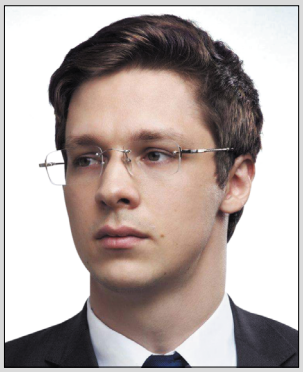
«Волатильность на внешних рынках остается высокой»

КРУГЛЫЙ СТОЛ АНАЛИТИКОВ

Александр КУДРИН,
независимый аналитик

Александр ИСАКОВ,
главный экономист по России, «ВТБ Капитал»



Олег КУЗЬМИН,
главный экономист по России и СНГ, «Ренессанс Капитал»

Станислав МУРАШОВ,
макроаналитик, АО «Райффайзенбанк»

Cbonds Review опросил лучших российских аналитиков[1] об их ожиданиях на следующий год: какую политику будут вести ЦБ России и ФРС США, когда инфляция вернется к 4%-му таргету, какой из сценариев макропрогноза ЦБ наиболее реалистичный, с какими рисками столкнется российская экономика и каким будет курс рубля.

В ЭТОМ ГОДУ ЦБ ВПЕРВЫЕ ЗА ЧЕТЫРЕ ГОДА ПОВЫСИЛ КЛЮЧЕВУЮ СТАВКУ. ПО ВАШЕМУ МНЕНИЮ, ЭТО БЫЛО ЕДИНИЧНОЕ ПОВЫШЕНИЕ ИЛИ НАЧАЛО ЦИКЛА БОЛЕЕ ЖЕСТКОЙ ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНОЙ ПОЛИТИКИ (ДКП)?

Александр Кудрин:

Говорить о начале цикла более жесткой ДКП пока преждевременно. Несмотря на то что инфляция ускоряется, ее отклонение от долгосрочного таргета ЦБ вряд ли будет существенным или продолжительным. Сам регулятор констатировал переход к нейтральной политике, и скорее всего такая ситуация сохранится в обозримой перспективе.

Безусловно, волатильность на внешних рынках остается достаточно высокой, что скорее всего обращает на себя внимание регулятора. Однако пока напряженность явно не достигла того уровня, на котором ЦБ необходимо повышать ставку в экстренном порядке.

Александр Исаков:

Мы считаем, что повышение ставки было упреждающей реакцией монетарной политики на реализовавшиеся шоки; это должно ограничить рост инфляционных рисков и создаст условия для продолжения цикла смягчения ДКП в будущем. С нашей точки зрения, такая позиция регулятора в совокупности с текущей динамикой макроэкономических показателей, а также предстоящими событиями указывает на то, что Банк России скорее всего будет сохранять ключевую ставку неизменной в течение всего первого полугодия 2019 года, после чего сможет вернуться к ее снижению.

[1] По версии Cbonds Awards и Institutional Investors

С одной стороны, в настоящий момент динамика инфляции соответствует ожиданиям Банка России и по итогам 2018 года, вопреки опасениям, вряд ли превысит его целевой уровень. Рост экономики также близок к потенциальному, а инфляционные ожидания снижаются. Это не создает повода для ужесточения монетарной политики. С другой стороны, к концу первого полугодия 2019 года все ожидаемые шоки — повышение НДС, возобновление покупок валюты в рамках бюджетного правила и нормализация продовольственной инфляции — реализуются в потребительских ценах. После этого Банк России сможет продолжить смягчение своей политики.

Станислав Мурашов:
Мы полагаем, что нас ждет как минимум одно повышение ставки; в первую очередь оно может быть связано с усилением волатильности на финансовых рынках из-за ожидания ужесточения санкций. Есть и другие риски, связанные и с постепенным ужесточением политики ФРС, и с повышением НДС.

Олег Кузьмин:
На наш взгляд, сентябрьское решение было началом цикла ужесточения ДКП. Мы ожидаем некоторое ускорение инфляции в следующем году из-за повышения НДС и ослабления курса рубля, соответственно ЦБ надо на него отреагировать умеренным ужесточением ДКП. Мы ждем еще два повышения ставки на 25 б.п. в декабре и марте в случае, если не будет введен новый пакет серьезных санкций. После первого квартала мы не видим поводов для повышения ключевой ставки, так как после марта инфляция начнет снижаться.

ФРС США В ЭТОМ ГОДУ ТРИЖДЫ ПОВЫШАЛА СТАВКУ, СЕЙЧАС ОНА МАКСИМАЛЬНАЯ С 2008 ГОДА – 2-2.25%. ЖДЕТЕ ЛИ ВЫ ДАЛЬНЕЙШЕГО ПОВЫШЕНИЯ? КАКУЮ ДИНАМИКУ ВЫ ОЖИДАЕТЕ В АМЕРИКАНСКИХ ГОСОБЛИГАЦИЯХ?

