

1 октября 2018 г.

Точка зрения

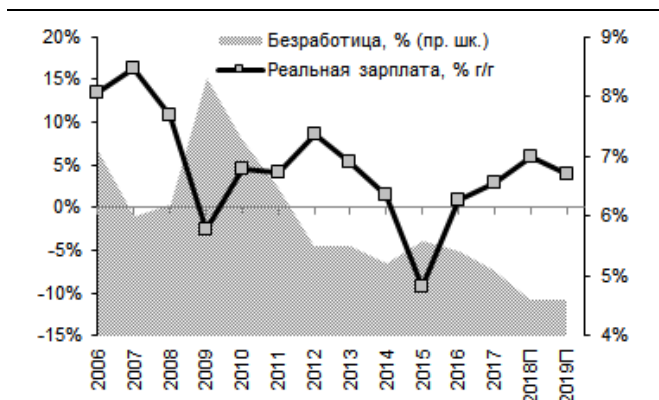
Макропрогнозы – проверка на прочность

Ожидаемое замедление роста зарплат в связи с завершением предвыборного периода, ужесточение регулирования ЦБ в сегменте розничного кредитования, повышение НДС и пенсионная реформа омрачают прогноз потребительской активности. Мы ожидаем, что рост потребления домохозяйств замедлится с 3,0% г/г в 2018 г. до 1,5% г/г в 2019 г., в свою очередь, рост ВВП замедлится с 1,3% г/г в 2018 г. до 0,8% г/г в будущем году. Слабый экономический рост означает меньшие инфляционные риски, что будет сдерживать ЦБ от повышения ставки в ближайшие 12 месяцев.

Замедление роста зарплат, повышение НДС и пенсионная реформа ограничат рост потребления на уровне 1,5% г/г в 2019 г. В период нестабильности финансового рынка разумно задаться вопросом о перспективах. К сожалению, ожидания по росту экономики России не в пользу легкого восстановления рынка, так как перспективы потребления - главного драйвера роста экономики – выглядят неоднозначными в будущем году. Во-первых, в России завершился предвыборный период, а значит рост зарплат замедлится. Во-вторых, в результате повышения НДС дополнительная налоговая нагрузка на потребителей в будущем году составит примерно 500 млрд руб. Кроме того, пострадают доходы населения в результате пенсионной реформы – 2 млн человек не получат своих пенсий в 2019 г., что эквивалентно примерно 300 млрд руб. Суммарно эти два фактора составляют примерно 2% годового потребления домохозяйств. Наконец, из-за опасений по поводу возможного замедления роста потребления у компаний может оказаться меньше стимулов для расширения, а также ограничены планы по индексации зарплат. В итоге, мы ожидаем, что безработица не пойдет ниже значений 4,5-4,6% в 2019 г.; хотя в 2018 г. рост зарплат составит 6% г/г в реальном выражении (10% г/г в номинальном выражении), на будущий год мы ожидаем, что в номинальном выражении он составит всего 8% г/г, что приведет к росту реальных зарплат только на 4% г/г (см Рисунок 1). Мы ожидаем, что рост потребления замедлится с 3,0% г/г в этом году до 1,5% г/г в 2019 г. (см Рисунок 2).

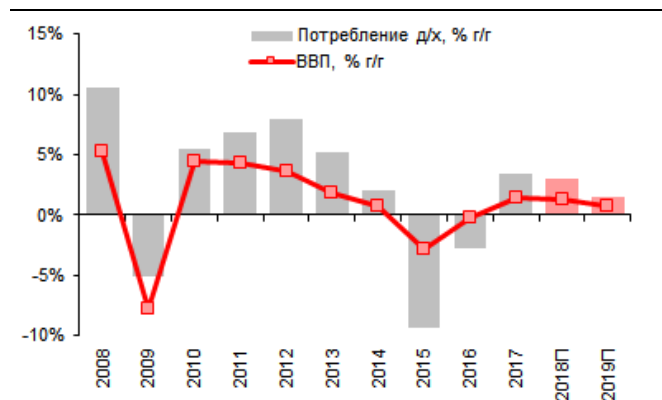
Рост рынка розничного кредитования замедлится до 17% г/г в 2019 г. Опасения по поводу роста потребления вполне оправданы, так как и рынок розничного кредитования в 2019 г. может столкнуться с замедлением. С сентября этого года ЦБ ужесточил регулирование неипотечного кредитования (повысил коэффициенты риска по неипотечным розничным кредитам), что ограничивает поддержку потребления. Рынок ипотеки, где ожидается рост на уровне 20-25% г/г к концу этого года, также может столкнуться с некоторыми трудностями в следующем году. Мы считаем, что его рост был в значительной степени связан с возможностью использовать материнский капитал, однако, количество выданных сертификатов на материнский капитал снизилось с 1,1 млн в 2015 г. до 0,7 млн в 2017 г., при этом, 60% всех сертификатов уже использовано. Кроме того, решение ЦБ повысить ставку повлияет на долгосрочные ставки, в частности на ставки по ипотеке. Мы все еще ожидаем, что розничное кредитование вырастет на 17% г/г в 2019 г., однако рост будет ниже роста в 22% г/г в 2018 г.

