

ЦЕНТР МАКРОЭКОНОМИЧЕСКИХ ИССЛЕДОВАНИЙ**Новости глобальной экономики****9 – 15 сентября 2019 года**

РЫНКИ. Нефть Urals к пятнице – \$60,7/барр., курс рубля – 64,2 руб./\$. МЭА ждёт ускорения роста мирового спроса на нефть во второй половине 2019г. Дефицит нефти на мировом рынке во 2П2019 составит около 0,8мб/д. МЭА: рынок нефтепереработки, в целом, готов к новым стандартам Международной Морской Организации. Спред между ценами нефти Brent и WTI сузился за неполный 3кв 2019г.

НОВОСТИ ПО СТРАНАМ. ФРС, скорее всего, снизит ключевую ставку. ЕЦБ принял ряд стимулирующих мер, в том числе снизил ставку по депозитам до -0,5%.

РОССИЯ. Росстат подтвердил рост ВВП на 0,9%гг во 2кв. Расходы бюджета пока остаются низкими.

СОСЕДИ. В Казахстане расширение внутреннего спроса заставило НБРК повысить ставку. Мы видим высокую вероятность еще одного повышения до конца года.

Финансовые и товарные рынки

- Нефть Urals к пятнице – \$60,7/барр., курс рубля – 64,2 руб./\$
- МЭА: рост мирового спроса на нефть во второй половине 2019г ускорится. Дефицит на рынке составит около 0,8мб/д
- Рынок нефтепереработки, в целом, готов к новым стандартам Международной Морской Организации
- Спред между ценами нефти Brent и WTI сузился за неполный 3кв 2019

Urals к пятнице – \$60,7/барр.

Средняя цена нефти Urals на прошедшей неделе составила \$62,3/барр. против \$60,2/барр. неделей ранее (+3,5%). МЭА не изменило [прогноз](#) роста мирового спроса на нефть в 2019-20гг (+1,1мб/д и +1,3мб/д, соответственно).

МЭА ждёт ускорения роста мирового спроса на нефть во 2П 2019

В первом полугодии 2019г рост мирового спроса на нефть составил 0,5мб/д, замедлившись в июне до 0,2мб/д. Однако во втором полугодии МЭА ждёт ускорения роста спроса. Это обусловлено как низкой базой второй половины 2018г, так и более низкими, чем во втором полугодии 2018г, ценами. Средняя цена за марку Urals во втором полугодии прошлого года составила \$70,6/барр. В 3кв 2018г Urals стоила \$74/барр., в то время как за неполный 3кв 2019г – \$61,8/барр. (на 16,5% дешевле).

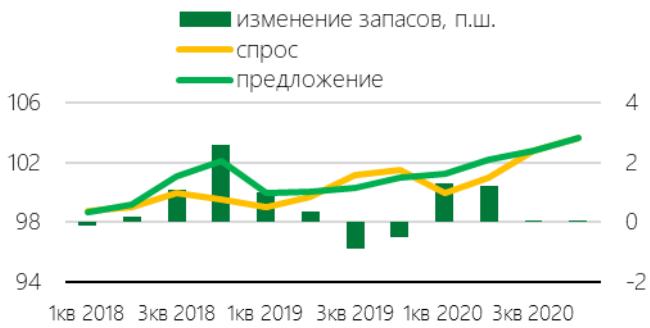
МЭА: дефицит на рынке нефти во 2П2019 составит 0,8мб/д

Страны ОПЕК+ перевыполнили условия соглашения в августе (ограничения по добыче были соблюдены на 116%). В то же время в августе добыча России, Нигерии и Ирака на 0,6мб/д превысила объём их квот в рамках сделки. Производство нефти в Саудовской Аравии, напротив, на 0,6мб/д ниже, чем допускает её квота. По итогам второго полугодия текущего года МЭА ожидает дефицит на мировом рынке нефти в объёме около 0,8мб/д (см график). Прогноз основан на ожидании ускорения роста спроса, а также – сохранения добычи ОПЕК на неизменном уровне.