Александр Кудрин:
Ставка ФРС США, судя по всему, продолжит свой рост и в 2019 году. Повышение на 75 б.п. выглядит вполне реалистичным прогнозом. При этом доходность 10-летних US Treasuries скорее всего вырастет до 3.5-3.6% годовых к концу 2019 года.

Александр Исаков:
Мы видим еще одно повышение в этом году, а также еще два повышения в первом полугодии 2019 года (до 2.75-3%). При этом рынок закладывает повышение до 3-3.25%, то есть по сути еще четыре повышения. Предел повышения ставок ограничен, во-первых, появлением Базеля-3, который ужесточает нормативы достаточности капитала и нормативы ликвидности, что не позволяет выдавать банкам так много кредитов, как раньше, а значит, сокращает границы того, насколько экономика США может разогнаться. Во-вторых, развивающиеся рынки гораздо более закредитованы, чем во время прошлого цикла повышения, а значит, более подвержены рискам повышения ставок в США, что может в дальнейшем сдерживать ФРС от ужесточения политики. В-третьих, существует риск замедления американской экономики в связи с торговыми войнами. И наконец, фактор заякоренности инфляционных ожиданий — значит, нет необходимости в очень высокой ставке.

Что касается кривой доходности американских гособлигаций, скорее всего она станет более плоской, что обусловлено высокой привлекательностью долгосрочных вложений в условиях сильной волатильности на развивающихся рынках. Инвесторы, уверенные в низкой инфляции, будут готовы и дальше платить премию за срочность, а не получать ее. К тому же потенциал эффекта от реализованной фискальной политики уже ограничен. В будущем для стимулирования политики уже нужны будут иные меры, а продолжение цикла ужесточения монетарной политики, напротив, будет только мешать этому.

Олег Кузьмин:
Мы солидарны с консенсусом — одно повышение в декабре, два в следующем году, одно в 2020-м. Повышение происходит на фоне восстановления экономики и проведения стимулирующей бюджетной политики США.

> «Динамика инфляции соответствует ожиданиям ЦБ и по итогам 2018 года вряд ли превысит его целевой уровень»

За счет действия бюджетного правила зависимость российской экономики от цен на нефть существенно снизилась

ПО ПРОГНОЗУ ЦБ, В 2019 ГОДУ ИНФЛЯЦИЯ СОСТАВИТ 5-5.5%, ЧТО ВЫШЕ ТАРГЕТА 4%. ПО МНЕНИЮ РЕГУЛЯТОРА, ИНФЛЯЦИЯ ВЕРНЕТСЯ К УРОВНЮ 4% В ПЕРВОЙ ПОЛОВИНЕ 2020 ГОДА, НО МВФ СЧИТАЕТ, ЧТО ИНФЛЯЦИЯ В РОССИИ В БЛИЖАЙШИЕ ПЯТЬ ЛЕТ БУДЕТ ПРЕВЫШАТЬ ТАРГЕТ ЦБ. КАКОВ ВАШ ПРОГНОЗ?

Станислав Мурашов:
Мы ожидаем, что инфляция лишь немного превысит таргет ЦБ в конце следующего года (4.5% в годовом выражении) и вернется к цели (4%) уже в 2020 году.

Александр Кудрин:
На мой взгляд, прогноз ЦБ ближе к реальности и к концу 2019-го — началу 2020 года инфляция вернется на уровень 4%.

Олег Кузьмин:
Наш прогноз — 4.7% на конец 2019 года и около 4% в дальнейшем. Инфляция будет ниже таргета в начале 2020 года, а позже в обозримой перспективе будет примерно на уровне 4%. Доверие к политике ЦБ у участников рынка высокое, поэтому разумно ожидать, что регулятор всегда будет предпринимать необходимые меры для устойчивого сохранения инфляции по цели.

Александр Исаков:
По нашим оценкам, максимальных значений инфляция достигнет в первом полугодии 2019 года — около 5.2% в годовом выражении, после чего к концу года снизится до 4.6%. В 2020 году, на фоне эффекта высокой базы, рост потребительских цен вернется к таргету в 4% или же даже будет несколько ниже него (в среднем 3.5%). На более долгосрочном горизонте, в условиях непредсказуемости шоков, мы считаем, что мандат Банка России достаточно силен, чтобы удерживать рост потребительских цен у целевого уровня в 4%.

В ОБНОВЛЕННОМ МАКРОЭКОНОМИЧЕСКОМ ПРОГНОЗЕ ЦБ НА 2019–2021 ГОДЫ ЕСТЬ ТРИ СЦЕНАРИЯ: БАЗОВЫЙ (СНИЖЕНИЕ ЦЕНЫ НЕФТИ ДО $70 ЗА БАРРЕЛЬ), С НЕИЗМЕННЫМИ ЦЕНАМИ НА НЕФТЬ (СЕЙЧАС ОКОЛО $80) И РИСКОВЫЙ ($35). КАКОЙ ИЗ ЭТИХ СЦЕНАРИЕВ, НА ВАШ ВЗГЛЯД, НАИБОЛЕЕ РЕАЛЬНЫЙ?

