса рубля в 2018 году. Для данной цели мы предлагаем рассмотреть три возможных сценария динамики цен на нефть и их воздействия на рубль.

**Базовый сценарий "синица в руке":** сделка продлевается на 9 месяцев до конца 2018 года с возможностью постепенного уменьшения ограничения на поставки с текущих 1,8 млн. баррелей в день до уровня, обеспечивающего плавный выход из сделки. При этом по сценарию цена на нефть предположительно сохранится в диапазоне 57-60 USD за баррель, и к концу 2018 года ЦБ РФ снизит ключевую ставку до 7,25%.

**Негативный сценарий "с чистого листа":** сделка прекращает действовать в 1 квартале 2018 года, производство нефти увеличивается и вызывает падение

цен до уровня около 45 долларов за баррель.

**Позитивный сценарий "сладкий сон":** действие сделки продлевается на 9 месяцев, и обязательство о сокращении поставок до 1,8 млн. баррелей в день будет действовать до конца 2018 года, тем самым поднимая цены до уровня, близкого к 70 долларам за баррель.

Представленные ниже в таблице оценки курса USDRUB основаны на расчетах, сделанных по нашей многофакторной модели. Прогноз рассчитывается на основе цены на нефть, спреда по 10-летним государственным облигациям РФ и США, индекса доллара DXY и 5-летних кредитно-дефолтных свопов для России. По данным расчетам оценочный диапазон курса рубля составляет от 56 рублей за доллар при позитивном сценарии до 67,1 рубля за доллар при негативном. Новости о пролонгации сделки ОПЕК+,

	Негативный сценарий	Базовый сценарий	Позитивный сценарий
Brent	45	60	70
Ключевая ставка	7,75	7,25	6,75
USDRUB	67,1	58,3	56,0

ожидаемые в предстоящие недели, помогут определить, какое из предлагаемых направлений развития событий окажется наиболее вероятным.

**Два принципиально важных фактора, влияющих в настоящий момент на курс рубля, – цена на нефть и ключевая процентная ставка – фактически**

**движутся в противоположных направлениях.** В то время как цена на нефть постепенно ползет вверх, тем самым поддерживая рубль, центральные банки России и США продолжают сближать процентные ставки, сужая потенциал для дальнейшего использования стратегии carry-trade. **Оба фактора частично уравновешивают друг друга, что приводит к более стабильному курсу рубля.** Этот эффект также присутствует и в других рассматриваемых здесь сценариях. При прочих равных условиях, более высокие цены на нефть могут позволить ЦБ РФ быстрее смягчить монетарную политику, что, в свою очередь, должно препятствовать укреплению рубля. В нашем негативном сценарии происходят противоположные события – ЦБ реагирует на конъюнктуру низких цен введением более жесткой монетарной политики, и оба фактора частично компенсируют оказываемое ими воздействие.

**В данных расчетах еще не учитывается новое бюджетное правило, которое будет применяться с 2018 года.** Данное правило предусматривает больший объем закупки долларов Минфином для пополнения суверенного фонда, что окажет определенное давление на рубль (данный вопрос мы в ближайшее время осветим в отдельной публикации). **Включение в расчет данного фактора, вероятно, приведет к тому, что наш прогноз курса рубля к доллару на конец 2018 года окажется несколько слабее, чем указанные здесь 58,3 рублей за доллар, но вероятно будет крепче текущего прогнозного курса USDRUB на конец 2018 года на уровне 61,8 рублей за доллар, установленного до того, как пролонгация сделки ОПЕК стала считаться вероятной.**

Несмотря на то, что цена на нефть продолжает оставаться главным фактором, определяющим долгосрочную динамику курса рубля, краткосрочная корреляция рубля и нефти продолжает снижаться. **Возможна периодическая «отвязка» курса от цены на нефть во внутридневной динамике рубля**, на что есть две основные причины:

1. Наш исторический анализ (см. график ниже) показывает, что **корреляция между ценами на нефть и курсом рубля ассиметрична и усиливается в периоды снижения цен на нефть**. Период продолжительной высокой корреляции приходится на 2016 года, когда цены оставались низкими на протяжении довольно долгого периода времени. Учитывая, что сделка ОПЕК скорее всего приведет к тому, что рынок нефти не увидит масштабных колебаний, краткосрочная корреляция