Рынок нефтепереработки готов к новым стандартам ММО

Согласно МЭА, падение деловой активности в сфере мировой нефтепереработки достигло дна в июле, и в 4кв 2019г МЭА ожидает возврат к росту (в терминах гг). Рынок нефтепереработки, в целом, готов к переходу на новые стандарты Международной Морской Организации (о снижении содержания серы в топливе). Значимого роста цен на дизельное топливо пока не наблюдается. Однако МЭА ожидает, что переход на новые правила

МЭА ожидает дефицит на рынке нефти во 2П2019 в объёме около 0,8мб/д



Спред между ценой нефти марок Brent и WTI сузился за неполный 3кв 2019 (\$)



окажет поддержку ценам на разрешённые виды топлива. Однако оснований для существенных шоков на рынке топлива в настоящее время, согласно МЭА, нет.

Спред между котировками Brent и WTI сократился до \$5,5 (за неполный 3кв 2019г) против почти \$10 во 2кв (см график). Согласно МЭА, сужению спреда способствовало введение в эксплуатацию новых трубопроводных мощностей в США (для транспортировки из месторождения Permian).

Курс рубля - 64,2 руб./\$ Большинство фондовых индексов по итогам прошедшей недели в плюсе. В частности, индекс S&P500 вырос на 1%, FTSE100, DAX и CAC40 – на 0,8%, 1,9% и 0,9%, соответственно. Китайский индекс Shanghai Composite увеличился на 1,1%, японский Nikkei225 – на 3,7%. Средний курс рубля по итогам недели составил 65,1 руб./\$ против 66,3 руб./\$ неделей ранее. Курс рубля к пятнице – 64,2 руб./\$. Курс евро – 1,11.

США

- ФРС, скорее всего, понизит ставку на ближайшем заседании
- Центробанки всё больше используют инструмент обратного РЕПО ФРС
- Своп-спред по 10летним инструментам стал устойчиво отрицательным

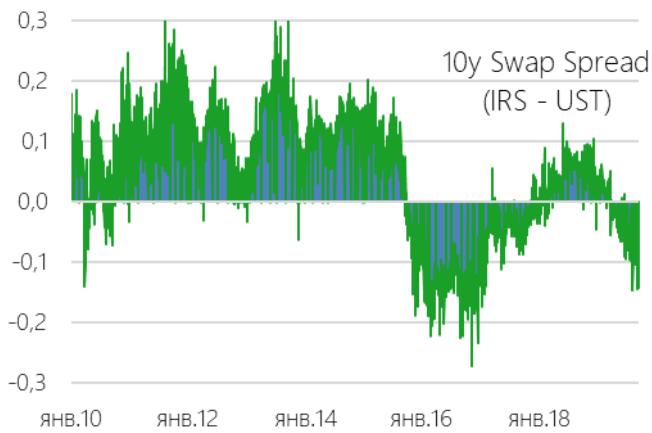
Ожидаем снижения ставки на ближайшем заседании

Очередное заседание ФРС состоится 18 сентября. Наш прогноз совпадает с консенсусом – ФРС снизит ставку, пока на один шаг (0,25пп) с текущих 2,1%. Аннуализированная базовая инфляция в августе составила 3,1%, поэтому ФРС, на наш взгляд, обязательно сопроводит пресс-релиз комментарием о том, что решение о дальнейшем снижении ставки будет приниматься исходя из экономической ситуации. Ситуация в экономике не однозначно хорошая – выпуск в промышленности снижается с начала года. Но [в двойной мандат ФРС](#), напомним, входит только стабильная инфляция и низкая безработица. Поэтому, на наш взгляд, пока на рынке труда не появятся проблемы, быстрого снижения ставки ждать не стоит. Безработица пока остаётся на рекордно низких 3,7%, а занятость и зарплаты продолжают расти. Фондовые рынки растут медленнее по мере исчерпания эффекта сокращения налогов, но по CAPE ratio Шиллера фондовый рынок США остаётся самым высокооцениваемым в мире.

