

# Стратегия-2020

Точки роста в глобальном  
циклическом замедлении



# Содержание

## Инвестиционные активы



- 6** Рынок финансовых активов
- 8** Еврооблигации
- 10** Рублевые облигации
- 12** Рынок акций США и Европы
- 14** Российские акции

## Экономика



- 18** Глобальное циклическое замедление
- 20** Потребительский цикл США
- 24** Странная политика ФРС
- 28** Риски рецессии еврозоны
- 34** Развивающиеся экономики
- 38** Российская экономика

## Сырье и валюты



- 46** Урбанизация и рост населения
- 48** Нефть и металлы
- 52** Валюты развитых рынков.  
Евро
- 54** Валюты развивающихся  
рынков и рубль

## Сценарии и прогнозы



- 58** Базовый сценарий
- 60** Пессимистичные сценарии
- 62** Оптимистичные сценарии
- 64** Макроэкономический  
прогноз – 2020

# Инвестиционные активы



1

Рынок финансовых активов **6**

Еврооблигации **8**

Рублевые облигации **10**

Рынок акций США и Европы **12**

Российские акции **14**

Прошедший год оказался очень удачным для большинства классов финансовых активов. Сочетание неожиданно мягкой денежно-кредитной политики и пока еще хороших макроданных позволило расти и акциям, и облигациям.

Рынок акций показал очень хорошие результаты, S&P 500 обновил исторический максимум, европейские индексы полностью оправились от снижения 2018 года. В лидерах оказался российский рынок акций, который в рублях вырос более чем на 25%, а в долларах США – почти на 40%. И это не считая дивидендов.

Рынок еврооблигаций также полностью оправился от коррекции 2018 года. Большинство крупных рынков (среди развивающихся экономик) избежало новых проблем, и зонами раздражения были по большому счету только уже привычные Турция и Аргентина. И в обоих случаях их проблемы не воспринимались инвесторами как источник проблем для глобального рынка.

Хорошие результаты показали и рублевые облигации. Снижение инфляции позволило ЦБ ФР снизить ключевую ставку суммарно на 1,5 п.п., в результате чего она оказалась на уровне 6,25%, что является минимальным значением с 2015 года. На такое смягчение политики рублевые облигации ответили снижением рыночных доходностей и ростом цен.

К сожалению, прогноз по финансовым активам на 2020 год гораздо менее благоприятен, чем результаты, показанные ими в 2019 году. В первую очередь это касается еврооблигаций, где снижение доходностей в течение прошедшего года вывело их на те уровни, где они уже с трудом смогут обеспечить более 7–8% в год даже при благоприятном сценарии.

Также стоит отметить более сдержанные прогнозы по рынкам акций США и Европы, что связано с тем, что по мере движения экономики вглубь зрелой стадии делового цикла динамика прибылей компаний начинает ухудшаться.

Что касается рублевых активов, то стоит отметить, конечно, сдержанный прогноз по рынку рублевых облигаций. Это связано с рекордно низкими доходностями ОФЗ, что транслируется в низкие доходности к погашению по рынку в целом. Здесь, чтобы рынок смог повторить результаты 2019 года, необходимо, чтобы рыночные доходности вышли на принципиально новые уровни.

Только прогноз по рынку российских акций остается благоприятным. Оценки по мультипликаторам – низкие, макроэкономические риски в РФ – низкие, а дивидендная доходность, несмотря на рост цен на акции, – растет. Возможно, что в 2020 году рост немного замедлится на фоне менее спокойного внешнего фона, а также потенциального замедления роста прибылей компаний, но долгосрочные перспективы у российского рынка остаются очень привлекательными.



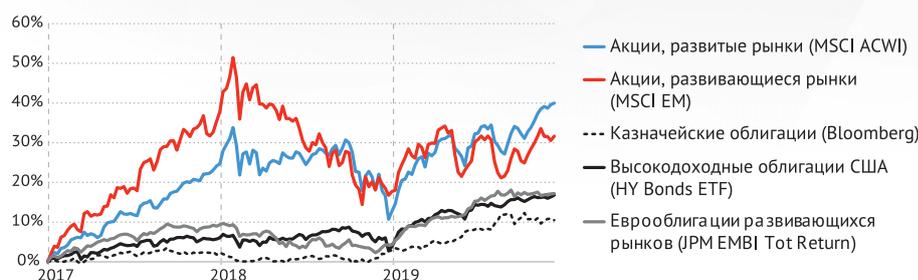
# Стратегия-2020

## Активное, но неоднородное восстановление

По результатам 2019 год был полной противоположностью 2018 года. Почти все классы активов закрыли год в плюсе. Даже казначейские облигации принесли в среднем около 7–8% благодаря развороту денежно-кредитной политики ФРС. Вместе с тем инвесторы действовали в отдельных сегментах очень осторожно: например, акции EM так полностью и не восстановились

АКЦИИ  
РАЗВИВАЮЩИХСЯ  
РЫНКОВ – СРЕДИ  
ОТСТАЮЩИХ

**Доходность некоторых классов активов  
(с учетом дивидендов к 01.01.2017)**



Источник: Bloomberg

## Акции: Европа, США

Сочетание мягкой политики ФРС и ЕЦБ и достаточно хорошей (для текущей стадии делового цикла) макростатистики оказалось наиболее благоприятным для крупных международных компаний, которые и составляют основу индексов акций США. В то же время индексы компаний малой и средней капитализации, где меньше доля международных компаний, росли гораздо медленнее и даже не достигли максимумов 2018 года. Это говорит о том, что деловой цикл уже сказывается на финансовых результатах, но пока не проявляется в полной мере.

С точки зрения текущей стадии делового цикла стоит отдавать предпочтение бумагам с высокой дивидендной доходностью и стабильными финансами. Исторически такие компании гораздо лучше выглядят в периоды нестабильного рынка.

- Крупные, зрелые компании с устоявшимися денежными потоками
- Международные компании, имеющие доступ к дешевому фондированию и способные диверсифицировать страновые риски

> ФРС

ГЛОБАЛЬНЫЕ  
КОМПАНИИ  
ВЫТЯГИВАЮТ  
ИНДЕКСЫ

> Экономика США

> Экономика еврозоны

## Еврооблигации EM

Данный сегмент полностью оправдал ожидания на 2019 год. Обратной стороной слабых результатов 2018 года стали высокие рыночные доходности, снижение которых и явилось источником дополнительного дохода в этом году. Этому сильно помогло снижение кредитных и суверенных спредов на фоне отсутствия новых проблем в большинстве стран EM, а также снижение ставки ФРС, вызвавшее падение доходностей казначейских облигаций.

- Размер валютного долга в большинстве развивающихся стран остается низким, не являясь источником риска.
- Ослабление валют улучшило показатели счета текущих операций.
- Многие страны занялись сокращением бюджетных дефицитов, пусть и под давлением ухудшения ситуации на долговых рынках.

- **Сохранение адекватных кредитных метрик развивающихся стран**
- **Снижение ожидаемой доходности обусловлено низкой текущей доходностью к погашению, и это результат ралли 2019 года**

## Рублевые облигации

Рынок рублевых облигаций в 2019 году полностью реабилитировался после невнятных результатов 2018-го. Инфляционные риски не реализовались, более того, по итогам 2019 года инфляция оказалась намного ниже ориентира ЦБ РФ, что позволило ему активно снижать ключевую ставку во второй половине года. Снижение санкционных рисков позволило нерезидентам активно возвращаться в ОФЗ, что ускорило снижение рублевых доходностей.

- **Ралли в рублевых облигациях может продолжиться только в случае закрепления инфляции и ключевой ставки на принципиально новых (низких) уровнях**

## Российские акции

Российские акции продолжили расти, в 2019 году индекс МосБиржи с учетом дивидендов принес инвесторам более 30% в рублях и около 40% при переводе в доллары США (из-за укрепления рубля). Мы думаем, что изменение отношения инвесторов к российскому рынку акций, а также приток на него локальных инвесторов позволит ему расти и дальше.

Пока оценки российского рынка по мультипликаторам низки, а дивидендная доходность – одна из самых высоких среди развитых и развивающихся рынков. Поэтому пока рост котировок не приводит к перегреву.

Макроэкономические риски, реализация которых могла бы вызывать сильную коррекцию на российском рынке акций, остаются низкими.

- **Российский рынок акций остается привлекательным активом**
- **Сомнения инвесторов в устойчивости роста и замедление мировой экономики притормозят рост российского рынка акций в 2020 году**

### > Экономики EM

РАЛЛИ  
В ЕВРООБЛИГАЦИЯХ  
ОПРАВДАЛО  
ОЖИДАНИЯ

РУБЛЕВЫЕ ОБЛИГАЦИИ  
ВОССТАНОВИЛИСЬ  
ПОСЛЕ 2018 ГОДА.  
НА ПОВЕСТКЕ  
ВОПРОС О ПЕРЕХОДЕ  
НА КАЧЕСТВЕННО  
НОВЫЕ УРОВНИ  
ДОХОДНОСТИ

РОССИЙСКИЕ АКЦИИ  
ПРИВЛЕКАТЕЛЬНЫ  
ИЗ-ЗА НИЗКИХ  
ОЦЕНОК ПО  
МУЛЬТИПЛИКАТОРАМ,  
ДИВИДЕНДОВ

# Еврооблигации

## Базовые долларové доходности

Снижение ставки ФРС во второй половине 2019 году суммарно на 0,75 п.п. стало важным фактором падения рыночных доходностей долговых инструментов. То, что снижение ставки ФРС не было обусловлено действительно серьезным ухудшением макроданных, привело к тому, что премии за риск, в том числе по развивающимся рынкам, уменьшались, внося вклад в общее снижение рыночных доходностей.

Впрочем, в конце 2019 года стало понятно, что выходящая макростатистика не указывает на острую необходимость снижения ставок, а торговая война с Китаем, ставшая поводом для этого, на деле оказывает не столь разрушительное влияние на экономику.

– **Доходности казначейских облигаций стабилизируются**

## Доходности в евро

Доходности по гособлигациям Германии с апреля этого года не выходят из отрицательной зоны. В более рискованных сегментах доходности также сжались, и на рынке остается все меньше бумаг с привлекательным соотношением риска и ожидаемой доходности.

С учетом ситуации в экономике еврозоны, ЕЦБ придется и дальше придерживаться мягкой денежно-кредитной политики. Ставки будут оставаться низкими, объемы выкупа активов могут быть увеличены, может быть расширен и круг выкупаемых активов.

– **Доходности в евро будут оставаться низкими**

В 2020 году возможно временное улучшение данных по еврозоне, что может привести к росту базовых доходностей. В текущих условиях это может оказаться очень болезненным для низкодоходных портфелей.

СНИЖЕНИЕ БАЗОВЫХ ДОХОДНОСТЕЙ ПРИОСТАНОВИЛОСЬ

> [ФРС](#)

> [Торговая война](#)

> [ЕЦБ](#)

> [Экономика еврозоны](#)

НИЗКИЕ БАЗОВЫЕ ДОХОДНОСТИ – ОСНОВНОЙ ИСТОЧНИК РИСКА ДЛЯ ЕВРООБЛИГАЦИЙ В ЕВРО

> [Евро](#)

Доходность гособлигаций еврозоны и Италии



Источник: Bloomberg

## Суверенные и кредитные спреды

В течение 2019 года наблюдалось существенное снижение риск-премий, причем почти по всем сегментам рынка и регионам, что внесло большой вклад в хорошие результаты по портфелям еврооблигаций.

Это усложнило поиск идей, способных генерировать адекватный уровень доходности, не говоря уже о снижении ожиданий по доходности портфелей еврооблигаций на следующие 12 мес. Мы полагаем, что в 2020 году рынок еврооблигаций в целом позволит заработать меньше средней исторической доходности инвестирования в этот сегмент по причинам:

- уже очень узких спредов, особенно по качественным заемщикам;
- ограниченного потенциала снижения базовых доходностей;
- постепенного ухудшения кредитных метрик отдельных EM.

При этом мы рассчитываем на то, что в 2020 году рынок еврооблигаций предоставит возможности для покупок еврооблигаций отдельных стран на просадках, не связанных с критическим ухудшением кредитных метрик и/или высокой вероятностью кредитных событий.

СПРЕДЫ  
СУЗИЛИСЬ,  
ОЖИДАЕМАЯ  
ДОХОДНОСТЬ  
УМЕНЬШИЛАСЬ

> [Экономики EM](#)

> [Турция и Мексика](#)

РЫНОК ПРОДОЛЖИТ  
СОЗДАВАТЬ ВОЗМОЖ-  
НОСТИ ДЛЯ АКТИВНО-  
ГО УПРАВЛЕНИЯ  
ПОРТФЕЛЯМИ

### Индекс еврооблигаций развивающихся рынков



Источник: Bloomberg, расчеты УК «Альфа-Капитал»

ХОРОШИЙ ГОД  
НА РЫНКЕ ЕВРООБЛИ-  
ГАЦИЙ ОБЫЧНО  
СОПРОВОЖДАЕТСЯ  
БОЛЕЕ СПОКОЙНЫМ  
ПЕРИОДОМ

## Прогноз

**Усредненный результат по портфелям еврооблигаций** (без учета вклада активного управления):

- **+4,5% в базовом сценарии.** Минимальное снижение ставки ФРС, стабильные кредитные и суверенные спреды, рыночные возможности отдельных EM.
- **+6,5%** в оптимистичном (возобновление цикла снижения ставки ФРС при сохранении хороших данных по экономикам EM).
- **-3,0%** в негативном (ухудшение состояния развивающихся экономик на фоне глобального замедления).

> [Прогноз](#)

# Рублевые облигации

## Базовые условия и прогноз

В целом 2019 год оказался очень удачным для рублевых облигаций: не было ни серьезного ускорения инфляции (несмотря на повышение НДС), ни новых санкций, ни серьезных глобальных потрясений. В результате спрос на качественные активы развивающихся рынков, в том числе российские облигации, существенно вырос.

Основные идеи, которые могли сработать в положительную сторону для рынка в 2019 году, сработали. Среди них:

- **возвращение на рынок нерезидентов**, их доля снова на максимумах;
- **замедление инфляции**, по итогам года она приблизилась к 3%;
- **смягчение политики ФРС**, ускорившее решение ЦБ РФ начать снижение ключевой ставки.

Но в результате рынок рублевых облигаций закончил 2019 год на очень низких уровнях доходности. В сегменте ОФЗ доходности и вовсе находились вблизи своих исторических минимумов. Это сильно ограничивает возможности инвесторов получать высокую доходность, ожидания по результатам рынка рублевых облигаций на следующий год намного ниже того, что инвесторы могли заработать в 2019-м.

К сожалению, на 2020 год у рынка рублевых облигаций осталось не так много идей, которые могут позволить получить высокую доходность. И искать их следует в основном в высокодоходном сегменте, где есть потенциал сужения кредитных спредов. Простое увеличение дюрации портфеля сейчас выглядит рискованной идеей из-за того, что значительную часть будущего снижения ставок рынок уже заложил в цены бумаг.

– Поиск идей в облигациях второго-третьего эшелонов

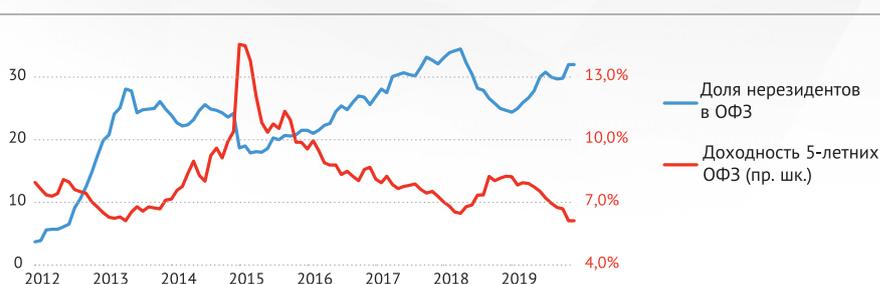
– Дюрация портфеля, близкая к рыночной

СИТУАЦИЯ НА РЫНКЕ РУБЛЕВЫХ ОБЛИГАЦИЙ В 2019 ГОДУ РАЗВИВАЛАСЬ ПО ОПТИМИСТИЧНОМУ СЦЕНАРИЮ

> ЦБ РФ

НИЗКАЯ ПОТЕНЦИАЛЬНАЯ ДОХОДНОСТЬ

**Доля ОФЗ, принадлежащая нерезидентам, и доходность ОФЗ**



Источник: ЦБ РФ, Bloomberg

СТАБИЛИЗАЦИЯ СИТУАЦИИ НА РУБЛЕВОМ РЫНКЕ ПРИВЕЛА К ВОЗВРАТУ НЕРЕЗИДЕНТОВ В ОФЗ. ДОХОДНОСТИ СНОВА НИЗКИЕ

> Рубль

## Выход на качественно новые уровни доходности

Есть один сценарий, при котором рынок рублевых облигаций может выйти на принципиально новые устойчивые уровни доходности, не заложенные в существующие модели. Для этого необходимо, чтобы инфляция закрепилась на низких уровнях, а ЦБ РФ пересмотрел свое представление о нейтральном уровне ставок.

Особенное внимание в этой связи следует уделять следующим показателям:

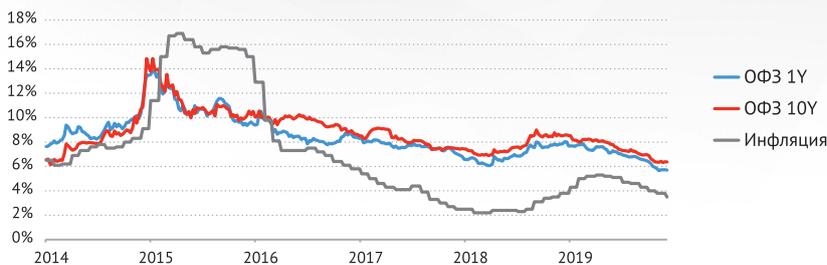
- **фактической инфляции.** Особенно – ее отклонению от траектории, обусловленной календарными факторами и эффектом базы.
- **инфляционным ожиданиям.** Они в конце 2019 года находились на исторических минимумах, дальнейшее их снижение – сигнал сильного деинфляционного давления.
- **росту экономики.** Темпы роста ВВП ожидаются медленными из-за сокращения трудоспособного населения в РФ, что будет источником давления на ЦБ РФ по поводу снижения ключевой ставки.

Данный сценарий мы относим к оптимистичному варианту развития событий.

