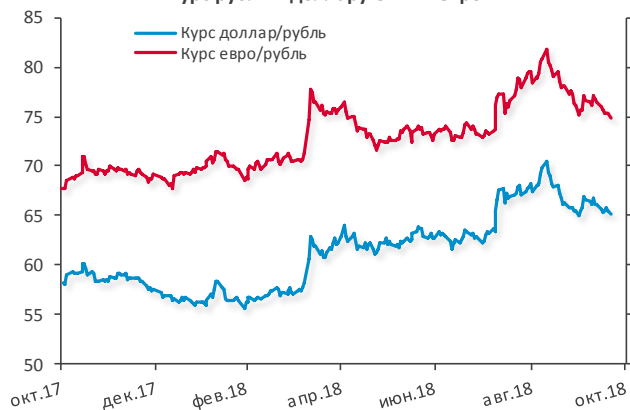
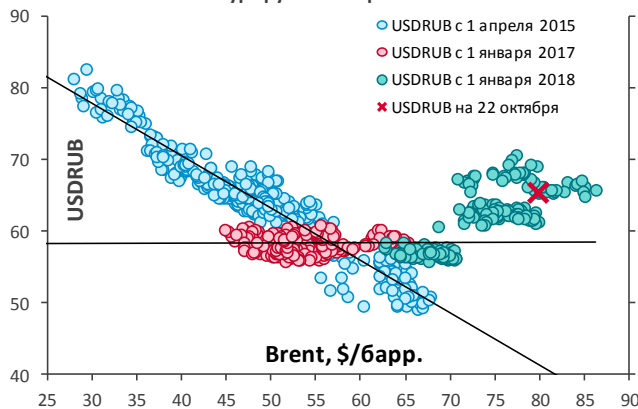


**Курс рубля к доллару США и евро**



**Курс рубля и нефть Brent**



**Прогноз по инфляции и ключевой ставке ЦБ (на конец периода)**

Основные макропоказатели	Октябрь 2018	IV кв. 2018	I кв. 2019
Инфляция, г/г	3,2-3,6%	3,8-4,0%	4,5-5,5%
Ключевая ставка ЦБ РФ	7,5%	7,5%	7,5%

**Динамика основных показателей рынка**

Инструмент	Посл. закрытие	Изменение за период		
		1 день	1 нед	YTD
Индекс РТС, п.	1117	-0,9%	-2,6%	-3,3%
Индекс S&P500, п.	2756	-0,4%	0,2%	3,1%
Brent, \$/барр.	79,8	0,1%	-1,2%	19,4%
Urals, \$/барр.	78,5	-0,2%	-1,2%	18,1%
Золото, \$/тр.ун.	1222	-0,3%	-0,4%	-6,2%
EURUSD	1,1465	-0,4%	-1,0%	-4,5%
USDRUB	65,25	-0,4%	-0,6%	13,2%
EURRUB	74,79	-0,8%	-1,6%	8,0%

**Курс рубля и нефть Brent**



Источник: Bloomberg, Reuters, собственные расчеты

• **ПЛАТА ЗА ФИНАНСОВУЮ СТАБИЛЬНОСТЬ.** Существует так называемая трилемма Манделла-Флеминга («невозможная троица»), суть которой заключается в том, что в рамках проводимой политики в открытой экономике нельзя реализовывать все три цели одновременно, а именно:

- Поддерживать режим фиксированного валютного курса
- Обеспечивать открытый финансовый счет платежного баланса (свободное движение капитала)
- Проводить независимую денежно-кредитную политику (контроль за ставками, инфляцией и т.п.)

• Можно полностью контролировать 2 из 3-х, но на 100% все три условия одновременно соблюдаться не могут. Соответственно, в идеальных условиях существует три доступные комбинации. Но, конечно, идеальных условий не существует. И, как показывает практика, многие страны (особенно сырьевые) в своем стремлении «обойти» трилемму, создавали гибридные режимы (например, при заявленном плавающем валютном курсе продолжали активно наращивать свои валютные резервы).

• Советский Союз и Россия в разное время прошли через все три возможные комбинации в рамках проводимой политики. С конца 2014 г. Россия живет в режиме плавающего валютного курса, свободного движения капитала, а Банк России проводит независимую денежно-кредитную политику (с целью по инфляции на уровне 4%).