Перевёрнутая процентная кривая может создать проблемы с мировой долларовой ликвидностью

При этом любимый опережающий индикатор многих аналитиков – процентная кривая – остаётся инвертированной, т.е. указывает на возможность кризиса в краткосрочной перспективе. Отметим важное изменение в действиях ФРС: в 2015 году было снято ограничение по объёмам операций обратного РЕПО с центробанками. После этого (см. рис.2) объём операций по этому инструменту вырос троекратно со \$100 до 300 млрд. В ситуации инвертированной кривой центробанки рационально предпочитают инвестировать в обратное РЕПО (ставки по нему не раскрываются, но разумно полагать, что они не могут значительно отличаться от стандартного RRP), а не в облигации США. Этим они, во-первых, сокращают объём долларовой ликвидности, во-вторых, увеличивают количество залога в международной долларовой системе. Таким образом, даже при фиксированном размере баланса ФРС, эти операции приводят к фактическому ужесточению политики. Эта самоподдерживающаяся спираль будет продолжаться до тех пор, пока кривая будет оставаться инвертированной.

Аномальная ситуация с отрицательным своп-спредом вновь реализовалась



Центробанки всё больше предпочитают инвестиции в обратное РЕПО, а не госбумаги



Еврозона

- ЕЦБ принял ряд стимулирующих мер, в том числе снизил ставку по депозитам до -0,5%

ЕЦБ обновил макропрогноз

ЕЦБ снизил ставку по депозитам до -0,5%

На прошедшем заседании ЕЦБ объявил обширный список мер, в том числе снижение ключевой ставки, призванных ускорить рост экономики. Решение регулятора стало ответом на падение инфляционных ожиданий и замедление экономики. Указанные проблемы были отражены в обновленном макроэкономическом прогнозе. Так, рост был пересмотрен с 1,2% до 1,1% в 2019г и с 1,4% до 1,2% в 2020г. Прогноз инфляции был снижен до 1,2% (-0,1пп) в этом году и до 1% в следующем (-0,4пп).

ЕЦБ задействовал большую часть имеющихся у него инструментов. Во-первых, регулятор изменил свой forward guidance, отказавшись от календарной составляющей. Тем самым, подчеркнув долгосрочный характер мягкой денежной политики. Во-вторых, ЕЦБ впервые с 2016г снизил ставку по депозитам с -0,4 до -0,5%. В-третьих, с ноября будет перезапущена программа количественного смягчения (QE). Объем чистых покупок составит €20 млрд в месяц. Напомним, на пике объем покупок составлял €60-80 млрд. На данный момент объем активов, скупленных в рамках QE, составляет €2,5 трлн. Важным ограничением QE остается объем обращающегося госдолга (в частности, германского). В-четвертых, ЕЦБ изменил условия предстоящего TLTRO. Теперь стоимость средств, которые банки могут привлечь у ЕЦБ, варьируется от минимум ставки по депозитам (ранее +10бп) до максимум ставки рефинансирования (ранее +10бп) в зависимости от кредитной активности банков. Продолжительность каждого выпуска также увеличена с 2 до 3 лет. Таким образом, при условии сохранения текущей ставки по депозитам и активного кредитования банки смогут привлечь средства по ставке -0,5%. Первая серия нового TLTRO-III будет размещена уже 19 сентября. В рамках прошлой программы, TLTRO-II, объем привлеченных банками средств превысил €700 млрд. В-пятых, ЕЦБ ввел двухуровневую систему резервирования, в рамках которой часть депозитов в ЕЦБ не будет облагаться по отрицательной ставке. Объем исключаемых средств составит 6% текущих обязательств (6 x норму обязательного резервирования).