ОКНО ВОЗМОЖНОСТЕЙ ДЛЯ ВЫХОДА НА КАЧЕСТВЕННО НОВЫЕ УРОВНИ СТАВОК И ДОХОДНОСТЕЙ

> Экономика РФ

### Доходности ОФЗ дают большую премию над инфляцией



Источник: Росстат, Bloomberg

РЕАЛЬНАЯ ДОХОДНОСТЬ ОФЗ ОСТАЕТСЯ ПОЛОЖИТЕЛЬНОЙ БЛАГОДАРЯ ВЫСОКОЙ КЛЮЧЕВОЙ СТАВКЕ

## Прогноз

По нашим оценкам, усредненная доходность портфелей рублевых облигаций по итогам года составит:

- **+7,5% в базовом сценарии.** Снижение ставки ЦБ РФ, спокойная ситуация в экономике и на внешних рынках.
- **+10,0% в оптимистичном.** Устойчивое замедление инфляции, пересмотр ЦБ РФ уровня нейтральных ставок.
- **+2,5% в пессимистичном.** Низкие цены на нефть, высокая инфляция, новые чувствительные санкции).

> Прогноз

# Рынок акций: США, Европа

## Рынок США: рост на фоне волатильности

Рынок акций США в 2019 году уверенно рос, индексы S&P 500 и Nasdaq обновили исторические максимумы. Волатильность оставалась повышенной, в первую очередь из-за противоречивых новостей о торговых переговорах США и Китая. Сказывались и макроэкономические риски, данные выходили в целом заметно слабее, чем раньше.

Поддержку глобальным рынкам оказала мягкая политика центральных банков. Например, ФРС снизила ставку на 0,75 п.п., а также запустила программу выкупа годовых казначейских облигаций объемом 60 млрд долл. в месяц. Пауэлл заявил, что это не является программой количественного смягчения (QE), но это все равно дополнительная ликвидность, которая просачивается на фондовые рынки и поддерживает их рост.

– Рынок акций США полностью отыграл просадку 2018 года

Основные фондовые индексы США (с учетом дивидендов)



Источник: Bloomberg

## Ликвидность как драйвер роста

Выходящая макростатистика по США пока не указывает на высокие риски рецессии. Но экономика продолжит замедляться, а источником поддержки может стать рост потребления, финансируемый ростом заработных плат, что будет негативно сказываться на финансовых показателях компаний.

Основным драйвером для роста американских акций будет значительное количество ликвидности, а не впечатляющие результаты экономики. Также поддержку рынку могут оказать выборы президента США 2020 года. При этом не исключено появление «пузырей» на рынке за счет притока пассивных денег не столько в успешные истории, сколько в индексные бумаги.

Скорее всего, в 2020 году акции в США не повторят успеха 2019-го. Рынок не прошел недавно серьезной коррекции, на нем нет недооценки по мультипликаторам. **Мы рассчитываем на рост в районе 5%, что немного ниже средних исторических значений.**

### > ФРС

РЫНОК ПОДДЕРЖИВАЕТ МЯГКАЯ ПОЛИТИКА ФРС

### > Деловой цикл в США

РИСКИ РЕЦЕССИИ ОСТАЮТСЯ НИЗКИМИ, БАЗОВЫЙ СЦЕНАРИЙ – ПЛАВНОЕ ЗАМЕДЛЕНИЕ ЭКОНОМИЧЕСКОГО РОСТА

## Европейские акции: отстающий сегмент

Европейский рынок акций в 2019 году следовал за глобальным. Индекс Euro STOXX 600 вырос почти на 20% на фоне оптимизма на глобальном рынке мягкой политики ЕЦБ. Тем не менее значительный разрыв между американским и европейским рынками сохраняется, что связано с малой долей молодых растущих компаний в европейских индексах. Такие эмитенты предпочитают размещаться на американских площадках.

Состояние экономики еврозоны также выглядит хуже американской. К тому же у ЕЦБ меньше инструментов поддержки экономики, чем у ФРС, поэтому 2020 год обещает быть для Европы довольно сложным, особенно в случае обострения торговых отношений с США. В 2019 году уже была история, связанная с многолетней борьбой между Boeing и Airbus, это, конечно, далеко от масштаба противоречий США и Китая, но здесь есть большое пространство для разворачивания широкомасштабных боевых действий. Источником риска для европейского рынка остается Brexit, хотя он и ослаб по итогам прошедших в декабре парламентских выборов в Великобритании.

– Европейский рынок акций продолжит отставать от США

– Высокие макроэкономические риски

РАЗРЫВ МЕЖДУ РОСТОМ РЫНКА АКЦИЙ США И ЕВРОПЫ ОСТАЕТСЯ ЗНАЧИТЕЛЬНЫМ

> [Экономика еврозоны](#)

> [Торговая война](#)

> [Brexit](#)

> [Евро](#)

Основные европейские фондовые индексы (с учетом дивидендов)



Источник: Bloomberg

## Прогноз

Средняя доходность портфелей акций иностранных компаний:

- **+6% в базовом сценарии.** Сдержанный рост в отсутствие резкого ухудшения ситуации в экономике.
- **+12% в оптимистичном.** Продолжение роста на монетарных стимулах, затухании торговых войн, позитивном исходе политических процессов (Brexit, выборы в США и пр.).
- **-20% в пессимистичном.** Резкое ухудшение экономической ситуации, признаки рецессии в США и/или другой крупной экономике.

> [Прогноз](#)

# Рынок акций: Россия

## Рост лучше оптимистичных сценариев

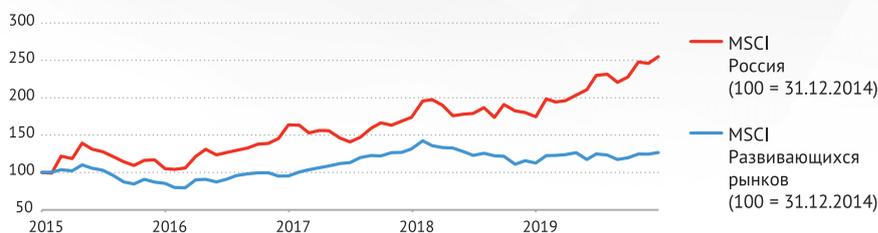
Российский рынок в 2019 году превзошел оптимистичные ожидания, индекс МосБиржи вырос на 25%, не считая 7% дивидендов. Это произошло на фоне не только роста глобальных рынков, но и благодаря развитию санкционной истории по оптимистичному сценарию.

В начале года были сняты санкции с РУСАЛа, вторая часть санкций по «делу Скрипалей» введена в самом мягком варианте, законодательные инициативы не продвинулись, поправка в военный бюджет США, предусматривающая ограничения на операции с госдолгом, не прошла голосование в сенате.

- **Рост рынка акций в 2019 году был поддержан позитивным внешним фоном**
- **Российские акции продолжают обгонять акции развивающихся рынков**

> **Рубль**

**Российский рынок акций в сравнении с развивающимися рынками**



Источник: Bloomberg

РОССИЙСКИЙ РЫНОК АКЦИЙ ПРОДОЛЖИЛ ОБГОНЯТЬ РАЗВИВАЮЩИЕСЯ РЫНКИ

## Источники долгосрочного роста

Текущие факторы долгосрочного роста российского рынка акций:

- Низкие мультипликаторы, дисконт к развивающимся рынкам – 30–50%.
- Высокая дивидендная доходность, около 6,5% по индексу МосБиржи.
- Улучшение качества корпоративного управления, повышение дивидендных выплат. Например, Газпром, планирует до 2022 года довести дивидендные выплаты до 50% от чистой прибыли.

Что позволит этим факторам сработать в обозримом будущем:

- Увеличение доли локальных инвесторов не только вызывает рост цен бумаг, но и снижает волатильность рынка. По грубым оценкам, их доля выросла на 5–10% за 2019 год.
- Снижение ключевой ставки ЦБ РФ, продолжающее выталкивать розничных инвесторов из депозитов в инвестиционные продукты.

- **Российский рынок может расти на внутренних источниках**

У РОССИЙСКОГО РЫНКА ЕСТЬ ДРАЙВЕРЫ, КОТОРЫЕ МОГУТ ОБЕСПЕЧИВАТЬ ДОЛГОСРОЧНЫЙ РОСТ

> **ЦБ РФ**

## Рост ВВП, прибыли и рынок акций

ВВП, прибыли компаний и индексы рынка акций на длинном горизонте растут очень близкими темпами. Но за последние 10–15 лет и ВВП, и прибыли компаний росли значительно быстрее цен акций. Благодаря этому, несмотря на сильный рост рынка акций, он не выглядит перегретым.

В 2020 году рост прибылей крупных компаний может замедлиться, что связано с очень низкой безработицей и вероятностью ускорения роста заработных плат. Тем не менее уже накопленного расхождения между ВВП и стоимостью акций компаний в РФ достаточно для обеспечения роста.

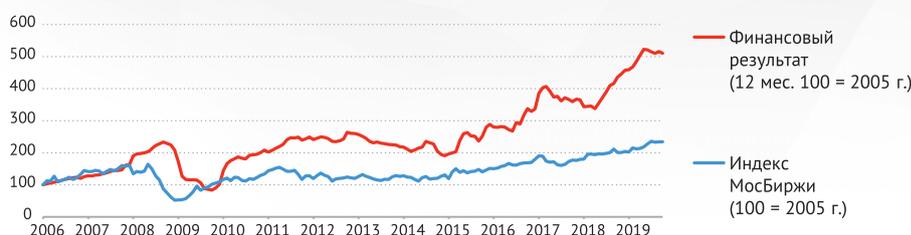
- **Накопленное отставание рынка от ВВП и прибылей обеспечивает отсутствие перегрева рынка акций**
- **Снижение прибылей из-за роста заработных плат приведет к улучшению положения компаний, ориентированных на внутренний спрос**

РЫНОК АКЦИЙ МОЖЕТ ПРОДОЛЖАТЬ РАСТИ ЗА СЧЕТ СОКРАЩЕНИЯ ОТСТАВАНИЯ ОТ ДИНАМИКИ ПРИБЫЛЕЙ

> [Экономика РФ](#)

> [Деловой цикл в РФ](#)

Цены акций продолжили отставать от прибылей



Источник: Bloomberg

## Прогноз

Динамику российского рынка в 2020 году будет определять не столько внешний фон (политика мировых ЦБ, динамика цен на ресурсы, геополитика, рост мировой экономики), сколько внутренние факторы (политика ЦБ РФ, ситуация с корпоративным управлением компаний и др.):

- **+15% в базовом сценарии.** Сохранение притока внутренних инвесторов, сокращение дисконта к другим рынкам. Сдерживающее влияние будет оказывать замедление мировой экономики и ралли 2019 года, провоцирующее фиксацию прибыли.
- **+25% в оптимистичном.** Благоприятная для сырьевых компаний ситуация на рынках, относительно слабый рубль, спокойный внешний фон.
- **–10% в пессимистичном:** ухудшение ситуации в мировой экономике, новые санкции, негативные изменения в макроэкономической политике РФ.

> [Прогноз](#)

# Экономика



## 2

Глобальное циклическое замедление	<b>18</b>
Потребительский цикл США	<b>20</b>
Странная политика ФРС	<b>24</b>
Риски рецессии еврозоны	<b>28</b>
Развивающиеся экономики	<b>34</b>
Российская экономика	<b>38</b>

Замедление роста мировой экономики в 2019 году продолжилось и затронуло почти все регионы. Но если в одних случаях, как, например в США, это было ожидаемо, то в других, например еврозоне, замедление роста ВВП не закладывалось в прогнозы и стало неожиданностью.

Общей чертой второй половины 2019 года было ухудшение показателей PMI по промышленности, за чем во многих экономиках последовало ухудшение выходящих данных по промышленному производству. С другой стороны, опережающие индикаторы сектора услуг по большинству стран оставались на высоких уровнях, обеспечивая удержание композитных индексов PMI выше 50 пунктов.

Логика протекания делового цикла предполагает, что мировая экономика в 2020 году продолжит замедляться. Попытки ее разогнать за счет налоговых или фискальных стимулов в нынешних условиях малоэффективны, так как в большинстве экономик попросту нет достаточного количества свободных ресурсов, в первую очередь трудовых. Ведь безработица в преобладающем числе крупных экономик находится на очень низких уровнях.

В 2020 году в развитых странах экономические показатели могут преподнести ряд сюрпризов. Например, могут начать расти инфляционные риски, про которые регуляторы и правительства успели забыть, и это может заставить ФРС и даже в определенных сценариях ЕЦБ заговорить уже не о смягчении, а об ужесточении денежно-кредитной политики.

Ситуация в развивающихся экономиках остается контролируемой, риски носят локальный характер, вероятность кредитных событий остается низкой (исключение – Аргентина).

Россия на фоне других развивающихся экономик по-прежнему стоит особняком. Главным отличием РФ является продолжающееся улучшение кредитных метрик на фоне их эрозии других EM. На этом фоне вполне логично, что котировки CDS на суверенный риск России опустились ниже мексиканского. В 2020 году рост ВВП РФ останется низким, что связано с демографической ямой, но есть вероятность закрепления инфляции ниже ориентира ЦБ РФ. В этом случае мы можем увидеть доходности рублевых облигаций на принципиально новых (низких) уровнях.

Также возможно, что рост прибылей крупных компаний в РФ приостановится. Это будет связано с ускорением роста заработных плат на фоне низкой безработицы. Из-за этого может немного ухудшиться динамика российского фондового рынка. Зато лучше почувствуют себя компании, ориентированные на внутренний спрос.



# Глобальное циклическое замедление

## Излишне оптимистичный прогноз МВФ

Хотя МВФ недооценил скорость замедления мировой экономики в 2019 году, он все же ожидает ее ускорения в 2020-м. В октябрьском выпуске прогноза МВФ по итогам 2019 года ожидается рост 3,0%, но вот в 2020 году рост мирового ВВП ускорится до 3,4%, причем за счет развивающихся экономик, испытывавших проблемы с ростом в 2019-м.

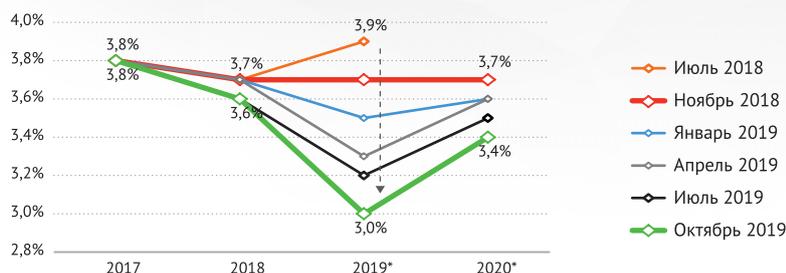
Мы полагаем, что в 2020 году мировая экономика все же не сможет настолько ускориться. Сочетание старения населения, низкой безработицы и сдержанный рост производительности труда ограничивают потенциал роста мирового ВВП. Скорее всего, в 2020 году, как и в 2019-м, МВФ придется пересматривать прогнозы вниз.

ОПТИМИСТИЧНЫЕ ОЖИДАНИЯ УСКОРЕНИЯ РОСТА ВВП В 2020 ГОДУ МОГУТ НЕ ОПРАВДАТЬСЯ

> [Экономики еврозоны](#)

> [Экономики ЕМ](#)

Изменение прогноза МВФ по росту мировой экономики



Источник: МВФ

## Медленный рост производительности труда

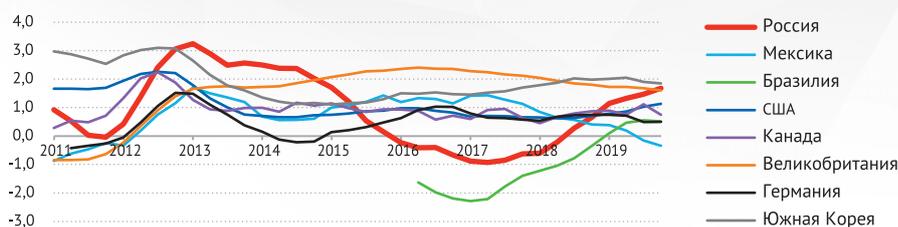
Рост ВВП раскладывается на рост занятости и рост производительности труда. Второй компонент растет медленно, 1–2% в год, поэтому без роста занятости выйти на устойчивые темпы роста экономики, характерные для нулевых, физически невозможно.

– Рост производительности труда сопоставим в странах, где отсутствует быстрый рост населения и/или активный процесс урбанизации

РОСТ ПРОИЗВОДИТЕЛЬНОСТИ ТРУДА – МЕДЛЕННЫЙ ПРОЦЕСС

В ОСНОВНОМ РОСТ ПРОИЗВОДИТЕЛЬНОСТИ ТРУДА ОГРАНИЧЕН 1–2% В ГОД. ИСКЛЮЧЕНИЕ – СТРАНЫ С БЫСТРЫМ РОСТОМ НАСЕЛЕНИЯ И НИЗКОЙ УРБАНИЗАЦИЕЙ

Оценка роста производительности труда в разных странах

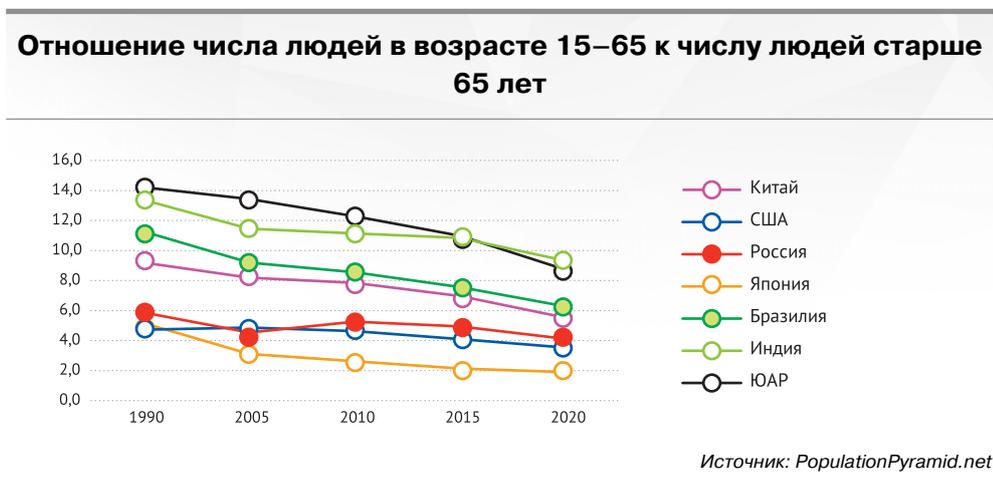


Источник: Bloomberg, оценки УК «Альфа-Капитал»

> [Урбанизация и рост ВВП](#)

## Демография

Принципиального изменения в демографической картине в последние годы не наблюдается ни в одной из крупных экономик мира. Население стареет, рождаемость зачастую не обеспечивает простого воспроизводства. Из-за этого по мере выхода на пенсию беби-бумеров, родившихся в 50–60-е годы прошлого века, замещать их будет меньшая по численности молодая возрастная когорта.



