

Стратегия 2-го полугодия 2020

Внеплановая перезагрузка экономического цикла



Содержание

Инвестиционные активы



- 6 [Рынок финансовых активов](#)
- 8 [Еврооблигации](#)
- 10 [Рублевые облигации](#)
- 12 [Рынок акций США и Европы](#)
- 14 [Российские акции](#)

Экономика



- 18 [Пропустили рецессию](#)
- 20 [Карантинная экономика](#)
- 24 [Молниеносные стимулы ФРС](#)
- 28 [Еврозона: еще больше долга](#)
- 32 [Развивающиеся экономики](#)
- 36 [Российская экономика](#)

Сырье и валюты



- 44 [Урбанизация и рост населения](#)
- 46 [Нефть и металлы](#)
- 50 [Валюты развитых рынков. Евро](#)
- 52 [Валюты развивающихся рынков. Рубль](#)

Сценарии и прогнозы



- 56 [Базовый сценарий](#)
- 58 [Пессимистичные сценарии](#)
- 60 [Оптимистичные сценарии](#)
- 62 [Макроэкономический прогноз: 2-е полугодие 2020 года](#)

Рынок финансовых активов – итоги 1-го полугодия 2020

[Содержание](#)

Начало этого года смешало все карты и сделало неактуальными все существовавшие на тот момент прогнозы. До тех пор пока COVID-19 находился в основном на территории Китая и казалось, что глобальной пандемии удастся избежать, фондовые рынки росли, продолжая ралли 2019 года. Но все закончилось после обвала цены нефти, спровоцированного развалом сделки ОПЕК+. Всплеск волатильности почти во всех сегментах финансового рынка имел отрезвляющий эффект на настроения инвесторов. Внезапно коронавирус стал восприниматься как действительно серьезная проблема, которая может кардинально поменять условия на рынках.

Дальнейшие события развивались стремительно. Обвал рынка акций, взлет доходностей облигаций «второго и третьего эшелонов» и бумаг развивающихся рынков, всевозможные ограничительные меры, парализовавшие экономическую активность, и в ответ – экстренные меры центральных банков, гигантские стимулы со стороны правительств.

Собственно, благодаря объявлению масштабных фискальных и монетарных стимулов ситуация на рынках достаточно быстро стабилизировалась. Более того, на текущий момент цены многих активов сумели в значительной степени восстановиться после просадки. А некоторые, например российские, долговые инструменты вышли на новые минимумы по доходности.

Если мировая экономика после снятия карантинных ограничений сможет войти в цикл роста, то это будет означать, что текущие даже достаточно высокие ценовые уровни – это не предел и рынки, вслед за экономикой, могут продолжить рост.

1

[Стратегия](#) 6

[Еврооблигации](#) 8

[Рублевые облигации](#) 10

[Рынок акций США и Европы](#) 12

[Российские акции](#) 14

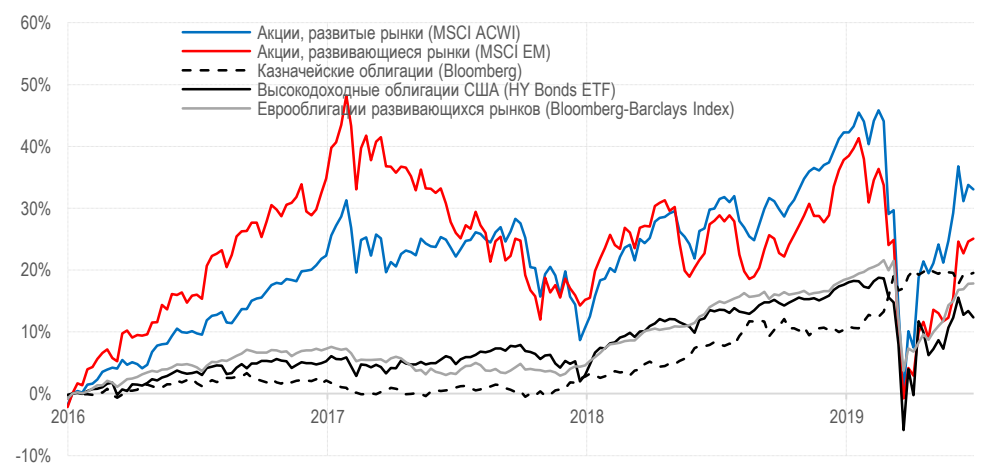
Стратегия-2020

Падение и восстановление

Ситуация с коронавирусом потребовала от стран введения жестких ограничительных мер по примеру Китая. Это очень негативно сказалось на экономической активности и ожиданиях по экономике, что спровоцировало масштабную распродажу на рынках. Спусковым крючком стал развал сделки ОПЕК+, показавший, что коронавирус уже серьезно влияет на экономику.

Ситуацию спасли меры поддержки, проводимые центральными банками и правительствами. Массированные вливания ликвидности остановили панические продажи, а прямые выплаты населению и компаниям, налоговые послабления и другие меры позволили рынку спокойнее оценивать долгосрочные перспективы компаний.

Доходность некоторых классов активов (с учетом дивидендов к 31.12.2016)



Источник: Bloomberg

Акции: Европа, США

На текущий момент падение рынка акций США уже в значительной степени отыграно. Да и в нижней точке значения индекса S&P 500 соответствовали уровням годовой давности. То есть это даже сложно назвать падением, скорее коррекция в рамках очень длинного растущего тренда.

Европейский рынок акций несколько отставал от рынка акций США. Это было связано с тем, что европейская экономика входила в кризис, имея большой багаж проблем, а многие европейские страны демонстрировали явные признаки приближения рецессии.

– Скорость восстановления экономики и объемы монетарных стимулов – основные факторы роста рынка

– Во 2-м полугодии 2020 рост рынков должен замедлиться по мере замедления скорости восстановления экономик

РАСПРОДАЖА АКТИВОВ
ПОСЛЕ НАЧАЛА
ПАНДЕМИИ

[ФРС](#)

ЕВРОПЕЙСКИЙ РЫНОК
АКЦИЙ ОТСТАВАЛ НА
ВОССТАНОВЛЕНИИ

[Экономика США](#)

[Экономика еврозоны](#)

Еврооблигации ЕМ

Низкими доходности еврооблигаций в этом году оставались недолго. Уход инвесторов из рискованных активов на фоне распространения коронавируса в марте и апреле вывел доходности на очень высокие уровни. Ситуацию спасли массированные вливания ликвидности, быстро погасившие панику.

Хотя на текущий момент многие рынки отыграли большую часть потерь, суверенные и кредитные спреды остаются повышенными, что означает сохранение возможностей для продолжения ралли. Если ситуация в мировой экономике будет развиваться по благоприятному сценарию, а центральные банки не начнут изымать ликвидность, то рыночные доходности еврооблигаций по широкому кругу инструментов могут выйти на рекордно низкие уровни, как это уже произошло с российскими суверенными бумагами.

– Сжатие суверенных и кредитных спредов может продолжаться

– Повышенная ожидаемая доходность до конца 2020 года

Рублевые облигации

Ключевым событием первой половины 2020 года для рынка рублевых облигаций стали действия ЦБ РФ в условиях резкого ослабления рубля. Вместо привычного ужесточения политики регулятор снизил ключевую ставку. На фоне слабого инфляционного давления это сформировало сильные ожидания по дальнейшему снижению ставок и доходностей.

– Ситуация в рублевых облигациях, несмотря на коронавирус, развивается по очень благоприятному сценарию

– Доходности ОФЗ отражают ожидания длительного периода низкой ключевой ставки ЦБ РФ

Российские акции

Российский рынок акций корректировался вместе с глобальными площадками, причем в долларовом выражении снижение было даже более серьезным. Падение цен на нефть на фоне несопоставимо меньшего по масштабу ослабления рубля – это фактор ухудшения финансовых показателей нефтегазовых компаний, составляющих основу индекса МосБиржи.

Макроэкономические риски между тем остаются низкими, что позволяет рассчитывать на сохранение долгосрочного растущего тренда на российском рынке акций. А если будут восстанавливаться цены на нефть, то это приведет и к улучшению финансовых показателей компаний, что позволит рынку полностью отыграть потери. Также важным фактором будет сохранение достаточно высокого уровня дивидендов.

– Российский рынок акций остается долгосрочно привлекательным

– Динамика до конца года будет зависеть от цен на нефть и курса рубля

[Содержание](#)

[Начало раздела](#)

[Экономика ЕМ](#)

ДОХОДНОСТИ
ЕВРООБЛИГАЦИЙ
ОПУСТЯТСЯ ДО
РЕКОРДНО НИЗКИХ
УРОВНЕЙ

РУБЛЕВЫЕ ОБЛИГАЦИИ –
НА МИНИМУМАХ ПО
ДОХОДНОСТИ

[Экономика РФ](#)

[Нефть](#)

[Рубль](#)

ДОЛГОСРОЧНАЯ ИДЕЯ
РОССИЙСКИХ АКЦИЙ
ОСТАЕТСЯ В СИЛЕ

Еврооблигации

Базовые долларовые доходности

Одной из главных особенностей событий 1-го квартала стало быстрое снижение ставки ФРС до нуля, а также небывалая скорость предоставления ликвидности рынку. В результате доходности казначейских облигаций опустились до рекордно низких значений, причем по всей длине кривой.

Стоит отметить, что в 2008 году реакция казначейских облигаций была куда более сдержанной. Тогда рынок считал, что ставка ФРС будет удерживаться на сверхнизких уровнях относительно недолго. Сейчас же рыночный консенсус в том, что ставка ФРС будет нулевой еще очень долго. Более того, идут разговоры о том, что ФРС может перенять практику Банка Японии и устанавливать не короткую ставку, а таргетировать вид и положение кривой доходности гособлигаций. Да и по поводу невозможности отрицательной ставки ФРС ее представители выражаются уже не так категорично.

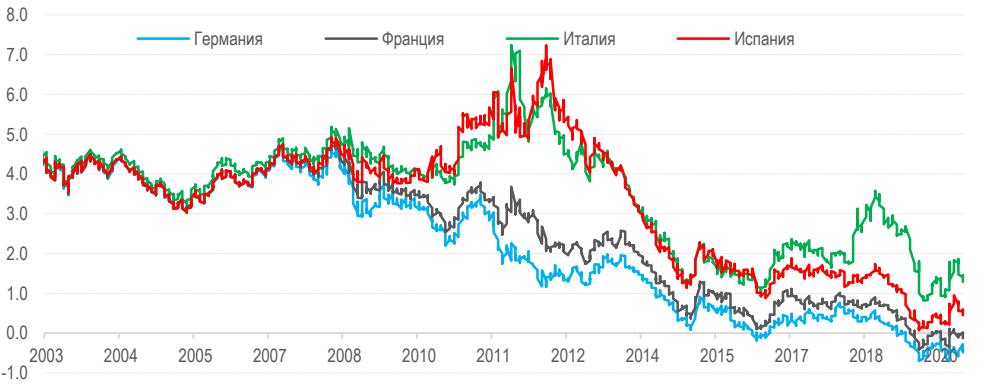
– **Доходности казначейских облигаций, в том числе длинных, будут держаться около нуля**

Доходности в евро

У ЕЦБ, в отличие от ФРС, не было необходимого пространства для снижения ключевой ставки, т.к. она и так была на нуле, хотя регулятор все же установил отрицательные ставки по отдельным операциям. Основной упор здесь был сделан на расширение программ предоставления ликвидности. Это стало веским аргументом против роста доходностей гособлигаций проблемных стран еврозоны, в частности Италии, Испании и Франции. Это же обеспечило и снижение доходностей по гособлигациям Германии. Еще одной причиной этого стали планы по выпуску облигаций ЕС, которые позволят отдельным странам решать проблемы за счет общеевропейского долга.