Эффект указанных мер будет сдержаным

На наш взгляд, эффект указанных мер на экономику будет относительно сдержаным. Так, например, при текущих объемах чистых покупок в рамках QE, ЕЦБ сможет увеличить свой баланс за год лишь на €240 млрд, что составляет меньше 10% от уже накопленных активов. В свою очередь, денежно-кредитная политика и так была предельно мягкой, поэтому дальнейшее смягчение может привести к накоплению излишних рисков. Вместе с этим, двухуровневая система резервирования и выгодные условия в рамках TLTRO, вероятно, снизят нагрузку на банковскую систему. Вместе с этим, у ЕЦБ остается все меньше инструментов на случай возможного кризиса, что делает европейскую экономику более уязвимой.

Россия

- Росстат подтвердил рост ВВП на 0,9%гг во 2кв
- Расходы бюджета пока остаются низкими

ВВП во 2кв вырос на 0,9%гг

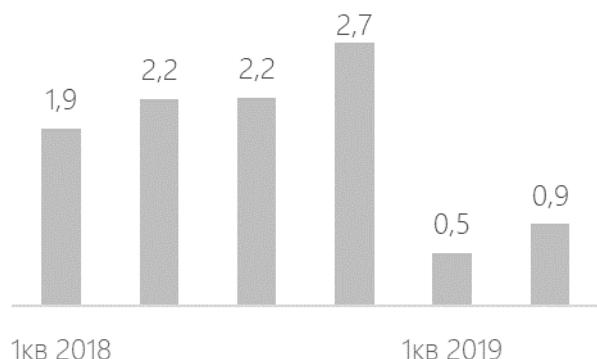
Рост ВВП во 2кв ускорился с 0,5% до 0,9%гг согласно первой оценке Росстата. Данные совпали с опубликованной ранее предварительной оценкой ведомства. Основной вклад в ускорение экономического роста внес сектор услуг (вклад в рост ВВП: 0,4пп после 0пп ранее) и торговля (-0,1пп после -0,4). Кроме того, по-прежнему поддержку росту оказала промышленность (0,4пп после 0,5пп), в большей степени – добывающая. По оценке Росстата, очищенные от сезонности квартальные темпы роста ВВП остались на уровне 0,2%кк. Однако, по нашей оценке, темпы ускорились с -0,3% до 0,3%кк. Подобная динамика лучше согласуется с шоком повышения НДС в начале года. Стат. данные по третьему кварталу позволяют предполагать, что рост вряд ли сильно ускорился. Вероятно, по итогам года рост ВВП остается в пределах 1%.

Расходы бюджета пока остаются низкими

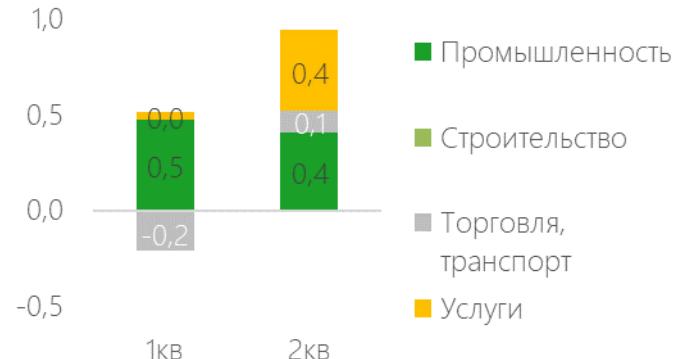
Минфин опубликовал предварительную оценку федерального бюджета за январь-август. По итогам периода доходы бюджета достигли 19,3%ВВП против 18,6%ВВП в прошлом году. Рост обеспечили ненефтегазовые доходы (11,4%ВВП) преимущественно за счет увеличения поступлений от НДС. В то же время нефтегазовые доходы уменьшились на 0,5пп до 7,9%ВВП. Вероятно, это объясняется снижением физического объема экспорта на фоне замедления мировой экономики. При этом долларовое снижение цены на нефть практически полностью было компенсировано ослаблением рубля. Расходы бюджета составили 15,6%ВВП, повторив результат прошлого года. Несмотря на это, расходование средств отстает от плана. Пока потрачено 55,9% годового плана, тогда как обычно расходы за этот период составляют ~60%. В частности, медленно идет освоение финансовых средств на национальные проекты. По итогам полугодия уровень их исполнения достиг лишь 32,4%. В основном средства были направлены на реализацию программ по здравоохранению, науке и образованию. Профицит бюджета за январь-август вырос на 0,7пп до 3,7%ВВП, составив ₽2,6 трлн.