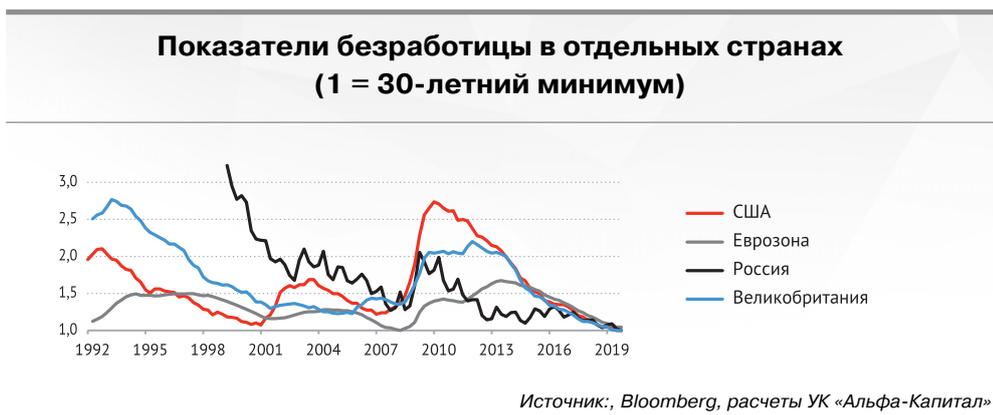
МИРОВАЯ ЭКОНОМИКА БОЛЬШЕ НЕ ПОЛУЧАЕТ ПОДДЕРЖКИ ОТ РОСТА ТРУДОСПОСОБНОГО НАСЕЛЕНИЯ

СТАРЕНИЕ НАСЕЛЕНИЯ УВЕЛИЧИВАЕТ НАГРУЗКУ НА РАБОТАЮЩИХ

## Рынок труда

Несмотря на слабые темпы роста ВВП, ситуация на рынках труда большинства стран не выглядит проблемной для наемных работников. Уровень безработицы в большинстве крупных экономик находится вблизи исторических минимумов. Конечно, занятость может продолжить расти, а безработица устанавливать новые рекорды, но нельзя отрицать, что рост занятости за счет снижения безработицы сейчас намного ближе к своим физическим ограничениям, чем когда-либо до этого в этом цикле.

ИСТОЧНИКИ РОСТА ЗАНЯТОСТИ В ОСНОВНОМ ИСЧЕРПАНЫ



БЕЗРАБОТИЦА В КЛЮЧЕВЫХ ЭКОНОМИКАХ – НА ИСТОРИЧЕСКИХ МИНИМУМАХ

# Экономика США: испуг от ожидаемого замедления роста

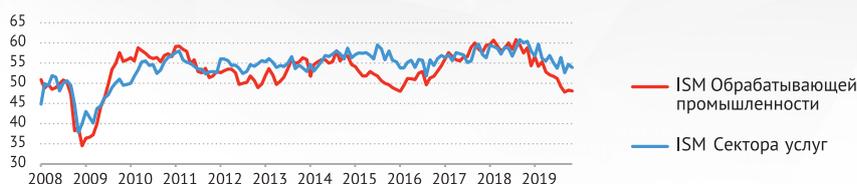
## Циклическое замедление ВВП

В 2019 году рост экономики США затормозился до 2,3% (в 2018 году рост был 2,9%), причем консенсус-прогноз Bloomberg на 2020 год – замедление до 1,8%. Также стоит отметить ухудшение опережающих индикаторов (PMI), спад промышленного производства во 2-м пг. 2019 года.

С другой стороны, рынок труда продолжал указывать на отсутствие проблем. Безработица снижалась, рост заработных плат ускорился. Похоже, что замедление роста связано с дефицитом рабочей силы, обычным явлением для поздней стадии цикла.

СИМПТОМЫ ПОЗДНЕЙ СТАДИИ ЭКОНОМИЧЕСКОГО ЦИКЛА

Индексы ISM (PMI) по экономике США



Источник: Bloomberg

## Ожидания и фактические данные

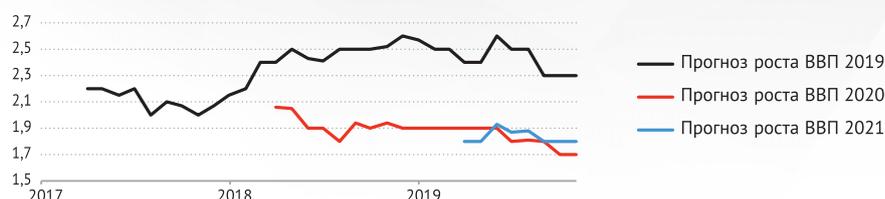
Замедление роста ВВП США прогнозировалось задолго до его начала и было обусловлено тем, что налоговые стимулы, вызвавшие ускорение роста экономики в 2018 и начале 2019 года, имеют ограниченное по времени действие. Кроме того, экономика США начинает упираться в физические ограничения продолжения циклического роста, главное из которых – низкая безработица и медленный рост численности трудоспособного населения.

В обозримом будущем из-за медленного роста занятости устойчивые темпы роста ВВП США будут существенно ниже средних исторических значений.

> Деловой цикл США

## – Замедление роста ВВП США – долгосрочный процесс

Изменение консенсус-прогноза роста ВВП США



Источник: Bloomberg

НАБЛЮДАЕМОЕ ЗАМЕДЛЕНИЕ РОСТА ВВП ДАВНО ЗАЛОЖЕНО В ПРОГНОЗЫ

## Необычный рост дефицита бюджета

Дефицит федерального бюджета США в 2019 году продолжил расти, достигнув 4,7%, что довольно много по историческим меркам. В прошлом подобное происходило в условиях кризиса, когда резко сокращались налоговые поступления. Судя по всему, налоговые стимулы, способствовавшие ускорению роста ВВП в 2018 и 2019 годах не привели к адекватному росту налоговой базы.

- **Высокий дефицит ограничивает возможные фискальные стимулы**
- **В случае рецессии дефицит бюджета может установить новые рекорды**

УСКОРЕНИЕ РОСТА ВВП ОКАЗАЛОСЬ НЕДОСТАТОЧНЫМ ДЛЯ СОКРАЩЕНИЯ ДЕФИЦИТА

ОБЫЧНО ДЕФИЦИТ БЮДЖЕТА В США РАСТЕТ В УСЛОВИЯХ СПАДА ДЕЛОВОЙ АКТИВНОСТИ И РОСТА БЕЗРАБОТИЦЫ



## Арсенал монетарных стимулов распечатан в 2019 году

В 2019 году ФРС снизила ставку до 1,75%, регулятор явно пошел на поводу у финансового рынка, который достаточно болезненно воспринял замедление роста ВВП, спад деловой активности, пробуксовки в торговых переговорах.

При этом данные по рынку труда и многие другие показатели не указывали на необходимость стимулирования. Снижение ставок при рекордно снижающейся безработице – необычное явление.

- **Сокращение возможностей монетарного стимулирования экономики**
- **Надежда на запуск потребительской стадии делового цикла**

> ФРС

СНИЖЕНИЕ СТАВКИ ФРС НЕ БЫЛО ОБОСНОВАНО СОСТОЯНИЕМ РЫНКА ТРУДА



# Разогрев потребления в США как источник продления цикла

## Потребительская стадия

Рост потребления в зрелой фазе экономического цикла – это основной источник продолжения циклического роста ВВП. На этой стадии происходит перераспределение ресурсов от компаний в пользу наемных работников. Это дает возможность увеличивать потребительские расходы. Опережающий рост личного потребления будет сопровождаться замедлением роста инвестиций, а также ростом импорта.

- Низкая безработица
- Низкая закредитованность домохозяйств
- Возможность компаний выдержать снижение рентабельности

НИЗКИЙ РИСК  
РЕЦЕССИИ НА ОБО-  
ЗРИМОМ ГОРИЗОНТЕ

Безработица и индекс уверенности потребителей в США



Источник: Bloomberg

БЕЗРАБОТИЦА В США  
НА ИСТОРИЧЕСКИХ  
МИНИМУМАХ,  
А УВЕРЕННОСТЬ  
ПОТРЕБИТЕЛЕЙ –  
НА МАКСИМУМАХ

## Компаниям есть чем делиться

Доля создаваемой компаниями добавленной стоимости, которая остается в виде прибыли, находится на очень высоких уровнях. При этом она сейчас снижается в пользу доли, которая идет на оплату труда, и этот процесс может длиться еще достаточно долго. Причина роста заработных плат – усиление конкуренции за рабочую силу на фоне низкой безработицы.

– Рост заработных плат в США будет опережать рост ВВП

РАЗДЕЛЕНИЕ ДОБАВ-  
ЛЕННОЙ СТОИМОСТИ  
ВСЕ ЕЩЕ СМЕЩЕНО  
В СТОРОНУ  
КОМПАНИЙ

Распределение создаваемой добавленной стоимости в нефинансовом секторе экономики США



Источник: Bloomberg

> [Рынок акций США](#)

## Низкая долговая нагрузка домохозяйств

Долговая нагрузка домохозяйств США находится на очень низком уровне (если смотреть по расходам на обслуживание долга). Общий размер долга все еще высок, но это результат еще ипотечного бума. Поэтому домохозяйствам нет необходимости использовать увеличение доходов для погашения долга. Кроме того, рост доходов может увеличить и спрос на кредиты со стороны домохозяйств.

- **Высока вероятность, что рост доходов будет увеличивать потребление**
- **Вероятно увеличение кредитования, что также поддержит спрос**

ДОМОХОЗЯЙСТВА США ЗА ПОСЛЕДНИЕ ГОДЫ СИЛЬНО УЛУЧШИЛИ СВОЕ ФИНАНСОВОЕ ПОЛОЖЕНИЕ



## Инфляция как побочный продукт

Выполнение описанного здесь сценария может привести к усилению инфляционного давления, причем сразу по двум каналам:

- **Инфляция спроса:** как результат увеличения потребительского спроса.
- **Инфляция предложения:** компании могут попытаться переложить рост издержек на рабочую силу на потребителей.

– **Политика ФРС будет более жесткой, чем сейчас ожидает рынок**

ИНФЛЯЦИОННЫЕ РИСКИ НА ПОТРЕБИТЕЛЬСКОЙ СТАДИИ ДЕЛОВОГО ЦИКЛА УВЕЛИЧИВАЮТСЯ

## Прогноз

- **Рост ВВП США – в районе 1,0–1,5% (среднее в этом цикле)**
- **Возможно усиление инфляционного давления и ускорение инфляции**
- **Ужесточение риторики ФРС**
- **Замедление роста прибылей компаний**

> Еврооблигации

> ФРС

В 2020 году в США пройдут выборы президента, поэтому стоит ожидать попыток стимулирования экономики, причем, вероятнее всего, через потребительский спрос. А это увеличивает вероятность запуска потребительского цикла.

# ФРС: пробежка «вперед паровоза»

## ФРС перешла к снижению ставок в 2019 году

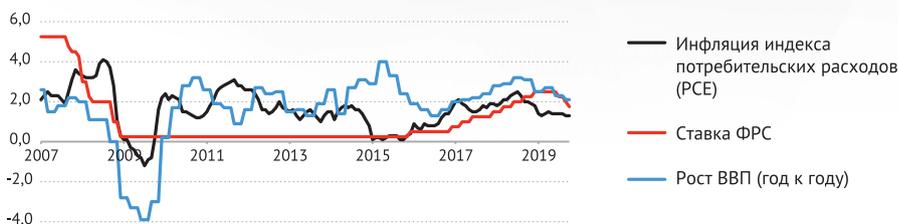
В 2019 году политика ФРС поменялась на 180 градусов. Сначала на уровне риторики, а затем и на деле. Тон заявлений начал меняться уже в конце 2018 года, в своих заявлениях глава регулятора Джером Пауэлл стал отмечать, что помимо фактических данных по состоянию экономики Комитет по операциям на открытом рынке учитывает также риски. И вот здесь на решения стали влиять торговые войны с Китаем, Brexit, другие факторы.

Если 2018 году ФРС действовала, опираясь на фактическую макростатистику, то в 2019-м решения принимались на основе ожиданий и оценок возможного влияния на рынки. Так, в 2019 году не было серьезного ухудшения ситуации в экономике, тревожно выглядели разве что опережающие индикаторы деловой активности ISM и низкая инфляция. Рост экономики замедлился, но в рамках ожиданий.

Судя по риторике ФРС, регулятор сначала сам спровоцировал у рынка сильные ожидания по снижению ставки, а затем не смог не пойти у них на поводу. В результате в 2019 году ставка была снижена на 0,75 п.п. до 1,5–1,75%. Смягчение политики ФРС проявлялось не только через ключевую ставку. Например, была снижена ставка на хранение избыточных резервов банков с 1,85 до 1,8% и ставка предоставления ликвидности банкам с 1,75 до 1,7%.

- **Снижение ставки ФРС носило упреждающий характер**
- **Фактическая макростатистика не требовала снижения ставок**
- **В 2020 году потребуется минимальное снижение ставки ФРС**

### Замедление темпов экономического роста, низкая инфляция и внешние риски подтолкнули ФРС к снижению ставки



Источник: Bloomberg

ДОПОЛНИТЕЛЬНЫЕ  
ФАКТОРЫ ОБУСЛОВИЛИ  
СНИЖЕНИЕ  
СТАВОК

> [Торговая война](#)

> [Brexit](#)

> [Экономика США](#)

СНИЖЕНИЕ СТАВКИ  
ФРС СДЕЛАЛО  
ДАЛЬНЕЙШИЕ  
РЕШЕНИЯ МЕНЕЕ  
ПРЕДСКАЗУЕМЫМИ

> [Еврооблигации](#)

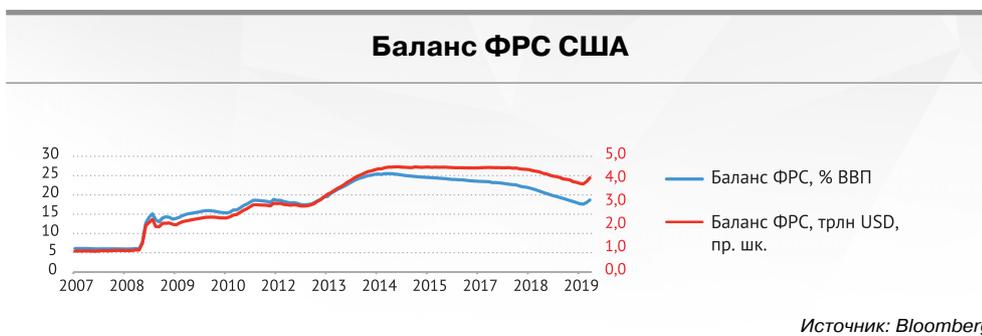
ОЖИДАНИЯ  
ПО СТАВКЕ ФРС  
НА 2020 ГОД  
ПРЕДПОЛАГАЮТ  
МАКСИМУМ ЕЩЕ  
ОДНО СНИЖЕНИЕ  
СТАВКИ  
НА ГОРИЗОНТЕ  
12 МЕСЯЦЕВ

## Кризис ликвидности и баланс ФРС

В сентябре 2019 года на денежном рынке США ставка однодневного РЕПО в один момент взлетела до 10%, сигнализируя о серьезных локальных проблемах с ликвидностью. Объяснение нашлось в крупных налоговых платежах и большом объеме размещений казначейских облигаций. Но так как это произошло в условиях отсутствия системной потребности в ликвидности, для ФРС это стало сигналом уделить внимание этому вопросу.

Несколько раундов интервенций потушили пожар. Не совсем понятно, были ли предприняты меры, способные системно купировать подобные ситуации в будущем. В октябре ФРС объявила о запуске программы покупки краткосрочных казначейских бумаг объемом 60 млрд долл. в месяц до середины 2020 года, которая позволит устранить проблемы с денежной ликвидностью. И хотя глава ФРС заявил, что это не является программой количественного смягчения, с точки зрения макроэкономических последствий это полноценная накачка денежной системы свежей ликвидностью.

– **Долларовая ликвидность будет оставаться в избытке**



## Прогноз

**Ставка ФРС в конце 2020 года:** 1,5% (–0,25 п.п. к концу 2019-го). ФРС постарается взять паузу в цикле снижения ставки, чтобы оценить последствия уже предпринятых снижений, но замедление мировой экономики, с высокой вероятностью, потребует реакции регулятора.

**Фактическая динамика экономических показателей будет определяющей для ставки ФРС.** Поводами для дальнейшего смягчения денежно-кредитной политики могут стать ухудшение фактических данных по макроэкономике и/или усиление внешних рисков (торговая война, Brexit, что-то новое). При этом хорошая макростатистика может вынудить ФРС воздержаться от снижения ставок или даже рассмотреть возможность их повышения.

ПРОБЛЕМЫ  
С ЛИКВИДНОСТЬЮ  
СПРОВОЦИРОВАЛИ  
ПЕРЕЗАПУСК QE

> Рынок акций США

ИЗБЫТОК  
ДОЛЛАРОВОЙ  
ЛИКВИДНОСТИ БУДЕТ  
ОБЕСПЕЧИВАТЬ  
НИЗКИЕ БАЗОВЫЕ  
ДОХОДНОСТИ

> Прогноз

# США – Китай: главный фронт торговой войны

## Долгий путь к «фазе один»

В 2019 году торговая война Китая и США была главным источником нервозности для рынков. Большую роль играла агрессивная риторика Трампа, каждый твит которого то провоцировал коррекцию, то давал повод для оптимизма. К концу 2019 года весь товарооборот между странами (экспорт Китая на 550 млрд долл., экспорт США на 185 млрд долл.) оказался под тарифами.

Сторонам удалось достичь промежуточного соглашения, названного «фаза один». Согласно последним сообщениям, подписание «фазы один» намечается в 2020 году, условия еще продолжают прорабатываться.

В ноябре 2019 г. Трамп подписал законопроект, направленный на поддержку продемократических партий Гонконга, где идут ожесточенные протесты. Документ дает права правительству США вводить санкции против китайских чиновников, нарушающих права человека. Этот шаг может осложнить и так непростые переговоры между сторонами.

