

## Он придет... ветер перемен

Год начался очень оптимистично как на развитых, так и на развивающихся рынках. Однако, сильная статистика из США спровоцировала ожидания более жесткой политики ФРС и, наконец, привела к коррекции, о неизбежности которой так давно твердили аналитики. Волна распродаж по касательной задела развивающиеся рынки и рубль, но мы ожидаем возвращения аппетита к риску в течение года. Тем временем риски расширения антироссийских санкций несколько снизились, но повестка внутренних реформ осталась весьма туманной.

ФОРВАРДНЫЕ КОТИРОВКИ	1 МЕС	3 МЕС	6 МЕС
USD/RUB	57.81	58.22	58.78
EUR/RUB	71.61	72.46	73.65

СТАВКИ	ЗНАЧ.	MAX 12M	MIN 12M
MosPrime ON (%)	7.18	10.49	7.18
MosPrime 3M (%)	7.38	10.50	7.38
Libor 3M (%)	1.83	1.83	1.04
Euribor 3M (%)	-0.329	-0.325	-0.332
Treasuries 10Y benchmark (%)	2.8222	2.8585	2.0387
Russia CDS 5yr	117.50	182.16	104.00

МАКРОЭКОНОМИЧЕСКИЕ ПОКАЗАТЕЛИ РФ	2017E	2018F	2019F
ВВП, %	1,5	1,8	2,2
Инвестиции в основной капитал, %	3,6	2,0	3,5
Розничный товарооборот, %	1,2	3,0	2,5
Заработная плата, %	3,4	2,5	2,0
Инфляция, % (конец года)	2,5	3,5	4,0
Brent, \$/bbl (ср. знач.)	55	66	68
USDRUB (на конец года)	57,7	57	58
EURRUB (на конец года)	69,2	72,4	77,1

(F) прогноз Нордеа

## Макро

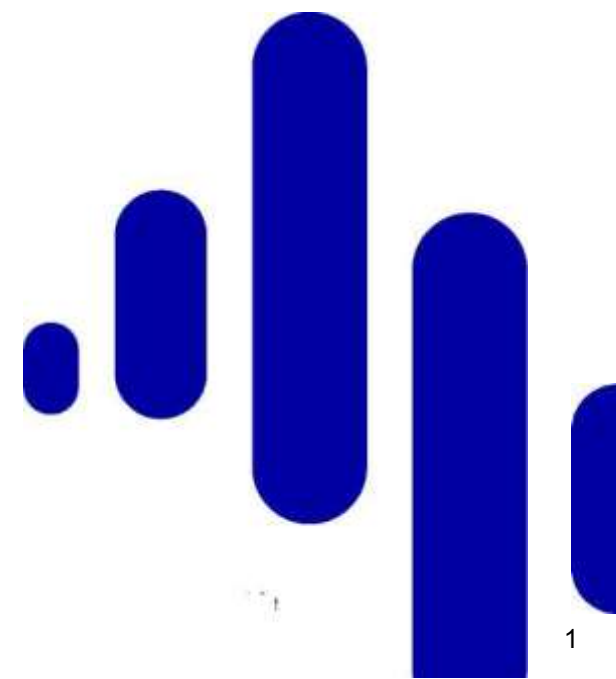
- Российская экономика: в поисках оптимизма

## Валюта

- EURUSD: назад в 2004?
- RUB: в ожидании возвращения аппетита к риску
- Нефть: Чья возьмёт?

## Специальная тема

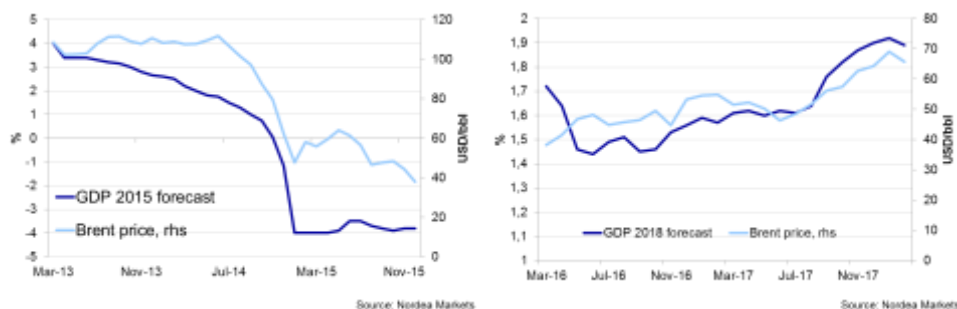
- Под прицелом санкций
- Заколдованный круг российских реформ



### Российская экономика: в поисках оптимизма

Несмотря на значительное улучшение качества макроэкономической политики в последние годы, темпы роста российской экономики по-прежнему остаются весьма зависимыми от нефтяной конъюнктуры. Траектория изменения консенсус-прогноза по темпам роста российской экономики на 2018 г. достаточно точно повторяет динамику цен на нефть. Так старт пересмотра прогнозов на 2018 год совпал с довольно резким ростом цен на нефть в августе 2017 года. Аналогичная ситуация только с противоположным знаком наблюдалась в 2013-2015 гг.

### Прогнозы роста ВВП в 2018 г. по-прежнему следуют за ценами на нефть



Тем не менее, каналы, по которым цены на нефть влияют на темпы роста российской экономики, заметно изменились. Если ранее рост цен на нефть приводил к увеличению расходов бюджета и способствовал ускорению роста ВВП за счет дополнительного госзаказа, более высоких заработных плат и растущего потребления, то с введением бюджетного правила, ограничивающего расходы, данный канал влияния больше не работает. В настоящее время рост цен на нефть означает для российской экономики более крепкий рубль и, как следствие более низкую инфляцию и быстрый темп снижения ключевой ставки. Это в свою очередь создает предпосылки для роста инвестиционной активности. В таком случае от растущих цен на нефть потенциально может выиграть более широкий круг компаний.