Александр Исаков:
С введением бюджетного правила эластичность ключевых макроэкономических параметров к ценам на нефть существенно снизилась. По нашим оценкам, если раньше при росте нефтяных котировок на 10% рубль укреплялся на 4%, то с бюджетным правилом эластичность снизилась до 1.5%. Единственный индикатор, для которого цена нефти является по-прежнему значимой, — это доходы и, соответственно, сальдо федерального бюджета. Делая допущения о будущей динамике нефтяных котировок, мы руководствуемся простым правилом: какой бы ни была текущая цена, в следующие 36 месяцев она будет сходиться к своему долгосрочному равновесному значению, которое мы определили на уровне 50 долл./барр. Такое равновесие гарантирует наиболее комфортные условия для добычи сланцевой нефти.

Станислав Мурашов:
Наш базовый сценарий по ценам на нефть близок к базовому сценарию ЦБ — 72 долл./барр. в 2019–2020 годах.

Александр Кудрин:
Базовый сценарий в целом совпадает с моим видением. Цена на нефть скорее всего отступит от текущих значений в сторону понижения, но обвала котировок ждать не стоит.

Олег Кузьмин:
Мы ожидаем цену на нефть в среднем $65 баррель в следующем году и $60 — в 2020 году. К нашему сценарию ближе всего базовый сценарий ЦБ. За счет действия бюджетного правила зависимость российской экономики от цен на нефть существенно снизилась.

КАКИЕ ГЛОБАЛЬНЫЕ МАКРОЭКОНОМИЧЕСКИЕ РИСКИ ВЫ ВИДИТЕ ДЛЯ РФ – ТОРГОВЫЕ ВОЙНЫ, КРИЗИСЫ НА РАЗВИВАЮЩИХСЯ РЫНКАХ, ГЕОПОЛИТИКА?

Александр Кудрин:
С точки зрения российской экономики самый значимый из перечисленных рисков — это торговые войны. Они могут негативно повлиять на глобальный экономический рост и на динамику сырьевых товаров, которые составляют основу российского экспорта. В этих условиях пострадает и отечественная экономика. Кризисы на развивающихся рынках также, безусловно, чрезвычайно важный фактор. Однако зависимость российской экономики от международных рынков капитала во многом из-за действия санкционного режима снизилась. Поэтому даже в случае полноценного кризиса на развивающихся рынках его воздействие на отечественную экономику будет ограниченным.

Станислав Мурашов:
Все эти риски, безусловно, ощутимы для экономики России и скорее всего вызовут ослабление рубля. Однако, на наш взгляд, сильнее всего будут сдерживать рост внутренние факторы — прежде всего консервативная бюджетная политика государства (в частности, повышение НДС и пенсионная реформа, которые, по нашим расчетам, будут сдерживать потенциал экономического роста).

Олег Кузьмин:
В первую очередь — геополитика. Влияние рыночных факторов, затрагивающих изменения внешней конъюнктуры (цены на энергоносители, склонность инвесторов к риску и т. д.), для России также значимо, но основные риски связаны с развитием геополитической ситуации и возможными санкциями.

КАКОЙ ВЫ ЖДЕТЕ КУРС РУБЛЯ НА КОНЕЦ ГОДА И КАКОВ ПРОГНОЗ НА 2019 ГОД?

Александр Кудрин:
С учетом того, что ситуация с рублевой ликвидностью ухудшается, а цены на нефть остаются высокими, то при прочих равных условиях допустимо предположить, что курс рубля до конца года может окрепнуть. Не исключено, что в конце декабря мы увидим его в диапазоне 64.5–65 руб./долл. В будущем году цены на нефть могут снизиться, что делает вполне реалистичным ослабление курса до уровня 70 руб./долл.

Олег Кузьмин:
Курс рубля в меньшей степени, чем раньше, зависит от цен на нефть. На конец этого года мы ждем 65.5 руб./долл., на конец следующего года — 68 руб./долл. Но мы исходим из того, что каких-то заметных санкций США не будет. В случае новых санкций курс рубля может быть сильно слабее этих значений.

Александр Исаков:
Наш прогноз USD/RUB на конец 2018 года порядка 67-68. В 2019 году, по нашим оценкам, рубль продолжит ослабевать (69 на конец года и 68 в среднем за год), чему будет способствовать как возобновление покупок валюты в соответствии с бюджетным правилом (в том числе и реализация покупок, отложенных в 2018 году), так и отток капитала в условиях ужесточения монетарных условий ведущими центробанками мира.

> «Даже в случае полноценного кризиса на развивающихся рынках его воздействие на экономику России будет ограниченным»