**– Торговые отношения с Китаем остаются источником неопределенности**

## Влияние на мировую экономику

В случае подписания соглашения «фаза один» часть пошлин может быть отменена. Далее запланирована проработка «фазы два», в рамках которой будут обсуждаться уже более серьезные вопросы, включая права интеллектуальной собственности. Это должно снизить влияние торговых переговоров на фондовые рынки.

Впрочем, влияние на макропоказатели было достаточно скромным. Не обнаруживается ни ухудшения динамики экспорта Китая, ни выходящего за рамки ожиданий замедления роста ВВП.

**– Оценка прямого влияния на мировой ВВП – около 0,04–0,11% в год**

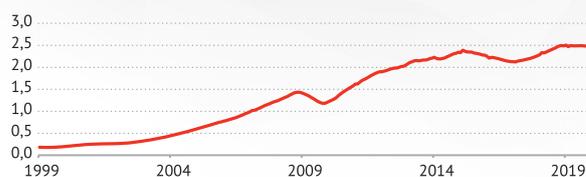
**– Китай не склонен идти на серьезные уступки**

ПОДПИСАНИЕ  
«ФАЗЫ ОДИН» БУДЕТ  
ПЕРВЫМ  
КОНСТРУКТИВНЫМ  
ШАГОМ В ТОРГОВОЙ  
ВОЙНЕ

> Глобальная экономика

ТОРГОВЫЕ  
ОГРАНИЧЕНИЯ  
ПРОТИВ КИТАЯ  
НЕ ДОСТИГЛИ  
НАЗНАЧЕННЫХ ЦЕЛЕЙ

**Объем экспорта Китая, трлн долл. (сумма за 12 мес.)**



Источник: Bloomberg

## Евросоюз – «второй фронт» торговой войне

США в торговых претензиях дотянулись и до ЕС. Угроза введения пошлин на европейские товары звучала неоднократно, но до недавнего времени сторонам удавалось договориться.

В 2019 году были введены тарифы на европейскую сталь и алюминий, ЕС ответила пошлинами на 2, 8 млрд евро товаров, ввозимых из США. ВТО разрешила США ввести 25%-ные пошлины на европейские товары на сумму 7,5 млрд долл. и 10%-ные тарифы на самолеты – как ответ на госсубсидии Airbus со стороны ЕС, хотя Boeing также неоднократно обвинялся в поддержке со стороны Вашингтона (оборонные контракты, налоговые льготы).

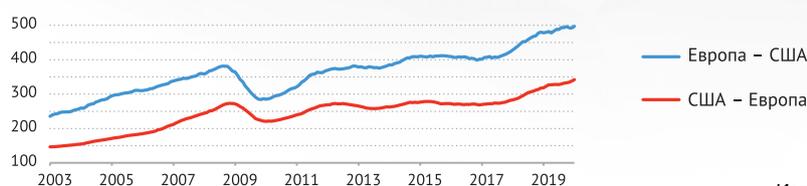
Масштабы разногласий между ЕС и США, конечно, несопоставимы с «китайским фронтом», но, с учетом слабости европейской экономики, даже это может стать поводом для глубокой рыночной коррекции.

**– Претензии США к ЕС могут стать источником рыночной волатильности**

ЕС НАХОДИТСЯ ПОД РИСКОМ УСИЛЕНИЯ ДАВЛЕНИЯ СО СТОРОНЫ США

> Экономика еврозоны

**Объемы и направление торговых потоков между США и еврозоной (млрд долл., 12 мес.)**



Источник: Bloomberg

## Прогноз развития событий

В 2020 году состоятся выборы президента в США, поэтому многие шаги и заявления Трампа могут приобрести особенно сильный политический окрас. Не исключено, что достижение соглашения будет преподнесено избирателям как «победа» над Китаем.

Но если поддержка Трампа избирателями будет достаточно высокой, то решение торговых разногласий может быть отложено на более поздний срок. Поэтому вполне возможно, что торговые переговоры затянутся на неопределенно длинный срок, особенно с учетом того, что пока обоюдные экономические потери сторон относительно невысоки.

**– Трампу невыгодно завершать торговую войну до выборов**

**– Есть высокий риск, что торговые вопросы не будут решены и в 2020 году**

АКТИВНОСТЬ ТОРГОВОЙ ВОЙНЫ БУДЕТ ЗАВИСЕТЬ ОТ ВНУТРЕННЕЙ ПОЛИТИЧЕСКОЙ БОРЬБЫ В США

# Еврозона: на пороге рецессии

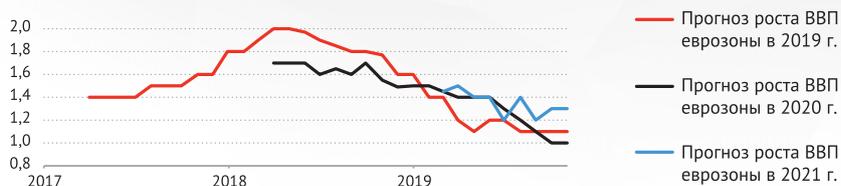
## Неожиданное замедление роста ВВП

В 2019 году ситуация в европейской экономике значительно ухудшилась, причем очень слабо выглядели локомотивы региона: Германия (рост ВВП замедлился с 1,5% до 0,5%) и Италия (рост ВВП по итогам года близок к нулю). Впрочем, замедление коснулось всех значимых экономик еврозоны, в результате рост ВВП еврозоны в целом замедлился почти до 1%.

Рост ВВП еврозоны оказался намного слабее прогнозов, но еще хуже то, что экономика замедлялась на фоне сильного снижения безработицы и ухудшения счета текущих операций. Это сигнал того, что потребительский спрос не может компенсировать сокращение производства.

> [ЕЦБ](#)

Изменения прогнозов по росту ВВП еврозоны



Источник: Росстат, Bloomberg

ЗАМЕДЛЕНИЕ РОСТА  
ВВП ЕВРОЗОНЫ  
В ЭТОМ ГОДУ  
НЕ БЫЛО  
ОЖИДАЕМЫМ.  
ПРОГНОЗЫ  
УХУДШАЮТСЯ

## Госдолг и бюджетный дефицит

Уровень долговой нагрузки еврозоны пока продолжает снижаться, но скоро может возобновиться рост. Проблемы в экономике региона привели к увеличению дефицита бюджета еврозоны. Он вырос впервые с 2010 года.

- Еврозоне удалось лишь частично решить проблему долга
- Дефицит бюджета и высокий госдолг ограничивают фискальные стимулы

Консолидированные долг и дефицит бюджетов стран еврозоны, % ВВП



Источник: Росстат, Bloomberg

РОСТ ДЕФИЦИТА  
БЮДЖЕТОВ – ОДИН  
ИЗ СИГНАЛОВ  
ПРОБЛЕМ  
В ЭКОНОМИКЕ

## Потребительская стадия уже прошла

В отличие от США в еврозоне очень мало ресурсов для продления зрелой фазы цикла за счет роста потребления. В топ-3 экономик еврозоны (Германия, Италия, Франция) доля создаваемой в экономике добавленной стоимости, которая создается наемными работниками, уже находится на очень высоких уровнях.

– Рост заработных плат ограничен возможностями компаний



## Много долга у домохозяйств и компаний

Долговая нагрузка домохозяйств в целом по еврозоне высокая, причем как по отношению долга к доходам, так и по расходам на его обслуживание. Единственное исключение среди крупных экономик – Германия. Это ограничивает возможность финансирования потребления за счет потребительского кредитования.

Уровень долга в корпоративном секторе очень высок, почти 100% ВВП (без учета финансового сектора).

– Низкий запас прочности в корпоративном секторе

– Низкий потенциал роста потребления

## Прогноз

**Базовый прогноз.** Рост ВВП еврозоны: 0,5%. Скорее всего, региону удастся избежать рецессии в целом, но рост отдельных экономик может опуститься до нуля или даже отрицательных значений.

**Высокий риск рецессии.** Макроэкономические риски в еврозоне очень высокие, этот регион имеет все шансы стать источником проблем для мировой экономики.

**Ускорение роста ВВП.** Возможно, если будет расти потребительский спрос.

РЕСУРСОВ ДЛЯ РОСТА ПОТРЕБЛЕНИЯ В ЕВРОЗОНЕ КРАЙНЕ МАЛО

ВЫСОКИЕ РАСХОДЫ НА РАБОЧУЮ СИЛУ УМЕНЬШАЮТ РЕСУРСЫ НА РАЗВИТИЕ

РЕКОРДНЫЕ УРОВНИ ДОЛГОВОЙ НАГРУЗКИ ОЗНАЧАЮТ ВЫСОКИЕ СИСТЕМНЫЕ РИСКИ

> [Европейские акции](#)

> [Евро](#)

> [Глобальная экономика](#)

# Кристин Лагард у руля ЕЦБ

## ЕЦБ: движение в зону отрицательных ставок

Экономика еврозоны в 2019 году вызывала тревогу. Резкого падения не произошло, но наблюдалось устойчивое ухудшение основных показателей, а также сохранение больших различий в состоянии отдельных стран. Это заставило ЕЦБ искать возможности смягчения политики.

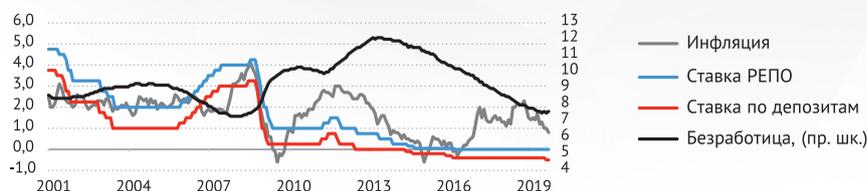
Например, в ноябре была возобновлена программа выкупа активов в объеме 20 млрд евро ежемесячно. Ставка рефинансирования осталась на нулевых значениях, а депозитная снижена до -0,5%. Была введена двухуровневая система ставок на избыточные резервы банков для обеспечения возможности вывести часть этих резервов из-под отрицательных ставок.

- Политика ЕЦБ будет максимально мягкой
- Возможно дальнейшее движение ставок в отрицательную зону
- Евро будет оставаться под давлением

УЖЕСТОЧЕНИЕ МОНЕТАРНОЙ ПОЛИТИКИ ЕЦБ НА ОБОЗРИМОМ ГОРИЗОНТЕ ИСКЛЮЧЕНО

> [Евро](#)

### Ставка остается низкой, несмотря на снижение безработицы



Источник: Bloomberg

## Политика ЕЦБ под новым руководством

С ноября 2019-го регулятор возглавила бывший глава МВФ Кристин Лагард. У нее большой опыт работы с правительствами, поэтому на нее возлагают большие надежды относительно возможного фискального стимулирования слабеющих экономик. Ее предшественник Марио Драги, несмотря на заявления, не смог предпринять значимых шагов в этом направлении.

Основное препятствие – уже высокий уровень долга, а также не такие уж низкие бюджетные дефициты, особенно у стран, которым требуется помощь.

**Реальных вариантов у ЕЦБ немного. Основной – это расширение объема выкупа активов, смягчение требований к бумагам и расширение перечня разрешенных активов.**

ОТ ЛАГАРД ОЖИДАЮТ АКТИВИЗАЦИИ РАБОТЫ С НАЦИОНАЛЬНЫМИ ПРАВИТЕЛЬСТВАМИ ПО ФИСКАЛЬНОМУ СТИМУЛИРОВАНИЮ

> [Экономики еврозоны](#)

## Доходности в евро в отрицательной зоне

Слабая макростатистика, неопределенность с Brexit и торговыми войнами в 2019 году серьезно повлияли на долгосрочные ожидания по действиям ЕЦБ. Ужесточение политики в глазах инвесторов уже не стоит на повестке дня на ближайшие годы и даже десятилетия. Как результат, длинные доходности в евро оказались отрицательными.

Есть вероятность появления признаков оживления экономики ЕС, в этом случае могут появиться ожидания ужесточения монетарной политики, что, в свою очередь, вызовет существенную коррекцию. Текущие уровни доходности к погашению (очень низкие) могут не учитывать риск такой коррекции и ее последствий.

– Низкие доходности на длинном горизонте

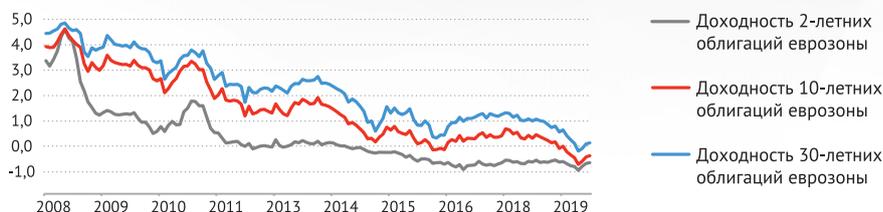
– Риски коррекционных движений в 2020 году

РЫНОЧНЫЕ  
ОЖИДАНИЯ  
УКАЗЫВАЮТ  
НА ОЧЕНЬ НЕСКОРОЕ  
ПОВЫШЕНИЕ  
СТАВКИ ЕЦБ

> [Brexit](#)

> [Торговая война](#)

Доходности гособлигаций еврозоны с разным сроком погашения



Источник: Bloomberg

## Прогноз

**Ставка РЕПО:** 0% (без изменений в 2020 году). Если ситуация в экономике не будет резко и неконтролируемо ухудшаться, то ставка останется на текущих отметках.

**Депозитная ставка:** –0,6–0,5% возможно небольшое снижение, но заметного эффекта оно может и не принести. Вероятно, будут использоваться другие инструменты, в том числе расширение программы выкупа активов

**Базовые доходности:** на текущих уровнях по итогам года, высокий риск временного роста в течение года

> [Еврооблигации EUR](#)



# Brexit: история близится к завершению?

## Управляемый Brexit – реальный сценарий

После уверенной победы консерваторов во главе с Б. Джонсоном на парламентских выборах, прошедших в Великобритании 12 декабря, задача согласования условий выхода страны из ЕС заметно упрощается. Скорее всего, будет предпринята попытка осуществить максимально мягкий развод между Соединенным Королевством и ЕС.

В данный момент условия выхода закреплены в соглашении, достигнутом в октябре 2019-го. Они практически совпадают с условиями, которых удалось добиться Т. Мэй в переговорах с Брюсселем еще в ноябре 2018 года. После подписания соглашения начнется переходный период, который впоследствии может быть продлен еще на один или два года.

Сейчас утверждение соглашения – на стороне палаты общин, с учетом новой расстановки сил, в которой вероятность подписания в неизменном виде очень велика. После подписания следует ожидать новых раундов переговоров по окончательным параметрам торговых соглашений, которые должны быть ратифицированы до конца 2020 года. Обе стороны неоднократно заявляли о том, что характер этих переговоров не будет жестким, так как в интересах обеих сторон – сохранить существующий дух свободной торговли между Соединенным Королевством и ЕС.

До конца 2020 года должны будут пройти переговоры по вопросам безопасности и другим темам. Также как минимум до конца 2020-го. Королевство будет платить взносы в прежних объемах (около 40 млрд евро в год), и порядок окончательных расчетов также пока не определен.

Создается впечатление, что стороны не намерены делать резких движений и существенных изменений в характере экономических взаимоотношений между Соединенным Королевством и ЕС ожидать в ближайший год не стоит.

– **ЕС и Британия «устали» от Brexit, есть более важные вопросы (экономика)**

– **Базовый сценарий – спокойный выход Британии из ЕС**

В 2020 ГОДУ НЕ СТОИТ ОЖИДАТЬ ЗАМЕТНЫХ ИЗМЕНЕНИЙ В ОТНОШЕНИЯХ ВЕЛИКОБРИТАНИИ И ЕС

> Экономика еврозоны

Курс GBP / EUR и индексы FTSE 100 против S&P 500



Источник: Bloomberg

ПОСЛЕ ОБЪЯВЛЕНИЯ ИТОГОВ РЕФЕРЕНДУМА ФУНТ СЛАБЕЛ, А РЫНОК АКЦИЙ БРИТАНИИ ОТСТАВАЛ ОТ АМЕРИКАНСКОГО

## Низкий градус популизма

Дополнительным источником оптимизма для британских активов может послужить и то, что избирателям не понравились предложения лейбористов, связанные с увеличением доли государства в экономике. Если бы подобные предложения получили поддержку, то для британской экономики это имело бы гораздо более разрушительные и далеко идущие последствия, чем неуправляемый выход Британии из ЕС.

Ключевые положения программы Корбина включали в себя, например, национализацию железных дорог, водоснабжения и интернет-инфраструктуры. А дополнительные доходы предлагалось потратить на зарплаты в бюджетном секторе, бесплатное обучение в университетах и пр. Это чисто популистская программа, прямая противоположность тех непопулярных мер, к которым в свое время пришлось прибегать Маргарет Тэтчер, чтобы вывести страну из глубокого кризиса.

– **Популизм не нашел отклика у британских избирателей**

## Внутриполитические проблемы

История с Brexit, впрочем, может иметь несколько неприятных для Британии продолжений, связанных с внутренней политикой. На выборах победу праздновали не только консерваторы, но и Шотландская национальная партия, которая победила в 48 из 59 шотландских округов. Опираясь на такую поддержку, ее лидеры могут попытаться провести еще один референдум о независимости от Британии. Предыдущий референдум прошел в 2014 году, то есть до референдума по Brexit, и есть реальная вероятность, что на этот раз его итоги будут за «выйти».

Второй потенциальный источник проблем – Северная Ирландия. Пока Ирландия и Великобритания были в составе ЕС, многие противоречия сглаживались, Северная Ирландия не была по факту отделена от Ирландии. При выходе из ЕС Британии придется уже решать вопрос о границе и пограничном контроле. А это может вызывать недовольство и призывы к отделению Северной Ирландии от Британии.

– **Серьезный риск усиления сепаратизма**

– **Потенциально проблемные регионы: Северная Ирландия и Шотландия**

ПОПУЛИСТСКАЯ  
ПРОГРАММА КОРБИНА  
НЕ ПОЛУЧИЛА  
ПОДДЕРЖКИ

РИСКИ ОБОСТРЕНИЯ  
СЕПАРАТИЗМА



# Развивающиеся экономики: общие и частные риски

## Год оптимизма на развивающихся рынках

После достаточно сложного 2018 года 2019-й был сравнительно более спокойным для долговых рынков развивающихся стран. Причина этого не только в развороте политики ФРС или более спокойной реакции рынков на торговые переговоры США и Китая, но и в улучшении на уровне отдельных развивающихся экономик.

Из наиболее заметных событий стоит отметить:

- Ослабление санкционного режима против РФ (снятие санкций с РУСАЛа).
- Финансовая поддержка МВФ позволила купировать долговой кризис в Аргентине. Власти этой страны, скорее всего, попытаются договориться с держателями долга о реструктуризации.
- Нормализация денежно-кредитной политики Турции, снижение волатильности национальной валюты, нормализация отношений с США, достижение профицита счета текущих операций.
- Популизм нового президента Мексики, пугавший инвесторов, трансформировался в более или менее взвешенную политику.