Отметим, что в августе темп роста бюджетных расходов заметно ускорился (+20%гг в номинальном выражении). Вероятно, быстрое наращивание расходов бюджета продолжится после сдержанного роста в 1П.

Экономический рост восстанавливается (%гг)



Рост ускорился за счет сектора услуг и торговли (пп)



Казахстан

- Расширение внутреннего спроса заставило НБРК повысить ставку
- Мы видим высокую вероятность еще одного повышения до конца года

НБРК повысил базовую ставку на 0,25пп до 9,25%

Ускорение инфляции было вполне ожидаемым

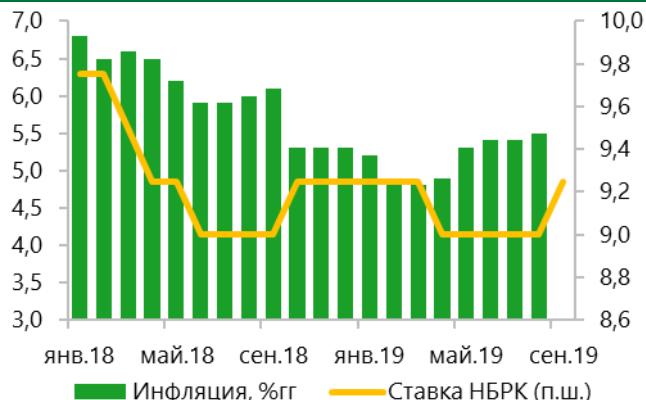
Вероятно еще одно повышение ставки до конца года

На прошлой неделе Национальный Банк повысил базовую ставку на 0,25пп до 9,25%. Свое решение регулятор аргументировал ускоряющейся инфляции, траектория которой не соответствует предварительным оценкам НБРК. В качестве основного фактора, подогревающего рост цен, регулятор отметил расширяющейся внутренний спрос. Последний приводит к ускорению роста экономики и выводит разрыв выпуска в положительную зону, создавая проинфляционное давление. Национальный банк ожидает приближения инфляции к верхней границе коридора (4-6%) в конце года и прогнозирует рост цен около 5,7-5,8%гг в декабре.

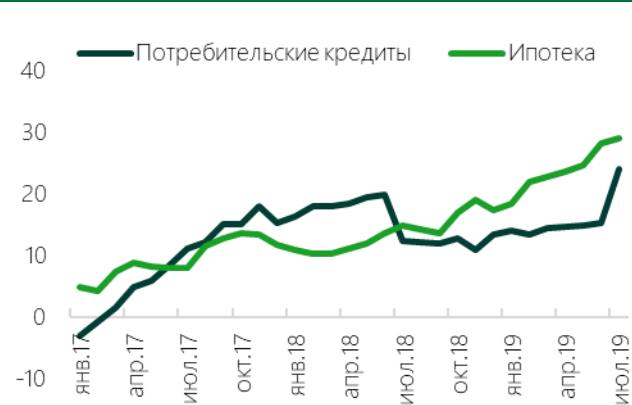
Мы неоднократно писали в предыдущих выпусках НГЭ о высокой вероятности отклонения инфляции от цели НБРК. Апрельское снижение ставки было нами охарактеризовано как преждевременный переход к циклу ослабления денежной политики, создававший риски для ценовой стабильности. Быстрый рост потребительского кредитования вместе с фискальным стимулом оказывали и оказывают значительную поддержку внутреннему спросу. Так, реальные денежные доходы выросли в январе-июле на 4,7%гг, оборот розничной торговли увеличился на 5,4%гг, потребительский импорт непродовольственных товаров продемонстрировал рост в первом полугодии на 7,3%гг. В подобных условиях вопрос относительно ускорения роста цен смешался от прогнозирования вероятности события к его срокам и силе.