Конец 2017 года преподнес несколько негативных макроэкономических сюрпризов. Рост ВВП составил 1.2% г/г в 4 квартале 2017 года (по сравнению с 2.5% и 1.8% во 2 и 3 кварталах соответственно). Промышленное производство продемонстрировало спад в ноябре-декабре. Тем не менее, пока мы не видим оснований пересматривать наш прогноз по ускорению роста ВВП до 1.8% в 2018 году. Кроме того, представлен-

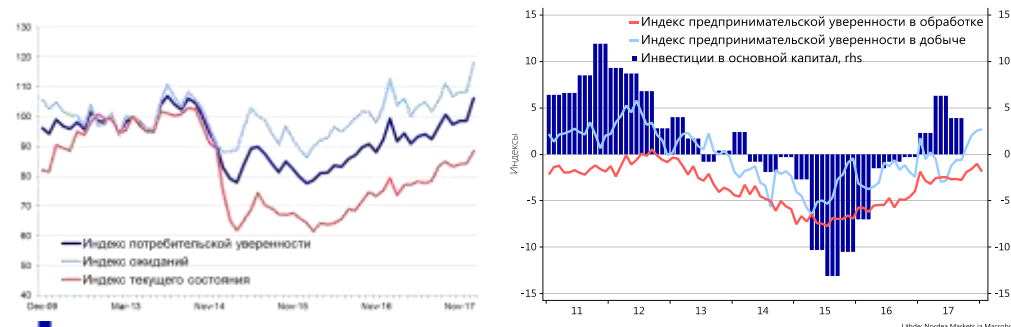
ные Росстатом первичные оценки в последние годы зачастую занижали масштабы фактического роста. В этой связи итоговые цифры за 2017 год могут оказаться лучше предварительных.

### В ходе пересмотров оценки роста ВВП как правило улучшаются



Ряд опережающих экономических индикаторов также показывает, что текущее замедление носит скорее временный характер. К таким опережающим индикаторам относятся индексы PMI, опросы, проведенные для построения индекса ожиданий предпринимателей и компаний. Так, индекс потребительского давления оказался выше докризисных уровней. Растет доля населения, ожидающая улучшения своего материального положения в ближайшие 12 месяцев. Индекс предпринимательской уверенности в обрабатывающей промышленности вернулся в позитивную зону. Анонсированное ЦБ продолжение смягчения политики может стать еще одним источником поддержания экономического роста.

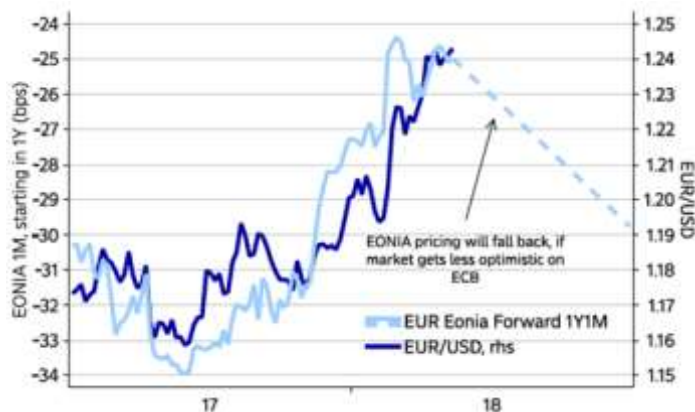
### Опережающие индикаторы сохраняют позитивную динамику



## EURUSD: назад в 2004?

В декабре-январе на глобальном валютном рынке произошли сильные движения. Пара EURUSD сместилась с уровней 1.18 до отметок 1.25, реагируя на ряд факторов, негативных для доллара и позитивных для евро. Рынки все еще довольно скептически смотрят на темпы повышения ставок в США. Фьючерсы на ставку в США показывают, что рынки все еще ожидают лишь два повышения ставки в 2018 году несмотря на то, что сама ФРС обещает три повышения. В то же время **рынок крайне активно и во многом даже опережая события реагирует на перспективы нормализации монетарной политики в Еврозоне, ожидая довольно скорого повышения ставки со стороны ЕЦБ**. В настоящее время из риторики ЕЦБ следует, что программа покупки активов продолжится до конца сентября 2018 года в объеме 30 млрд. евро в месяц и может быть продлена при необходимости, а ставки сохранятся неизменными в течение продолжительного времени (обычно это означает около 6 месяцев) после окончания программы покупки активов. На основании данных заявлений мы не ожидаем повышения ставок в Европе ранее чем во второй половине 2019 года. Рынок же рассчитывает, что первое повышение ставки произойдет уже в начале 2019 года, что и обеспечило фундаментальную поддержку евро в последние месяцы.

### Рынки слишком высоко оценивают скорость нормализации политики ЕЦБ

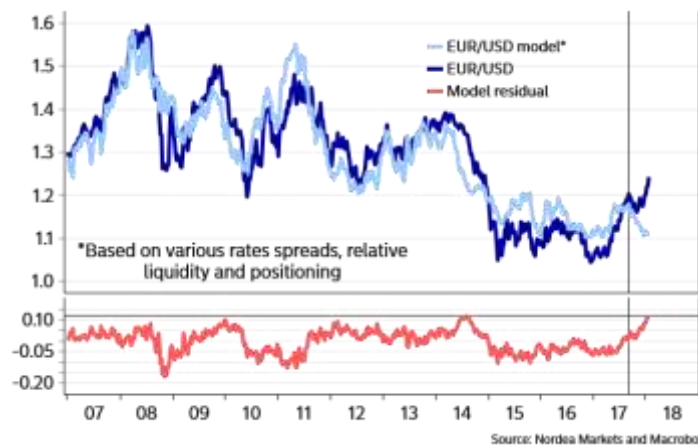


Таким образом, валютный рынок, вероятно, весьма сильно забежал вперед в интерпретации комментариев ЕЦБ. Осознание этого факта должно временно пре-

кратить восходящий тренд в паре EURUSD, что уже произошло за последние пару недель. Триггером к этому стала публикация крайне сильной статистики по рынку труда в США, заставившей рынки начать формировать ожидания более быстрого повышения ставок в США.

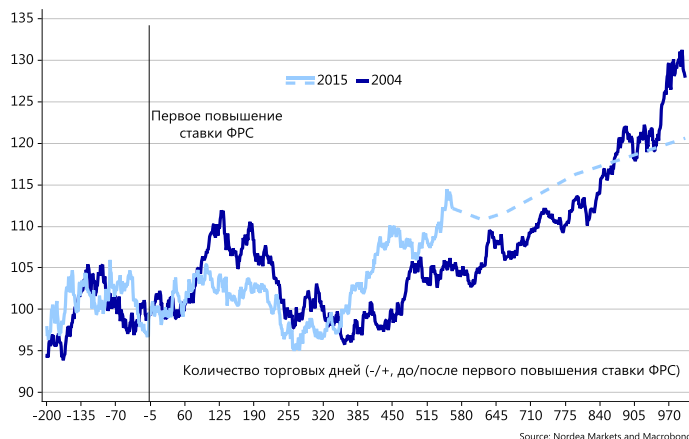
Разница в процентных ставках в США и Европе традиционно является определяющим фактором в динамике EURUSD. Однако в последние месяцы фактический курс EURUSD и курс, рассчитанный по модели на основе разницы процентных ставок, стали двигаться в противоположных направлениях. Это дает нам основания полагать, что в поведении пары EURUSD произошли фундаментальные изменения.