Котировки 5-летних CDS по большинству эмитентов (не считая Аргентины) в 2019 году снизились, сильно расширенными они остались только у Турции, и то к концу года наметилось их снижение.

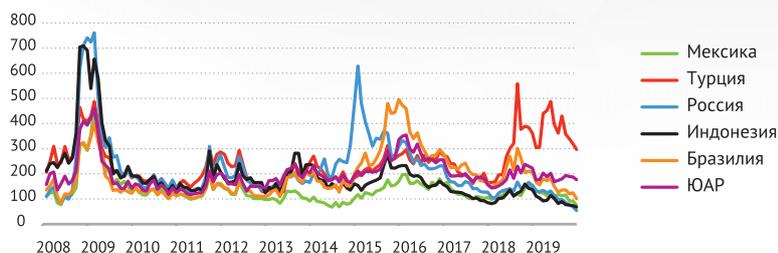
- **Снижение доходностей еврооблигаций почти во всех сегментах**
- **Стабилизация ситуации в большинстве регионов**
- **Низкие премии за риск затрудняют поиск инвестиционных идей**
- **Увеличение преимущества активно управляемых стратегий**

СМЯГЧЕНИЕ  
ПОЛИТИКИ ФРС БЫЛО  
НЕ ЕДИНСТВЕННЫМ  
ИСТОЧНИКОМ РОСТА  
НА РАЗВИВАЮЩИХСЯ  
РЫНКАХ

> [Еврооблигации](#)

> [Экономики EM](#)

**Котировки суверенных CDS на суверенный долг развивающихся стран**



Источник: Bloomberg

РЫНОЧНАЯ ОЦЕНКА  
РИСКОВ ДОЛГОВЫХ  
ИНСТРУМЕНТОВ РАЗ-  
ВИВАЮЩИХСЯ СТРАН  
СНИЗИЛАСЬ

## Россия. Беспрецедентное снятие санкций

Российская экономика в последние годы характеризуется высоким качеством кредитных метрик. Принципы, по которым строилась макроэкономическая политика после кризиса 2014/2015 года, приносят свои плоды. Бюджетное правило снизило зависимость курса рубля от динамики цен на нефть, теперь российская валюта реагирует лишь на очень сильные их колебания. Консервативная политика ЦБ РФ, профицит бюджета, отрицательный чистый внешний долг обеспечивают высокую устойчивость к внешним шокам.

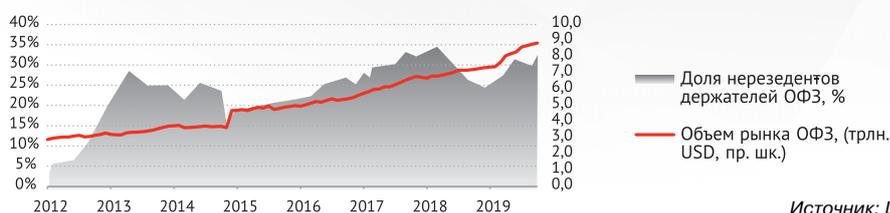
Конечно, мировые рынки и глобальная экономика оказывают влияние на цены российских активов, но по ряду классов активов Россия оценивается выше аналогов из развивающихся рынков. В первую очередь это касается еврооблигаций, где премия за российский риск сейчас ниже, чем за мексиканский (всю историю было наоборот). То же самое можно сказать про рынок ОФЗ, куда снова вернулись нерезиденты. По большому счету из недооцененных классов активов в РФ сейчас остались только акции российских компаний. И причина этого – в их повышенной чувствительности к санкциям, единственному существенному специфическому риску для РФ.

В августе 2019 года была введена вторая часть санкций «по делу Скрипалей», но был реализован самый мягкий сценарий из возможных. Самая серьезная мера – запрет американским банкам выдавать валютные кредиты российскому правительству и участвовать в первичных размещениях суверенного валютного долга. Реакция рынка на эти меры была ожидаемо сдержанной, банкам оставили возможность покупки тех же бумаг на вторичном рынке.

В начале 2019 года минфин США полностью снял санкции на РУСАЛ и остальные компании, подконтрольные Олегу Дерипаске. Это стало важнейшим событием, оказавшим серьезное влияние на оценку рисков российских активов.

- **Снятие санкций – исключительное событие**
- **Премия за риск в российских акциях будет снижаться**
- **Премия за риск в долговых инструментах будет оставаться низкой**

**Объем рынка ОФЗ и доля нерезидентов среди держателей облигаций**



Источник: ЦБ РФ

ЭКОНОМИЧЕСКИЕ  
РИСКИ НИЗКИЕ.  
ПРИНЦИПЫ  
БЮДЖЕТНОЙ  
И ФИСКАЛЬНОЙ  
ПОЛИТИКИ – БЕЗ  
ИЗМЕНЕНИЙ

> Рублевые облигации

> Российский рынок  
акций

В 2019 ГОДУ ПО ФАКТУ  
БЫЛО СМЯГЧЕНИЕ  
САНКЦИОННОЙ  
ПОЛИТИКИ

ДОЛЯ НЕРЕЗИДЕНТОВ  
СРЕДИ ДЕРЖАТЕЛЕЙ  
ОФЗ РАСТЕТ ПРИ  
УВЕЛИЧЕНИИ ОБЪЕМА  
РЫНКА

# Турция и Мексика: политические риски

## Турция. Восстановление после кризиса

Турция преодолела кризис в 2018 году, и в 2019-м началось восстановление и оздоровления кредитных метрик. Инфляция, достигавшая в октябре 2018 года 25%, к концу 2019-го замедлилась до 9%, что позволило центральному банку снизить ставку с 25,5 до 16%. Рост ВВП вышел в плюс (0,6% г/г в III кв. 2019 г.). Правительство планирует вернуть 5%-ный рост на уровне в ближайшие годы.

**Политические риски между тем оставались повышенными, но все эпизоды заканчивались благоприятно для рынка.**

В конце июня в Турции прошли повторные выборы мэра Стамбула, по итогам которых победу снова одержал оппозиционный кандидат от партии CHP, что привело к росту оптимизма инвесторов и снизило рисковую политическую премию в стоимости турецких активов.

Осенью разгорелся острый конфликт с курдами на территории Сирии. В результате США наложили санкции против министерства обороны и министерства энергетики Турции. Но в итоге ситуацию удалось урегулировать, санкции были сняты через девять дней, что было оптимистично оценено инвесторами.

Правительство продолжало вмешиваться в решения ЦБ; например, был назначен новый глава регулятора. Но это не имело далеко идущих негативных последствий.

- Стабилизация ситуации на долговом рынке Турции
- Внутриполитические риски в части вмешательства в экономику
- Возможно очередное обострение внешнеполитических рисков

ОСТРАЯ ФАЗА  
КРИЗИСА  
ЗАВЕРШИЛАСЬ,  
СИТУАЦИЯ  
В ЭКОНОМИКЕ  
НОРМАЛИЗУЕТСЯ

ПОЛИТИЧЕСКИЕ  
ФАКТОРЫ ОСТАЮТСЯ  
ИСТОЧНИКАМИ РИСКА  
ДЛЯ ТУРЕЦКОГО  
РЫНКА

> Еврооблигации

**Замедление инфляции дало возможность ЦБ Турции  
снижать ставку**



Источник: Bloomberg

## Мексика. Спасение Pemex за счет экономики

Вероятным сценарием для Мексики в 2020 году является плавное замедление роста ВВП на фоне замедления глобальной экономики. При этом резкого ухудшения состояния корпоративного и банковского секторов не ожидается.

Несмотря на снижение инфляции до целевого значения 3% в сентябре, ЦБ не торопится снижать ставку. С 8,25% она опустилась всего до 7,75%. При этом ЦБ снизил ожидания по темпам роста экономики на 2019 год с 1,1–2,1% до 0,5% и с 1,7–2,7% до 1,3% на 2020-й. Замедление мировой экономики и экономики Мексики означает, что регулятору придется снижать ставку агрессивнее – по ожиданиям, до 6,75% в 2020 году.

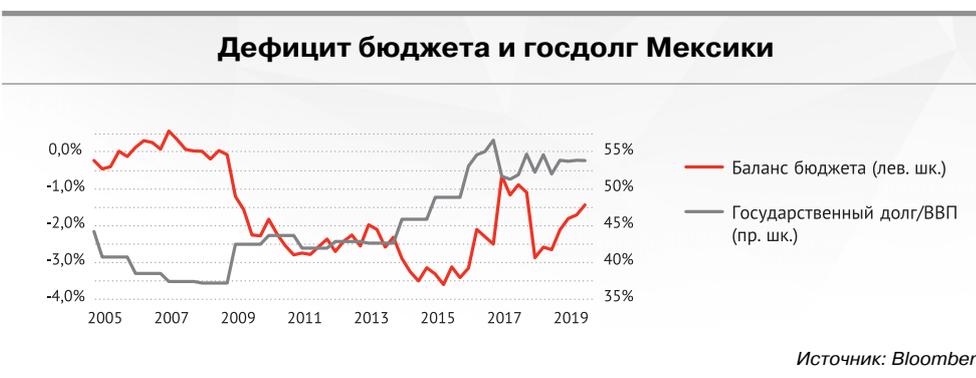
Дефицит бюджета Мексики остается повышенным: по прогнозам, в ближайшие годы он может еще вырасти. Сокращению дефицита бюджета препятствует не только замедление экономики, но и необходимость поддерживать крупнейшего налогоплательщика – нефтяную госкомпанию Pemex. Помощь ей требуется из-за того, что в прошлые годы правительство финансировало дефицит за счет избыточного выкачивания финансовых ресурсов из компании.

Поэтому политика нового президента Лопеса Обрадора вынужденно сконцентрирована на поддержке Pemex, в меньшей степени – на решении внутренних проблем. Из-за этого мы ожидаем сохранения дефицита бюджета и увеличения суверенной долговой нагрузки.

- Ухудшение кредитных метрик Мексики
- Увеличение премии за суверенный риск Мексики
- Сохранение низкого риска кредитных событий

РОСТ ВВП МЕКСИКИ  
ЗАМЕДЛЯЕТСЯ ВСЛЕД  
ЗА ГЛОБАЛЬНОЙ  
ЭКОНОМИКОЙ

ПРЕЗИДЕНТ  
МОЖЕТ ОТДАТЬ  
ПРЕДПОЧТЕНИЕ  
СПАСЕНИЮ PEMEX  
В УЩЕРБ  
ВЗВЕШЕННОЙ  
ФИНАНСОВОЙ  
ГОСПОЛИТИКЕ



# Экономика РФ: развитие новой модели

## Оправданно медленный рост ВВП

Российский ВВП в последние годы рос медленно (по итогам 2019 года ожидается +1,2%), но основные макроиндикаторы не указывают на наличие серьезных проблем в экономике.

- Низкая безработица (4,6%)
- Рост промышленного производства (+2,4%)
- Композитный индекс PMI (выше 50 пунктов)
- Низкая инфляция (близко к 3%)
- Профицит бюджета (2,0% ВВП)
- Профицит счета текущих операций (5,8% ВВП)

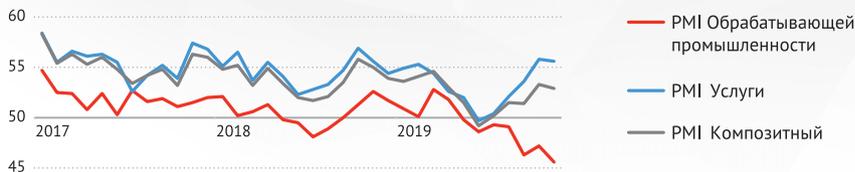
Сокращение трудоспособного населения сейчас ограничивает долгосрочный рост ВВП в рамках 1–2% в год. При низкой безработице форсирование роста сверх этих уровней приведет к перегреву.

- **Оправданна жесткая монетарная политика**
- **Фискальное стимулирование также неэффективно**

КАЧЕСТВЕННАЯ  
МАКРОПОЛИТИКА  
СНИЖАЕТ ВОЗДЕЙ-  
СТВИЕ ВНЕШНИХ  
И ВНУТРЕННИХ  
РИСКОВ

> [ЦБ РФ](#)

Индексы PMI по российской экономике



Источник: Bloomberg

ОПЕРЕЖАЮЩИЕ  
ИНДИКАТОРЫ  
УКАЗЫВАЮТ  
НА СМЕШАННУЮ  
КАРТИНУ  
В ЭКОНОМИКЕ

## Волна сокращения трудоспособного населения

В России сейчас очень неблагоприятная демографическая ситуация, в ближайшие годы численность трудоспособного населения будет сокращаться с темпом до 1% в год. Это означает, что даже если России удастся обеспечить очень высокие темпы роста производительности труда (2–3% в год), то устойчивые темпы роста экономики не превысят 1–2%.

Численность экономически активного населения в РФ



Источник: Росстат

## Без дефицита и внешнего долга

Консервативная бюджетная политика последних лет обеспечила профицит бюджета и снижение показателей долговой нагрузки. В 2020 году профицит сохранится, в закон о бюджете он заложен на уровне 0,7% ВВП.

- Дальнейшее улучшение суверенных кредитных метрик
- Низкие премии за риск в суверенном сегменте



## Бюджетное правило и курс рубля

Бюджетное правило – важная часть экономической модели РФ последних лет. Оно отвязало рубль и состояние экономики от нефти. Сейчас остро стоит вопрос в том, что делать с теми резервами, которые формируются из-за его работы. Задача непростая, расходование этих денег внутри РФ означает частичный отказ от бюджетного правила, а использование денег вне РФ порождает вопросы контроля и сохранности.

- Стабильный курс рубля в отсутствие новых санкций



## Прогноз

**Рост ВВП:** 1,8%. Ограничивающие факторы роста – жесткий (для компаний) рынок труда и ухудшение демографии.

**Суверенные кредитные метрики:** улучшение суверенных кредитных метрик, узкие (по сравнению с другими EM) премии за риск.

**Рубль:** стабильный курс, тренд на укрепление.

ИНФЛЯЦИЯ МОЖЕТ  
СТАБИЛИЗИРОВАТЬСЯ  
НИЖЕ ОРИЕНТИРА  
ЦБ РФ

> [Рублевые облигации](#)

> [Еврооблигации](#)

БЮДЖЕТНОЕ ПРАВИ-  
ЛО ОТВЯЗЫВАЕТ  
РУБЛЬ ОТ НЕФТИ

> [Рынок нефти](#)

> [Рубль](#)

> [Прогноз](#)

# Потребительская стадия цикла в РФ еще не начиналась

## Слабый рост доходов

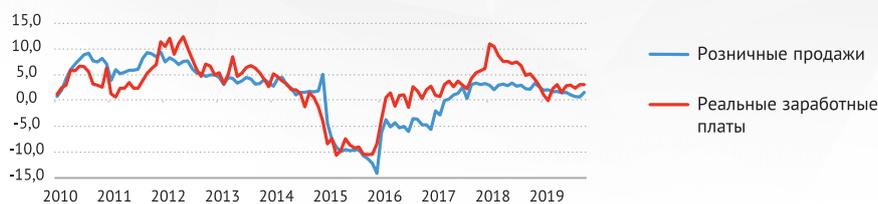
Обратной стороной роста российского рынка акций и роста прибылей компаний является слабый рост заработных плат и доходов населения. Несмотря на низкую безработицу, рост заработных плат до последнего времени оставался низким. Это связано с несколькими причинами:

- консервативная бюджетная политика, в том числе и в вопросе заработных плат бюджетников;
- низкие зарплатные ожидания, сформированные по итогам кризиса 2014/2015 года, тогда вместо роста безработицы произошло снижение реальных заработных плат (недостаточная индексация номинальных заработных плат при резком скачке инфляции).

Тем не менее возможно, что уровень безработицы еще не достиг того показателя, когда он начнет заметно влиять на заработные платы.

СЛАБЫЙ РОСТ ЗАРАБОТНЫХ ПЛАТ – РЕЗУЛЬТАТ НЕСКОЛЬКИХ ФАКТОРОВ

### Заработные платы и розничные продажи (изменение год к году)



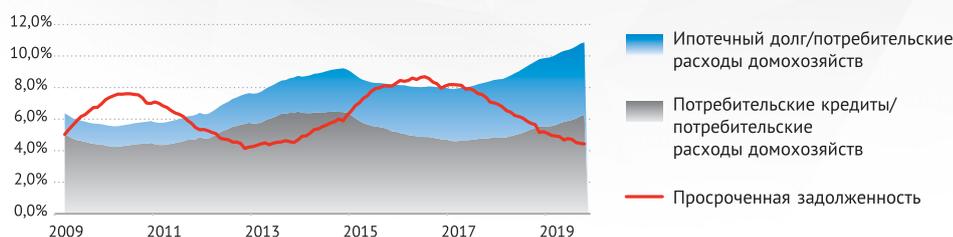
Источник: Росстат

ПОВЫШЕНИЕ НДС НА 2 П.П. ПРИВЕДЕТ, ПО РАЗНЫМ ОЦЕНКАМ, К СКАЧКУ ЦЕН НА 1,0–1,5%

## Долговая нагрузка домохозяйств

Размер долга российских домохозяйств по отношению к их расходам находятся на исторических максимумах, что вызывает опасения у некоторых комментаторов. В то же время если вычесть из общей суммы ипотечные обязательства, то до максимумов еще очень далеко. Кроме того, судя по показателям просроченной задолженности, у российских домохозяйств нет системных проблем с обслуживанием долга.

### Показатели долговой нагрузки домохозяйств РФ



Источник: ЦБ РФ

## Выборы-2021

Выборы в Госдуму в 2021 году будут очень важными для властей РФ, особенно с учетом последующих в 2024 году выборов президента. Рост протестной активности, а также инертность экономики означают, что правительство может предпринять какие-то шаги в сторону увеличения заработных плат и доходов населения уже в 2020 году.

Низкая безработица означает, что даже небольшой рост заработных плат в госсекторе может спровоцировать ускорение их роста в корпоративном секторе. При этом наличие большого объема средств у компаний (об этом можно судить, например, по размерам выплачиваемых дивидендов) означает, что есть большой потенциал перераспределения ресурсов от компаний к работникам.