– **Доходности в евро будут оставаться низкими**

Доходность 10-летних гособлигаций топ-4 экономик еврозоны



Источник: Bloomberg

ДОХОДНОСТИ
КАЗНАЧЕЙСКИХ
ОБЛИГАЦИЙ –
РЕКОРДНО НИЗКИЕ

[ФРС](#)

[Торговая война](#)

[ЕЦБ](#)

ВЛИВАНИЯ
ЛИКВИДНОСТИ
УДЕРЖИВАЮТ
ДОХОДНОСТИ НИЗКИМИ

[Евро](#)

[Экономика еврозоны](#)

Суверенные и кредитные спреды

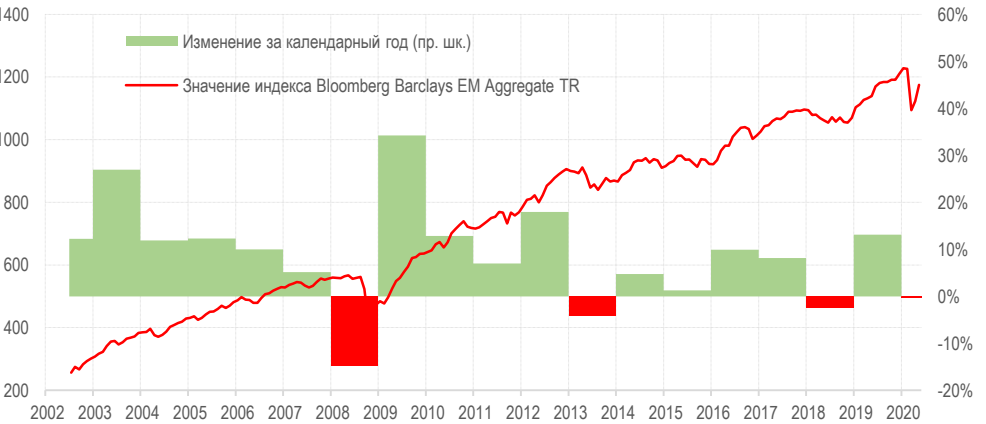
Суверенные и кредитные спреды расширились, причем так, что даже обнуление доходностей казначейских облигаций только в редких случаях (например, в российских еврооблигациях) смогло компенсировать расширение. Это связано с тем, что многие развивающиеся экономики имели на пороге карантина те или иные нерешенные проблемы, которые усугубятся по итогам 2020 года. Поэтому в основном стоит ожидать заметного ухудшения суверенных кредитных метрик.

В корпоративном сегменте ситуация выглядит очень неоднородно. В наиболее выигрышном положении оказались компании, имеющие большой запас денежных средств и/или неиспользованных кредитных линий. И хотя такие эмитенты могут спокойно перенести период заморозки деловой активности, их облигации попадали под распродажу вместе со всем рынком.

– **Повышенные доходности суверенных еврооблигаций EM**

– **Большое число точечных идей в недооцененных бумагах**

Индекс еврооблигаций развивающихся рынков



Источник: Bloomberg, расчеты УК «Альфа-Капитал»

Прогноз

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

- **+5,5% в базовом сценарии.** Сжатие суверенных и кредитных спредов при низкой ставке ФРС.
- **+8,5% в оптимистичном.** Рекордное сжатие спредов, снижение длинных базовых доходностей, улучшение ситуации в развивающихся экономиках.
- **0,0% в негативном.** Ухудшение состояния развивающихся экономик, расширение спредов.

[Содержание](#)

[Начало раздела](#)

СПРЕДЫ РАСШИРИЛИСЬ,
НО РИСКИ ВЫРОСЛИ

[Экономики EM](#)

[Проблемный EM](#)

МНОГО ТОЧЕЧНЫХ ИДЕЙ
В НЕДООЦЕНЕННЫХ
БУМАГАХ

РЫНОК ЕВРООБЛИГАЦИЙ
– В АКТИВНОЙ ФАЗЕ
ВОССТАНОВЛЕНИЯ

[Прогноз](#)

Рублевые облигации

Восстановительное ралли

В 2020 год рынок рублевых облигаций входил на достаточно низких уровнях доходности и с ожиданиями того, что без качественного изменения условий дальнейшее снижение рыночных доходностей было невозможно.

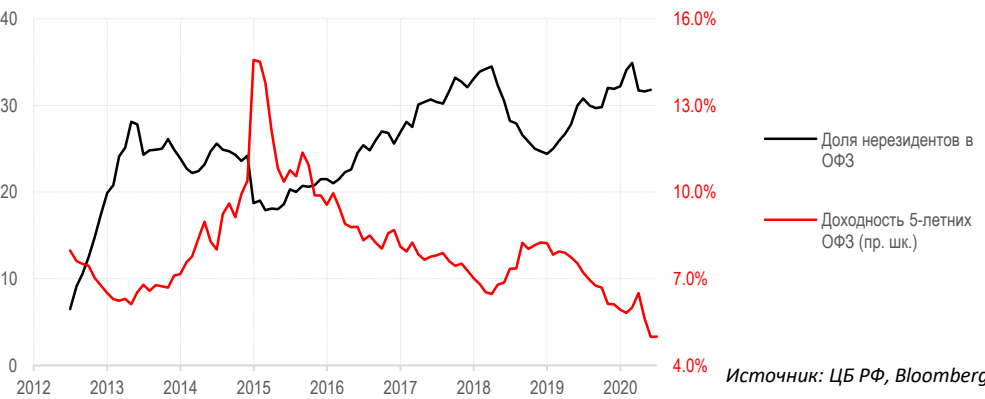
«Коронакризис» внес коррективы: первая реакция рынка рублевых облигаций на обвал цен на нефть и ослабление рубля была ожидаемо негативной. Поворотной точкой стали действия ЦБ РФ в ответ на ослабление рубля. Регулятор, указывая на ситуацию в экономике, складывающуюся из-за ограничительных мер, снизил ключевую ставку, а затем продолжил смягчение политики, причем делал это достаточно агрессивно. Это поменяло представление рынка о том, где находятся ориентиры по ключевой ставке и доходностям госбумаг. В результате рынок не просто быстро восстановился, но и начал обновлять исторические минимумы по доходности.

Внешний и внутренний спрос

Несмотря на увеличение объемов размещения ОФЗ Минфином для финансирования дефицита бюджета, спрос с лихвой перекрывает предложение. При этом большая часть денег, идущих в ОФЗ, принадлежит локальным инвесторам. Доля нерезидентов в ОФЗ стабилизировалась чуть выше 31%, но на фоне увеличения объемов рынка это означает, что иностранные инвесторы все-таки покупают российские активы.

Сейчас ключевой фактор снижения доходностей ОФЗ – ожидания снижения ключевой ставки ЦБ РФ. Ситуация с инфляцией идет по благоприятному сценарию, мартовское ослабление рубля не оказало серьезного влияния на цены. Кроме того, инфляцию сдерживает слабый потребительский спрос, связанный как со снижением доходов населения, так и с увеличением склонности к сбережению. Это снижает риск того, что ЦБ РФ придется ужесточать политику в обозримой перспективе.

Доля ОФЗ, принадлежащая нерезидентам, и доходность ОФЗ



РЫНОК БЫСТРО
ВОССТАНОВИЛСЯ ПОСЛЕ
ПРОСАДКИ

[ЦБ РФ](#)

НЕРЕЗИДЕНТЫ ТОЖЕ
ПОКУПАЮТ ОФЗ

[Экономика РФ](#)

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

[Рубль](#)

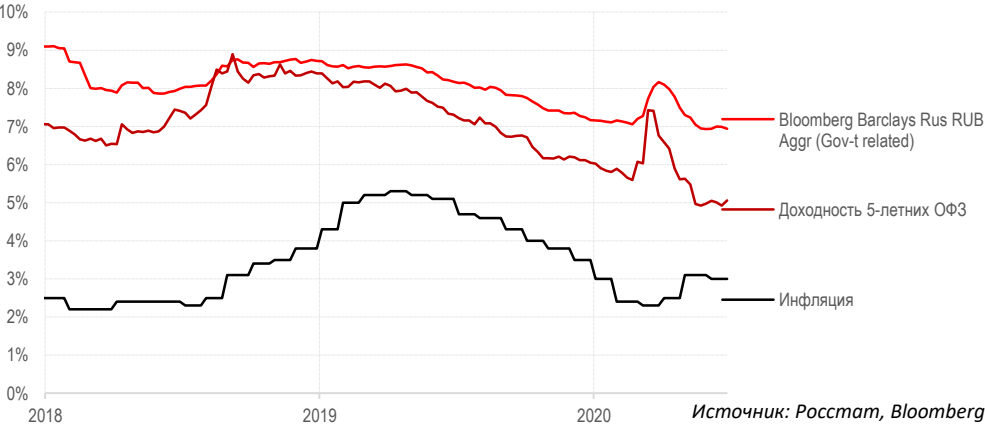
Выход на качественно новые уровни доходности

«Коронакризис» спутал все прогнозы. Редкое исключение – сценарий выхода рублевых облигаций на качественно новые уровни доходности. Влияние коронавируса на рубль, потребительские цены и политика ЦБ РФ перевели этот сценарий из оптимистичного в базовый.

- **Потребление.** Упало из-за физических ограничений, а также осторожности потребителей, склонность к сбережению выросла.
- **Инфляционные ожидания.** Выросли в начале карантина, но затем начали снижаться по мере стабилизации рубля и фондового рынка.
- **Стабилизация фондового рынка и рубля.** Просадка была короткой.
- **Нестандартная реакция центральных банков развивающихся стран.** Регуляторы не повышали, как обычно, ставки в условиях рыночной нестабильности, а снижали. В том числе и ЦБ РФ.

Снижение доходностей идет, как обычно, неоднородно. Первыми к новой нормальности перешли ОФЗ, что привело к расширению спредов по корпоративным облигациям. Последние еще дают возможность зайти по привлекательным ценам.

Доходности ОФЗ и корпоративных облигаций



Прогноз

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

- **+4,5% в базовом сценарии.** Снижение ставки ЦБ РФ, спокойная ситуация в экономике и на внешних рынках.
- **+6,0% в оптимистичном.** Устойчивое замедление инфляции, пересмотр ЦБ РФ уровня нейтральных ставок.
- **+0,0% в пессимистичном.** Ускорение инфляции, повышение ставки РФ.

[Содержание](#)

[Начало раздела](#)

«КОРОНАКРИЗИС»
ОТКРЫЛ ВОЗМОЖНОСТЬ
ПОЗИТИВНОГО СЦЕНАРИЯ
В РУБЛЕВЫХ
ОБЛИГАЦИЯХ

[Экономика РФ](#)

КОРПОРАТИВНЫЕ
ОБЛИГАЦИИ
ПРЕДЛАГАЮТ
ПОВЫШЕННУЮ ПРЕМИЮ
К ОФЗ

[Прогноз](#)

Рынок акций: США, Европа

Нулевая стоимость денег и ликвидность

Скорость восстановления рынка акций США после просадки, связанной с коронавирусом, не может не вызывать удивление. Особенно с учетом того, что карантин неизбежно скажется и на финансовом состоянии и ожиданиях домохозяйств, и на финансовом состоянии компаний, не говоря уже о макроэкономических рисках.

Тем не менее на первый план вышли совсем другие факторы:

- **Ликвидность:** новые раунды количественного смягчения от ФРС
- **Рост сбережений:** большая часть денег, выделенных домохозяйствам США, ушла в сбережения и в конечном счете попала на фондовый рынок
- **Низкие ставки:** доходность 10-летних казначейских облигаций – на исторических минимумах, выросла оценка справедливой цены акций



Вопрос фундамента

Несмотря на то что восстановление рынка акций в основном происходило за счет ликвидности и снижения длинных ставок, устойчивость роста будет зависеть от того, как будет вести себя экономика.

С одной стороны, снижение ВВП должно будет негативно сказаться на финансовых показателях компаний. Но с другой – в случае восстановления экономической активности это влияние будет носить временный характер. Кроме того, если экономика входит в режим циклического роста, то следует ожидать и улучшения финансовых показателей компаний.

Особенно хорошо должны себя чувствовать растущие компании, в стоимости которых решающую роль играют будущие доходы. После спада, вызванного коронавирусом, следующая рецессия случится, скорее всего, не скоро. Кроме того, падение ставок привело к росту приведенной стоимости будущих денежных потоков.