### Фактические и рассчитанные по модели значения пары EURUSD довольно существенно отличаются



Это может показаться удивительным, но **тенденция к ослаблению доллара в период повышения ставок в США не является чем-то совсем необычным**. Так в прошлый цикл повышения ставок в США в период с 2004 по 2007 г. доллар также слабел в паре с евро. На графике ниже представлена динамика пары EURUSD в течение текущего цикла повышения ставок в США и цикла, начавшегося в 2004 году. В обоих случаях курс EURUSD на момент первого повышения ставок принят за 100%. Текущий тренд укрепления евро вполне укладывается в динамику 2004-2007 гг.

Динамика пары EURUSD в текущий цикл повышения ставок ФРС повторяет динамику предыдущего цикла, начавшегося в 2004 году



Одно из возможных объяснений слабости доллара в периоды повышения ставок в США сводится к тому, что ФРС продвинулась дальше остальных центральных банков в процессе нормализации монетарной политики. Центральные банки в прочих развитых странах вскоре последуют её примеру. В ожидании роста доходностей за пределами США центральные банки по всему миру могли начать изменять структуру своих резервов, наращивая долю евро, что и оказало поддержку данной валюте.

На горизонте 1-2 кварталов мы ожидаем укрепления USD по мере того, как рынки начнут более корректно оценивать сроки повышения ставок в Еврозоне, а из США продолжают поступать сигналы о сохранении сильной экономической динамики. По завершении данной коррекции мы ожидаем возврата к долгосрочному восходящему тренду в паре EURUSD. Дальнейшему ослаблению USD будет способствовать возвращение аппетита к риску на международных площадках. Как и в 2004-2007 гг, в период устойчивого роста мировой экономики и оптимизма на финансовых рынках спрос на защитные активы, в частности на доллар, сокращается. Укрепление USD, напротив, характерно для периодов турбулентности, когда происходит бегство в качество.

По нашим прогнозам, курс EUR/USD через три-шесть месяцев составит 1,21-1,22 и продолжит расти до 1,33 до конца 2019 года. При этом в районе отметки 1.25

пара EURUSD, скорее всего, встретит довольно существенное сопротивление. Укрепление мешает достижению цели ЕЦБ по ускорению инфляции, поэтому при достижении курсом определенных пороговых значений представители ЕЦБ переходят к словесным интервенциям. В 2015 году такое было характерно для отметки 1.15, осенью 2017 года – для отметки 1.20.

	Текущее значение	3М	Середина 2018	Конец 2018	Конец 2019
EURUSD	1,23	1,21	1,22	1,27	1,33

## Нефть: Чья возьмёт?

Активность американских нефтедобытчиков вновь перевешивает оптимизм от сделки ОПЕК+. Несмотря на позитивное начало года, к текущему моменту нефтяные цены зафиксировали ~10% коррекционное снижение, после того как еще в Зей декаде января находились на максимумах за 2,5 года. Помимо давления, которое испытали на себе практически все рискованные и сырьевые активы на фоне восстановления позиций USD, настроения на рынке «черного золота» ухудшали и отраслевые данные. В частности, статистика об уровне добычи в США зафиксировала выход на новые исторические максимумы - 10.25 mb/d. И хотя динамика общего снижения уровня запасов в странах ОЭСР оставляет шансы на достижение таргета по сделке ОПЕК+ до конца года, дальнейшее удержание баланса на рынке может стать затруднительным. Рынок постепенно охватывает беспокойство, что на горизонте до 2019г. США с большей вероятностью получит «пальму первенства» по нефтедобыче, оставив позади Россию и Саудовскую Аравию. При этом американское производство не стеснено обязательствами по ограничению в добыче, что и продолжит формировать почву для дисбаланса на рынке. Накануне ОПЕК и МЭА опубликовали свои ежемесячные отчеты. И, несмотря на то, что ОПЕК традиционно был более оптимистичен в оценках перспектив рынка, основной акцент и в том и в другом случае сделан на факторе растущего американского производства. МЭА не преминула напомнить, что текущая ситуация напоминает первую волну сланцевого бума, когда высокие цены на энергоносители спровоцировали рост американского сланцевого производства, а затем привели к «гонке на выживание» в борьбе за долю рынка среди ключевых нефтепроизводителей. Именно динамика сланцевой добычи и дисциплина ОПЕК продолжат формировать настроение рынка в перспективе года. Что касается среднесрочных ожиданий, то следующие дополненные факторы будут препятствовать восстановлению оптимизма на рынке: динамика запасов в США (стабилизация/рост), укрепление доллара.

## Рубль: в ожидании возвращения аппетита к риску

Опубликованные в конце января Кремлевский доклад и доклад о возможных последствиях распространения санкций на российский суверенный долг дают нам повод пересмотреть свой прогноз по динамике курса рубля. Ранее мы довольно высоко оценивали риски ужесточения санкций в 2018 года и, как следствие, придерживались довольно негативного взгляда на перспективы рубля (наш прошлый прогноз USDRUB составлял 61). **Тональность опубликованных докладов оказалась нейтральной, из чего можно заключить, что при текущем уровне геополитической напряженности вероятность ужесточения санкций не слишком велика.**