- **Большой потенциал роста заработных плат в РФ**
- **Риски некоторого роста популизма в экономической политике**
- **Вероятно давление на финансовые результаты компаний**
- **Улучшение показателей компаний, ориентированных на внутренний спрос**

ПРЕДВЫБОРНЫЙ  
ЦИКЛ БЛАГОПРИЯТЕН  
ДЛЯ ПОТРЕБИТЕЛЕЙ

> ЦБ РФ

**Финансовый результат компаний и номинальный ВВП РФ  
(трлн руб.)**



Источник: Росстат, Bloomberg

НАКОПЛЕННЫЙ РОСТ  
КОРПОРАТИВНЫХ  
ПРИБЫЛЕЙ – РЕСУРС  
УВЕЛИЧЕНИЯ  
ЗАРАБОТНЫХ ПЛАТ

## Прогноз

**Рост заработных плат и потребления:** ускорение роста потребительских расходов, улучшение состояния компаний, ориентированных на внутренний спрос, давление на финансовые результаты остальных компаний.

**Финансовые результаты компаний:** замедление роста прибылей крупных компаний. Причина – ускорение роста заработных плат, которое частично может быть компенсировано снижением стоимости капитала.

> Российский рынок  
акций

# Инфляция и ключевая ставка ЦБ

## Техническое замедление инфляции

В первые месяцы 2020 года инфляция будет замедляться, что во многом будет связано с техническими факторами. Когда из расчета 12-месячного показателя выйдут данные по инфляции за январь и февраль 2019 г., оценка годовой инфляции может снизиться до 2,5% в марте-апреле.

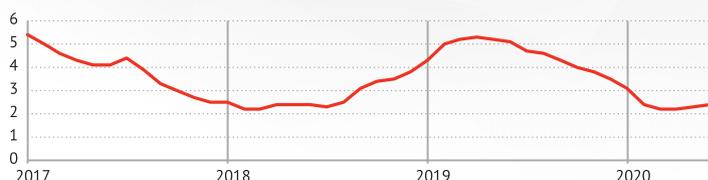
Замедление инфляции будет способствовать усилению ожиданий снижения ключевой ставки ЦБ РФ, что может спровоцировать снижение рыночных доходностей.

### – Замедление инфляции в I кв. 2020 года

В НАЧАЛЕ 2020 ГОДА ОЖИДАЕТСЯ СИЛЬНОЕ ЗАМЕДЛЕНИЕ ИНФЛЯЦИИ В РФ

> [Рублевые облигации](#)

### Ожидаемое замедление инфляции в РФ за счет эффекта базы



Источник: Bloomberg, оценка УК «Альфа-Капитал»

## Потребительский спрос, инфляционные ожидания

Источником инфляционных рисков в 2020 году может стать рост потребительского спроса, но только в том случае, если реализуется сценарий запуска потребительской стадии делового цикла.

Аргументом против ускорения инфляции выступает снижение инфляционных ожиданий, а также изменение модели потребительского поведения российских домохозяйств (старение населения, увеличение склонности к сбережению). Похожие причины объясняют то, почему во всем мире наблюдается тенденция к замедлению роста цен.

В ПОСЛЕДНИЕ ГОДЫ В МИРЕ НАБЛЮДАЕТСЯ «ДЕФИЦИТ ИНФЛЯЦИИ», РОССИЯ – НЕ ИСКЛЮЧЕНИЕ

> [Деловой цикл в РФ](#)

### Инфляция (12 мес.) и инфляционные ожидания (следующие 12 мес.) в РФ



Источник: Bloomberg

ИНФЛЯЦИОННЫЕ ОЖИДАНИЯ СНИЖАЮТСЯ ВСЛЕД ЗА ФАКТИЧЕСКОЙ ИНФЛЯЦИЕЙ

## Политика ЦБ РФ

Общие принципы монетарной политики ЦБ РФ сохраняются неизменными уже несколько лет. Во-первых, реальная процентная ставка положительная, ее нейтральный уровень ЦБ РФ принял за 2–3% (разница между ключевой ставкой и инфляцией). В последние месяцы 2019 года представители ЦБ РФ несколько раз заявляли о том, что пока нет необходимости пересматривать этот диапазон. Во-вторых, осторожность при принятии решений об изменении ключевой ставки, особенно когда идет речь о ее снижении.

Исходя из этого, даже если инфляция будет находиться на уровне 3% по итогам 2020 года, ключевая ставка будет скорее ближе к 6%, чем к 5%.

Альтернативным сценарием будет резкое снижение инфляционных ожиданий и фактической инфляции. Это заставит ЦБ РФ либо снижать целевой ориентир по инфляции (сейчас 4%), либо переходить к стимулирующей политике (уменьшать диапазон между ключевой ставкой и инфляцией). Оба варианта позитивны для облигаций.

– Ключевая ставка будет снижаться в базовом сценарии



## Прогноз

**Инфляция:** 3,2% по итогам 2020 года. Замедление инфляции в 2020 году, особенно в I кв., будет обусловлено техническими факторами. Но если оно трансформируется в устойчивое снижение инфляционных ожиданий, то инфляция сможет закрепиться ниже ориентира ЦБ РФ 4%.

**Ключевая ставка ЦБ РФ:** 5,75% (–0,5 п.п.) в конце 2020 года. Мы полагаем, что российский регулятор будет проявлять осторожность в вопросах ставки и пойдет на ее снижение только в случае уверенности, что инфляция закрепилась ниже его ориентира.

УСТОЙЧИВОЕ  
ЗАМЕДЛЕНИЕ  
ИНФЛЯЦИИ  
ПОСТАВИТ ВОПРОС  
О КОРРЕКЦИИ  
НЕЙТРАЛЬНОЙ  
СТАВКИ

> Рублевые облигации

ЦБ РФ СОХРАНЯЕТ  
ПОЛОЖИТЕЛЬНУЮ  
РЕАЛЬНУЮ СТАВКУ

> Прогноз

# Сырье и валюты



## 3

Урбанизация и рост населения **46**

Нефть и металлы **48**

Валюты развитых рынков. Евро **52**

Валюты развивающихся рынков и рубль **54**

Основные долгосрочные факторы роста спроса на сырьевые товары (рост населения, урбанизация) остаются достаточно сильными, чтобы не только компенсировать снижение потребления некоторыми развитыми странами, но и обеспечить долгосрочный рост потребления нефти. Это упрощает задачу странам соглашения ОПЕК+, которые ограничивают собственную добычу ради стабилизации рынка. Если бы не растущий спрос на нефть, балансировать рынок пришлось бы за счет гораздо более быстрой потери собственной рыночной доли.

В 2020 году задача ОПЕК+ может стать немного проще, если сбудутся ожидания замедления роста добычи в США. В пользу этого говорит уменьшение числа активных буровых установок, а также негативная динамика отраслевого индекса S&P 500, объединяющего компании, занимающиеся разведкой, бурением и добычей нефти и газа в США.

Для драгоценных металлов 2019 год был очень неплохим. Отличился палладий, цена на который из-за ужесточения экологического регулирования продолжила взлетать. Этому не мешали даже слабые показатели автопроизводителей почти на всех крупных рынках. Идея о том, что автопроизводители будут заменять его более дешевой платиной, не работает из-за сочетания низкой доли стоимости драгоценных металлов в общей цене автомобиля и преимуществ, которые дает палладий в вопросе удовлетворения экологических требований.

На валютных рынках год был довольно неоднородным. Стоит отметить ослабление «сырьевых» валют развитых стран, что, возможно, объясняется слабой динамикой цен на сталь на фоне отсутствия явно выраженного тренда в нефти. Спрос на «защитные» валюты при этом был более или менее стабильным, что понятно: на фоне хорошей динамики основных классов активов спрос на «защиту» подобного рода был небольшим.

Евро продолжал слабеть к доллару США вслед за ухудшением макростатистики по еврозоне. В 2020 году эта тенденция, на наш взгляд, сохранится.

Для развивающихся валют год был в целом спокойным, если не брать, конечно, в расчет турецкую лиру или аргентинский песо, но даже и там волатильность была существенно ниже, чем в 2018 году. Это отражение улучшения ситуации в экономиках.

Российский рубль вел себя примерно так же, как и другие валюты развивающихся рынков. Благодаря бюджетному правилу влияние колебаний цен на нефть было минимальным, а самые сильные движения в рубле по-прежнему вызываются новостями, касающимися санкций. Прогноз на 2020 год – продолжение укрепления рубля.



# Население, урбанизация, потребление ресурсов

## Урбанизация – последний довод роста ВВП

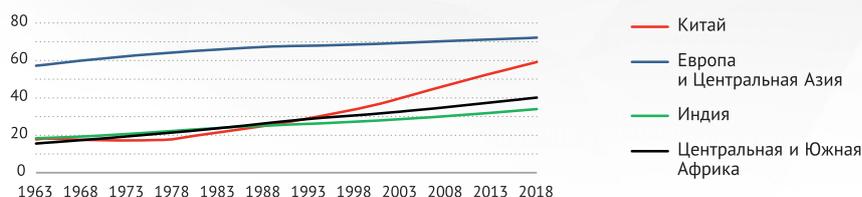
В 1950 году не более 30% жителей Земли проживали в городах, в 2004-м – половина, сейчас – около 55%. К 2050 году, по оценке ООН, в городах будет проживать почти 70% населения. Так как развитые страны уже урбанизированы, до 90% ожидаемого прироста городского населения будет приходиться на страны Азии и Африки.

В городах выше производительность труда, возможности образования и инноваций, жители городов создают больше спроса на сырье и ресурсы, чем сельские жители. Благодаря урбанизации страны со слабой демографией могут показывать высокие темпы роста ВВП.

УРБАНИЗАЦИЯ –  
ВАЖНЫЙ ФАКТОР  
РОСТА ЭКОНОМИКИ

> Глобальная экономика

Урбанизация (доля городского населения) некоторых стран



Источник: Всемирный банк

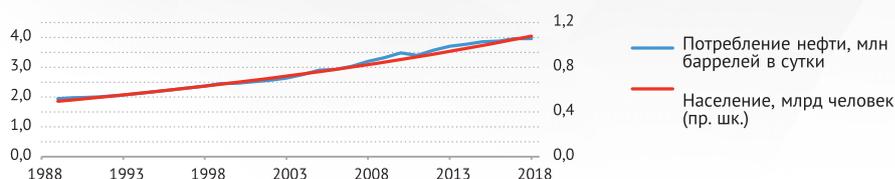
РОСТ ГОРОДСКОГО  
НАСЕЛЕНИЯ В МИРЕ  
БУДЕТ ОБЕСПЕЧИВАТЬ  
СПРОС НА РЕСУРСЫ  
ДАЖЕ ПРИ  
ЗАМЕДЛЕНИИ РОСТА  
НАСЕЛЕНИЯ

## Африка: демографический взрыв

В XX веке на Африканском континенте начался демографический взрыв, продолжающийся и сейчас. Численность населения в последние 20 лет росла в среднем на 2,5% в год, что уже само по себе обуславливает значительное увеличение потребности в ресурсах.

Пока очевидных выгод от урбанизации в Африке не просматривается. Средний рост ВВП в последние 20 лет – 4,5%, что всего на 2% выше роста населения. Рост носит пока экстенсивный характер.

Численность населения Африки и потребление нефти



Источник: Worldbank

РОСТ ПОТРЕБЛЕНИЯ  
НЕФТИ АФРИКОЙ  
СООТВЕТСТВУЕТ  
РОСТУ НАСЕЛЕНИЯ,  
ЧТО ОТРАЖАЕТ  
ЭКСТЕНСИВНЫЙ  
ХАРАКТЕР РОСТА  
ЭКОНОМИКИ

## Китай. Контролируемая урбанизация

Урбанизация Китая компенсировала замедление роста населения. С 1995 года средний темп роста населения составил в Китае всего 0,6%, но при этом доля городского населения удвоилась (с 30% до почти 60%). Средние темпы роста ВВП за последние 20 лет –9%, что на 8,5% выше темпа роста населения.

Урбанизация в Китае – контролируемый процесс. Например, если ранее в основном развивались прибрежные города, то сейчас черед развития материковых территорий. Многие города имеют специализацию, в крупных сосредоточены высокотехнологические и капиталоемкие отрасли, в мелких – массовое производство и функции поддержки более крупных агломераций.

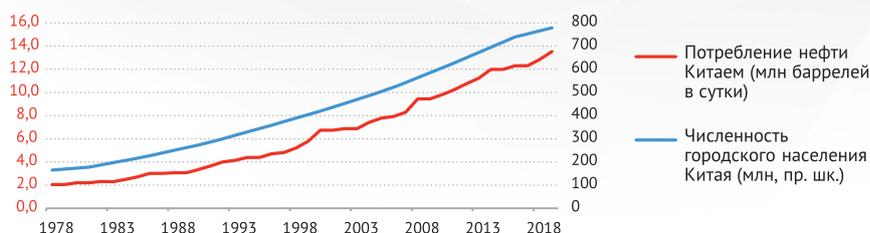
Регулируется и скорость урбанизации. Недавно были отменены ограничения для получения вида на жительство в городах с населением 1–3 млн и заметное послабление для городов с населением в 3–5 млн.

– **Замедление роста ВВП Китая связано с замедлением урбанизации**

УРБАНИЗАЦИЯ  
В КИТАЕ –  
КОНТРОЛИРУЕМЫЙ  
ПРОЦЕСС

> Рынок нефти

Численность городского населения Китая и потребление нефти



Источник: Bloomberg

ПОТРЕБЛЕНИЕ  
РЕСУРСОВ КИТАЕМ  
НАПРЯМУЮ  
СВЯЗАНО  
С ЧИСЛЕННОСТЬЮ  
ГОРОДСКОГО  
НАСЕЛЕНИЯ

## Индия: в поиске устойчивой модели

Имея большое и растущее население (более 1,3 млрд, +1,5% в год) и низкую урбанизацию, Индия может стать локомотивом экономического роста в следующие десятилетия.

Пока процесс урбанизации стихийен, сельские жители наполняют города, уходя от бедности и голода. Мегалополисы Индии страдают от низкого качества (а иногда отсутствия) коммунальных услуг, высокой безработицы, транспортных проблем. Тем не менее даже в таких условиях ВВП Индии в среднем рос на 7% в год в течение последних 20 лет (на 5,5% быстрее темпа роста населения).

– **Индия может подхватить эстафету Китая в качестве источника роста потребления сырья**

ИНДИЙСКАЯ  
МОДЕЛЬ ОБЕС-  
ПЕЧИВАЕТ ДОСТА-  
ТОЧНО ВЫСОКИЕ  
ТЕМПЫ РОСТА  
ЭКОНОМИКИ

# Нефть: под контролем ОПЕК+

## ОПЕК+ совершенствуется в удержании баланса

В течение года цена барреля Brent колебалась в диапазоне 50–75 долл., т.е. уже, чем в 2018 году, когда диапазон был 50–84 долл. Это связано с тем, что участники соглашения ОПЕК+ смогли снижением квот компенсировать бурный рост добычи в США.

К концу 2019 года рынок нефти был сбалансирован, но это равновесие может быть нарушено ростом добычи в США, замедлением мировой экономики и недостаточно быстрой реакцией картеля на изменение спроса. Мы полагаем, что за время действия соглашения ОПЕК+ его участники накопили опыт регулирования рынка. Мы ожидаем, что, несмотря на широкий спектр сценариев, цены будут находиться в 7–10 долларах от текущих уровней.

– При росте потребления нефти ОПЕК+ обеспечит стабильность цен

РЫНОК НЕФТИ  
СЕЙЧАС НАХОДИТСЯ  
В РАВНОВЕСИИ

> [Глобальная экономика](#)

Мировая добыча и потребление нефти, млн баррелей в день



Источник: Bloomberg, расчеты УК «Альфа-Капитал»

## Цена контроля рынка

Страны ОПЕК+ продолжают терять долю рынка – это прямое следствие квот. Их место занимает США и другие страны с растущей добычей. В США она достигла 13 млн баррелей в сутки, +10% за год. В 2020 году добыча в США может вырасти еще на 1 млн баррелей в сутки, что сопоставимо с ростом мирового потребления. Поэтому доля стран ОПЕК+ продолжит снижаться.

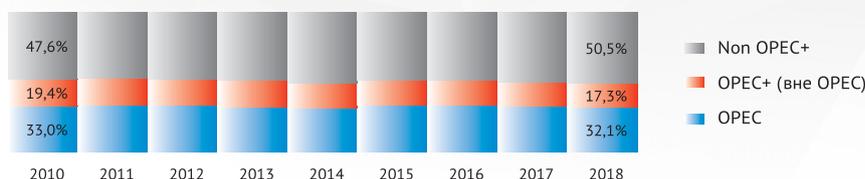
– Снижение доли рынка уменьшает возможности влияния на цены и негативно воспринимается участниками соглашения

– Замедление роста спроса будет особенно болезненным для ОПЕК+

– Риски сохранения соглашения ОПЕК+ на длинном горизонте

ЗА КОНТРОЛЬ ЦЕН  
СТРАНЫ  
РАСПЛАЧИВАЮТСЯ  
ДОЛЕЙ РЫНКА

Оценка дефицита/избытка нефти и цена Brent



Источник: Bloomberg, расчеты УК «Альфа-Капитал»

ДОЛЯ ОПЕК И ОПЕК+  
СОКРАЩАЕТСЯ

## Сланцевая нефть

Если статистика по запасам нефти в хранилищах США приводит в движение рынок, то данные по снижению буровой активности часто игнорируются. Добыча и активность бурения тесно связаны, и в 2019 году наблюдалось расхождение их динамики. Похоже, что вместо инвестирования в разведку и бурение компании сосредоточились на повышении эффективности добычи на уже разбуренных месторождениях. Поэтому добыча может расти какое-то время и при снижении числа активных буровых.

Тем не менее без достаточного притока новых месторождений добыча сможет расти ограниченное время. Мы думаем, что в 2020 году добыча в США вырастет еще на 0,5–1 млн баррелей в сутки, после чего выйдет на плато или станет снижаться.

– У ОПЕК+ будет больше возможностей для влияния на рынок

ЧИСЛО БАНКРОТСТВ  
СРЕДИ СЛАНЦЕВЫХ  
КОМПАНИЙ РАСТЕТ



## IPO Saudi Aramco

Саудовской Аравии удалось разместить 1,5% акций Saudi Aramco, продав их за 25,6 млрд долл. Саудовская Аравия планирует использовать средства от продажи акций компании для диверсификации экономики, поэтому важно, чтобы капитализация компании оставалась высокой. Для этого требуются стабильные цены на нефть.

– Саудовская Аравия будет предпринимать особые усилия для обеспечения стабильности нефтяных цен

## Прогноз

**Базовый сценарий:** 65 долл. за баррель Brent. ОПЕК+ сохраняет контроль над рынком, и его эффективность год от года растет.