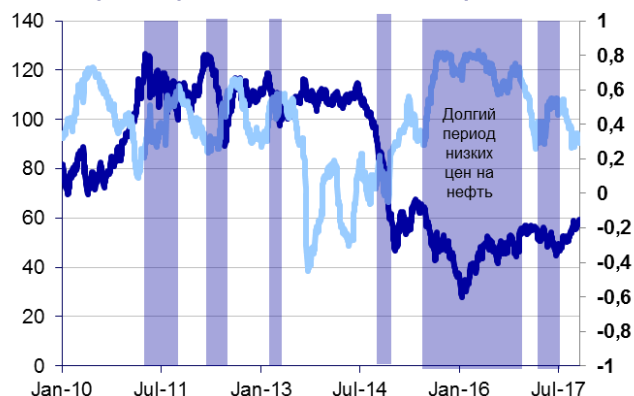
между курсом рубля и ценой на нефть, вероятно продолжит ослабевать. При этом на первый план для формирования курса рубля выходят такие фундаментальные факторы, как динамика пары EURUSD, геополитика, разница процентных ставок.

2. Исторические данные также показывают, что **периоды высокой корреляции курсов рубля и нефти приходятся на время, когда наблюдается самая высокая волатильность цен на нефть**. Поскольку одним из последствий сделки ОПЕК было снижение волатильности цен на нефть, пролонгация сделки, скорее всего, будет способствовать снижению краткосрочной корреляции между курсом рубля и ценой нефти.

рубля в значительной мере зависел от валютных интервенций ЦБ РФ, направленных на сглаживание ослабления рубля.

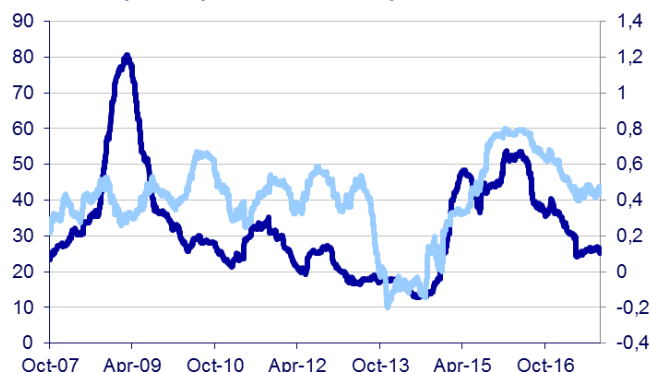
В то же время мы наблюдаем, что после резких колебаний курса рубля в 2014-2015г.г. и его относительно стремительного укрепления до текущих уровней, начиная с 2016г., **курс рубля опять движется в тандеме с основными валютами развивающихся рынков**.

**Корреляция между курсом рубля и ценами на нефть возрастает, когда цена на нефть падает**



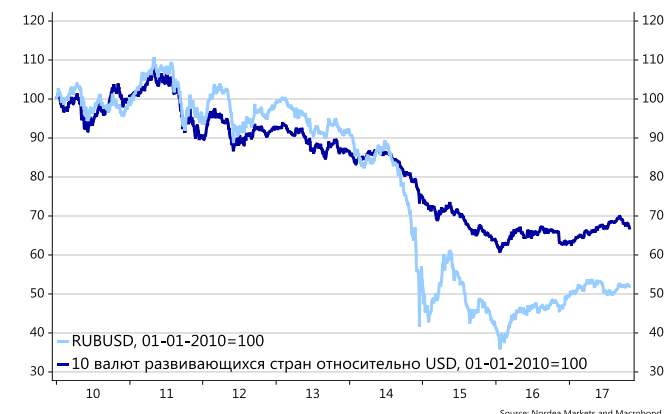
— Цена нефти, \$/бар, лев шкала  
— Корреляция между ценой на нефть и курсом рубля  
Затемненные области соответствуют периодам снижения цен на нефть

**Корреляция между курсом рубля и ценой на нефть возрастает, когда нефть волатильна**



— Волатильность цены на нефть  
— Корреляция цены на нефть и курса рубля (пр. шкала)

Эпизод 2008-2009г.г. является исключением из этого наблюдения, поскольку в течение этого кризиса курс



На основе проведенного анализа мы ожидаем, что в ноябре пара USDRUB сохранится в диапазоне 57-59. Официальные заявления о продлении сделки ОПЕК создадут основания пересмотреть наш прогноз по рублю в 2018 году в пользу более крепких значений.