Рис. 1. Безработица и реальные зарплаты, % г/г



Источники: Росстат, Альфа-Банк

Рис. 2. ВВП и потребление домохозяйств, % г/г



Источники: Росстат, Альфа-Банк

Мы понизили свой прогноз роста ВВП на 2019 г. до 0,8% г/г. Попыток правительства ускорить рост инвестиций через вложения в государственные инфраструктурные проекты вряд ли будет достаточно, чтобы компенсировать все указанные факторы замедления потребления. Крупные инфраструктурные проекты по строительству Керченского моста и трубопровода “Сила Сибири” (последний завершен на 90% по состоянию на июль этого года) больше не будут поддерживать рост инвестиций; даже если в ближайшее время будут одобрены новые проекты, вряд ли они позволят значительно ускорить инвестиционный рост следующего года. Реновация Москвы выглядит основным драйвером инвестиционного роста. Мы ожидаем, что рост инвестиций составит 2,5% г/г в этом году и 3,0% г/г в 2019 г. При этом, замедление роста экономики станет явным уже в этом году. После роста на 1,7% г/г в 1П18, в августе, по оценке Минэкономразвития, рост ВВП составил всего 1,0% г/г. Кроме того, ведомство не исключает, что рост российской экономики составит ниже 1% г/г в 1К19. Учитывая сильный рост за 1П18 на уровне 1,7% г/г, мы ожидаем, что ВВП вырастет на 1,3% г/г в 2018 г., однако на 2019 г. мы понижаем наш прогноз роста с 1,0% г/г до 0,8% г/г. (см Рисунок 2).

Аналитический отдел research@alfabank.ru

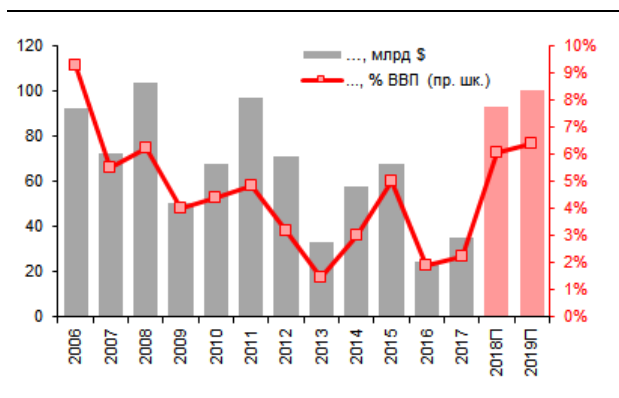
Альфа Групп и (или) ее аффилированные лица ведут и намерены далее вести бизнес с компаниями, деятельность которых освещена в настоящем отчете. Инвесторы должны осознавать, что Альфа-Групп и (или) ее аффилированные лица могут иметь конфликт интересов, который может повлиять на объективность данного отчета. Инвесторы должны рассматривать данный отчет только как один из факторов при принятии своего инвестиционного решения. Для получения дополнительной информации об инвестиционно-банковских отношениях Альфа Групп и (или) ее аффилированных лиц, если таковые имеются, с компаниями, упомянутыми в настоящем отчете и относящейся к рейтинговой системе, методам оценки, сертификации аналитиков и потенциальному конфликту интересов Альфа Групп и (или) ее аффилированных лиц обратитесь к разделу «Информация» в конце данного отчета.

Мы ждем курс рубля на уровне 62 руб./\$ к концу этого года... Хотя российский финансовый рынок в целом игнорировал риски новых санкций в начале этого года, с апреля настроения радикально ухудшились на фоне усиления нестабильности на развивающихся рынках и завершения цикла понижения ставки ЦБ РФ. В данный момент риски ужесточения санкций до определенной степени уже учтены рынком – присутствие иностранных инвесторов на российском рынке долга снизилось с \$41 млрд в марте до \$28 млрд или до 27% рынка ОФЗ в августе. Благодаря повышению цен на нефть, курсу рубля удалось стабилизироваться: при текущей цене на нефть мы ожидаем, что в этом году профицит текущего счета может составить 6,1% ВВП или \$93 млрд, в 2019 г. - \$100 млрд или 6,4% ВВП (см Рисунок 3). Это особенно важно, так как ЦБ подтвердил свое намерение не покупать валюту по бюджетному правилу до конца года. Это решение, по сути, означает, что в сентябре-декабре 2018 г. весь профицит текущего счета окажется нестерилизованным, что эквивалентно укреплению курса на 5 руб./\$, по нашим оценкам. Рынок вряд ли приблизится к нашему ориентиру в 60 руб./\$ на конец 2018 г., который мы устанавливали еще в начале этого года, тем не менее, мы ожидаем, что рубль может закончить год на уровне 62 руб./\$. Отсутствие новых негативных новостей в отношении санкций и дальнейшее повышение цен на нефть – факторы, которые стоят за нашими ожиданиями укрепления курса рубля на оставшуюся часть этого года.