• При этом введение Минфином бюджетного правила в 2017 г. и его модификация в 2018-м г. позволило значительно снизить зависимость бюджетной конструкции и курса рубля от волатильности нефтяных котировок. Бюджетное правило предполагает покупку валюты в резервы Минфина (т.е. в Фонд Национального Благосостояния) на объем нефтегазовых доходов от превышения цены на нефть \$40/барр. (с учетом ежегодного роста цены отсечки на 2%). Валюта покупается «руками» ЦБ РФ на открытом рынке. Соответственно, в 2017 г. было куплено валюты на \$14 млрд, с января по середину августа 2018 г. – на \$40 млрд (2,5 трлн руб.). Покупки валюты в резервы «съедали» до 60% притока валюты в страну. В результате действия правила мы увидели серьезное давление на курс рубля при растущих ценах на нефть. При этом влияние на рублевую ликвидность в банковской системе от этих операций было нейтральным, а валютная ликвидность «сжималась».

• Санкционное давление на Россию и кризис на рынках развивающихся стран (EM) летом 2018 г. заставили Банк России в середине августа временно отказаться от покупок валюты на открытом рынке. А по итогам заседания Совета директоров в сентябре было принято решение приостановить покупки до конца 2018 г. на фоне высокой инфляционной угрозы. Превышение USDRUB уровня 70 руб./долл. наряду с повышением НДС оказывает серьезное инфляционное давление. Банк России заявил, что в 2019 г. инфляция составит 5-5,5%, что выше целевых 4%.

• В результате принятого регулятором решения с середины августа в рамках действия бюджетного правила ЦБ начал отдавать валюту Минфину из своих резервов. Валютные резервы ЦБ начали сокращаться, а валютные резервы Минфина продолжили расти (общий объем ЗРП от этих операций при этом не меняется). Такие действия привели к тому, что с сентября курс рубля снова начал восстанавливать корреляцию с нефтью. Наши модели платежного баланса показывали, что при средней цене нефти URALS в IV квартале на уровне \$70/барр., ожидаемом дефиците финансового счета (отток капитала) на уровне \$23 млрд., неизменных валютных резервах (ЦБ не покупает валюту в рамках бюджетного правила), положительное saldo текущего счета платежного баланса окажется на уровне \$23 млрд при курсе доллара на уровне 64 руб. (что очень близко к текущим уровням USDRUB). При этом сокращение резервов ЦБ РФ приводит к снижению объема рублевой ликвидности (Минфин, покупая валюту у ЦБ тратит рубли) в системе и оказывает нейтральное влияние на валютную ликвидность.

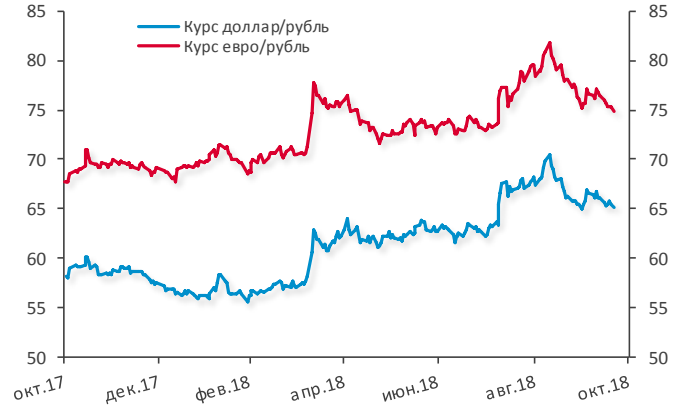
• Таким образом, с точки зрения «невозможной троицы» Банк России оказался в сложной ситуации. С одной стороны, регулятор делает все возможное для удержания инфляции около 4%. С другой стороны, мы видим, по сути, попытку косвенного влияния на курс рубля. Регулятор может «включать/выключать» режим покупки валюты на рынке, исходя из своего представления о степени финансовой стабильности на рынках. По нашему мнению, финансовые власти в условиях значительных внешних угроз (прежде всего санкционных) перешли в режим «ручного управления». И это абсолютно оправдано. С учетом наших предположений в рамках платежного баланса мы видим курс доллара в диапазоне 64-70 руб. до конца этого года.

• Но сейчас не понятно, как будет реализовываться механика бюджетного правила за пределами конца 2018 г. Вернется ЦБ с покупками валюты на рынке или нет? Что будет происходить с реализацией бюджетного правила в случае введения санкций против нового госдолга и/или одного или нескольких банков? С учетом масштаба проводимых операций в рамках действующего правила реализация того или иного сценария окажет очень серьезное влияние на состояние финансового рынка и, конечно, на курс рубля. Никто не знает, какие и в каком объеме могут оказаться новые санкции. Но мы понимаем, какие возможности есть у финансовых властей для поддержания финансовой стабильности на случай «плохого» сценария (покупки ОФЗ на баланс ЦБ, валютные интервенции, валютное РЕПО, возможность переноса ОФЗ в инвестпортфели и т.д.). Регулятор дал обещание принять решение о покупках валюты на декабрьском заседании.

