

Россия

Ключевые предпосылки

Российская экономика вступила в 2п'19 на позитивной ноте после слабого начала года, связанного с повышением ставки НДС с 1 января. В подобных условиях мы видим высокие шансы на годовой рост экономики на 1.3% г/г, что значительно выше итогов 1п'19 (+0.7% г/г). Циклические риски для экономики усилились на среднесрочном горизонте в связи с эскалацией торговых конфликтов, однако ускорению экономического роста будут мешать преимущественно структурные ограничения. Стагнация реальных располагаемых доходов (-8.8% по сравнению с 2014 годом) является одним из наиболее значимых стрессов для внутреннего спроса, хотя Банк России заметно ослабил параметры денежно-кредитной политики. С другой стороны, жесткость бюджетной политики также будет иметь сдерживающее влияние для внутреннего спроса и инвестиций до момента начала активной фазы реализации Национальных Проектов в 2021-24 гг.

Прогноз роста экономики в 2020 г.

Уже в 2020 году экономика России может прибавить +1.7% г/г. Мы видим хорошие перспективы для наращивания инвестиций в следующем году: в частном секторе движущей силой останется положительная динамика прибыли, а в бюджетном – догоняющие траты на Национальные Проекты. Экспортные поставки также должны показать сильную положительную динамику из-за предстоящего ввода в эксплуатацию новых транспортных каналов для газа в Европу и США. Потребление домохозяйств сохранит значимость и вклад (1.1пп) в итоговый показатель роста, однако собственные темпы будут сдерживаться медленным ростом реальных располагаемых доходов.

Россия	4к'18	1к'19	2к'19	3к'19	4к'19П	1к'20П	2к'20П	3к'20П	4к'20П	2017	2018	2019П	2020П	2021П	2022П	2023П	2024П
ВВП (% г/г)	2.7	0.5	0.9	1.6	2.1	2.0	1.7	1.8	1.4	1.6	2.3	1.3	1.7	1.8	1.9	2.0	2.1
Потребление домохозяйств	2.6	1.6	2.8	1.8	1.9	1.9	2.1	2.0	2.0	3.3	2.3	2.0	2.0	2.1	1.9	2.0	2.2
Государственные расходы	0.3	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	2.5	0.3	0.2	0.1	0.1	0.1	0.0	0.3
Инвестиции	0.2	-2.6	1.0	2.1	1.7	1.0	2.0	2.3	1.9	5.2	2.9	0.9	1.9	3.1	4.0	4.0	4.5
Экспорт	2.6	-0.4	-4.9	1.7	2.2	2.0	2.0	2.0	2.0	5.0	5.5	-0.3	2.0	3.0	3.5	3.5	3.7
Импорт	-0.3	-1.6	0.1	0.3	0.0	1.0	0.7	0.5	0.0	17.4	2.7	-0.2	0.5	2.5	3.5	5.0	5.5
Внешняя торговля*	0.7	0.2	-1.4	0.4	0.6	0.4	0.4	0.4	0.5	-2.3	0.8	0.0	0.4	0.2	0.1	-0.2	-0.3
Номинальный ВВП (% г/г)	14.8	7.3	5.4	5.6	5.0	4.5	5.3	5.9	5.7	7.1	12.8	6.8	5.4	5.4	6.7	7.1	6.0
ИПЦ (% г/г)	4.3	5.3	4.7	4.0	3.6	3.0	3.2	3.6	3.6	3.5	3.1	4.4	3.4	4.6	4.0	4.1	4.0
ИПЦ базовый (% г/г)	3.4	4.0	3.8	3.6	3.2	2.7	2.9	3.2	3.2	3.3	3.0	3.6	3.0	4.2	3.6	3.7	3.9
Уровень безработицы (%)	4.8	4.7	4.4	4.5	4.5	4.9	4.4	4.2	4.4	5.2	4.7	4.5	4.5	4.3	4.3	4.0	4.0
Занятость (% г/г)	0.2	-1.1	-0.8	-1.3	0.0	0.3	0.5	1.2	-0.4	-0.3	0.7	-0.8	0.4	-0.4	-0.4	-0.2	-0.3
Производительность (% г/г)	1.6	1.4	1.3	1.9	2.1	2.5	2.5	1.7	1.3	1.2	1.5	1.7	2.0	1.8	2.5	2.0	2.4
Номинальная з/п (% г/г)	8.5	9.3	7.6	8.0	8.2	7.2	8.8	8.1	8.1	7.5	10.1	8.3	8.0	6.7	5.5	6.2	6.0
Реальная з/п (% г/г)	4.1	3.9	2.8	3.9	4.4	4.1	5.4	4.3	4.3	3.9	6.7	3.8	4.5	2.0	1.4	2.0	1.9
Норма сбережения (%)	6.4	5.5	5.6	5.2	5.3	5.6	5.8	5.5	5.6	7.6	6.3	5.4	5.6	5.3	5.1	4.9	4.5
Разрыв выпуска (% ВВП)										-0.7	0.0	0.1	0.0	0.1	0.3	0.2	0.2
Корпоративная прибыль, до налогов (% г/г)										-16.6	14.9	8.6	7.2	5.1	3.1	1.0	17.4
Текущий счет (% ВВП)										2.0	7.0	4.3	3.7	3.3	3.1	2.8	2.4
Баланс бюджета (% ВВП)										-1.5	-1.0	-1.5	-1.4	-1.4	-1.3	-1.2	-1.0
Госдолг (% ВВП)										16.2	13.8	14.5	15.7	16.8	17.3	16.5	16.2
Ключевая ставка (%)	7.8	7.8	7.5	7.0	6.3	6.0	5.8	5.8	5.8	8.9	7.4	7.3	5.9	6.1	6.0	6.0	6.0