[ФРС](#)

ПОДДЕРЖКА
ЭКОНОМИКИ В ПЕРВУЮ
ОЧЕРЕДЬ ВЫТЯНУЛА
ФОНДОВЫЙ РЫНОК

[Экономика США](#)

[Деловой цикл](#)

РЕЦЕССИЯ ПРОИЗОШЛА.
ЦИКЛИЧЕСКИЙ РОСТ
ЭКОНОМИКИ – ХОРОШЕЕ
ВРЕМЯ ДЛЯ ИНВЕСТИЦИЙ
В АКЦИИ

ЦИКЛИЧЕСКИЕ СЕКТОРЫ
ВЫГЛЯДЯТ
ПРЕДПОЧТИТЕЛЬНЕЕ

Европейские акции: отстающий рынок

Европейский рынок акций прошел период «коронакризиса» хуже, чем рынок акций США. Это связано с тем, что экономика Европы как в целом, так и на уровне отдельных стран входила в него в уже ослабленном состоянии, с признаками приближения рецессии. Да и по итогам карантина консенсус-прогнозы по экономике еврозоны заметно хуже, чем по другим странам, включая США и большинство крупных развивающихся рынков.

Еще одной важной деталью, которая ограничивает возможность европейского рынка догнать индексы США, является структура индексов. На европейских площадках больше концентрация зрелых компаний, этот сегмент считается менее рискованным, но и менее доходным на длинном горизонте. Кроме того, на стадии циклического роста молодые растущие компании, как правило, показывают результат лучше среднего по рынку. Также стоит учесть и различия в отраслевой структуре индексов. Технологические компании в своей массе предпочитают размещать акции на биржах США, а не Старого Света.

- Европейский рынок акций продолжит отставать от США
- Плохие ожидания по экономике еврозоны



Прогноз

Средняя доходность портфелей акций иностранных компаний:

- **+10% в базовом сценарии.** Стабильное восстановление экономик США и Европы, сохранение монетарных стимулов.
- **+25% в оптимистичном.** Расширение монетарных стимулов при сохранении хорошей динамики макропоказателей.
- **–20% в пессимистичном.** Вторая волна проблем на рынках, вызванная эпидемией, проблемами в крупных экономиках, рост инфляции, вынуждающий ФРС ужесточать денежно-кредитную политику.

[Содержание](#)

[Начало раздела](#)

РАЗРЫВ МЕЖДУ РОСТОМ
РЫНКА АКЦИЙ США
И ЕВРОПЫ ОСТАЕТСЯ
ЗНАЧИТЕЛЬНЫМ

[Экономика еврозоны](#)

[Евро](#)

[Прогноз](#)

Рынок акций: Россия

Российские акции хуже прошли просадку

Несмотря на то что российский рынок акций в последние годы выглядел намного лучше, чем акции развивающихся рынков, просадку на коронавирусе он прошел заметно хуже. Это во многом было связано с тем, что в индексе MSCI на Россию около половины – это компании нефтегазового сектора, который оказался под двойным давлением: со стороны низкой цены на нефть и относительно крепкого рубля.

Впрочем, при рассмотрении более длинного отрезка российские акции принесли все равно больше, чем развивающиеся рынки.

- Низкие цены на нефть и крепкий рубль – основные причины отставания
- По итогам нескольких лет российский рынок все равно в лидерах



Источники долгосрочного роста

Текущие факторы долгосрочного роста российского рынка акций:

- Низкие мультипликаторы, дисконт к развивающимся рынкам сохраняется на уровне 30–50%.
- Восстановление цен на нефть в течение 1–2 лет, стабильный рубль.
- Сохранение высокой дивидендной доходности.
- Снижение рублевых процентных ставок. Если инфляция задержится на низких уровнях, то это позволит ЦБ РФ сохранять низкие ставки в течение длительного времени, что увеличивает справедливую стоимость акций.
- Циклический рост экономики: динамика макроэкономических показателей в ближайшие годы будет положительной.
- 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.

- Российский рынок может расти на внутренних драйверах
- Возвращение иностранных инвесторов усилит ралли

[Экономики ЕМ](#)

[Рубль](#)

РОССИЙСКИЙ РЫНОК
АКЦИЙ РАСТЕРЯЛ ЧАСТЬ
ПРЕИМУЩЕСТВА НА
«КОРОНАКРИЗИСЕ»

У РОССИЙСКОГО РЫНКА
СОХРАНЯЮТСЯ
ДРАЙВЕРЫ
ДОЛГОСРОЧНОГО РОСТА

[Нефть](#)

[Экономика РФ](#)

Рост мультипликаторов – это не проблема

Стремительное изменение экономических условий в период пандемии, когда экономики буквально за один-два месяца перешли из верхней точки делового цикла на его дно, заставляет несколько иначе взглянуть на динамику фондовых рынков. По большому счету экономика сейчас находится в точке, когда основная часть проблем осталась позади (если не будет нового карантина), а правительство и ЦБ РФ прикладывают серьезные усилия для стимулирования роста. В этих условиях в цены акций закладывается будущий рост доходов компаний, меньше внимания обращается на мультипликаторы.

На текущий момент мультипликаторы, по которым торгуется российский рынок акций, сопоставимы с уровнями 2009 года.

– Дороговизна рынка по мультипликаторам – нормальное явление в точке разворота экономического цикла вверх



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 будут 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.

[Содержание](#)

[Начало раздела](#)

[Мировая экономика](#)

МУЛЬТИПЛИКАТОРЫ
РЫНКА АКЦИЙ РФ
СООТВЕТСТВУЮТ
СИТУАЦИИ РАЗВОРОТА
ЭКОНОМИЧЕСКОГО
ЦИКЛА ВВЕРХ

[Экономика РФ](#)

[Прогноз](#)



2

[На пороге длинного циклического роста](#) 18

[Китай и коронавирус](#) 20

[США. Кризис в 15 раз быстрее обычного](#) 22

[Еще больше долга в еврозоне](#) 28

[Проблемный ЕМ](#) 34

[Российская экономика отлично готова к кризису](#) 36

Еще до того, как страны начали массово вводить ограничения для борьбы с коронавирусом, мировая экономика уже демонстрировала первые признаки замедления. В 2019 году оно затронуло почти все регионы, включая США, европейские страны, большинство развивающихся экономик.

Логика протекания делового цикла предполагает, что мировая экономика в 2020 году должна была продолжить замедляться. Попытки ее разогнать за счет налоговых или фискальных стимулов были бы малоэффективны, так как в большинстве экономик попросту не было достаточного количества свободных ресурсов, в первую очередь трудовых. Безработица в большинстве крупных экономик находилась на очень низких уровнях.

В этих условиях уже можно было рассуждать об инфляционных рисках, вероятности рецессии и о том, как долго можно ее избегать. Сценарий ускорения роста в той ситуации практически исключался, кроме варианта быстрого перегрева экономики.

«Коронакризис» вывел мировую экономику из этого тупика. Вынужденные меры по ограничению передвижения людей и социальных контактов охладили деловую активность, сделав то, на что не решались правительства и центральные банки. Напомним, что главной особенностью предыдущего экономического цикла была почти паническая боязнь правительств и центральных банков переходить к нормализации фискальной и монетарной политики. В результате мы наблюдали постоянные попытки стимулировать экономику в условиях, когда она находится в верхней части делового цикла и физически не может эти стимулы воспринять.

Благодаря «коронакризису» мировая экономика буквально за пару месяцев переместилась из верхней части экономического цикла на его дно. Такого в современной экономической истории не было никогда. Хорошая новость в том, что потенциал роста ВВП от нижней точки делового цикла на ближайшие годы всегда больше, чем из верхней. **Вместо базового сценария замедления роста ВВП и сваливания в рецессию сейчас мировая экономика имеет реальный шанс войти в новый длинный период циклического роста.**

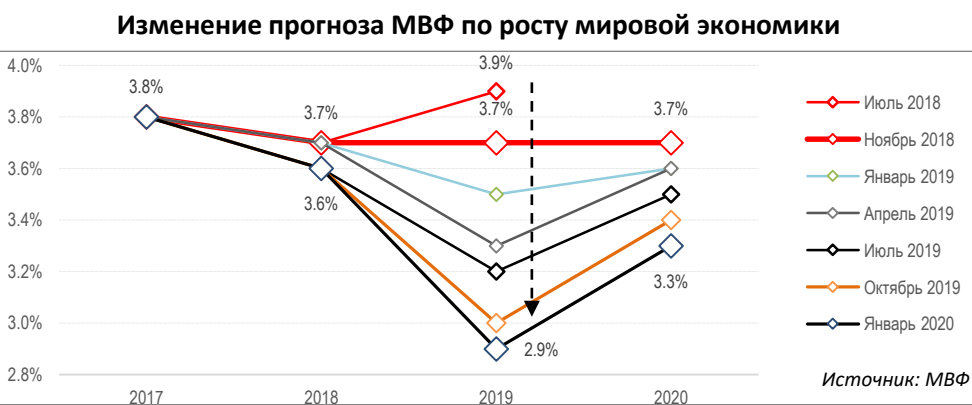
Источниками беспокойства являются некоторые развивающиеся экономики, которые встретили кризис в плохой форме. Низкие ставки и ликвидность позволят им продолжить занимать и меньше обращать внимание на кредитные метрики. В перспективе это может привести к серьезным проблемам в этом сегменте рынка.

Экономический цикл: пропустили рецессию

Исходный прогноз – 2020: глобальное замедление

Прогнозы на 2020 год не были радужными и до карантина. В базовом сценарии мы исходили из того, что мировая экономика будет замедляться, риски для финансовых рынков – увеличиваться. Особенное беспокойство у нас вызывали европейские страны, которые вплотную подошли к рецессии. Чуть лучше выглядели США, где оставалось пространство для роста экономики за счет разогрева потребительского спроса.

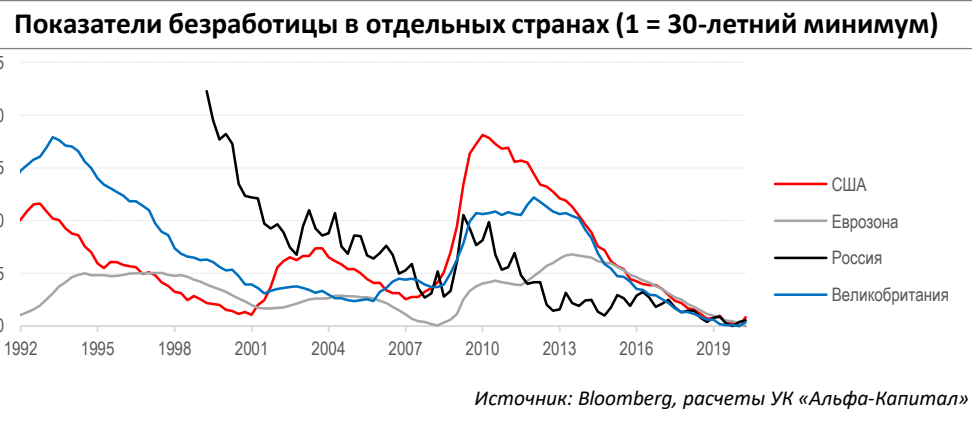
Мы не разделяли надежд на то, что экономика может ускориться, и консенсус-прогнозы постепенно смещались к нашим оценкам. Например, **МВФ пересматривал все прогнозы по росту мировой экономики за последние пару лет в сторону снижения.**



Ресурсы циклического роста были исчерпаны

Рынок труда – главный индикатор стадии цикла. Снижение безработицы – это хороший сигнал того, что продолжается циклический рост и экономика создает новые рабочие места. Но низкая безработица – это тревожный признак того, что потенциал снижения этого фактора заканчивается.