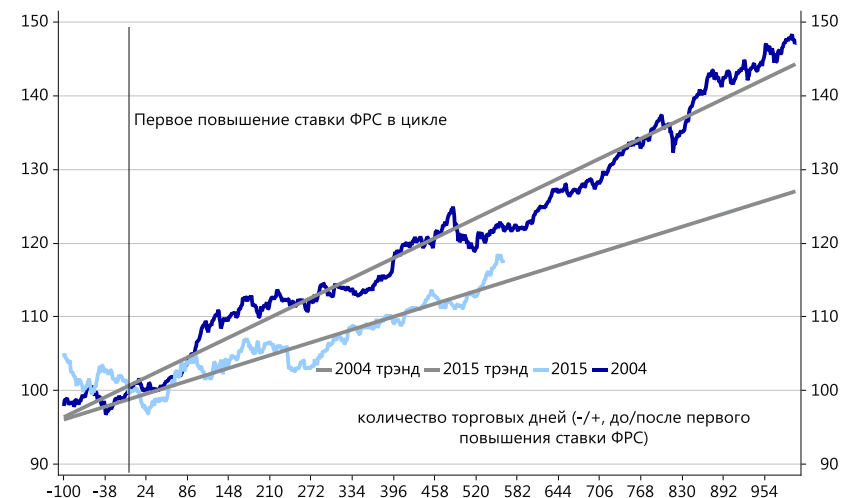
В 2017 году достаточно сильно изменились те факторы, под влиянием которых происходят колебания курса рубля. Ранее во многом следовавший за нефтью, рубль стал преимущественно определяться общими настроениями в отношении рискованных активов, в частности, валют развивающихся стран. По нашим оценкам. Наиболее сильно (примерно на 70%) рубль коррелирует с динамикой индекса валют развивающихся стран. Вторым по значимости фактором для курса рубля является динамика CDS (корреляция выше 50%). Динамика цен на нефть является лишь третьим по значимости фактором с корреляцией около 20%. В этой связи прогноз курса рубля в существенной степени зависит именно от перспектив развивающихся рынков в 2018 году.

Развивающиеся рынки (EM) начали год весьма уверенно. Индекс MSCI, отражающий динамику фондового рынка развивающихся стран в январе прибавил почти 10%. EM валюты укрепились в среднем на 3%. Как следствие, динамика развивающихся рынков отклонилась от среднесрочного тренда. **На горизонте ближайших трех месяцев мы ожидаем коррекции на развивающихся рынках в рамках возврата к данному тренду.** Данное движение уже началось на первой неделе февраля, и поводом для него послужили сигналы об ускорении роста заработных плат в США, являющегося опережающим индикатором для инфляции. Как следствие, ожидания на рынках сместились в сторону более жесткой политики ФРС. Все чаще упоминается возможность 4го повышения ставки в 2018 году. В следующие три месяца вполне могут появиться дополнительные сильные статистические данные из США, повышающие вероятность более жесткой политики ФРС. Реализация такого сценария может снизить аппетит к рисковому активам. Рубль вряд ли останется в стороне от данной тенденции.

**Во второй половине 2018 года мы ожидаем возврата позитивных настроений на развивающиеся рынки.** В пользу такого сценария говорит восходящий тренд EM

валют как в предыдущем, так и в текущем циклах повышения ставок в США (см. график ниже). Фундаментально мы связываем данный тренд с тем, что аппетит к риску возвращается, когда мировая экономика демонстрирует устойчивые темпы роста. Тем не менее, тренд последних двух лет говорит о том, что до конца года потенциал укрепления TV валют относительно текущих уровней довольно ограничен.

**Индекс валют развивающихся рынков MSCI рос в периоды повышения ставки ФРС после 2004 и 2015 гг.**

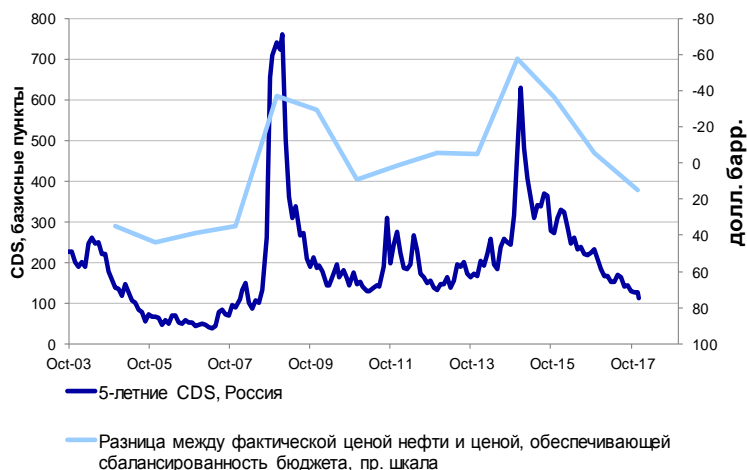


Динамика рубля в наших прогнозах будет соответствовать описанному тренду для валют развивающихся стран. **После временного ослабления рубля в ближайшие 1-2 квартала до уровней 58.5-59 рублей за доллар рубль возобновит укрепление во втором полугодии текущего года на фоне возврата глобального аппетита к риску.** Дополнительную поддержку российской валюте может оказать потенциальное повышение суверенного рейтинга России до инвестиционного уровня агентствами S&P и Moody's. Ориентиром на конец года выступит отметка 57 рублей за доллар.

Вероятность более существенного укрепления рубля нам кажется довольно низкой по следующим причинам:

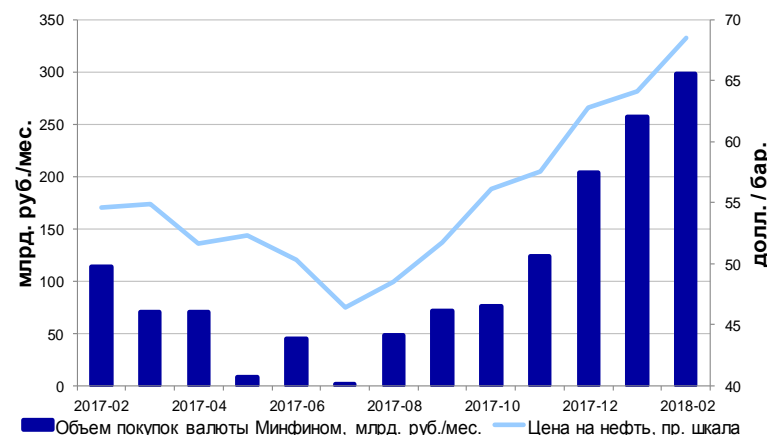
- 1) Долгосрочный тренд валют развивающихся рынков не предполагает существенного укрепления до конца 2018 года относительно текущих уровней.
- 2) Текущие значения российских CDS (чуть выше 110 пунктов) близки к фундаментально обоснованным значениям при текущей конъюнктуре нефтяного рынка и показателях бюджета. По нашим оценкам значения CDS ниже 100 пунктов достижимы при цене на нефть около 80 долл. за баррель. Низкий потенциал дальнейшего снижения CDS ограничивает масштабы возможного укрепления рубля.