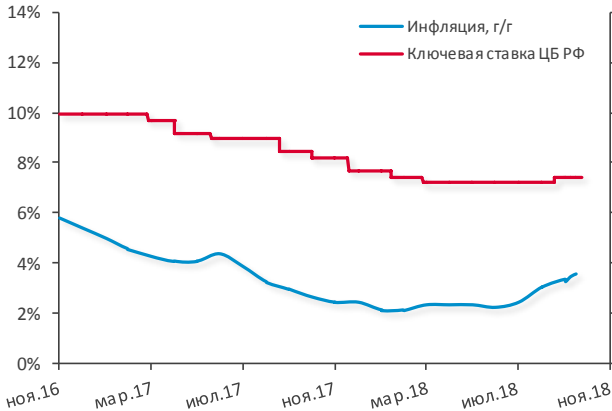
**Макроэкономический календарь**

- 23 октября – заседание ЦБ Индонезии, Индонезия
- 24 октября 11:00 – индекс Markit PMI в сфере производства в октябре, еврозона
- 24 октября 16:00 – недельная инфляция, Россия
- 24 октября 17:30 – запасы сырой нефти (DOE), США
- 25 октября 14:00 – заседание ЦБ Турции, Турция
- 25 октября 14:45 – заседание ЕЦБ, еврозона
- 25 октября 15:30 – заказы на товары длительного пользования в сентябре, США
- 26 октября 13:30 – заседание Банка России, Россия
- 26 октября 17:00 – отчет Мичиганского университета в октябре, США
- 26 октября 20:00 – число буровых установок от Baker Hughes в октябре, США