– Карантин привел к резкому росту безработицы, в том числе в скрытой форме в виде снижения экономической активности населения



МИРОВАЯ ЭКОНОМИКА
ЗАМЕДЛЯЛАСЬ ДО
КАРАНТИНА

[Экономика США](#)

[Экономика еврозоны](#)

Принудительное охлаждение

Отличительной особенностью прошедшего цикла стала предельная осторожность правительств и центральных банков в вопросе изъятия стимулирующих мер. В результате низкие ставки и фискальные стимулы продолжали применяться, когда эффект от них был уже нулевой. Например, попытка разогнать экономику США налоговыми стимулами закончилась лишь ростом дефицита бюджета, а в Европе ЕЦБ так и не решился на повышение ставок, не создав пространство их снижения в случае рецессии.

Коронавирус, точнее карантин, в этом контексте сделал то, на что не решались правительства и регуляторы, – охладил экономику до того, как она начала входить в состояние саморазрушения.

То, что большинство экономик так и не достигло стадии перегрева, – важная причина глобального замедления инфляции. А это, в свою очередь, будет важнейшим фактором удержания ставок на сверхнизких уровнях.



Прыжок через две стадии

Если посмотреть, в каком состоянии оказалась мировая экономика по окончании карантина, то оно больше всего напоминает ситуацию окончания рецессии. Безработица высокая, компании испытывают финансовый стресс, банки сталкиваются (или ожидают столкнуться) с падением качества активов, правительства и регуляторы предпринимают попытки стимулировать рост.

Обычно в этих условиях в какой-то момент формируются условия для начала восстановительного роста, когда вместо цикла «падение спроса – падение производства – падение занятости – падение доходов» начинает формироваться цикл «рост спроса – рост производства – рост занятости – рост доходов». Так как основная причина падения деловой активности сейчас – это внешние ограничения, то первый импульс после снятия карантина будет позитивным. В Китае, например, снятие ограничений привело к быстрому восстановлению экономики.

Но если перевесят негативные факторы, такие как тяжелое финансовое положение компаний или проблемы у банков, то спад, вызванный карантинном, может перерасти в затяжную рецессию.

[Содержание](#)

[Начало раздела](#)

КОРОНАВИРУС ИЗБАВИЛ
ЭКОНОМИКУ ОТ
ПЕРЕГРЕВА

[ФРС](#)

[ЕЦБ](#)

ИНФЛЯЦИЯ СНИЖАЕТСЯ
КАК В РАЗВИТЫХ, ТАК И
В РАЗВИВАЮЩИХСЯ
СТРАНАХ

В МИРОВОЙ ЭКОНОМИКЕ
СФОРМИРОВАЛИСЬ
УСЛОВИЯ ДЛЯ
ЦИКЛИЧЕСКОГО РОСТА

[Китай и коронавирус](#)

[Позитивные сценарии](#)

[Негативные сценарии](#)

Китай: первопроходец карантинной экономики

Первым ввел и первым отменил

Китай, столкнувшись с COVID-19, действовал очень жестко, фактически закрыв целый регион страны на два месяца. Снятие карантина началось только после того, как число новых выявленных случаев заражения опустилось почти до нуля. А после этого любые новые вспышки заболеваемости также вызвали жесткую реакцию со стороны властей.

Это позволяет Китаю отделаться малой кровью в борьбе с коронавирусом: жесткость мер компенсируется тем, что они в итоге и быстрее отменяются. Правда, при этом среди населения Китая не формируется «массовый иммунитет», страна, таким образом, очень рассчитывает на появление вакцины.

– Жесткие меры в случае Китая оказались оправданными

– Риски появления новых очагов остаются высокими

Другие страны справились хуже

Когда тема коронавируса только начала выходить в топы новостных заголовков, казалось, что это останется проблемой Китая, а остальным странам удастся избежать серьезных проблем. Но по факту почти все государства пошли по китайскому сценарию, причем зачастую это происходило в гораздо более жестком варианте.

Основной проблемой были недостаточная скорость и жесткость применяемых мер, в результате чего карантин приходилось вводить уже повсеместно (а не в отдельных регионах, как в Китае), интенсивность распространения была выше, больше требовалось времени для стабилизации. В итоге карантин приходилось отменять, когда сохранялся высокий риск новой волны заражения. Многие страны просто не могут себе позволить держать экономику «закрытой».

– Экономические последствия за пределами Китая жестче из-за более масштабных ограничений



КИТАЙ СТАЛ ПРИМЕРОМ
ЭФФЕКТИВНОГО
ИСПОЛЬЗОВАНИЯ
КАРАНТИНА ДЛЯ БОРЬБЫ
С ВИРУСОМ

Экономики ЕМ

Еврозона

ДРУГИЕ СТРАНЫ СИЛЬНЕЕ
ПРОСЕЛИ ПО
ОЖИДАНИЯМ, ОТСКОК
БЫЛ МЕНЕЕ АКТИВНЫМ

Экономические показатели отстают от ожиданий

Если ожидания и опережающие индикаторы восстанавливались достаточно быстро, то фактические макропоказатели сильно отстают. Ни промышленное производство, ни розничные продажи так и не вышли на докарантинную траекторию, для чего есть несколько причин:

- Частичное сохранение ограничений, а также формирование у населения новых привычек, не позволяющих компаниям розничной торговли полностью восстановить былую деятельность.
- Снижение экспортной выручки из-за карантинных в других странах. Это не позволяет восстановиться экспорту и промышленному производству.
- Коронавирус ограничивает возможность включения внутренних ресурсов роста экономики – урбанизации и инфраструктурного строительства.

– В этом году замедление роста ВВП Китая будет больше обычного



Торговая война с США

То, что вспышка коронавируса началась именно в Китае, способствовало тому, что торговая война с США на время затихла. Но это было лишь перемирие, при первой возможности президент США ее возобновил. Как и раньше, главные претензии США – не столько торговый дисбаланс, сколько защита интеллектуальной собственности и геополитические интересы.

Торговые вопросы – одна из немногих сфер, в которой президент США может принимать самостоятельные решения. И в условиях напряженной предвыборной гонки нападки на Китай могут стать более активными. При этом закрывать вопрос с Китаем также нет никакого смысла.

– Трампу невыгодно завершать торговую войну до выборов

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

[Содержание](#)

[Начало раздела](#)

[Нефть](#)

В ДРУГИХ СТРАНАХ МЫ
УВИДИМ ПОХОЖЕЕ
СООТНОШЕНИЕ
ПРОСАДКИ
ПРОМЫШЛЕННОСТИ
И РОЗНИЧНЫХ ПРОДАЖ

АКТИВНОСТЬ ТОРГОВОЙ
ВОЙНЫ БУДЕТ ЗАВИСЕТЬ
ОТ ВНУТРЕННЕЙ
ПОЛИТИЧЕСКОЙ БОРЬБЫ
В США

Экономика США: кризис, ускоренный в 15 раз

Мгновенное изменение условий

Развитие событий в экономике не походило на обычный кризис. Вместо замедления роста, стагнации и рецессии, которые могли занять годы, экономика переместилась сразу на дно делового цикла.

Понятно, что ВВП снизился, но базовый прогноз от текущих уровней – рост. Высвободившиеся трудовые ресурсы, мягкая фискальная политика, большой объем ликвидности, низкие ставки и другие меры поддержки формируют условия для запуска восстановительного роста.

– Новый цикл роста может быть продолжительнее предыдущего



Резкий рост безработицы в США

После введения ограничительных мер в экономике многие компании начали активно сокращать персонал, что привело к кратному увеличению числа обращений за пособиями по безработице. Число обращений в 10–15 раз превышало аналогичные показатели в тяжелые периоды кризиса 1998 года или 2008-го. Безработица резко подскочила, снизилась и экономическая активность населения (часть людей перестала искать работу).

Но как только ограничительные меры стали слабеть, безработица начала снижаться, указывая на оживление деловой активности. Пока ситуация в экономике США развивается по базовому или оптимистичному сценарию.

– Реакция экономики США на снятие ограничений – рост занятости



ДОЛГОСРОЧНЫЙ
ПРОГНОЗ УЛУЧШИЛСЯ

[Экономический цикл](#)

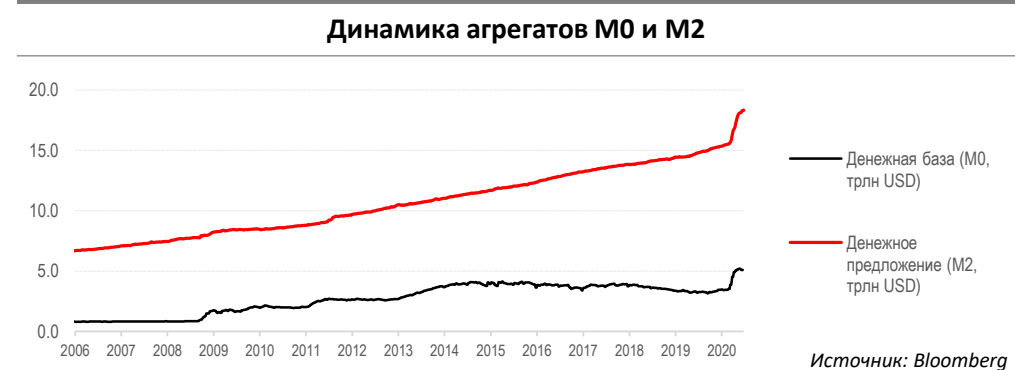
БЕЗРАБОТИЦА ДОСТИГЛА
НЕБЫВАЛЫХ УРОВНЕЙ,
НО НАЧАЛА СНИЖАТЬСЯ.
ЭТО ПЕРВЫЙ ПРИЗНАК
НАЧАЛА
ВОССТАНОВЛЕНИЯ

[Китай и коронавирус](#)

Взрывная накачка денежной массы

Быстрая реакция ФРС не только позволила стабилизировать ситуацию на рынках акций и облигаций, но и быстро направила ликвидность в денежную систему. Скорость роста агрегата M2 в этот раз на порядок превзошла 2008 год. Эти деньги, впрочем, скорее всего, не пойдут на потребление, а останутся, как и в прошлый раз, в виде дополнительных резервов у банков и потребителей. Это будет способствовать сохранению высокого спроса на инвестиционные продукты.

– Количественное смягчение не должно привести к ускорению инфляции



Снова ноль

ФРС в этот раз очень быстро перешла к монетарному стимулированию. Ставка была в два этапа снижена до 0–0,25%. Но в отличие от кризиса 2008–2009 годов инвесторы в этот раз уже не воспринимают сверхнизкие ставки как временное явление. В результате доходность 10-летних казначейских облигаций опустилась до рекордно низких значений. Это не только способствовало быстрому восстановлению рынка облигаций, но и привело к пересмотру справедливой оценки рынков акций.

– Рынок воспринимает нулевые ставки как новую нормальность

– Инвесторы ставят на длительный циклический рост экономики США



[Содержание](#)

[Начало раздела](#)

[ФРС](#)

ПРИРОСТ ДЕНЕЖНОЙ
МАССЫ M2
ОТНОСИТЕЛЬНО M0 ИДЕТ
С ПОНИЖЕННЫМ
МУЛЬТИПЛИКАТОРОМ.
ЗНАЧИТЕЛЬНАЯ ЧАСТЬ
НОВОЙ ЛИКВИДНОСТИ
ОСЕДАЕТ В БАНКОВСКИХ
РЕЗЕРВАХ И ОСТАЕТСЯ НА
РУКАХ У НАСЕЛЕНИЯ

[Еврооблигации](#)

[Иностранные акции](#)

В ЦЕНЫ ДЛИННЫХ
ОБЛИГАЦИЙ УЖЕ
ЗАЛОЖЕН ДЛИННЫЙ
ПЕРИОД НУЛЕВОЙ
СТАВКИ ФРС

ФРС: Пауэлл быстрее Бернанке

Снова нулевая ставка и печатание денег

В этот раз ФРС не потребовалось много времени, чтобы перейти к стимулирующей политике. В марте ставка была снижена на 150 б.п. – до 0–0,25%. Кроме этого, программа выкупа активов была расширена до 700 млрд долл. и сделана фактически бесконечной. Через механизм РЕПО рынок получает потоки ликвидности в триллионы долларов на разные сроки. В результате баланс ФРС в июне превысил рекордные 7 трлн долл. и, похоже, продолжит расти, как и перечень разрешенных к выкупу бумаг.