### CDS на Россию зависит от цены на нефть, балансирующей бюджет



- 3) Продолжающиеся покупки валюты Минфином в соответствии с бюджетным правилом также ограничивают потенциал укрепления рубля при росте цен на нефть.

### Покупки валюты Минфином и рост цены на нефть



- 4) Банк России продолжит цикл снижения ключевой ставки постепенно снижая привлекательность рубля для операций carry-trade.

Влияние прочих факторов, способных повлиять на рубль, выглядит довольно сбалансированным. График обслуживания внешнего долга в 2018 году весьма спокойный по сравнению с 2017 годом. Несмотря на рост импорта, нефтегазовый дефицит торгового баланса существенно ниже, чем в 2012-2013 годах.

Основной риск для нашего прогноза заключается в том, что отношение к рисковому активам может развиваться по иному сценарию нежели описанный нами.

	Текущее значение	3 мес.	Середина 2018	Конец 2018	Конец 2019
USDRUB	57,8	59	58,5	57,0	58,0
EURRUB	71,5	71,4	71,4	72,4	77,1

### Под прицелом санкций

Тема возможного усиления санкций в отношении России с американской стороны в конце января ожидаемо получила развитие. Напомним, что в рамках принятого в США в августе 2017г. закона «О противодействии противникам Америки путем санкций» (CAATSA) ряду правительственных учреждений США до конца января 2018г. надлежало представить в Конгресс: (1) перечень должностных лиц и бизнесменов, имеющих тесные связи с российскими властями; (2) анализ образования российских компаний с государственным участием, их роль в экономике РФ; (3) оценку перспектив введения санкций в отношении данных компаний и физических лиц ([ст. 241 CAATSA](#)). Параллельно рассматривался вопрос о возможности расширения ограничительных мер на российский госдолг ([ст. 242 CAATSA](#)). В итоге 29 января Министерством финансов США был представлен так называемый "Кремлевский доклад", который был посвящен первому блоку обозначенных выше вопросов. Доклад объединил в себе список из 114 чиновников и 96 бизнесменов, «тесно сотрудничающих с Кремлем». Список бизнесменов сформировали предприниматели, чье состояние составляет не менее \$1 млрд., а в перечень чиновников вошли члены правительства и администрации президента, федеральные министры, а также руководители ряда государственных компаний. При этом более детальная информация, предусмотренная [ст. 241 CAATSA, о включенных в доклад лицах представлена не была, и согласно комментариям представителя Минфина США, находится в секретной части доклада. Отдельный раздел отчета посвящен российским компаниям с государственным участием. Впрочем, и в этой части доклада Минфин США лишь рамочно обозначил зону исследования, предоставив сокращенное описание компаний с государственным участием и их роли в экономике РФ. В докладе компании с госучастием определяются как организации, в которых доля государственной собственности составляет не менее 25%, а выручка за 2016г. составила не менее \\$2 млрд. Не смотря на то, что формально «Кремлевский доклад» не является новым российским санкционным списком, о чем в тексте документа указано напрямую, глава Минфина США, тем не менее, заявил о намерении продолжить работу по оценке последствий различных ограничительных мер в отношении лиц и компаний из данного списка. Иными словами, «Кремлевский доклад» приобретает очертания базового документа для возможного расширения санкции в перспективе.](#)

Тональность опубликованных в январе докладов оказалась существенно мягче ожиданий рынка. Из них неявно следует, что в ближайшей перспективе в отсутствие новых витков в российско-американском конфликте вероятность ужесточения санкций довольно низка. Тем не менее, крупные российские компании с госучастием все-таки находят-

ся под прицелом американских властей.

В этой связи нам кажется важным оценить возможный эффект от введения санкций против них. Для определения перечня компаний, которые представляют собой потенциальный объект санкций, применялись критерии, указанные в докладе (доля государства, объем выручки).

В результате общее число юридических лиц, одновременно удовлетворяющих обоим критериям, составило немногим более 40 (42 ед.). При этом в отношении 22 из них уже действует санкционный режим. То есть круг дополнительных компаний, к которым могут быть применены санкции, сужается до 20. Далее мы распределили данные компании по отраслям (нефтегазовая, финансы, транспорт и связь, машиностроение, энергетика, строительство).

Для оценки вероятности введения новых санкций против российских компаний с государственным участием мы проанализировали российско-американскую торговлю в рамках перечисленных отраслей. При прочих равных условиях вероятность введения новых санкций выше для компаний из тех отраслей, в которых зависимость американской экономики от российского импорта минимальна. Для всех перечисленных отраслей, кроме металлургии, доля российских товаров на американском рынке весьма низкая (менее 5%). Таким образом, в случае роста напряженности в российско-американских отношениях введение санкций против российских компаний из данных отраслей не несет в себе существенного ущерба для американской экономики. Перейдем теперь к анализу того, какой формат санкций может быть выбран для рассматриваемых компаний.

**Включение в SDN и/или SSI list.** В соответствии со ст. 241-242 CAATSA и с подходами, применяемыми американским правительством в уже существующих санкциях, можно говорить о двух вариантах потенциальных ограничений: (1) присоединение к **блокирующим санкциям** - включение компании/персоны в SDN list (Specially Designated Nationals And Blocked Persons list); (2) расширение **секторальных санкций** - включение компании в SSI list (Sectoral Sanctions Identifications list). При этом текущий российский SDN list сформирован преимущественно физическими и юридическими лицами и их активами, которые, по мнению администрации США, имеют отношение к событиям в Украине в 2014г. (основная доля юр. лиц – предприятия ОПК). Имущество лица, попавшего в SDN list, считается заблокированным. При этом с участниками данного списка запрещается совершение любых сделок в любой форме.

Целью второго - секторального списка - является экономическое сдерживание конкретных секторов экономики РФ. В частности, вводятся ограничения на привлечение заемных финансовых ресурсов на западных рынках капитала, запрещается технологическое сотрудничество с компаниями ТЭК (геологоразведка и добыча труднодоступной нефти), а также блокируются любые виды работ с компаниями ОПК. Учитывая прошлый санкционный опыт и подходы к принятию решения о включении лица/компании в SDN list, по нашим оценкам с большей вероятностью ужесточение санкционного давления на компании с государственным участием будет происходить по схеме SSI list, то есть в форме ограничений на финансирование и технологическое сотрудничество.