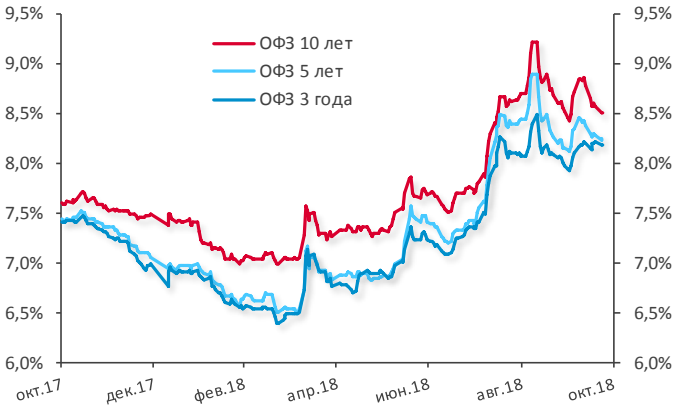
**Курс рубля к доллару США и евро**



**Инфляция и ключевая ставка**



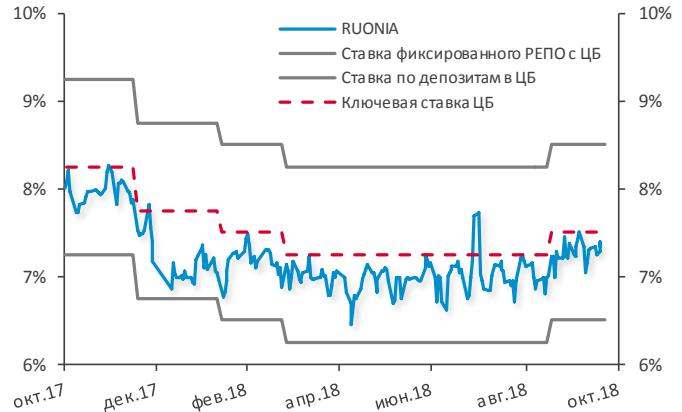
**Доходности ОФЗ**



**Чистая ликвидная позиция банковской системы РФ, млрд руб.**



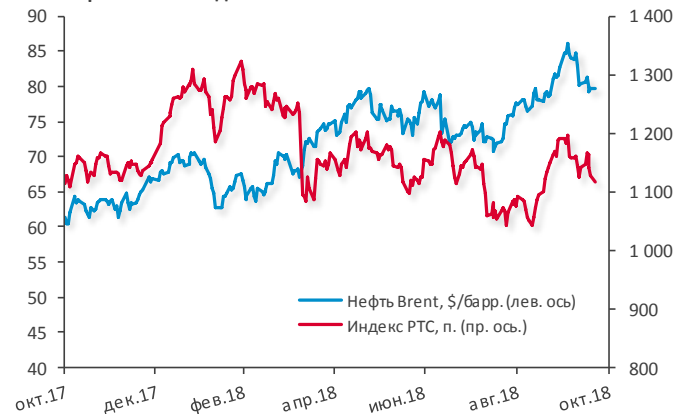
**Ставки ЦБ РФ и RUONIA**



**Нефть Brent и индекс доллара**



**Нефть Brent и индекс РТС**



Источник: Bloomberg, Reuters, собственные расчеты

**КОНТАКТНАЯ ИНФОРМАЦИЯ****ПАО «Банк «Санкт-Петербург»**

195112, Санкт-Петербург, Малоохтинский пр. д.64. лит. А  
<http://www.bspb.ru/>

Круглосуточная справочная служба: 8 (800) 555-50-50, 8(812) 329-50-50

---

**Аналитическое управление****Дмитрий Шагардин**, начальник Аналитического управления

email: [Dmitry.V.Shagardin@bspb.ru](mailto:Dmitry.V.Shagardin@bspb.ru)

phone: +7 (812) 332-79-23

**Андрей Кадулин**, старший аналитик

email: [Andrey.A.Kadulin@bspb.ru](mailto:Andrey.A.Kadulin@bspb.ru)

phone: +7 (812) 329-50-00 доб. 8378

**Анна Полиенко**, аналитик

email: [Anna.I.Polienko@bspb.ru](mailto:Anna.I.Polienko@bspb.ru)

phone: +7 (812) 329-50-00 доб. 8546

---

*Данный аналитический и информационный материал подготовлен работниками ПАО «Банк «Санкт - Петербург».*

*Просим Вас обратить внимание на следующие существенные факты и обстоятельства относительно того, что настоящий материал:*

- 1. Не является рекламой;*
- 2. Не носит характер любой оферты (предложения);*
- 3. Не имеет в качестве основной цели продвижение любых ценных бумаг и/или финансовых инструментов, и/или финансовых услуг;*
- 4. Не содержит какого-либо обещания выплат и/или доходов;*
- 5. Не включает любых гарантий, обещаний или прогнозов роста;*
- 6. Не направлен на побуждение приобрести ценные бумаги, финансовые инструменты и/или финансовые услуги;*
- 7. Должен рассматриваться исключительно в качестве информации или частного мнения и не может являться основанием для предъявления требований к ПАО «Банк «Санкт-Петербург», включая его органы и работников, а также к третьим лицам.*

*Представленный материал, как полностью, так и частично, носит исключительно информационный характер.*

*Вся информация и сведения, содержащиеся в материале, получены из открытых публичных источников, которые ПАО «Банк «Санкт-Петербург» рассматривает в качестве достоверных, актуальных и точных, не составляющих коммерческую или иную охраняемую тайну. Несмотря ни на что, проверка информации не проводилась и ПАО «Банк «Санкт-Петербург», включая его органы и работников, не делают никаких заявлений и не дают никаких гарантий ни в прямой, ни в косвенной форме относительно достоверности, актуальности или точности информации и материала. ПАО «Банк «Санкт-Петербург», включая его органы и работников, не несет ответственность за действия (бездействия) третьих лиц и за любые убытки, а также за любой ущерб, возникший в связи с любым использованием материала, информации и/или сведений, размещенных в нем, а также за неточность или отсутствие какой-либо информации или сведений.*

*Любая информация, содержащаяся в представленных материалах, может быть изменена и/или дополнена ПАО «Банк «Санкт-Петербург» в любое время без предварительного уведомления, однако, ПАО «Банк «Санкт - Петербург» не имеет каких-либо обязательств по внесению в материал исправлений или изменений и не несет какой-либо связанной с этим ответственности.*

*ПАО «Банк «Санкт-Петербург» не дает заверений, что материал предназначен для всех его получателей, при этом, операции с ценными бумагами, связаны с риском и требуют соответствующих знаний и опыта.*

*Информация в материале подвержена влиянию факторов различных рисков, неопределенности, иных факторов, которые находятся вне пределов контроля и возможности точного прогнозирования, вследствие чего заявленные данные, результаты и информация могут не соответствовать заявленному.*

*Материал не заменяет консультации и не должен использоваться вместо неё.*

*Распространение, воспроизведение и копирование, внесение изменений в материал, не допускается без получения предварительного письменного разрешения ПАО «Банк «Санкт-Петербург». ПАО «Банк «Санкт-Петербург» не несет ответственности за несанкционированные действия третьих лиц, связанные с несоблюдением приведенных ограничений.*

© 2018 ПАО «Банк «Санкт-Петербург».