Декларируемая цель, как обычно, – поддержка экономики и финансового рынка. Возможность перехода к режиму отрицательных ставок глава ФРС пока отрицает, ссылаясь на то, что в такой мере нет необходимости.

– Снижение ставки ФРС носило упреждающий характер

– В 2020 году ставки ФРС останутся на уровне 0–0,25%

Монетизация дефицита

Помимо беспрецедентного по щедрости вливания ликвидности в финансовый рынок власти США прибегли к фискальным стимулам. Они принимали самую разную форму, включая прямые дотации населению. Общий их объем превысил 2,9 трлн долл. (около 15% ВВП). Этим все может не ограничиться: Трамп в июне заявил об обсуждении пакета мер на 1 трлн долл. (5% ВВП) на инфраструктурные проекты.

В нынешних условиях основную массу новых гособлигаций выкупит ФРС, которая и без того является основным держателем казначейских облигаций. При этом низкая инфляция снижает риски, связанные с фактической монетизацией долга.



ОБНУЛЕНИЕ СТАВОК КАК
ПЕРВАЯ ПОМОЩЬ
ЭКОНОМИКЕ США

[Торговая война](#)

[Экономика США](#)

ФИСКАЛЬНОЕ
СТИМУЛИРОВАНИЕ В 15%
ВВП, ВЕРОЯТНО, БУДЕТ
РАСШИРЕНО

[Еврооблигации](#)

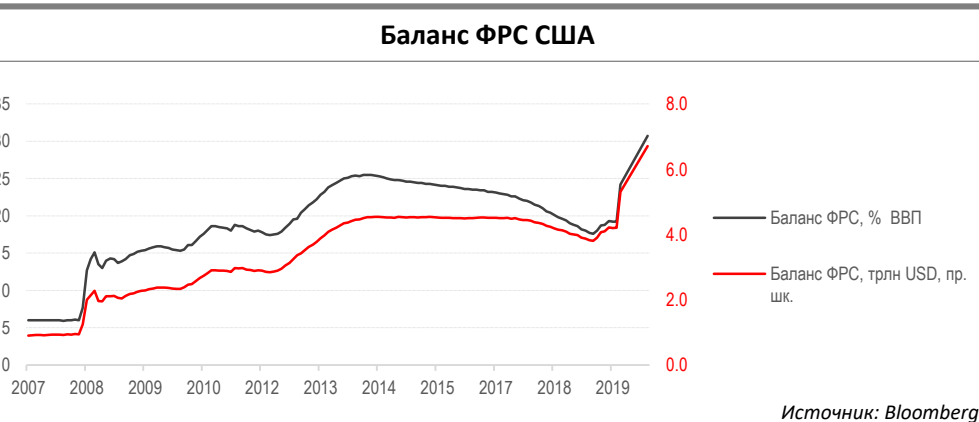
ЗАМЕДЛЕНИЕ ИНФЛЯЦИИ
СНИМАЕТ С ФРС
НЕОБХОДИМОСТЬ
ОПРАВДЫВАТЬ НУЛЕВУЮ
СТАВКУ

Обратная сторона бесконечной ликвидности

Напуганные кризисом ликвидности на денежном рынке в сентябре 2019-го, а также, видимо, памятью о событиях 2008–2009 годов (жесткий дефицит ликвидности, сопровождаемый обесценением залогов, буквально парализовал мировую финансовую систему), ФРС на этот раз начала вливать огромные объёмы денег в систему в марте, когда события вокруг коронавируса стали серьезным риском.

За ФРС последовали почти все центробанки в мире, так что суммарный объём балансов превысил 20 трлн долл. Потоки ликвидности буквально хлынули на мировые рынки, что быстро спровоцировало рост стоимости почти всех финансовых активов. Такая динамика создает риски надувания пузырей на отдельных рынках, а также формирует ожидания коллапса, если регулятор перейдет в режим ужесточения монетарной политики. Кроме того, усиливается разрыв между реальным состоянием экономики, которое далеко от здорового, и стоимостью финансовых активов.

– Долларовая ликвидность будет оставаться в избытке



Прогноз

Ставка ФРС в конце 2020 года: 0–0,25%. Идти в зону отрицательных ставок ФРС, скорее всего, не решится, что в общем-то и не требуется. Дальнейшая поддержка будет осуществляться через продолжающееся предоставление ликвидности.

Остается вопрос, пойдет ли ФРС на введение контроля за кривой ставок через регулирование максимального значения доходности длинных казначейских облигаций. Фактически это будет означать увеличение объемов покупки выбранных бумаг, что позволит контролировать расходы бюджета на обслуживание растущего госдолга. Есть вероятность того, что до конца 2020 года эта мера может быть реализована, если экономика США будет восстанавливаться медленнее, чем ожидает регулятор.

[Содержание](#)

[Начало раздела](#)

ПРОБЛЕМЫ С
ЛИКВИДНОСТЬЮ НА ЭТОТ
РАЗ УДАЛОСЬ ИЗБЕЖАТЬ

[Рынок акций США](#)

ИЗБЫТОК ДОЛЛАРОВОЙ
ЛИКВИДНОСТИ БУДЕТ
ОБЕСПЕЧИВАТЬ НИЗКИЕ
БАЗОВЫЕ ДОХОДНОСТИ

[Прогноз](#)

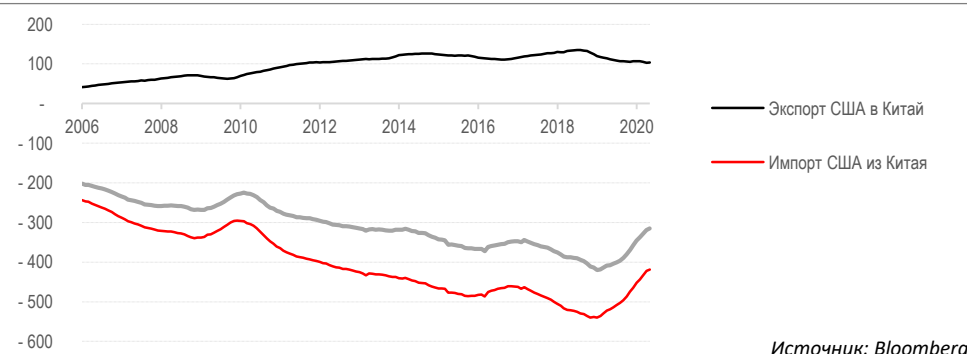
Торговая война США и Китая. Короткое затишье

Первая волна противостояния

Почти сразу после того, как Д. Трамп стал президентом США, начались угрозы введения запретительных тарифов на китайский импорт. В июле 2018 года США начали торговую войну, которая длится по сей день. США обложили пошлинами китайские товары на сумму более 500 млрд долл., Китай в ответ установил дополнительные тарифы на американские товары на сумму более 185 млрд долл.

Наиболее активная фаза торговой войны привела к некоторому сокращению импорта из Китая, что несколько сократило дефицит торгового баланса США. Экспорт из США при этом изменился несильно.

Торговый баланс США – Китай (за 12 мес.)



Источник: Bloomberg

[Экономика США](#)

ТОРГОВЫЕ ОГРАНИЧЕНИЯ
ОКАЗАЛИ ЗАМЕТНОЕ
ВЛИЯНИЕ НА БАЛАНС
ТОРГОВЛИ С КИТАЕМ

«Фаза один»

В декабре 2019-го стороны согласовали «первую фазу» торговой сделки, отменяющую запланированное повышение тарифов со стороны США и сокращающую действующие тарифы вдвое. Китай в ответ согласился повысить закупки американских товаров (в первую очередь продукцию агропромышленного сектора) в течение нескольких лет.

В январе 2020-го документ был подписан, в дополнение к первоначальному варианту в него были добавлены вопросы интеллектуальной собственности и изменен порядок арбитража по спорам – отныне они будут решаться двусторонними переговорами, а не через ВТО.

Гонконг – новая точка противостояния

В ответ на действия Китая по изменению статуса Гонконга Д. Трамп пригрозил отменой особого статуса острова, в том числе определяющего торговые вопросы. Это может иметь тяжелые последствия как для экономики региона, так и связанных с ним. Гонконг уверенно входит в ТОП-20 торговых партнеров США, а капитализация только крупнейших девелоперов острова, являющихся заемщиками американских и европейских банков, в несколько раз превышает ВВП острова.

ГОНКОНГ МОЖЕТ СТАТЬ
НОВЫМ «ЧЕРНЫМ
ЛЕБЕДЕМ» В СЛУЧАЕ
ЖЕСТКИХ САНКЦИЙ

Сложная задача переноса производства

Как только ситуация с коронавирусом стабилизировалась, США вспомнили про торговые вопросы. Этому способствовали события вокруг Гонконга. Учитывая недавно подписанную «первую фазу», вероятность новой тарифной войны мы оцениваем как невысокую. Основные риски несут технологический и производственный сектора, в случае появления барьеров придется строить альтернативные производственные цепочки, снизится рентабельность.

Несмотря на желание США вернуть часть производственных цепочек в США, неизбежный при этом рост издержек не приведет к серьезному сдвигу в этом направлении. Кроме того, если США грозят ограничениями для китайских компаний при работе в США и при привлечении капитала через американские биржи, то Китай, напротив, стимулирует выход американских компаний на свой локальный рынок. Например, в январе были сняты многие ограничения для деятельности зарубежных компаний финансового сектора на китайском рынке.

Переплетение интересов

Тесная взаимосвязь двух крупнейших экономик сильно усложняет решение любых острых вопросов. Например, Китай является держателем порядка 1,1 трлн долл. казначейских облигаций, занимая третье место после ФРС и Японии. Чиновники в США выражают обеспокоенность, что это может стать инструментом давления на фискальную политику: от стабильных покупок Китаем американского долга в определенной степени зависит способность ФРС сохранять низкие ставки, не прибегая постоянно к количественному смягчению.

С другой стороны, Китай не мог бы купить столько казначейских облигаций в резервы, не имея огромного торгового профицита.

Что касается Гонконга, то последствия излишне сильного давления могут быть гораздо серьезнее для США, чем для Китая. Недавняя история с санкциями против РУСАЛа показала, что интересы собственных инвесторов для США важнее политики.

Еще один мощный фактор – ход предвыборной кампании и исход американских выборов в ноябре 2020-го. Торговые вопросы – один из козырей, которые Трамп может разыграть перед избирателями.

«Коронакризис», кстати, хотя и дал передышку, добавил неопределенности. Китай, судя по всему, легче пройдет этот кризис, а значит, увеличит свой вес в мировой экономике. Поэтому поиск путей его сдерживания со стороны США будет вестись более активно.

– В базовом сценарии влияние торговой войны на ВВП будет незначительным, но может негативно сказаться на рыночных настроениях

– Эскалация возможна в случае падения рейтинга Трампа или серьезных проблемах в экономике США

[Китай и коронавирус](#)

ЭКОНОМИЧЕСКИЕ
ИЗДЕРЖКИ – СИЛЬНЫЙ
АРГУМЕНТ ПРОТИВ
ПОЛИТИЧЕСКОЙ ВОЛИ

РАЗВИТИЕ КОНФЛИКТА
ЗАВИСИТ ОТ МНОГИХ
ФАКТОРОВ И
ПЕРЕПЛЕТЕНИЯ
ИНТЕРЕСОВ

[Базовый сценарий](#)

[Негативные сценарии](#)

Еврозона: больше долга – ниже доходности

Проблемы до коронавируса

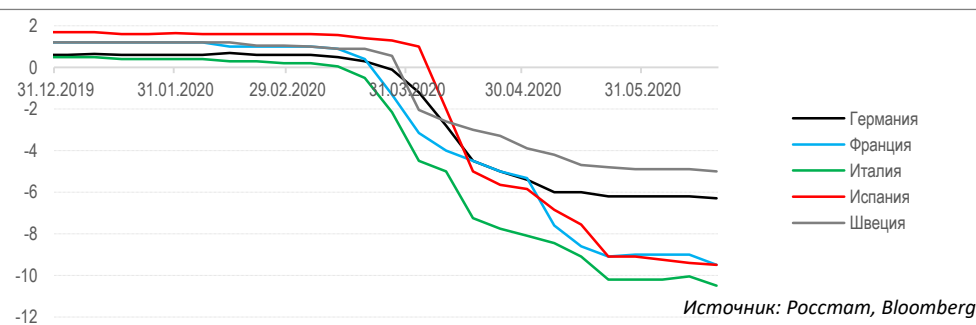
Большинство крупных экономик региона, по нашим оценкам, находилось на грани рецессии до коронавируса. В качестве базового сценария мы рассматривали замедление роста ВВП в 2020 году вплоть до отрицательных значений в отдельных странах. Мягкая политика ЕЦБ не могла это исправить, так как причина замедления носила циклический характер.