Определив наиболее вероятный формат санкций, перейдем к анализу уязвимости госкомпаний к новым ограничениям:

**1) Чувствительность к ограничениям финансового характера.** При анализе устойчивости к финансовым санкциям был проведен анализ структуры долга компаний, которые представляют собой потенциальный объект санкций (валютная структура займов и сроки исполнения обязательств по ним). Результаты показали, что большая часть компаний мало подвержена влиянию ограничений на доступ к зарубежному финансированию, и, тем не менее, отдельные сектора могут испытать на себе большую степень воздействия от сдерживающих мер. В первую очередь к секторам с «повышенным риском» относится финансовый блок, далее следует транспорт и связь, замыкает список атомноэнергетическая промышленность. В этих отраслях сосредоточены наиболее крупные валютные обязательства со сроком погашения в ближайшие 1-2 года. Однако стоит отметить, что совокупный объем обязательств данных компаний не формирует серьезных вызовов для экономики страны в целом.

При сопоставлении общего объема внешнего долга РФ и долга данных компаний их доля оценивается как незначительная и находится в районе 3% на горизонте 2018-2020гг., составляя на текущий момент ~ \$4 млрд.

**2) Чувствительность к ограничениям, связанным с технологиями.** В случае распространения технологических санкций на компании, представляющие собой потенциальный объект санкций, ущерб будет носить более выраженный характер, как минимум на период поиска и введения в строй «аналогов». Данный сценарий негативно повлияет на компании в таких секторах, как: транспорт и связь, машиностроение, электроэнергетика. На это указывает заметная доля импорта техники и оборудования из США (от 10 до 20%), необходимых для деятельности предприятий в данных секторах. В наименьшей степени технологическая зависимость проявляется в атомной и строительной отраслях промышленности. В случае первой РФ является оператором полного цикла, использующим собственное оборудование. Строительный же сектор, хотя и использует импортную технику, но имеет пространство для достаточно быстрого перехода на субституты из азиатско-тихоокеанского региона. Итоги представлены в таблице.

Отраслевая структура (компании с государственным участием и выручкой ~\$2 млрд.)	Наличие действующих санкций	Торговые отношения		Вероятность усиления / введения новых санкций	Зависимость от фондирования в иностранной валюте (</> 20%)	Зависимость от технологий
		Доля РФ в импорте США (</> 5%)	Доля США в экспорте РФ (</> 10%)			
Нефть и газ, нефтехимия	+	Низкая	Высокая	Высокая	Высокая	Высокая
Финансы	+	Низкая	Высокая	Высокая	Высокая	Высокая
Транспорт и связь	-	Низкая	Высокая	Высокая	Высокая	Высокая
Машиностроение, в т.ч. ОПК	+	Низкая	Высокая	Высокая	Высокая/Низкая*	Высокая
Электроэнергетика	-	Низкая	Высокая	Высокая	Низкая	Высокая
Атомная промышленность	-	Низкая	Высокая	Высокая	Низкая	Низкая
Строительство	+	Низкая	Высокая	Высокая	Низкая	Низкая

\* низкая зависимость относится к компаниям/предприятиям ОПК



Позднее, 2 февраля, Минфин США опубликовал доклад, посвященный оценке эффектов введения санкций в отношении госдолга РФ. Принимая во внимание основные выводы, изложенные американским ведомством в докладе, можно утверждать, что введение ограничений на операции с долговыми бумагами РФ в текущих условиях представляется маловероятным, т.к. может повлечь за собой негативные последствия для самих американских компаний и банков, а также вызвать неблагоприятные побочные последствия для глобальных рынков и бизнеса.

## Выводы:

Перечень компаний с государственным участием, которые представляют собой потенциальный объект новых санкций, ограничен достаточно узким кругом юридических лиц (20 компаний), которые формируют порядка 15% совокупной выручки в топ-100 крупнейших компаний РФ. В случае ужесточения санкций, что не является нашим базовым сценарием на 2018 год, наиболее вероятным режимом санкций может стать включение госкомпаний в SSI list (секторальные санкции).

Чувствительность к ограничениям финансового характера (доступ к финансированию на западных рынках капитала) оценивается как незначительная. Эффекты от ограничений на доступ к технологиям носят временный характер. При этом необходимо отметить, что режим санкционного сдерживания в отношении РФ эскалируется США в одностороннем порядке и обусловлен «попытками вмешательства РФ в выборы в США». Европейская сторона с 2014г. (после событий в Украине) и до текущего момента единожды приняла санкционные критерии, определила перечень юридических и физических в отношении которых действует режим ограничений. В то время как в законе CAATA критерии для внесения компании или физического лица в «черный список» до конца не формализованы, что сохраняет достаточно высокую вероятность примкнуть к «кругу избранных». Однако действие США в едином порядке (не присоединение к новым санкциям ЕС) сглаживает негативный эффект, как уже действующих, так и потенциальных, новых ограничений.

Введение ограничений на операции с долговыми бумагами РФ в текущих условиях представляются маловероятными.

### Заколдованный круг российских реформ

В преддверии президентских выборов 2018 одной из наиболее актуальных становится тема «Экономическая программа Президента РФ 2018-2024». В отсутствие формализованной программы реформ у основного кандидата в Президенты в нашем анализе потенциальных изменений мы опирались на проект «Стратегии 2035», подготовленной возглавляемым Кудриным Центром стратегических разработок (ЦСР). Аналитические доклады ЦСР по оценке выполнения «Стратегии 2010» и «Стратегии 2020» позволили нам выявить наиболее успешные в реализации программы за предыдущие периоды и предположить, в каких областях реформирование будет проходить наиболее успешно.

Средний уровень исполнения «Стратегии 2020» ощутимо ниже, чем в случае «Стратегии 2010» (29% против 39%). Данный факт, на наш взгляд, является одновременно как вызовом, так и стимулом для будущего президента РФ и его кабинета министров. Так как для перехода на новую экономическую модель роста такого уровня реализации предлагаемых мер явно недостаточно.