Источники: Минфин, Банк России, Росстат, Росбанк

* Вклад в рост ВВП

 **Евгений Кошелев, CFA**
+7 495 725 5637
Evgeniy.Koshelev@rosbank.ru

 **Анна Заигрина**
+7 495 662 1300, доб. 14837
anna.zaigrina@rosbank.ru

Инфляция: эффект базы проявится в 1к'20 с наибольшей силой

Слабый потребительский спрос в 2019 году оказал сильное сдерживающее влияние на инфляцию (3.8% г/г в октябре), а рассчитываемый нами показатель инфляции базовой корзины товаров и услуг (без регулируемых цен и сезонных продуктов питания) и вовсе замедлился до 3.1% г/г. Отдельно стоит отметить снижение давления на цены производителей, в частности, в секторе пищевой обработки на фоне получения хорошего урожая сахарной свеклы и пшена и, соответственно, снижения закупочных цен. В топливном сегменте меры государственного регулирования продолжают сдерживать рост цен на бензин на внутреннем розничном рынке, несмотря на волатильность цены нефти и курса рубля. По совокупности факторов, 4к'19 будет сопровождаться сильным замедлением годовой оценки инфляции в продуктах питания и топливе, а пик эффекта базы будет достигнут в 1к'20 из-за повышения ставки НДС годом ранее. По нашим оценкам, инфляция опустится к 3.0% г/г в 1к'20 и поспособствует снижению инфляционных ожиданий, однако дальнейшая траектория инфляции может оказаться более волатильной и вновь превысит целевой уровень Банка России в 2021 году (прогноз SG: 4.5% г/г).

Монетарная политика: есть место для дальнейшего смягчения

Банк России форсировал смягчение политики в октябре, снизив ключевую ставку на 50bp до 6.50% одновременно с понижением прогноза по инфляции. Новый прогноз регулятора предполагает падение инфляции ниже целевого уровня 4.0% на 0.8пп (3.2-3.7%) в 2019 г. и на 0.5пп (3.5-4.0%) в 2020 г. Это обстоятельство может позволить Банку России снизить ключевую ставку ниже нейтрального диапазона (6.0-7.0%) к середине 2020 г. (прогноз SG: 5.75% в 2к'20). Однако мы не исключаем последующего ускорения инфляции в 2021 г. и соответствующего ужесточения монетарных условий со стороны регулятора.