Прогнозы по странам еврозоны на этот год однозначно негативные, даже хуже, чем по другим развитым и развивающимся экономикам. Но этот экономический шок дает шанс на серьезные внутренние изменения в европейской экономике, позволяющие ускорить долгосрочный рост ВВП. Если, конечно, удастся решить проблему долга.

[ЕЦБ](#)

[Экономический цикл](#)

Изменение консенсус-прогноза Bloomberg по росту ВВП в 2020 году

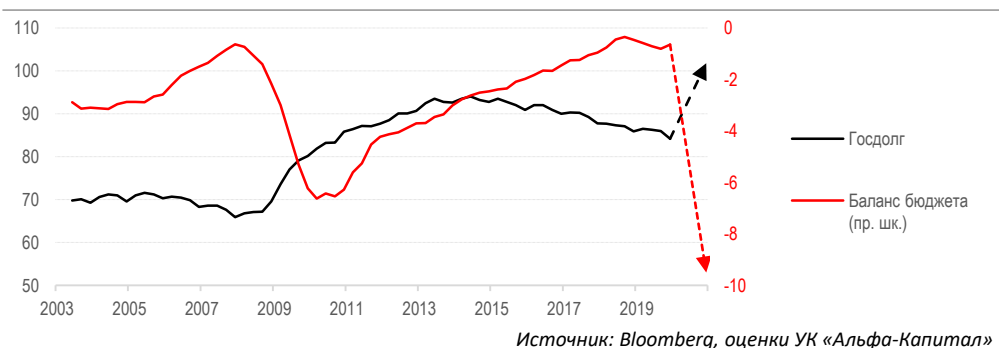


КОНСЕНСУС-ПРОГНОЗ
УКАЗЫВАЕТ НА СИЛЬНОЕ
СНИЖЕНИЕ ВВП
ЕРОПЕЙСКИХ СТРАН
В ЭТОМ ГОДУ

Госдолг и бюджетный дефицит

Ограничительные меры и фискальные стимулы неизбежно приведут к росту бюджетных дефицитов, а затем и к росту суверенной долговой нагрузки. Последние несколько лет общая долговая нагрузка стран еврозоны по отношению к ВВП снижалась. Но в 2020 и, возможно, в 2021 году она может подскочить на пару десятков процентных пунктов. Рост будет значительно больше в странах юга Европы, сильнее всего пострадавших от коронавируса.

Консолидированные долг и дефицит бюджетов стран еврозоны, % ВВП



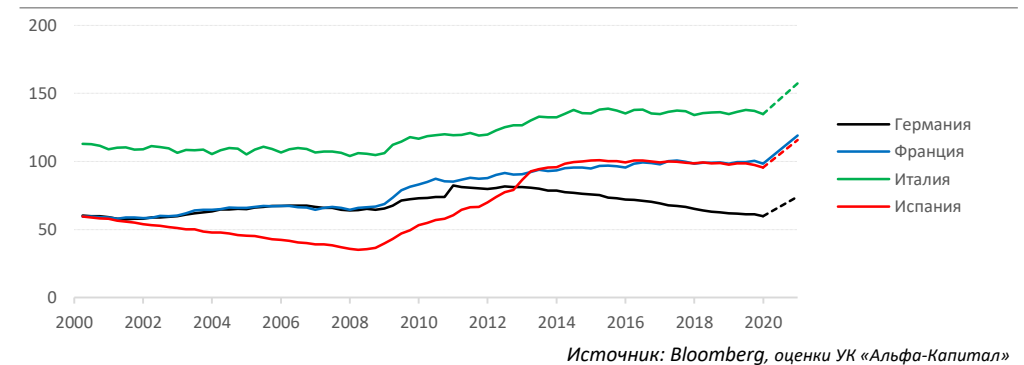
УРОВЕНЬ ДОЛГОВОЙ
НАГРУЗКИ В СРЕДНЕМ ПО
ЕВРОЗОНЕ МОЖЕТ
ПРЕВЫСИТЬ 100% ВВП

Низкие ставки как необходимость

Ожидаемый серьезный рост и без того большого госдолга стран еврозоны будет одной из причин того, что ЕЦБ придется удерживать низкие ставки, а также обеспечивать рынок ликвидностью. Скорее всего, ЕЦБ даже придется взять на себя роль основного кредитора правительств еврозоны (по аналогии с ФРС, которая уже давно главный кредитор правительства США).

– **Высокий уровень госдолга отдельных стран – сильный фактор, препятствующий сворачиванию монетарных стимулов даже при стабилизации экономики**

Долговая нагрузка стран еврозоны



ЕЦБ БУДЕТ ЕЩЕ СЛОЖНЕЕ
ПЕРЕЙТИ К ЖЕСТКОЙ
МОНЕТАРНОЙ
ПОЛИТИКЕ, ДАЖЕ ЕСЛИ
В ЭТОМ БУДЕТ
НЕОБХОДИМОСТЬ

НОВЫЙ ВИТОК РОСТА
ДОЛГОВОЙ НАГРУЗКИ
СДЕЛАЕТ ЕВРОПУ ЕЩЕ
БОЛЕЕ РАЗНОРОДНОЙ

Много долга у домохозяйств и компаний

Долговая нагрузка домохозяйств в целом по еврозоне высокая, причем по отношению как долга к доходам, так и по расходам на его обслуживание. Единственное исключение среди крупных экономик – Германия.

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

– **Корпоративный сектор зависим от мер поддержки**

– **Низкий запас финансовой устойчивости населения**

РЕКОРДНЫЕ УРОВНИ
ДОЛГОВОЙ НАГРУЗКИ
ОЗНАЧАЮТ ВЫСОКИЕ
СИСТЕМНЫЕ РИСКИ

[Европейские акции](#)

Прогноз

Базовый прогноз. Падение ВВП еврозоны на 5–7%. Вторая половина года будет более успешной за счет восстановительного роста экономики.

Риск рецессии снизился. С учетом большого объема поддержки, а также снижения занятости, есть возможность запуска циклического роста экономики.

Быстрое восстановление. Возможно, но для этого потребуются быстрое восстановление основных торговых партнеров.

[Евро](#)

[Глобальная экономика](#)

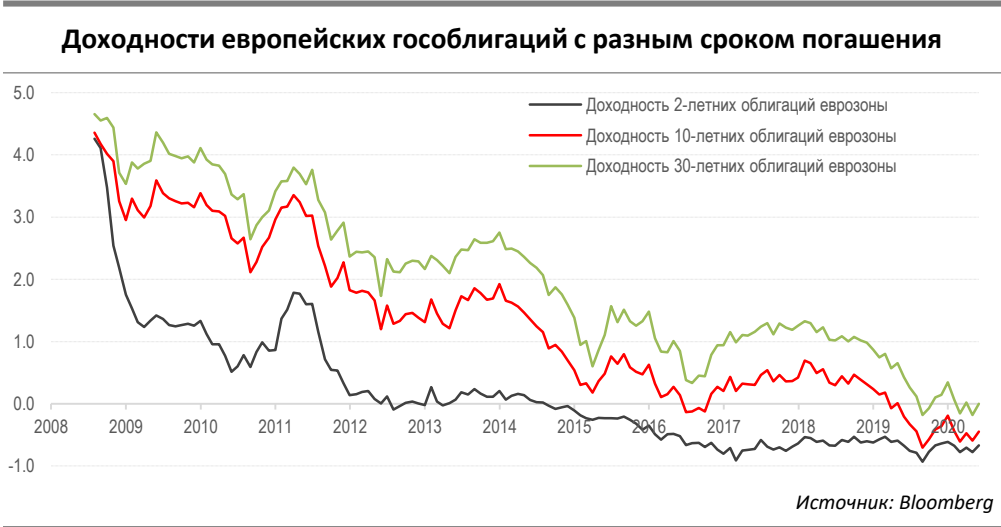
ЕЦБ: застрял в низких ставках

ЕЦБ: в зоне отрицательных ставок

Новый глава ЕЦБ Кристин Лагард еще в конце 2019 года заявляла, что в течение 2020 года параметры монетарной политики не изменятся. Регулятор должен был оценить эффект от уже реализованных мер, а именно – от возобновленной в ноябре 2019-го программы выкупа активов в объеме 20 млрд евро в месяц, нулевой ставки рефинансирования, депозитной – в -0,5%, а также двухуровневой системы ставок на избыточные резервы банков для обеспечения возможности вывести часть этих резервов из-под отрицательных ставок.

Инвесторы ожидали длинного периода нулевых или отрицательных ставок, поэтому спад в экономике, вызванный COVID-19, просто «зацементировал» эти прогнозы. Доходности высококачественных облигаций в евро плотно закрепились в отрицательной зоне.

– Доходности в евро закрепятся в отрицательной зоне



Выкупать больше и разного

Как и другие центробанки, ЕЦБ в ответ на проблемы в экономике запустил беспрецедентные программы предоставления ликвидности. Если ставки остались неизменными, то выкуп активов был расширен до 120 млрд евро в месяц до конца 2020 года. В марте 2020-го запущена еще одна программа выкупа активов объемом 750 млрд евро, расширен перечень доступных для покупки бумаг, в него вошли корпоративные бумаги. Программа выкупа активов Pandemic Emergency Purchase Programme (PEPP) – это 1,35 трлн евро.

– ЕЦБ фактически задействовал весь привычный арсенал

– Следующим шагом может быть прямое кредитование банков (аналог беззалоговых кредитов ЦБ РФ, применявшихся после кризиса 2008 года)

УЖЕСТОЧЕНИЕ
МОНЕТАРНОЙ ПОЛИТИКИ
ЕЦБ НА ОБОЗРИМОМ
ГОРИЗОНТЕ ИСКЛЮЧЕНО

[Евро](#)

ПРОСТРАНСТВА ДЛЯ
СНИЖЕНИЯ БЕЗОВЫХ
ДОХОДНОСТЕЙ В ЕВРО
НЕТ, МОГУТ РАБОТАТЬ
ТОЛЬКО ПРОГРАММЫ
ВЫКУПА АКТИВОВ

[Экономика еврозоны](#)

Расширение клуба отрицательных доходностей

Беспрецедентные объемы ликвидности, которые ЕЦБ предоставляет рынку, будут приводить к тому, что доходности по многим бумагам могут оказаться намного ниже справедливых для их кредитных метрик уровней. Это касается, в частности, гособлигаций проблемных стран региона, доходности облигаций которых снизились, несмотря на резкое ухудшение кредитных метрик. Это же будет относиться и к корпоративным бумагам.

Дополнительным фактором снижения доходностей проблемных стран будут ожидания размещения общеевропейских облигаций. В этом случае часть проблем будет переложена на более крепкие страны.

В этой ситуации у инвесторов будет довольно узкое окно возможностей для формирования позиции в бумагах в евро с доходностью существенно выше нуля. Это может вызвать временный повышенный спрос на активы в евро и спровоцировать его укрепление.

– Сжатие кредитных и суверенных спредов в еврозоне



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.

Гособлигации: снижение доходностей облигаций стран с высоким долгом, увеличение доли бумаг, торгуемых с отрицательной доходностью.