### Чего ждать от нейтральной политики ЦБ?

27 октября Банк России ожидаемо снизил ключевую ставку на 25 б.п. до 8,25% после агрессивного снижения на 50 б.п. в сентябре. Заседанию предшествовало большое количество заявлений со стороны представителей ЦБ о временном характере текущей рекордно низкой инфляции. С исключением влияния временных факторов (прежде всего, сезонного снижения цен на плодоовощную продукцию и укрепления курса рубля) текущая инфляция находилась бы вблизи целевого значения (4%). Данный фактор в совокупности с повышенными инфляционными ожиданиями (9,6% в сентябре) не позволяет ЦБ перейти к более быстрому снижению ставок.

Тональность пресс-релиза осталась прежней. ЦБ констатировал наличие факторов, способных приводить к отклонению инфляции от цели как вниз, так и вверх. При этом в среднесрочной перспективе преобладают риски ускорения инфляции. Важным изменением в формулировках стало первое упоминание о том, что ЦБ будет постепенно переходить от умеренно-жесткой к нейтральной денежно-кредитной политике. Переход к нейтральной политике заключается в постепенном приближении ставки к целевому значению 6,5-7%, которое, по нашим оценкам, может быть достигнуто в 2019 году. Цикл смягчения политики по-прежнему будет весьма плавным, поскольку инфляционные ожидания сохраняются на повышенном уровне.

Мы видим пространство для еще одного снижения ставки до конца года (на декабрьском заседании). Однако важное значение для итогового решения о ставке будут иметь следующие факторы:

- динамика инфляционных ожиданий в ноябре после октябрьского повышения до 9,9%;

- темпы роста розничной торговли и кредитования, позволяющие оценить, насколько быстро население переходит к потребительской модели поведения;

- динамика курса рубля и ситуация с геополитическими рисками, поскольку тема санкций снова становится актуальной.

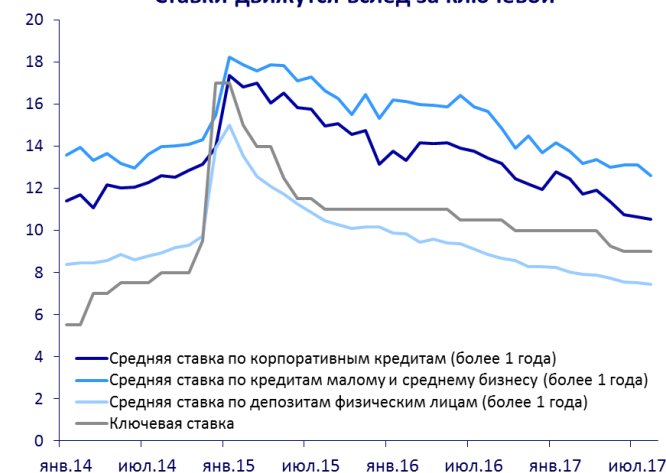
Прошедший месяц внес больше определенности в траекторию движения ставок в 2018 году. Ранее в 1 квартале 2018 года были сконцентрированы существенные риски (прежде всего, окончание действия сделки ОПЕК+ в марте 2018 года и актуализация санкционной темы применительно к российскому госдолгу). Новостной поток последних двух недель укрепил ожидания рынка о вероятном продлении действия сделки ОПЕК до конца 2018 года. Ослабление рисков, связанных с возможными резкими колебаниями цены на нефть, создают довольно комфортные внешние условия для продолжения смягчения политики ЦБ. Для ЦБ было бы очень кстати, чтобы период стабильных внешних условий сохранялся как можно дольше. Тогда отсутствие резких всплесков курса рубля и инфляции позволит ЦБ постепенно убедить население в возможности продолжительного сохранения инфляции в районе 4%. Мы оставляем свой среднесрочный прогноз по ставкам неизменным (7,25% на конец 2018 г.), пока не озвучены официальные решения со стороны ОПЕК. В случае продления сделки до конца 2018 года существует потенциал для чуть более быстрого снижения ставки (до 7% вместо 7,25% к концу 2018).

Динамика ключевой ставки оказывает прямое влияние на ставки банковского сектора. Ставки по кредитам корпоративным заемщикам снижаются, следуя за ключевой ставкой. При этом доступность кредитов для малого и среднего бизнеса (МСБ) улучшается чуть медленнее, чем для остальных заемщиков. Ключевая ставка снизи-

лась на 8 пп с пикового уровня начала 2015 года, в то время как ставки по кредитам экономике на срок свыше 1 года снизились на 6,8 пп и на 5,6 пп для субъектов малого и среднего бизнеса. Ставки по депозитам для населения снижались быстрее, чем ставки по кредитам (-7,6 пп).