Снижение цен на нефть возможно в случае сильного ухудшения состояния мировой экономики и снижения потребления нефти, что потребует от ОПЕК+ сильного снижения квот, на которое будут готовы не все участники.

Сильный рост цен возможен, если прогнозы по замедлению роста добычи в США начнут сбываться раньше ожиданий.

> Прогноз



# Драгоценные металлы

## Удачный год для золота

Цена золота за 2019 год выросла почти на 15%, причем это произошло на фоне хорошего спроса на рискованные активы – индекс S&P 500 за тот же период вырос более чем на 25%. Это прямой результат того, что источником роста цены активов было снижение ставки ФРС. В периоды рыночных коррекций цена золота активно росла, но в периоды увеличения спроса на риск инвесторы не торопились от золота избавляться.

Также возник тренд на скупку золота центральными банками развивающихся стран. Это одно из проявлений того, что санкционная политика США толкает многие страны на шаги по снижению зависимости от доллара.

**Источниками роста цен на золота являются:**

- Долларовая ликвидность и низкие ставки ФРС
- Политические риски (потенциальный импичмент президента США)
- Геополитическая напряженность среди мировых держав
- Замедление роста экономики, риски рецессии

СПРОС НА ЗОЛОТО  
СОХРАНЯЕТСЯ ДАЖЕ  
ПРИ РОСТЕ ЦЕН  
РИСКОВЫХ АКТИВОВ

> [ФРС](#)

> [Торговая война](#)

> [Глобальная экономика](#)

Цена золота и индекс S&P 500



Источник: Bloomberg

## Палладий: фундаментальный спрос

Цена палладия в 2019 году выросла на 60%, это лучший результат среди драгоценных металлов. С начала 2017 года цена выросла на 160%, и после такого роста в консенсус-прогнозах заложено сильное снижение в 2020 году.

Но эти ожидания могут не сбыться. На рынке устойчивый дефицит палладия, возникший из-за спроса со стороны автомобильной промышленности, которой требуется соответствовать все более жестким экологическим требованиям. Сочетание низкой доли палладия в стоимости автомобиля и преимуществ, которые дает палладий по сравнению с платиной, замедляет процесс замещения палладия более дешевой платиной.

- **Цена палладия может продолжить рост, особенно если удастся взять психологически важную отметку 2 тыс. долл. за унцию**

> [Урбанизация](#)

ПАЛЛАДИЙ РАСТЕТ  
ЗА СЧЕТ ФИЗИЧЕСКОГО  
СПРОСА СО СТОРОНЫ  
АВТОМОБИЛЬНОЙ  
ПРОМЫШЛЕННОСТИ

## Платина: спекулятивный интерес

Цена этого металла в начале 2019 года находилась на исторических минимумах относительно других драгоценных металлов. Это воспринималось как техническая недооцененность, что позволило цене платины вырасти на 20%. Тем не менее в последние годы значительную часть спроса на платину формируют розничные инвесторы, рассчитывающие, по всей видимости, на восстановление соотношения цены платины с сильно подорожавшим палладием. Но в отсутствие физического спроса эта идея может не сработать.

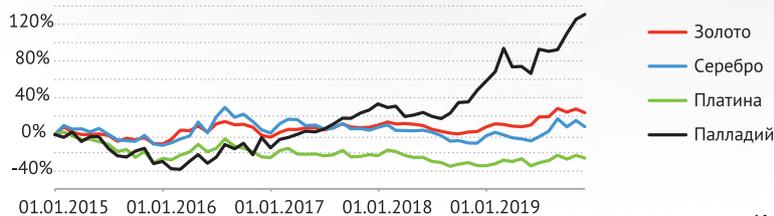
Около 75% добычи приходится на ЮАР, где при производстве до сих пор активно используются ручной труд и устаревшие технологии, что увеличивает производственные риски. Поэтому рост цены платины может произойти скорее не из-за роста спроса, а за счет рисков сокращения предложения.

- Слишком много ставок на рост платины ограничивают потенциал этой идеи, а закрытие позиций может привести к коррекции
- Источником роста цен могут быть проблемы с предложением

ПЛАТИНА – СЛИШКОМ ПОПУЛЯРНАЯ ИДЕЯ, ЧТОБЫ «ВЫСТРЕЛИТЬ» БЕЗ ФУНДАМЕНТАЛЬНЫХ ПРИЧИН

РИСКИ В ПЛАТИНЕ СОСРЕДОТОЧЕНЫ НА СТОРОНЕ ПРЕДЛОЖЕНИЯ

Цены драгоценных металлов, изменение к 31.12.2014



Источник: Bloomberg

## Прогноз

**Базовый прогноз:** рост цены золота до 1600 долл. за унцию. В 2020 году замедление мировой экономики даст много поводов для увеличения спроса на защитные активы.

Более серьезный рост, до 1800 долл. за унцию возможен в случае появления признаков рецессии в крупных экономиках и снижении ставки ФРС.

Снижение цен на золото до 1300 долл. за унцию также возможно, например, если ФРС придется повышать ставки в ответ на ускорение инфляции в США, вызванное ростом потребительского спроса.

> Прогноз

# Валюты развитых стран, евро

## Сырьевые валюты

Несмотря на достаточно хорошую динамику цен на нефть, сырьевые валюты в 2019 году выглядели достаточно слабо. Объяснениями этого являются: ухудшение прогнозов по экономикам (Норвегия), снижение цен на руду и сталь во второй половине года (Австралия). Несколько выделялся канадский доллар – возможно, из-за близости к США и успешному достижению соглашения об условиях торговли.

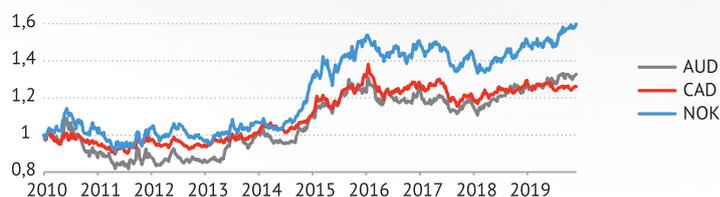
Ослабление сырьевых валют – тревожный сигнал о том, что инвесторы опасаются ухудшения динамики сырьевых цен. А это, в свою очередь, может говорить и об ослаблении прогнозов по росту мировой экономики и основных потребителей ресурсов.

– Ухудшение прогнозов по сырьевым рынкам и экспортерам

СТАБИЛЬНЫЕ ЦЕНЫ  
НА НЕФТЬ – НЕДОСТА-  
ТОЧНОЕ УСЛОВИЕ  
ДЛЯ УКРЕПЛЕНИЯ  
СЫРЬЕВЫХ ВАЛЮТ

> Нефть

**Сырьевые валюты (единиц валюты за 1 доллар США, 1 = 01.01.2010)**



Источник: Bloomberg

## Защитные валюты. Неуверенное укрепление

Валюты, спрос на которые увеличивается в условиях проблем на фондовых рынках, в 2019 году немного укрепилась. Швейцарский франк и сингапурский доллар по итогам года почти не сдвинулись с места, но японская иена, которая является безопасной гаванью для азиатских инвесторов, заметно укрепилась.

– Защитные валюты сигнализируют о сохранении спроса на защитные активы, особенно в азиатском регионе

> Драгоценные металлы

**Защитные валюты (единиц валюты за 1 доллар США, 1 = 01.01.2010)**



Источник: Bloomberg

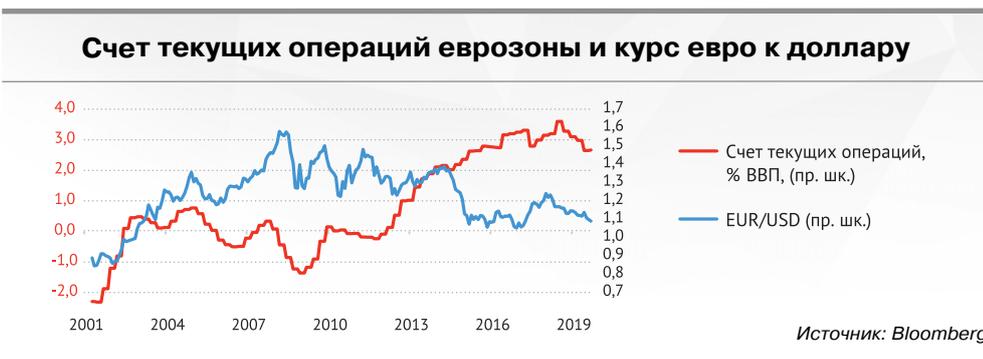
УКРЕПЛЕНИЕ ИЕНЫ  
ВЫГЛЯДИТ НЕУВЕРЕН-  
НЫМ, НО ЭТО СИГНАЛ  
СПРОСА НА ЗАЩИТУ  
В АЗИАТСКОМ  
РЕГИОНЕ

## Евро. Крепкий фундамент и торговая война

В 2019 году евро сохранил за собой основной фактор поддержки – очень высокий для развитых экономик профицит счета текущих операций. Это обеспечивает постоянный спрос на евро. В свое время этот фактор не позволил евро достичь паритета с долларом США.

Против ослабления евро сейчас играет еще и политический фактор. Слабый евро может быть воспринят США как акт недобросовестной конкуренции, что будет вызывать ответную реакцию ЕЦБ и правительств еврозоны.

– **Сильное устойчивое ослабление евро маловероятно**



## Макроэкономические риски

Главная проблема евро – состояние экономики еврозоны. Это и замедление роста ВВП, и риски рецессии, и высокий уровень суверенного долга и бюджетных дефицитов. Это приводит к тому, что многие инвесторы избегают инвестирования в европейские активы, что обеспечивает ослабление европейской валюты.

Состояние экономики на коротких отрезках важнее, чем долгосрочные фундаментальные факторы, такие как профицит счета текущих операций.

– **Динамика евро будет зависеть от состояния экономики еврозоны**

## Прогноз

**EUR/USD = 1,07** в конце 2020 года. Мы исходим из того, что ситуация в экономике еврозоны продолжит постепенно ухудшаться, но профицит счета текущих операций и угроза торговой войны с США не позволят евро сильно ослабнуть к доллару США.

EUR/USD = 1,2. Если экономика еврозоны будет оживать.

EUR/USD = 1,0. Экономический или долговой кризис в еврозоне либо серьезное снижение профицита счета текущих операций.

### > Торговая война

СЧЕТ ТЕКУЩИХ ОПЕРАЦИЙ ЕВРОЗОНЫ ОСТАЕТСЯ ОЧЕНЬ ВЫСОКИМ, В СЛУЧАЕ ОСЛАБЛЕНИЯ ЕВРО ИЛИ УХУДШЕНИЯ СИТУАЦИИ В ЭКОНОМИКЕ ПРОФИЦИТ УВЕЛИЧИТСЯ

В БАЗОВОМ ПРОГНОЗЕ МЫ ИСХОДИМ ИЗ ТОГО, ЧТО ЭКОНОМИКА ЕВРОЗОНЫ СМОЖЕТ СОХРАНЯТЬ РОСТ ЗА СЧЕТ ПОТРЕБИТЕЛЬСКОГО СПРОСА

### > Экономика еврозоны

### > Прогноз

# Валюты развивающихся стран. Рубль

## Относительно спокойный год

Для валют развивающихся рынков 2019 год был достаточно спокойным. Улучшение ситуации в экономиках, рост аппетита к риску EM и в целом благоприятная ситуация для финансовых рынков обеспечили стабилизацию или даже укрепление по большому числу валют.

Слабее других выглядела валюта Турции, где сохраняются повышенные политические риски, а экономика еще не набрала обороты после недавнего кризиса. Также инвесторы продолжали избавляться от южноафриканского ранда, темпы реформ в этой стране явно недостаточные, а состояние экономики продолжало ухудшаться (новые рекорды по безработице, дефициту бюджета, сохранение дефицита по счету текущих операций).

Рубль на этом фоне выглядел очень достойно, за прошедший год он укрепился примерно на 9%. И это при том, что в рамках бюджетного правила ЦБ РФ выкупил для Минфина с рынка примерно 55 млрд долл. Так что в отсутствие бюджетного правила рубль мог бы укрепиться еще как минимум на 10–15%.

- **Динамика валют развивающихся рынков напрямую зависела от состояния экономик**
- **Замедление мирового ВВП негативно скажется на валютах EM, что может затронуть и российскую валюту**

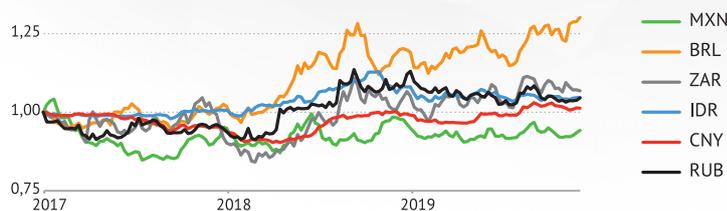
РАЗНОНАПРАВЛЕННОЕ ДВИЖЕНИЕ В ВАЛЮТАХ EM

> [Экономика РФ](#)

> [Турция, Мексика](#)

> [Экономики EM](#)

**Валюты EM (единиц валюты за 1 доллар США, 1 = 01.01.2017)**



Источник: Bloomberg

## Российский рубль и мексиканский песо

Динамика курса рубля в 2019 году больше всего походила на динамику мексиканского песо. Это говорит о том, что эти страны в глазах инвесторов очень похожи. При этом состояние экономики РФ выглядит лучше мексиканской с точки зрения кредитных метрик и уровня макроэкономических рисков. Поэтому мы полагаем, что рубль в 2020 году будет выглядеть лучше других валют EM.

РУБЛЬ ВЫЛЯДИТ ЛУЧШЕ ПЕСО. РУБЛЬ МОЖЕТ СТАТЬ ГЛАВНОЙ ВАЛЮТОЙ СРЕДИ EM

## Рубль. Тренд на укрепление

Курс рубля с начала 2017 года (когда заработало бюджетное правило) ведет себя примерно так же, как и другие развивающиеся валюты. У него примерно тот же список факторов, влияющих на его динамику:

- Внешний новостной фон, касающийся страны. Для РФ самым серьезным фактором были новости, связанные с санкциями.
- Инфляционные риски, провоцирующие серьезные изменения ключевой ставки ЦБ и ожиданий инвесторов по доходности долговых инструментов.
- Макроэкономические риски.

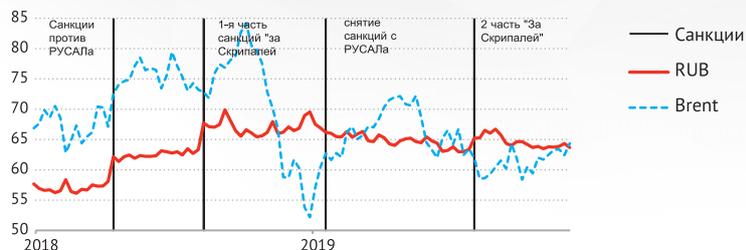
По всем этим измерениям условия для рубля в 2020 году остаются благоприятными. В базовом сценарии мы ожидаем укрепления рубля. Основным сдерживающим фактором для рубля в 2020 году будет внешний фон (состояние мировой экономики, изменения долгосрочных прогнозов по нефти, отношения РФ с другими странами, включая вопросы санкций).

ВЛИЯНИЕ НЕФТИ  
НА РУБЛЬ  
ОСТАВАЛОСЬ  
СЛАБЫМ

> [Российские акции](#)

> [Рублевые облигации](#)

### Цены на нефть, курс рубля и новости о санкциях



Источник: Bloomberg

САМЫЕ СИЛЬНЫЕ  
ДВИЖЕНИЯ В РУБЛЕ  
СОВПАДАЮТ С НОВО-  
СТЯМИ, КАСАЮЩИ-  
МИСЯ САНКЦИЙ

## Прогноз

**USD/RUB = 62 в базовом сценарии.** Сохранится наметившаяся тенденция смягчения санкционного режима, низкие макроэкономические риски РФ, но некоторое ухудшение внешнего фона будет сдерживать укрепление.

USD/RUB = 55. При благоприятном для рубля сценарии он может очень сильно укрепиться. Мы исходим из того, что ЦБ РФ найдет способ сдерживать укрепление (словесные интервенции, покупка валюты в ЗВР за рамками бюджетного правила и пр.) с целью уменьшить инфляционные риски.

USD/RUB = 70. Такой курс мы можем увидеть в случае усиления санкционного режима и/или серьезных проблем в мировой экономике. Например, если глобальная коррекция вынудит инвесторов избавляться от рублевых активов.

> [Прогноз](#)

# Сценарии и прогноз



## 4

Базовый сценарий **58**

Пессимистичные сценарии **60**

Оптимистичные сценарии **62**

Макроэкономический прогноз – 2020 **64**

В любом прогнозе существует бесчисленное множество вариантов развития событий, которые приведут к отклонению фактических показателей от прогнозных. Сочетание разных факторов и вариации во времени их включения и выключения могут приводить к самым причудливым сочетаниям значений показателей. Поэтому в этом разделе мы не приводим законченные альтернативные сценарии, а рассматриваем то, как тот или иной фактор или событие может повлиять на прогноз.

Самым главным вопросом с точки зрения состояния и динамики макроэкономических показателей, на наш взгляд, сейчас является то, как будет развиваться ситуация в США и еврозоне. Оба региона находятся на зрелой стадии экономического цикла, и возможностей для продолжения циклического роста у них мало. В базовом сценарии мы исходим из того, что в США есть возможность разогрева потребления, что оттянет рецессию на неопределенный срок, тогда как в еврозоне таких возможностей намного меньше. Но возможно, что разогрев потребления произойдет в обоих регионах или ни в одном из них.

Второй фактор – торговые войны. Этот фактор мы рассматриваем более широко, не только ось Китай – США, но и Британия – ЕС (в рамках Brexit). До сих пор влияние торговых войн в первую очередь влияло на настроения инвесторов, но почти не сказывалось на макроэкономических показателях. Но это было связано с их локальностью, в эту игру не втягивались другие страны. Если же примеру США начнут следовать другие страны, то эффект может быть уже вполне «фундаментальным», влияющим на макропоказатели.

Важной, особенно для рынка еврооблигаций, будет и ситуация на развивающихся рынках. Ее разнородность создает рыночные возможности, которые можно использовать для увеличения доходности портфелей, но фронтальное ухудшение, как в 2018 году, создает определенные проблемы.

Для российской экономики главным вопросом в ближайшие годы будет то, пойдет ли правительство на ослабление главных принципов макроэкономической политики в преддверии выборов 2021 и 2024 годов. Самым благоприятным для рынков было бы минимальное увеличение доли популизма при принятии решений.