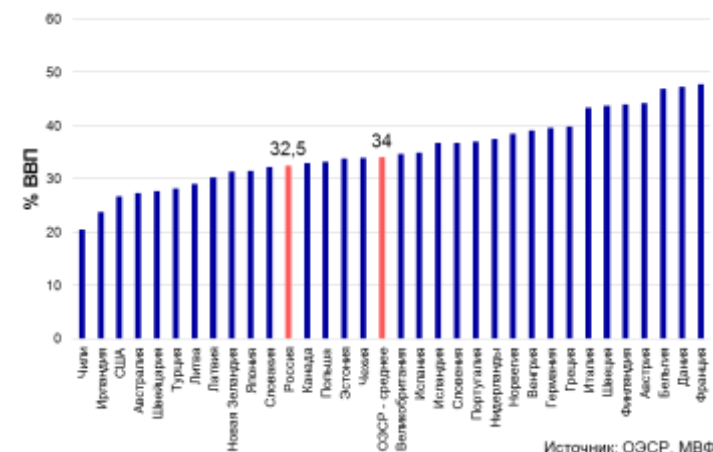
Отмечаем более высокий уровень исполнения программы реформ по блоку **Макроэкономика, условия роста**. Итоги вполне закономерны, учитывая тот факт, что реформы данного раздела проводят ведомства финансово-экономического блока, которые находятся в постоянной, тесной кооперации. В то время как исполнение прочих программ требует большей согласованности действий на различных уровнях исполнительной власти.

Далее предлагаем чуть подробнее оценить, как будет эволюционировать налоговая политика в рамках следующего президентского срока.

Необходимость проведения достаточно широкого круга реформ на фоне сохранения режима достаточно жесткой бюджетной экономии породила немало комментариев о рисках увеличения налоговой нагрузки после выборов. Обсуждаются различные варианты: например, повышение подоходного налога, маневр с повышением НДС и снижением социальных взносов. Тем не менее, мы ожидаем, что налоговая система останется довольно стабильной на горизонте 2 лет. Во-первых, текущий уровень налогового бремени (составляющий по разным оценкам от 32 до 34% ВВП) весьма высок и сопоставим с аналогичным показателем в ОЭСР. Таким образом, налоговая нагрузка

в России уже довольно высока, а её дальнейшее повышение может нести в себе угрозы для экономического роста. Если посмотреть на довольно широкую выборку развитых и развивающихся стран, российский уровень налоговой нагрузки более характерен для более развитых стран, где выше показатель ВВП на душу населения.

### Уровень налоговой нагрузки в России уже довольно высок по международным меркам

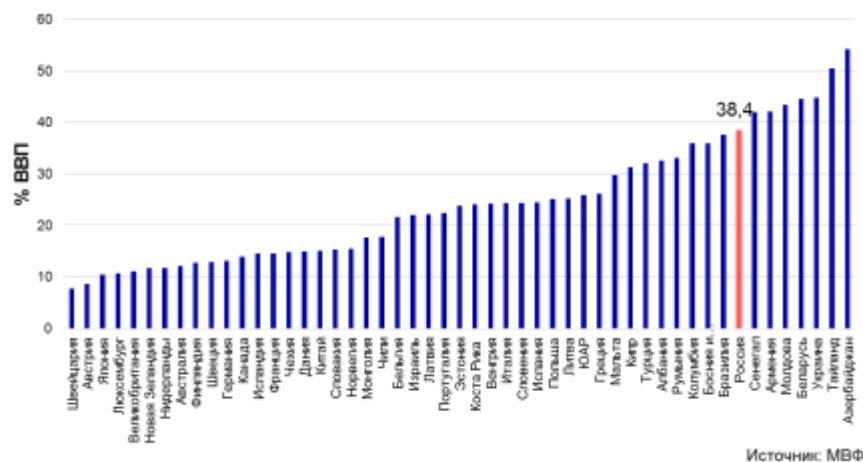


С другой стороны, в России все еще сохраняются существенные резервы повышения доходов бюджета за счет улучшения собираемости налогов. По оценкам МВФ, в 2015 году доля теневой экономики в России составляла более 38% (увеличившись на 5 процентных пунктов в условиях кризиса). В текущей стратегии налоговой политики Минфина до 2020 года как раз сделан акцент на необходимости улучшения налогового администрирования при неизменном уровне налоговой нагрузки. Итоги 2017 года показали, что реализация данной стратегии приносит свои плоды. Ненефтегазовые доходы бюджета выросли на 5.8%, в то время как экономика выросла на 1.5% в реальном выражении, а инфляция составила 2.2%. Таким образом, улучшение собираемости налогов могло добавить бюджету около 180 млрд. руб., а это почти треть федеральных расходов на образование.

Учитывая существенные резервы роста доходов по данному каналу, мы полагаем, что в ближайшие два года основной упор в налоговой политике будет сосредоточен именно на дальнейшем улучшении налогового администрирования при несущественных изменениях общей конструкции налоговой системы. Такой подход предпочтителен на данном этапе, поскольку при текущем качестве институтов рост налоговой нагрузки может спровоцировать лишь новую волну роста теневого сегмента экономики.

ственных базовых условий для будущего роста, который пока не реализуется в связи с ограниченным прогрессом по остальным направлениям реформ. В рамках будущего срока реформы в области макроэкономической политики, вероятно, сохранят самый высокий процент исполнения. Тем не менее, с учетом того прогресса, который уже был достигнут по данному направлению в прошлом предельный эффект данных мер для ускорения экономического роста будет ограничен. Критически важным для ускорения роста является прогресс по прочим направлениям реформ.