В перспективе рыночные ставки продолжат двигаться вслед за ключевой, среднесрочным целевым значением которой выступают уровни 6,5-7% к 2019 году. При сохранении текущих тенденций в случае снижении ключевой ставки до данного нейтрального уровня средние ставки по кредитам для всех категорий заемщиков могут опуститься в район отметок 8-8,5%, а для СМП – 10-10,5%.

Ставки движутся вслед за ключевой



## Новые старые санкции

Опубликованные в последние дни документы от различных ведомств в США вносят некоторую конкретику в новый закон о расширении санкций, подписанный Трампом 2 августа. Предлагаем систематизировать новую информацию в следующей таблице.

С нашей точки зрения наиболее существенные риски последних изменений в санкционном режиме сопряжены с мерами, принятыми в оборонном комплексе. Неоднозначность трактовки термина «существенная сделка» приведет к нежеланию внешних контрагентов участвовать в каких-либо проектах с компаниями из санкционного списка. Распространение запрета не только на американских, но и на прочих контрагентов из других стран несет в себе риски потери ряда международных контрактов российскими компаниями из санкционного списка.

Исходя из разъяснений по секторальным санкциям в нефтяной отрасли, вводимые ограничения не коснутся действующих проектов, таких как Сахалин. Таким образом, те риски по проектам, которые широко обсуждались в момент подписания закона, на данный момент не реализовались. Сохраняется неопределенность по российским проектам экспортных трубопроводов. Следующим ключевым «дедлайном» по санкционной теме выступает конец января 2018, когда должен быть опубликован отчет Минфина США по теме распространения санкций на российский суверенный долг.

Сектор	Суть санкций	Затронутые компании	Срок введения ограничений
Оборонный комплекс	<b>Запрет для любых (не только американских) контрагентов совершать существенные сделки с компаниями из санкционного списка.</b> Контрагентам, сделки которых с компаниями из санкционного списка признаются существенными, могут быть запрещены экспортные операции в США, финансирование от экспортно-импортного банка, от международных организаций и от американских финансовых институтов. Признание сделки существенной по итогам рассмотрения сути каждой конкретной сделки. Критерии, по которым сделка признается существенной, остаются довольно размытыми	<b>33 компании оборонного комплекса</b> , в том числе Алмаз-Антей, Калашников, Ростех, Объединенная авиастроительная корпорация 6 «разведывательных» организаций, в том числе ФСБ Полный список доступен по <a href="#">ссылке</a>	С 29 января 2018 г.
Нефтяная отрасль	Запрет американским физическим и юридическим лицам предоставлять компаниям из санкционного списка технологии для разведки и добычи российской нефти на глубоководье, арктическом шельфе и в сланцевых формациях. <b>Запрет на оказание содействия новым аналогичным проектам в любой точке мира, если доля компаний из санкционного списка в проекте превышает 33%</b> ,	Роснефть, Газпром, Лукойл, Газпром нефть, Сургутнефтегаз, их дочерние структуры, новые проекты, доля санкционных компаний в которых превышает 33%	С 29 января 2018 г.
Железнодорожный сектор и металлургия	Опубликовано пояснение, в соответствии с которым введение санкций в отношении государственных компаний из данных секторов <u>возможно</u> , но текущие формулировки закона <u>не требуют</u> введения таких санкций	РЖД, государственные металлургические компании	

# Навигатор

## Инвестиционный блок АО Нордеа Банк

### Продажи

Москва +7 495 777 34 77

Савкин Илья (доб. тел. 1035)  
[ilia.savkin@nordea.ru](mailto:ilia.savkin@nordea.ru)

Амосов Степан (доб. тел. 1478)  
[stepan.amosov@nordea.ru](mailto:stepan.amosov@nordea.ru)

Куплайс Эдгар (доб. тел. 1484)  
[edgar.kuplais@nordea.ru](mailto:edgar.kuplais@nordea.ru)

Бурдун Елена (доб. тел. 4210)  
[elena.burdun@nordea.ru](mailto:elena.burdun@nordea.ru)

Евсикова Юлия (доб. тел. 1343)  
[yuliya.evsikova@nordea.ru](mailto:yuliya.evsikova@nordea.ru)

Коваленко Полина (доб. тел. 4270)  
[polina.kovalenko@nordea.ru](mailto:polina.kovalenko@nordea.ru)

Чипурной Михаил (доб. тел. 1216)  
[mikhail.chipurnoy@nordea.ru](mailto:mikhail.chipurnoy@nordea.ru)