Поэтому, несмотря на нарушение принципа монотонности проводимой денежной политики, мы поддерживаем решение НБРК вернуться к повышению ставок. Однако одного ужесточения может быть недостаточно. Базовая аннуализированная (SA, среднее по 3 месяцам) инфляция в августе оставалась высокой - 6,2%, рост потребительского кредитования ускорился до 24%гг в июле. Вместе с исчерпанием эффекта в первом квартале 2020г от снижения тарифов годом ранее, вышеупомянутые факторы, скорее всего, вытолкнут инфляцию за границы коридора регулятора. Мы ожидаем еще одного повышения ставки до конца этого года.

Инфляция ускоряется, заставляя НБРК вернуться к повышению ставки



Кредитование населения ускоряется



Состав Центра макроэкономических исследований

Олег Замулин	Директор	Zamulin.O.A@sberbank.ru
Данила Карпов	Еврозона, редактура	Karpov.D.Yu@sberbank.ru
Николай Фролов	США	NikVFrolov@sberbank.ru
Данир Зулькарнаев	Россия	DIZulkarnaev@sberbank.ru
Мария Прислонова	Россия	Prislonova.M.K@sberbank.ru
Кирилл Маврин	СНГ	KPMavrin@sberbank.ru
Юлия Матвеевская	Финансовые и товарные рынки	YYMatveyevskaya@sberbank.ru

По всем возникающим вопросам можно обратиться по телефону ЦМИ 8(495)665-56-00 или по электронной почте ответственным за разделы обзора.

Стандартная оговорка об ограничении ответственности, в обязательном порядке прилагаемая ко всем аналитическим продуктам.

Отказ от ответственности

Данные, приведенные в настоящем документе, не являются рекомендацией о вложении денег. Информация предоставлена исключительно в ознакомительных целях. Любая информация, представленная в настоящем документе, носит ознакомительный характер и не является предложением, просьбой, требованием или рекомендацией к покупке, продаже, или предоставлению (прямому или косвенному) ценных бумаг или их производных. Продажа или покупка ценных бумаг не может осуществляться на основании информации, изложенной в настоящем документе, и указанных в нем цен. Информация, изложенная в настоящем документе, не может быть использована в основе какого-либо юридически связывающего обязательства или соглашения, включая, но не ограничиваясь обязательством по обновлению данной информации. Она не может воспроизводиться, распространяться или издаваться любым информируемым лицом в целях какого-либо предложения, мотива, требования или рекомендации к подписке, покупке или продаже любых ценных бумаг или их производных. Будет считаться, что каждый, получивший информацию, провел свое собственное исследование и дал свою собственную оценку перспектив инвестиций в инструменты, упомянутые в настоящем документе. Сбербанк России не берет на себя никакой ответственности за любые прямые или косвенные убытки, затраты или ущерб, понесенные в связи с использованием информации, изложенной в настоящем документе, включая представленные данные. Информация также не может быть рассмотрена в качестве рекомендации по определенной инвестиционной политике или в качестве любой другой рекомендации. Информация не может рассматриваться как обязательство, гарантия, требование, обещание, оферта, рекомендации, консультации и т.д.

Банк не должен нести ответственность за последствия, возникшие у третьих лиц при использовании информации, изложенной в настоящем документе. Банк вправе в любое время и без уведомления изменять информацию, изложенную в настоящем документе Трети лица (инвесторы, акционеры и пр.) должны самостоятельно оценить экономические риски и выгоды от сделки (услуги), налоговые, юридические, бухгалтерские последствия, свою готовность и возможность принять такие риски Банк не дает гарантии точности, полноты, адекватности воспроизведения информации третьими лицами и отказывается от ответственности за ошибки и упущения, допущенные ими при воспроизведении такой информации. Информация, изложенная в настоящем документе, не может быть интерпретирована как предложение / оферта или как рекомендация / консультация по инвестиционным, юридическим, налоговым, банковским и другим вопросам. В случае возникновения потребности в получении подобных консультаций следует обратиться к специалистам.