[Содержание](#)

[Начало раздела](#)

ОБЪЕМ ОБЛИГАЦИЙ
В ЕВРО С
ОТРИЦАТЕЛЬНОЙ
ДОХОДНОСТЬЮ
ВЫРАСТЕТ

[Еврооблигации](#)

[Евро](#)

ОСНОВНОЙ ФАКТОР
СНИЖЕНИЯ
ДОХОДНОСТЕЙ – ВЫКУП
АКТИВОВ. КРЕДИТНОЕ
КАЧЕСТВО ВТОРИЧНО

[Еврооблигации EUR](#)

Развивающиеся экономики: новый виток роста долга

Ликвидность переборол кредитные метрики

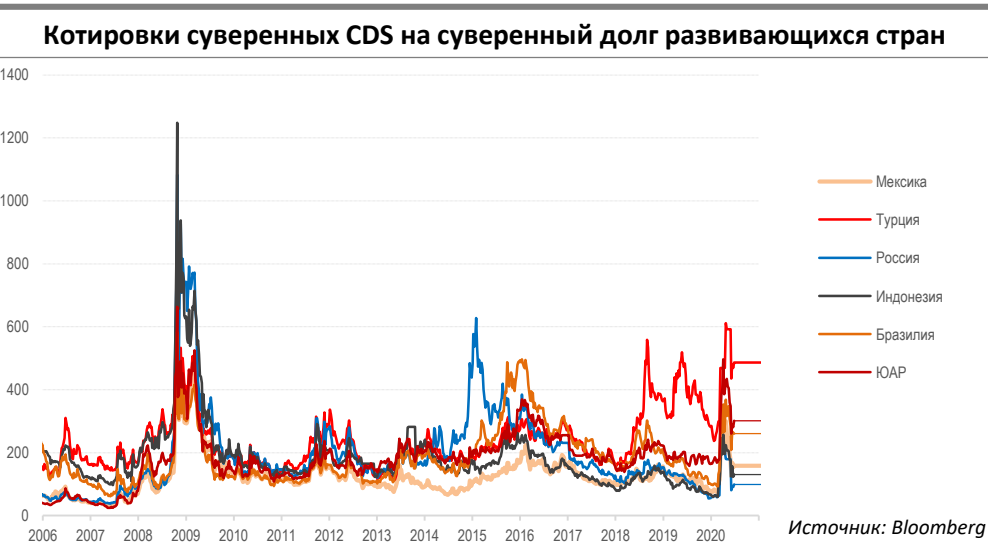
В последние годы ситуация с долгом развивающихся рынков выглядела не всегда однозначно, но в целом благоприятно для котировок облигаций. Страны предпринимали серьезные усилия для улучшения кредитных метрик, которые могли включать снижение дефицита бюджета и устранение внешних дисбалансов, ограничение роста долга, в том числе валютного, ориентацию на внутренний рынок, попытки бороться с коррупцией и т.п.

Хотя в большинстве случаев все равно наблюдалась постепенная эрозия суверенных кредитных метрик, стабильная ситуация в мировой экономике, низкие базовые ставки и просчитываемые риски позволили рынку еврооблигаций ЕМ войти в 2020 год на очень низких уровнях доходности.

Ситуация с коронавирусом перечеркнула усилия большинства развивающихся стран. Резкий рост бюджетных расходов при падении налоговых доходов на фоне просадки ВВП неизбежно приведет к росту долговой нагрузки. Далеко не все страны будут способны закрыть потребность в размещении нового долга за счет внутреннего рынка. Внешняя долговая нагрузка неизбежно начнет расти.

Тем не менее еще большие объемы ликвидности и нулевые базовые ставки в долларах и евро, а также ожидания восстановления мировой экономики после карантина привели к тому, что после сильной просадки в марте цены еврооблигаций ЕМ начали активно восстанавливаться и к середине года отыграли большую часть потерь.

- Рынок еще дает возможность найти идеи с привлекательной доходностью
- При тех же спредах, что и в 2019 году, доходности еврооблигаций ЕМ должны стабилизироваться на более низких уровнях



СМЯГЧЕНИЕ ПОЛИТИКИ
ФРС БЫЛО НЕ
ЕДИНСТВЕННЫМ
ИСТОЧНИКОМ РОСТА
НА РАЗВИВАЮЩИХСЯ
РЫНКАХ

[ФРС](#)

[Еврооблигации](#)

ОЦЕНКА СУВЕРЕННЫХ
КРЕДИТНЫХ РИСКОВ ЕМ
СНИЖАЕТСЯ

Россия. Кредитное качество и дефицит бумаг

Российская экономика в последние годы характеризуется высоким качеством кредитных метрик. Принципы, по которым строилась макроэкономическая политика после кризиса 2014–2015 годов, 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.

Помимо кредитных метрик российский долговой рынок отличается еще и дефицитом бумаг. Низкая потребность в привлечении валютного долгового финансирования привела к малому числу новых размещений, в результате российские еврооблигации (как суверенные, так и корпоративные) стали дефицитным активом. После продажи такого актива на просадке не факт, что получится затем восстановить позицию. Это обусловило характерную динамику котировок российских долговых бумаг.

В начале года премия за российский риск уже была одной из самых низких среди других развивающихся рынков. При этом просадка, вызванная коронавирусом, в российских долговых инструментах была намного ниже, чем в среднем по остальным развивающимся рынкам. **Восстановление российского рынка произошло раньше, и в итоге доходности по суверенным бумагам уже ниже, чем были до пандемии.**

Российский рынок акций остается привлекательным на длинном горизонте. Если снижение ключевой ставки ЦБ РФ станет восприниматься как новая нормальность, то это может привести к пересмотру справедливых цен российских акций.

- Долгосрочная привлекательность российских акций
- Премия за риск в долговых инструментах будет оставаться низкой



[Содержание](#)

[Начало раздела](#)

[Экономика РФ](#)

ЭКОНОМИЧЕСКИЕ РИСКИ
НИЗКИЕ. ПРИНЦИПЫ
БЮДЖЕТНОЙ И
ФИСКАЛЬНОЙ ПОЛИТИКИ
БЕЗ ИЗМЕНЕНИЙ

[Еврооблигации](#)

[Рублевые облигации](#)

СМЯГЧЕНИЕ ПОЛИТИКИ
ЦБ РФ ПРИВЕДЕТ К
ПЕРЕОЦЕНКЕ РУБЛЕВЫХ
АКТИВОВ

[Российский рынок акций](#)

ДОХОДНОСТИ
СУВЕРЕННЫХ
ЕВРООБЛИГАЦИЙ РФ
СЕЙЧАС НИЖЕ, ЧЕМ ДО
КОРОНАВИРУСА

ЕМ: в «коронакризис» с нерешенными проблемами

[Содержание](#)
[Начало раздела](#)

Разнородный ЕМ

В последние годы ситуация в развивающихся экономиках была очень разнообразной. Отдельные страны (Россия, Индонезия и др.) сохраняли отличные кредитные метрики и сбалансированный рост экономики, но у других были те или иные проблемы еще до «коронакризиса».

Мексика, имея очень неплохие кредитные метрики и рейтинги, столкнулась с резким торможением роста экономики. Турция, наоборот, вроде бы стабилизировала ситуацию в экономике, но ее слабое место – валютные риски. Бразилия встретила «коронакризис» с большим дефицитом бюджета.

Тем не менее ликвидность и низкие базовые ставки даже в этих условиях могут привести к тому, что доходности не будут отражать страновые риски. Это позволит странам активнее занимать позиции на рынках, что без улучшения кредитных метрик приведет к реальным рискам кредитных событий.

Турция. Слишком много валютного долга

В конце 2019 года экономика Турции показывала явные признаки стабилизации. Рост ВВП ускорился, счет текущих операций вышел в положительную зону, дефицит не превышал 2%, общая суверенная долговая нагрузка находилась на низком уровне (около 27% ВВП). Это дает правительству существенное пространство для маневра.

Слабое место Турции – большой объем валютного долга (не только суверенного, но и корпоративного), что при ограниченном объеме золотовалютных резервов предполагает повышенные валютные и рыночные риски.

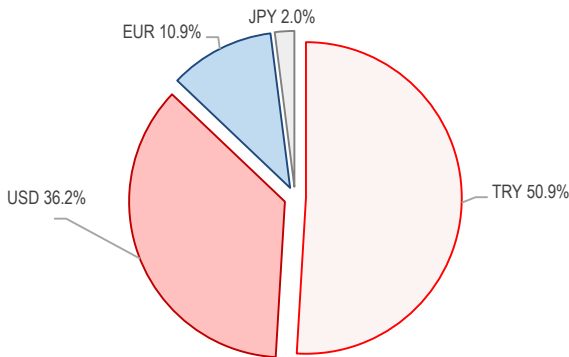
- Риски кредитных событий остаются низкими
- Повышенные рыночные риски

СТРАНОВАЯ СПЕЦИФИКА
СТРАН ЕМ ИГРАЕТ
ВАЖНУЮ РОЛЬ В ОЦЕНКЕ
КРЕДИТНОГО КАЧЕСТВА

ОСНОВНОЙ ИСТОЧНИК
РИСКА ТУРЦИИ –
НЕСТАБИЛЬНАЯ ВАЛЮТА

[Еврооблигации](#)

Валютная структура суверенного публичного долга Турции



Источник: Bloomberg

ПОЛОВИНА ГОСДОЛГА
ТУРЦИИ НОМИНИРОВАНА
В ИНОСТРАННОЙ ВАЛЮТЕ

Мексика. Замедление роста ВВП

По итогам 2020 года ожидается снижение ВВП (оценка ЦБ Мексики – порядка 5%), рост дефицита бюджета и как следствие – ухудшение суверенных кредитных метрик, в частности отношения суверенного долга к ВВП. Также могут пострадать золотовалютные резервы, в случае если потребуется вмешательство правительства. Может потребоваться поддержка Ретех, главного налогоплательщика, доходы которого снизятся вслед за падением цены на нефть.

Улучшение счета текущих операций, ограничивающее скорость роста внешнего долга, и ранний выход США, основного торгового партнера, из режима карантина тем не менее будут сглаживать проблемы.

- Ухудшение кредитных метрик Мексики
- Сохранение низкого риска кредитных событий

УХУДШЕНИЕ КРЕДИТНЫХ
МЕТРИК МЕКСИКИ
ОПРАВДЫВАЕТ РОСТ
ПРЕМИИ ЗА СУВЕРЕННЫЙ
РИСК

Бразилия. Дефицит бюджета

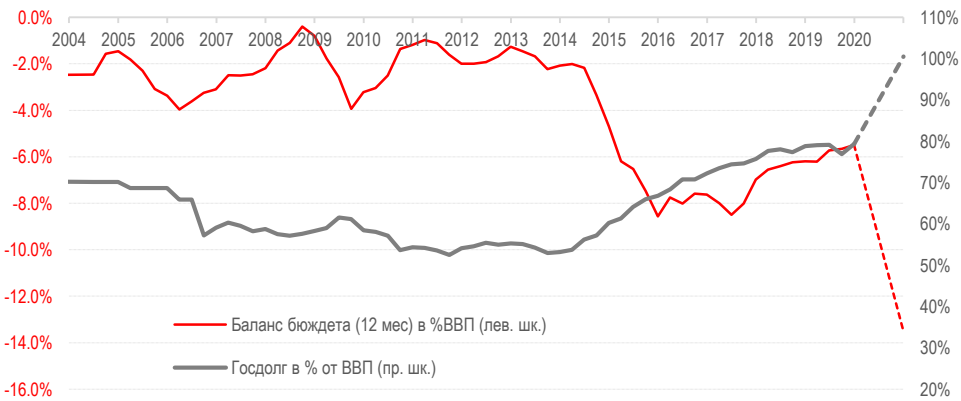
Оптимизм, связанный с избранием в 2018 году президентом Жаира Болсонару, сходит на нет. Есть разногласия между президентом и экономическим блоком по поводу антикризисных мер. На кону стоят успехи (пусть и скромные) по сокращению дефицита бюджета. Могут возникнуть трудности с рефинансированием существующего долга, а также финансированием очень большого, даже по меркам развивающихся экономик, дефицита бюджета.