...но в 2019 г. рубль ослабнет до 67 руб./\$. В то же время решение ЦБ отложить покупки валюты для Минфина будут играть против курса рубля в будущем году – с учетом отложенной покупки 2018 года в размере примерно \$30 млрд, в 2019 г. покупка валюты с рынка по бюджетному правилу составит примерно \$84 млрд при условии, что цены на нефть составят в среднем 63 \$/барр., как в официальном прогнозе (см Рисунок 4). По этой причине наш прогноз по рублю на будущий год немного ухудшился – ранее мы ожидали, что курс в конце 2019 года составит 65 руб./\$, но сейчас мы считаем, что он составит 67 руб./\$ при условии продолжения роста цен на нефть. Мы продолжаем считать, что колебания курса рубля останутся в диапазоне его справедливой стоимости в 60-70 руб./\$ в 2019 г.

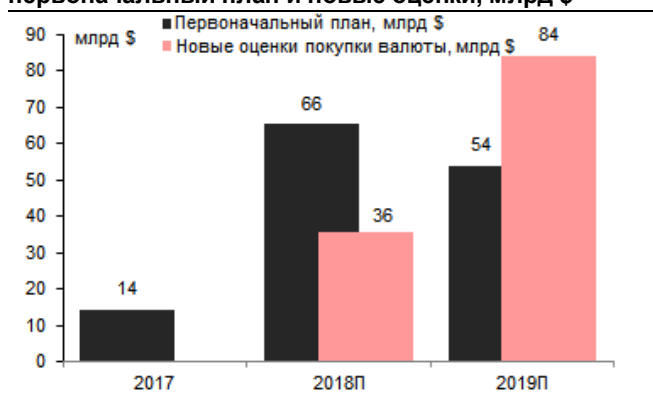
Инфляция 4,2% к концу 2019 г. Недавний комментарий ЦБ в отношении динамики инфляции был крайне осторожен, однако мы считаем, что столь высокая степень инфляционных опасений не вполне оправдана. В данный момент, несмотря на сильное ослабление курса рубля к доллару на 8% м/м в апреле и в августе, рост цен все еще соответствует нашим ожиданиям. Мы считаем, что это отражает снижение трансмиссионного эффекта с 15-20% в 2014-2015 гг. всего до 10% в данный момент. Ускорение годовой инфляции с 2,5% г/г в июле до 3,1% г/г в августе было связано с эффектом базы – в августе и сентябре 2017 г. в России наблюдалось снижение цен на 0,5% м/м и 0,1% м/м, соответственно. Второй момент – это ожидания замедления роста зарплат, что также будет сдерживать инфляционное давление. В итоге мы подтверждаем наш прогноз по инфляции на конец этого года на уровне 3,8% г/г. Мы ожидаем, что она может ускориться до 5,0% г/г к 2К19 из-за повышения НДС, однако недавний прогноз ЦБ – инфляция на уровне 5,5-6,0% г/г в 1П19 – нам представляется слишком негативным. Мы ожидаем, что инфляция замедлится до 4,2% г/г к концу 2019 г.

Рис. 3. Баланс текущего счета, млрд \$ и % ВВП



Источники: ЦБ РФ, Альфа-Банк

Рис. 4. Объем покупки валюты Минфином первоначальный план и новые оценки, млрд \$



Источники: Минфин, Альфа-Банк

Повышение ключевой ставки до конца 2019 г. не выглядит необходимым. Сочетание умеренного инфляционного давления и понижения прогноза экономического роста указывает на то, что сценарий повышения ставки маловероятен. В случае стабилизации валютного рынка мы не видим необходимости повышать ставку до конца будущего года. Очень осторожный прогноз ЦБ по инфляции на уровне 5,5-6,0% г/г

на 1П19 открывает большие возможности для того, чтобы реальность оказалась лучше ожиданий, и де факто указывает на то, что ЦБ на практике не готов повышать ставку с текущего уровня. Главный риск для регулятора – это повышение мировых ставок и особенно ставки ФРС. В базовом сценарии мы ожидаем, что ЦБ сохранит ставку на уровне 7,5% в 2019 г.