Санкт-Петербург +7 812 635 70 85

Деревянных Александр (доб. тел. 108)  
[alexander.derevyannykh@nordea.ru](mailto:alexander.derevyannykh@nordea.ru)

Капитонов Михаил (доб. тел. 411)  
[mikhail.kapitonov@nordea.ru](mailto:mikhail.kapitonov@nordea.ru)

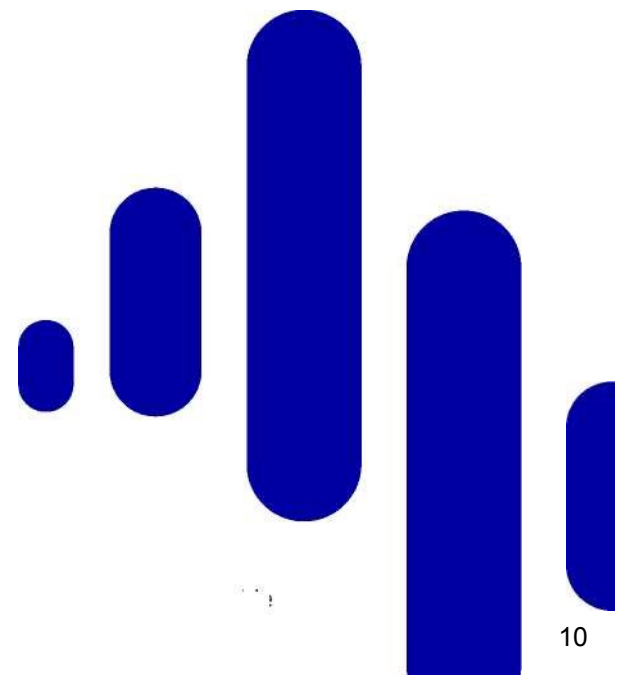
### Аналитика

Феденков Дмитрий (доб. тел. 3368)  
[dmitry.fedenkov@nordea.ru](mailto:dmitry.fedenkov@nordea.ru)

Евдокимова Татьяна (доб. тел. 4194)  
[tatiana.evdokimova@nordea.ru](mailto:tatiana.evdokimova@nordea.ru)

Давыдов Денис (доб. тел. 3385)  
[denis.davydov@nordea.ru](mailto:denis.davydov@nordea.ru)

# Nordea



# Навигатор

Nordea Markets является коммерческим наименованием осуществляющих операции на рынках капитала подразделений банковской группы, в которую входит Nordea Bank AB (publ), включая основной офис в Швеции и филиалы в Дании, Норвегии и Финляндии, а также АО «Нордеа Банк» (Россия).

Информация, изложенная в данном документе носит исключительно справочный характер и предназначена только для использования конкретным адресатом. Суждения, оценки и прочая информация, представленные в данном документе, выражают мнение Nordea Markets на момент его подготовки и могут быть изменены без дополнительного уведомления. Информация, представленная в данном документе, не является полным и исчерпывающим описанием каких-либо финансовых инструментов (сделок) и связанных с ними рисков, не должна подменять собой собственное суждение и результаты их оценки со стороны получателя данного документа.

Представленная в настоящем документе информация не содержит инвестиционные решения и не является основанием для их принятия, она не должна рассматриваться в качестве рекламы, консультации, побуждения к покупке или продаже каких-либо финансовых инструментов, а также предложения о совершении (согласия в совершении) какой-либо сделки. Содержащиеся в настоящем документе данные не должны отождествляться с конкретными инвестиционными проектами, финансовой ситуацией или определенными потребностями конкретного получателя данного документа.

Перед принятием любого инвестиционного и/или финансового решения получателю настоящего документа во всех случаях рекомендуется получить оценку и профессиональное суждение со стороны внешнего независимого консультанта. Любые результаты и показатели прошлых лет не являются гарантией получения аналогичных результатов и показателей в будущем. Сделки с финансовыми инструментами могут быть сопряжены с существенным риском убытков для лиц, заключающих такие сделки. Nordea Markets не несет и не будет нести ответственность за какие-либо убытки, связанные с такими сделками.

Nordea Markets не является (и не претендует на роль) консультантом по юридическим вопросам, вопросам налогообложения, бухгалтерского учета и/или регулирования в отношении любых юрисдикций, а также инвестиционным и финансовым советником в отношении получателя настоящего документа.

Данный документ не может быть воспроизведен, распространен и/или опубликован в любых целях без предварительного письменного согласия Nordea Markets.