# Базовый сценарий

## Особенности базового сценария

Базовый сценарий описывает наиболее вероятный, на наш взгляд, ход событий, изменения в экономике и динамику рынков. Указанные в прогнозе цифры являются ориентировочными, их задача – обрисовать общее направление развития ситуации. Вероятность полного соответствия фактических данных прогнозу всегда низка.

### 1. Плавное замедление роста мирового ВВП

В 2020 году у мировой экономики будет еще меньше возможностей для ускорения роста, чем в 2019-м. Это связано как с уменьшением потенциала продолжения циклического роста, так и с сокращением возможностей стимулирования экономики правительствами и основными центральными банками. Ставки ЕЦБ, ФРС, Банка Англии уже находятся на низких уровнях, но источником поддержки могут выступать вливания ликвидности.

Ускорение роста возможно среди развивающихся экономик, некоторые из которых в 2019 году показывали признаки улучшения. Примерами могут служить Турция, Бразилия и даже Россия, рост ВВП которой в 2020 году может оказаться выше, чем в 2019-м. Впрочем, если смотреть на крупнейшие экономики, например Китай и его соседей, то по всем прогнозам там ожидается продолжение замедления пока еще очень быстрого роста.

В любом случае в базовом сценарии мы предполагаем отсутствие полноценного экономического кризиса в развитых экономиках или синхронного ухудшения ситуации в развивающихся.

### 2. Торговые войны останутся локальными

В 2019 году торговые разногласия между США и Китаем были главным источником новостей для фондового рынка. Даже ФРС, принимая решения о ставках, оглядывалась на ситуацию по этому вопросу. Правда, по нашим оценкам, прямое влияние торговой войны США и Китая на экономики обеих стран очень ограничено, в основном она создает негативный новостной фон.

Нападки США не ограничиваются Китаем, в 2019 году было несколько эпизодов, связанных с торговлей с Евросоюзом. Ранее были разногласия с Канадой и Мексикой, которые, впрочем, достаточно быстро разрешились через подписание нового торгового соглашения на замену NAFTA (USMCA).

Важным моментом всех этих историй является то, что одной стороной всех торговых разногласий выступают США. Ни одна другая крупная экономика пока не занимается систематическим пересмотром условий торговли. Это означает, что до сих пор торговые войны носят сдержанный характер, поэтому последствия для мировой экономики от них будут очень ограниченными.

### 3. Стабильные сырьевые цены

То, что страны, подписавшие соглашение ОПЕК+, в целом придерживаются договоренностей, а сама организация сохраняет контроль над добычей ее участников, обеспечивают нефтяному рынку достаточно высокую степень стабильности. Цены на нефть, конечно, все равно движутся в широком диапазоне, но главное, что не формируется устойчивого тренда на рост или снижение.

Стабилизация цен на нефть упростит задачу ЦБ РФ по контролю инфляции и инфляционных ожиданий, а также снизит макроэкономические риски РФ. Кроме того, отсутствие сильного роста нефтяных цен уменьшает потенциальный объем расходования средств ФНБ.

Для стран – импортеров нефти отсутствие сильного роста также снижает риски возникновения проблем в экономиках.

### 4. Ограниченный рост популизма в РФ

Выборы 2021 года будут очень важными для нынешних властей РФ, в случае снижения уровней поддержки в 2020 году правительство может попытаться подстегнуть рост доходов населения. Например, через повышение заработных плат в бюджетном секторе, что в условиях низкой безработицы приведет к существенному росту заработных плат в частных компаниях.

Хотя это может запустить спираль роста потребления в РФ, мы исходим из ограниченного роста расходов. Правительство, скорее всего, постарается сохранить главные элементы макроэкономической политики последних лет.

### 5. Разнородное изменение ситуации в ЕМ

В 2020 году часть развивающихся экономик может продемонстрировать улучшение ситуации в экономике. Среди них Турция, Бразилия, Россия и даже Аргентина (если договорится с кредиторами). В то же время есть и кандидаты на то, чтобы столкнуться с проблемами. Среди них Мексика, где правительству необходимо найти замену на время утерянным поступлениям от крупнейшего налогоплательщика, Чили, где из-за массовых выступлений правительству, возможно, придется отказаться от некоторых основных принципов регулирования экономики.

### 6. Избежание «жесткой посадки» Китая

Мы полагаем, что в 2020 году Китай снова избежит негативного сценария «жесткой посадки». Замедление экономики этой страны обусловлено естественными причинами, связанными с демографией, физическим ограничениями на скорость урбанизации, а также необходимостью решения уже накопленных проблем.

В базовом сценарии мы полагаем, что Китаю удастся избежать сценария финансово-экономического кризиса.

# Пессимистичные сценарии

## Многообразие стресс-сценариев

Из-за разнообразия существующих рисков реализация в разных сочетаниях имеет различное влияние на прогнозные показатели. Единого негативного сценария как такового не существует. Здесь мы приводим варианты событий с наиболее существенным влиянием на отклонение от базового прогноза.

### 1. Рецессия в США или еврозоне

Несмотря на слабые темпы роста ВВП, многие страны сильно истощили возможности для продолжения циклического роста. При этом из-за снижения потенциальных темпов роста ВВП ситуация в последние годы воспринималась искаженно правительствами и регуляторами, заставляя включать стимулы, когда в этом не было очевидной необходимости.

В результате США и особенно еврозона, оказавшись на поздней стадии экономического цикла, не накопили достаточного «запаса амуниции», чтобы бороться с будущей рецессией. Дефициты бюджетов высоки, а ставки центральных банков – низкие. Низкие потенциальные темпы роста ВВП скрыли от глаз и тот факт, что во многих странах еврозоны рост экономики сохраняется за счет ускоренного роста потребления. А оно финансируется за счет перераспределения средств от компаний к наемным работникам, увеличивая уровень системных рисков.

Поэтому если экономика США или еврозоны вступит в фазу циклического замедления, высока вероятность, что регуляторы и правительство не смогут или не успеют этому ничего противопоставить.

### 2. Усиление торговых войн

Ухудшение состояния мировой экономики может привести к обострению торговых отношений между различными странами, росту протекционизма. Есть риск, что некоторые другие страны могут последовать примеру США, что приведет к гораздо более серьезным последствиям.

Снижение интенсивности мировой торговли не только негативно скажется на мировом ВВП, но и подстегнет инфляцию. А это ограничит возможности центральных банков снижать ставки для стимулирования экономик.

Наиболее болезненно на усиление торговых ограничений могут отреагировать развивающиеся страны, которые могут столкнуться с ухудшением показателей счета текущих операций и ростом потребности во внешнем фондировании.

Еврозона рискует потерять профицит по счету текущих операций, что лишит евро одного из основных факторов поддержки.

### 3. Распад соглашения ОПЕК+

В случае распада соглашения ОПЕК+ возможен неконтролируемый рост добычи, что приведет к снижению цен. Особенно опасна такая ситуация будет в случае проблем в мировой экономике и сокращения спроса на нефть. В этом случае низкие цены на нефть будут стимулировать экономический рост и снизят вероятность глобальной рецессии.

Для российской экономики снижение цен на нефть до 40 долл. не выглядит опасным, у нее достаточный запас прочности и для кратковременного снижения цен ниже 30–35 долл. Но это не позволит избежать ни ослабления рубля, ни роста инфляционных ожиданий, ни распродажи рублевых активов.

### 4. Экстремальное санкционное давление на РФ

Хотя экономика РФ и выглядит защищенной от большого числа внешних рисков, вопрос всегда в силе внешнего давления. В 2018 году низкие макроэкономические риски не помешали иностранным инвесторам снизить свою долю в ОФЗ и других российских активах. Но если санкции начнут принимать форму ограничений на использование финансовой инфраструктуры, это может сильно сказаться на ценах российских активов.

### 5. Новая волна проблем на развивающихся рынках

Хотя правительствам развивающихся стран удалось купировать острые проблемы в экономике и на долговых рынках, во многих случаях фундаментальные проблемы остались нерешенными и могут проявить себя в 2020 году. Примерами источников нестабильности могут стать высокий дефицит и большой долг Бразилии, замедление роста ВВП Турции при быстром росте трудоспособного населения, санкции против РФ, медленные реформы в ЮАР и т.п.

Это приведет к волне расширения суверенных и кредитных спредов, что в случае стабильной ставки ФРС вызовет снижение к снижению цен еврооблигаций развивающихся рынков.

### 6. «Жесткая посадка» Китая

Данный риск усиливается торговой войной и общим замедлением мировой экономики. Он будет болезненным для сырьевых цен и широкого класса активов.

# Оптимистичные сценарии

## Источники оптимизма могут сработать в разных сочетаниях

Единого оптимистичного сценария мы также не приводим ввиду их многообразия в зависимости от сочетания возможных позитивных факторов.

Стоит отметить, что некоторые события являются позитивным сценарием для одних показателей, но негативным для других.

### 1. Запуск потребительского цикла в США

У правительства США все еще есть возможность подстегнуть экономический рост. Тем более что его наблюдаемое затухание идет вразрез с предвыборным обещанием Трампа. Еще в середине 2018 года возникла идея снижения налогов на личные доходы, что должно подстегнуть потребительский спрос, и если эта идея будет реализована, то экономика США может показать еще один год роста, пусть и за счет еще большего увеличения дефицита или давления на издержки компаний.

Безработица в США на рекордно низких уровнях, поэтому относительно небольшое повышение заработных плат в бюджетном секторе может запустить спираль роста заработных плат в частном секторе. Это будет подстегивать потребление, но негативно скажется на финансовых показателях компаний.

Кроме того, это приведет к ускорению инфляции и ужесточению риторики ФРС, а возможно, и повышению ставки.

Источником роста экономики еврозоны могут послужить проблемные сейчас страны. Например, если они пойдут путем Португалии, которой благодаря реформам, в том числе рынка труда, удалось обеспечить снижение безработицы с более 17% в 2013 году до менее 7% к концу 2018-го.

### 2. Затухание торговых войн

Переговоры США и Китая хотя и продвигаются достаточно сложно, но оставляют вероятность достижения соглашения в обозримой перспективе.

С другой стороны, форсированное изменение баланса торговых потоков между Китаем и США может привести к ускорению инфляции, что потребует от ФРС ужесточения денежно-кредитной политики. И этот фактор негативно скажется на рынке долларового долга, где инвесторы ожидают скорого прекращения цикла повышения ставки ФРС.

Дополнительным источником оптимизма может стать спокойное течение процесса Brexit, в частности по торговым вопросам, а также отсутствие нападок на ЕС со стороны США в торговых вопросах.

### 3. Сырьевое ралли

Фактор «нестабильности на Ближнем Востоке» снова может набрать силу в 2019 году. Перебои с поставками нефти из этого региона или сильное снижение добычи в одной из нефтяных стран приведут к резкому росту цен.

Это позитивно скажется на рубле и оценке российских активов, упростит задачу ЦБ по контролю инфляции. Но для мировой экономики слишком значительный рост нефтяных цен – это источник риска замедления роста и ускорения инфляции.

### 4. Улучшение отношений РФ с Западом

Снятие санкций с РУСАЛа – знаковое событие. Это будет чуть ли не первый случай отмены серьезных санкций, затрагивающих рыночные инструменты, с 2014 года. Есть надежда на то, что в 2019-м не будут введены новые санкции, что благоприятно скажется на отношении иностранных инвесторов к российским активам.

Это позитивно скажется на рубле, стоимости российских активов, снижении инфляционных ожиданий. Ключевая ставка при таком сценарии будет существенно ниже базового варианта.

### 5. Ускорение роста развивающихся экономик

В отличие от развитых экономик многие развивающиеся страны имеют ресурсы для ускорения роста экономик. Особенно это касается тех стран, которые относительно недавно прошли через кризисы. Среди них – Турция, Аргентина, Бразилия и некоторые другие. Если улучшения в показателях внешнего и внутреннего балансов сохранятся, то это будет для инвесторов сигналом снижения уровня риска по этим странам.

Рынок еврооблигаций должен будет отреагировать на это сужением кредитных и суверенных спредов, портфели еврооблигаций по итогам года должны будут показать двузначный положительный результат, особенно если сработает сценарий остановки цикла повышения ставки ФРС.

### 6. Оживление экономики еврозоны

В последнее время встречаются идеи о том, что показатели экономики еврозоны могут заметно улучшиться в следующем году. Например, это может стать результатом ускорения роста потребительского спроса или оживления в промышленном секторе. Такое оживление, по нашим оценкам, может носить только временный характер, но даже оно способно дать серьезный импульс рынкам акций. А вот для номинированных в евро облигаций такой сценарий может оказаться очень болезненным из-за возможного роста базовых доходностей в евро.

# Макроэкономический прогноз – 2020

Показатель	Базовый прогноз	min max	Диапазон возможных значений и комментарии к сценариям
<b>Сырьевые рынки</b>			
Нефть Brent	65	50 70	Проблемы выполнения соглашения ОПЕК+, замедление роста мировой экономики Снижение темпов роста добычи в США, ускорение роста спроса
Золото (СМЕ)	1600	1300 1800	Относительно жесткая ДКП ФРС, рост мировой экономики выше ожиданий Бегство в защитные активы, мягкая ДКП ФРС, признаки глобальной рецессии
<b>Макропоказатели</b>			
Рост ВВП РФ	1,8%	0,5% 2,5%	Санкции, низкие сырьевые цены, жесткая политика ЦБ РФ, жесткая бюджетная политика Ослабление санкционного режима, проявление результатов госинвестиций
Инфляция РФ	3,2%	2,5% 4,5%	Жесткая политика ЦБ РФ при невысоком инфляционном давлении ЦБ РФ проявит недостаточную жесткость при сильном инфляционном давлении
Ключевая ставка ЦБ РФ	5,75%	5,25% 6,75%	Крепкий рубль и слабый рост потребительского спроса, низкие внешние инфляционные риски Рост инфляционных ожиданий, слабый рубль, санкции, низкие сырьевые цены
Ставка ФРС	1,5%	1,0% 2,0%	Проявление проблем в экономике США, не позволяющих повышать ставки Разогрев потребительского спроса на фоне роста заработных плат
<b>Рынок акций</b>			
Индекс МосБиржи	+15%	-10% +25%	Низкие сырьевые цены, усиление санкционного давления Высокие цены на нефть, приток нерезидентов, сильный внутренний спрос на акции
S&P 500	+6%	-20% +12%	Признаки рецессии в США, избыточно жесткая политика ФРС Рост ВВП США в рамках ожиданий, разогрев потребительского спроса
MSCI Emerging Markets	+10%	-20% +15%	Новые эпизоды проблем в развивающихся рынках, резкий рост ставки ФРС, рецессия в США Улучшение показателей по экономикам EM, отсутствие проблем в развитых экономиках
<b>Рынок облигаций</b>			
Доходность портфелей рублевых облигаций	+7,5%	+2,5% +10,0%	Инфляция выше ориентиров ЦБ РФ, повышение ключевой ставки, санкции Устойчивое замедление инфляции, смягчение риторики ЦБ РФ
Доходность портфелей валютных облигаций	+4,5%	-3,0% +6,5%	Расширение кредитных и суверенных спредов, рост ставки ФРС, признаки рецессии в крупных экономиках Стабильная доходность казначейских облигаций, улучшение состояния основных заемщиков EM, сжатие кредитных спредов
<b>Валюты</b>			
Рубль/доллар	62	55 75	Высокие цены на нефть, отсутствие новых санкций, активное расходование ФНБ Низкие цены на нефть и металлы, усиление санкций, бегство нерезидентов из РФ
Евро/доллар	1,07	1,0 1,15	Слабая экономика еврозоны, проблемный Brexit, проблемы в мировой экономике Улучшение показателей еврозоны, «гладкий» Brexit

# Обязательная информация

Информация, изложенная в данном документе, актуальна на 23 декабря 2019 года. ООО УК «Альфа-Капитал» осуществляет инвестиционную деятельность на основании лицензии на осуществление деятельности по управлению ценными бумагами № 077-08158-001000, выдана ФСФР России 30 ноября 2004 года, без ограничения срока действия, лицензии на осуществление деятельности по управлению инвестиционными фондами, паевыми инвестиционными фондами и негосударственными пенсионными фондами № 21-000-1-00028 от 22 сентября 1998 года выдана ФСФР России, без ограничения срока действия.

Информация, содержащаяся в данном документе, предназначена исключительно для определенного круга лиц и не имеет целью рекламу, размещение или публичное предложение ценных бумаг, продуктов или услуг или приглашение к подаче заявок на покупку ценных бумаг, продуктов или услуг. ООО УК «Альфа-Капитал» не намеревается предоставлять услуги инвестиционного консультанта через настоящий документ и не делает заверения в том, что ценные бумаги или услуги, описываемые в нем, удовлетворяют требованиям кого-либо из клиентов.

ООО УК «Альфа-Капитал» не утверждает, что приведенная информация или мнения верны или приведены полностью, хотя и базируются на данных, полученных из достоверных источников. Принимая во внимание вышесказанное, не следует использовать данный документ в качестве единственного руководства для принятия самостоятельных инвестиционных решений. ООО УК «Альфа-Капитал» не дает гарантий или заверений и не принимает какой-либо ответственности в отношении финансовых результатов, полученных на основании использования информации, содержащейся в настоящем документе. Информация, данная в настоящем документе, не является исчерпывающей и может быть изменена в любое время без предварительного уведомления. ООО УК «Альфа-Капитал» рекомендует не полагаться на какую-либо содержащуюся в настоящей презентации информацию в процессе принятия инвестиционного решения, которое должно быть основано на исчерпывающей информации. ООО УК «Альфа-Капитал» не несет ответственности за использование данной информации.

Настоящий материал не является призывом к отказу от приобретения услуг/продуктов иных финансовых организаций, банков, прочих организаций и учреждений и не преследует цели формирования негативной деловой репутации иных финансовых организаций, банков, прочих организаций и учреждений, и их продуктов. Любые оценки и/или сведения, касающиеся деятельности иных финансовых организаций, банков, прочих организаций и учреждений, выражают субъективную оценку ситуации в соответствии с информацией, легально полученной и доступной на момент подготовки настоящего материала.

Подробную информацию о деятельности ООО УК «Альфа-Капитал» вы можете получить по адресу: 123001, Москва, ул. Садовая-Кудринская, д. 32, стр. 1. Телефоны: 783-47-83, 8 (800) 200-28-28. А также на сайте ООО УК «Альфа-Капитал» в сети интернет по адресу [www.alfacapital.ru](http://www.alfacapital.ru).