Фискальная политика: небольшое смягчение в 2020-22 гг.

С начала 2019 г. расходование бюджета осуществляется с отставанием от плана. Ненефтегазовый дефицит федерального бюджета сократился до рекордных 2.8% от ВВП в сентябре на фоне запаздывающих трат на Национальные проекты (только 55% годового плана было исполнено за 9м'19).

В 2020-22 гг. фискальная политика сохранит структурную жесткость, несмотря на снижение целевого профицита федерального бюджета на 0.3пп от ВВП в течение прогнозного периода. Иными словами, бюджет продолжит опираться на консервативные принципы планирования (целевые показатели профицита 0.8% в 2020 году, 0.5% в 2021 году и 0.2% от ВВП в 2022 году) и принципы сбережения сверхдоходов от нефти и газа в соответствии с бюджетным правилом (3.8%, 2.5% и 2.2% от ВВП соответственно). Одновременно с этим, Минфин не отказывается от стратегической перестройки бюджета и исполнения Национальных Проектов, необходимым следствием которых является активное заимствование на внутреннем долговом рынке (1.74 трлн руб., 1.55 трлн руб. и 1.83 трлн руб. нетто-заимствований, соответственно, в 2020-2022 гг.). В дополнение к этому, Минфин может прибегнуть к инвестированию до 1.0 трлн руб. (равными долями в течение следующих трех лет) во внутренние проекты.

Рубль и гособлигации: все внимание к денежно-кредитной политике

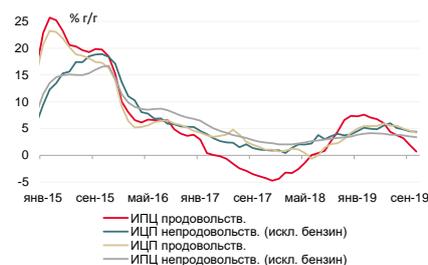
Мы ожидаем укрепления рубля до 63.5 в 4к'19 и до 63.0 в 1к'20 против доллара США в связи с улучшением прогноза по оттоку капитала (\$20 млрд в 2020 против \$35 млрд в 2019) на фоне предполагаемого смягчения ДКП и улучшения на геополитическом фоне. Тем не менее, снижение сырьевого прогноза аналитиками SG (Brent \$55-60/барр. в 2020 г.) несколько настораживает из-за вероятных последствий для профицита текущего счета (прогноз SG: \$67 млрд в 2020 против \$75 млрд в 2019). В подобной ситуации рубль может принять удар на себя к концу 4к'20 и скорректироваться до 66.5 против доллара США.

Госбумаги позитивно отреагировали на смягчение ДКП в 4к'19. Однако в следующем году будет все сложнее игнорировать навес предложения госдолга на первичном рынке, особенно, на фоне объемных позиций иностранных инвесторов (32% на 1 ноября). Мы полагаем, снижение доходностей 10-летних ОФЗ продолжил опережать снижение ключевой ставки в 4к'19-1к'20, но уже к концу 4к'20 ожидаем увидеть премию до 35bp при доходности 6.10%.

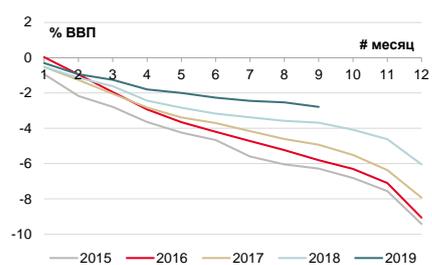
ВВП и компоненты



Компоненты внутренних цен (% г/г)



Ненефтегазовый дефицит ФБ (% ВВП)



Источники: Минфин, Росстат, Росбанк