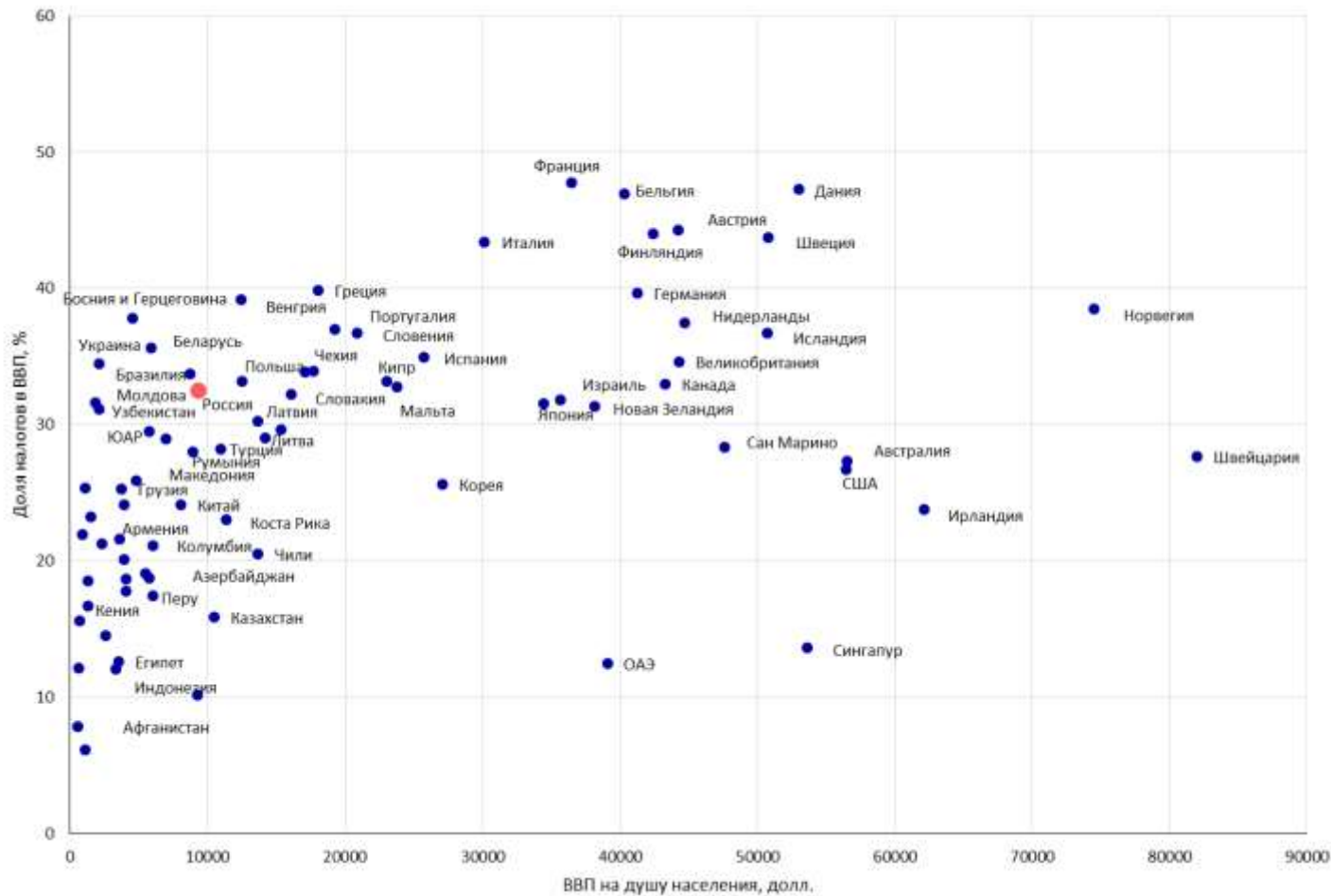
## В России сохраняется высокая доля теневого сектора



Пенсионный возраст, весьма вероятно, будет повышен в рамках будущего президентского срока. В отличие от повышения налоговой нагрузки данная непопулярная реформа довольно давно обсуждается, и общество кажется более подготовленным к таким изменениям. Кроме того, процесс повышения пенсионного возраста фактически уже начался. С 1 января 2017 года повышения (на 6 месяцев каждый год) затрагивают чиновников.

Успешная реализация мер по улучшению макроэкономической политики при выполнении предыдущих стратегий развития привела к формированию довольно каче-

Уровень налоговой нагрузки как правило возрастает с повышением уровня развития экономики



Раздел (укрупненно)	Средний уровень исполнения (%)		Стратегия 2035 (ключевые предложения)
	Стратегия 2010 (2000-2010)	Стратегия 2020 (2010-2020)	
<b>Модель роста</b>			
Развитие инновационной экономики, технологическая революция	39	30	Стимулирование инноваций и содействие формированию новых инновационных рынков (налоговый режим, стимулирование импорта новых технологий, субсидирование высокотехнологичных производств, поддержка территорий инноваций)
Структурная политика (в т.ч. улучшение делового климата, повышение инвестиционной привлекательности)	34	28	Сокращение функций госорганов по контролю бизнеса, смещение фокуса налоговой нагрузки с производства на потребление, снижение барьеров входа на рынок и роста компаний
<b>Макроэкономика, условия роста</b>			
Бюджет и денежно-кредитная политика	55	40	«Бюджетный маневр» 2.0 (повышение расходов на образование, здравоохранение и инфраструктуру), удержание устойчиво низкой и стабильной инфляции
Налоговая политика	73	33	Реформирование налогообложения нефтяного и газового секторов, введение прогрессивного налогообложения в других сырьевых секторах, переход к единой ставке НДС (18%), повышение налогов на потребление при одновременном снижении нагрузки на труд и капитал.
Реформа пенсионной системы	63	40	Повышение требований к минимальному стажу, реформирование досрочных пенсий, изменение срока дожития, повышение пенсионного возраста до 63 лет для обоих полов к 2030г.
Развитие банковского и финансового сектора	37	42	«Расчистка» банковской системы, стимулирование безналичного оборота, развитие конкурентной финансовой инфраструктуры, развитие рынка внутренних долгосрочных инвестиций
<b>Социальная политика, инвестиции в человеческий капитал</b>			
Реформа рынка труда	10	25	Стимулирование трудовой мобильности, сокращение занятости в бюджетной сфере, сокращение неформальной занятости
Профессиональное образование	24	36	Образовательные кредиты и субсидии (в т.ч. на переподготовку), развитие исследовательских университетов
Охрана здоровья	20	34	Снижение ценовой доступности алкогольной и табачной продукции, запрет рекламы медикаментов на TV, повышение косвенных налогов на отдельные продукты питания и напитки
<b>Эффективное государство</b>			
Управление государственной собственностью и приватизация		29	Реализация программы приватизации на федеральном и региональном уровнях, расширение «горизонтов» приватизации
Реформа бюджетного сектора	55	24	Развитие государственно-частного партнерства
Реформа государственного управления (федеративные отношения)	72	12	Децентрализация, повышение финансовой автономии регионов
<b>Средний уровень исполнения</b>	<b>39</b>	<b>29</b>	

# 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)

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.derevannykh@nordea.ru](mailto:alexander.derevannykh@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.