Основные российские макроиндикаторы, 2016-19П

	2016	2017	2018П	2019П
ВВП, % г/г	-0,2%	1,5%	1,3%	0,8%
Потребление д/х, % г/г	-2,8%	3,4%	3,0%	1,5%
Инвестиции, % г/г	0,8%	4,3%	2,5%	3,0%
Инфляция, %	5,4%	2,5%	3,8%	4,2%
Ключевая ставка, %	10,0%	7,75%	7,5%	7,5%
Курс рубля, руб./\$ (конец года)	60,7	57,6	62,0	67,0

Источники: Росстат, ЦБ РФ, Альфа-Банк

Информация

Альфа-Банк (Москва)

Аналитический отдел

Телефон/Факс

Россия, Москва, 107078, пр-т Академика Сахарова, 12

(7 495) 795-3676

Руководитель Аналитического департамента
Макроэкономика

Борис Красноженов
Наталья Орлова, Ph.D, Наталья Лаврова, Валерия
Волгарева

Металлы и горная добыча
Потребительский сектор, Интернет
Банки

Борис Красноженов, Юлия Толстых
Александра Мельникова, Олеся Воробьева
Евгений Кипнис

Аналитическая поддержка российских клиентов

Гельды Союнов, Алан Казиев

Перевод

Анна Мартынова

Редактор

Джон Волш

Техническая поддержка

Денис Дорофеев

Торговые операции и продажи

Телефон

(7 495) 223-5500, (7 495) 223-5522

Продажи российским и иностранным клиентам

Константин Шапшаров, Александр Зоров, Светлана
Голодинкина

Группа продаж Альфа-Директ

(7 495) 795-3680

Сергей Рыбаков, Валерий Кремнев, Ольга Бабина

© Альфа-Банк, 2018 г. Все права защищены. Генеральная лицензия ЦБ РФ № 1326 от 29 01 1998 г.

Настоящий отчет и содержащаяся в нем информация являются исключительной собственностью Альфа-Банка. Несанкционированное копирование, воспроизводство и распространение настоящего материала, частично или полностью, в отсутствие разрешения Альфа-Банка в письменной форме строго запрещено.

Данный материал предназначен АО «Альфа-Банк» (далее – «Альфа-Банк») для распространения в Российской Федерации. Несмотря на то, что приведенная в данном материале информация получена из источников, в которые, по мнению Альфа-Банка, являются надежными, Альфа-Банк, его руководящие и прочие сотрудники не делают заявлений и не дают заверений ни в прямой, ни в косвенной форме, относительно своей ответственности за точность, полноту такой информации и отсутствие в данном материале каких-либо важных сведений. Любая информация и любые суждения, приведенные в данном материале, могут быть изменены без предупреждения. Альфа-Банк не дает заверений и не заявляет, что упомянутые в данном материале ценные бумаги и/или суждения предназначены для всех его получателей. Данный материал и содержащиеся в нем сведения носят исключительно информативный характер и не могут рассматриваться ни как приглашение или побуждение сделать оферту, ни как просьба купить или продать ценные бумаги или другие финансовые инструменты, или осуществить какую-либо иную инвестиционную деятельность. Альфа-Банк и связанные с ним компании, руководящие сотрудники и прочие сотрудники всех этих структур, в т.ч. лица, участвующие в подготовке и издании данного материала, могут иметь отношения с маркет-мейкерами, а иногда и выступать в качестве таковых, а также в качестве консультантов, брокеров или представителей коммерческого, или инвестиционного банка в отношении ценных бумаг, финансовых инструментов или компаний, упомянутых в данном материале, либо входить в органы управления таких компаний. Ценные бумаги с номиналом в иностранной валюте подвержены колебаниям валютного курса, которые могут привести к снижению их стоимости, цены или дохода от вложений в них. Кроме того, инвесторы, вкладывающие средства в ценные бумаги типа АДР, стоимость которых изменяется в зависимости от курса иностранных валют, принимают на себя валютный риск. Инвестиции в России и в российские ценные бумаги сопряжены со значительным риском, поэтому и инвесторы, прежде чем вкладывать средства в такие бумаги, должны провести собственное исследование и изучить экономические и финансовые показатели самостоятельно. Инвесторы должны обсудить со своими финансовыми консультантами риски, связанные с таким приобретением. Альфа-Банк и их дочерние компании могут публиковать данный материал в других странах. Поскольку распространение данной публикации и на территории и других государств может быть ограничено законом, лица, в чьем распоряжении окажется данный материал, должны быть информированы о таких ограничениях и соблюдать их. Любые случаи несоблюдения указанных ограничений могут рассматриваться как нарушение закона о ценных бумагах и других соответствующих законов, действующих в той или иной стране.