Госфинансы – главное слабое место экономики Бразилии. Но до недавнего времени дефицит бюджета удавалось закрывать долгом в локальной валюте, что обеспечило достаточно высокий запас прочности по валютному долгу. Тем не менее он начинает постепенно таять.

- Быстрый рост валютного долга

ДЛЯ БРАЗИЛИИ
ПРИНЦИПИАЛЬНО
ВАЖНО СОХРАНИТЬ
ДОВЕРИЕ ИНВЕСТОРОВ,
ЧТОБЫ ФИНАНСИРОВАТЬ
ДЕФИЦИТ БЮДЖЕТА

Дефицит бюджета и госдолг Бразилии



Источник: Bloomberg, оценка УК «Альфа-Капитал»

БРАЗИЛИЯ ВОШЛА
В КРИЗИС С ОЧЕНЬ
ВЫСОКИМ ДЕФИЦИТОМ
БЮДЖЕТА

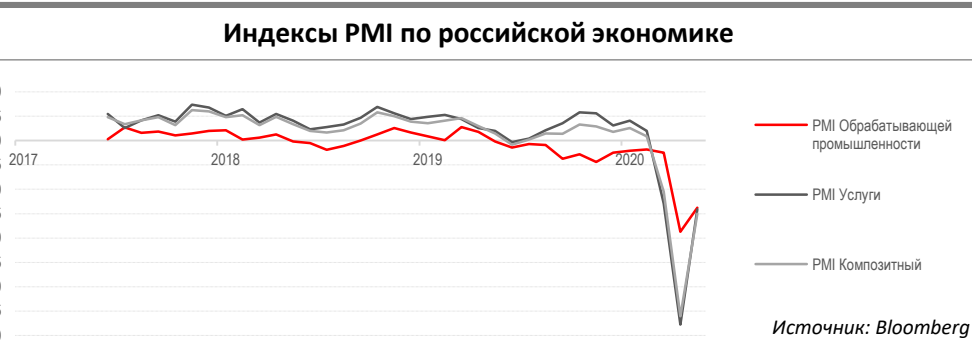
Экономика РФ: лучше других была готова к карантину

Отсутствие перегрева экономики

Несмотря на низкие темпы роста ВВП в последние годы, российская экономика входила в режим карантина в намного лучшей форме, чем другие развивающиеся экономики.

- **Жесткая фискальная политика:** возможность наращивать госдолг без опасения, что его уровень скоро начнет вызывать беспокойство.
- **Жесткая монетарная политика:** низкая инфляция, возможность снижения ставок, если это будет необходимо.
- **Бюджетное правило:** снижение влияния цен на нефть на рубль, уменьшение инфляционных рисков.

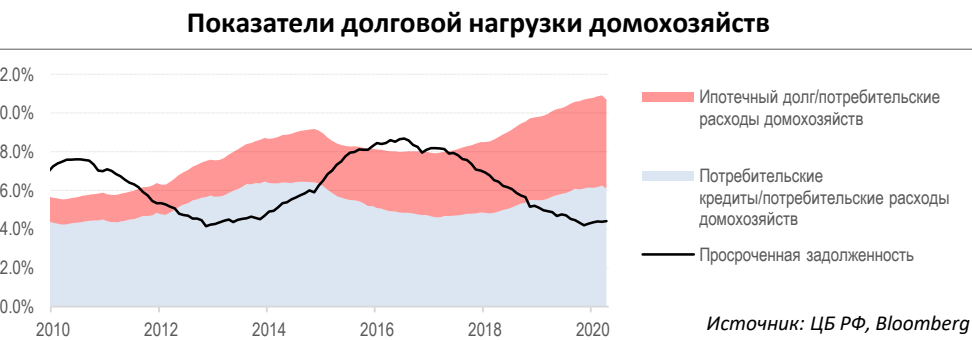
Кроме того, правительство экономно использовало возможности для поддержки экономики, оставляя запас на случай продолжительных проблем.



Долговая нагрузка домохозяйств

Размер долга российских домохозяйств по отношению к их расходам находится на исторических максимумах, но если вычесть из общей суммы ипотечные обязательства, то до максимумов еще очень далеко. Судя по показателям просроченной задолженности, у российских домохозяйств пока нет системных проблем с обслуживанием долга, а снижение ставок должно будет уменьшить расходы на обслуживание долга.

Ситуация может ухудшиться, если экономика войдет в режим циклического спада. В этом случае может потребоваться дополнительная поддержка от ЦБ РФ и/или правительства, в том числе низких процентных ставок.



КАЧЕСТВЕННАЯ
МАКРОПОЛИТИКА
ОПРАВДАЛАСЬ
В КАРАНТИН

[ЦБ РФ](#)

[Китай и коронавирус](#)

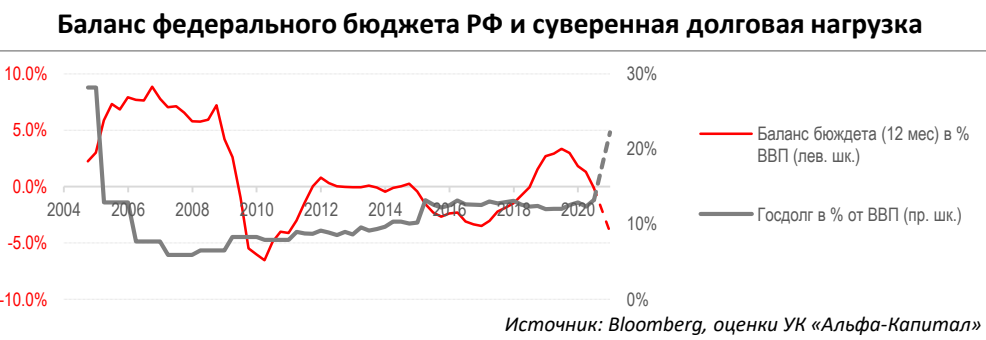
ПАДЕНИЕ ИНДЕКСОВ PMI
ОЧЕНЬ СЕРЬЕЗНОЕ,
НО СОПОСТАВИМО
С ДРУГИМИ СТРАНАМИ

ВЫСОКИЙ УРОВЕНЬ
ДОЛГА ДОМОХОЗЯЙСТВ
ПОКА НЕ ТРЕБУЕТ
ОТДЕЛЬНЫХ МЕР

Без дефицита бюджета и внешнего долга

Консервативная бюджетная политика последних лет обеспечила профицит бюджета и снижение показателей долговой нагрузки. Падение налоговых доходов и рост расходов в 1-м полугодии 2020 были неизбежны, но масштаб ухудшения кредитных метрик будет ограниченным.

– Сохранение отличных кредитных метрик



Бюджетное правило и закрытие границ

Бюджетное правило и правильные решения ЦБ РФ по ключевой ставке ограничили влияние обвала цен на нефть на рубль. Он слабел так же, как и другие валюты, в том числе стран – импортеров нефти. Это, как и то, что рубль начал укрепляться до того, как восстановились цены на нефть, говорит о том, что ослабление было связано с бегством инвесторов из рискованных активов.

Карантин сформировал мощный фактор поддержки рубля – снижение спроса на валюту из-за закрытия туристической отрасли. Зарубежные поездки в 2019 году уменьшили счет текущих операций на 25 млрд долл.

– Высокая вероятность укрепления рубля



Прогноз

Снижение ВВП РФ на 4% по итогам года.

Суверенные кредитные метрики: сохранение лидерства среди других ЕМ

Рубль: тренд на укрепление

[Содержание](#)

[Начало раздела](#)

РОСТ ДЕФИЦИТА
БЮДЖЕТА И ГОСДОЛГА
НЕ СОЗДАЕТ ПРОБЛЕМ

[Рублевые облигации](#)

[Еврооблигации](#)

[ЦБ РФ](#)

[Рубль](#)

ОСЛАБЛЕНИЕ РУБЛЯ
И ПАДЕНИЕ ЦЕН НА
НЕФТЬ ИМЕЛИ ОБЩУЮ
ПРИЧИНУ

[Рынок нефти](#)

[Прогноз](#)

Инфляция и ставка ЦБ РФ

Ключевая ставка ЦБ РФ может быть еще ниже

Как и большинство центральных банков в мире, ЦБ РФ находится в цикле смягчения денежно-кредитной политики, ключевая ставка в июне упала до 4,5%. Агрессивное снижение направлено на поддержку экономики, пострадавшей от пандемии COVID-19 и ограничительных мер, и на разгон инфляции, которая держится ниже целевого значения 4%.

Резкое снижение деловой активности и потребительского спроса давит на инфляцию. ЦБ РФ всерьез опасается, что существует риск значимого отклонения инфляции вниз от цели 4% в 2021 году. С учетом того что с замедлением инфляции сталкиваются все страны, чьи экономики сохранили стабильность в период пандемии, проблема дефляции носит глобальный характер. Поэтому ЦБ РФ, скорее всего, прав в своих опасениях.

Кстати, в Чили, где также высока роль сырьевого сектора, а ЦБ следует политике инфляционного таргетирования, ключевая ставка составляет всего 0,5% при инфляции 2,8%.

- В 2020 году политика будет стимулирующей
- Сохраняется потенциал снижения ключевой ставки ЦБ РФ до конца 2020 года



Рост размещений ОФЗ требует наличия спроса

Увеличение расходов бюджета из-за антикризисных мер, объем которых составил в общей сложности порядка 4 трлн рублей (3,5% ВВП), и падение доходов бюджета потребуют массированных размещений ОФЗ, в том числе с большим сроком до погашения.

С учетом того что иностранные инвесторы пока не слишком активны на российском долговом рынке, нужны благоприятные условия для участия в размещениях локальных инвесторов.

- Массированное размещение ОФЗ требует поддержания у инвесторов ожиданий снижения ключевой ставки ЦБ РФ
- Дополнительные вливания ликвидности через длинное РЕПО

КЛЮЧЕВАЯ СТАВКА
УЖЕ СООТВЕТСТВУЕТ
СТИМУЛИРУЮЩЕЙ
ПОЛИТИКЕ

[Глобальная экономика](#)

ДЕФИЦИТ БЮДЖЕТА
ТРЕБУЕТ НИЗКИХ СТАВОК
ДЛЯ РАЗМЕЩЕНИЯ ОФЗ

[Рублевые облигации](#)

[Фискальные стимулы РФ](#)

Инфляционные ожидания

Последние данные об инфляционных ожиданиях, относящихся к периоду до карантина, указывали на сохранение устойчивой тенденции к снижению. Карантин и ослабление рубля привели в апреле к резкому росту этого показателя, как это случилось в других странах, но, по оценкам ЦБ РФ, это было временным явлением. В пресс-релизе к заседанию 19 июня ЦБ РФ отметил, что инфляционные ожидания населения и бизнеса снизились.

Если фактическая инфляция продолжит замедляться, а ситуация в экономике стабилизируется, то и инфляционные ожидания продолжат снижаться, увеличивая вероятность и потенциал снижения ключевой ставки ЦБ РФ.

– Инфляционные ожидания в РФ снова снижаются



Прогноз

Базовый прогноз: ключевая ставка ЦБ РФ – 4%, что существенно ниже, чем нейтральный уровень, который оценивался в районе 6–7%. Для этого необходимы отсутствие признаков ускорения инфляции (сохранение ее в районе 3%) и снижение инфляционных ожиданий.

Сценарий повышения ключевой ставки до 6,5% может реализоваться в случае серьезных санкций или других геополитических событий, которые приведут к дестабилизации рубля. Либо необходимо ускорение инфляции выше 4%. Например, это может произойти при быстром восстановлении потребительского спроса, позволяющего компаниям переложить значительную часть возросших издержек на население.

Снижение ключевой ставки до 3% (и даже ниже) возможно, если дефляционные риски продолжат нарастать, а инфляция – замедляться.

[Содержание](#)
[Начало раздела](#)

КОРОНАВИРУС И
КАРАНТИНЫ ВРЕМЕННО
ПОВЫСИЛИ
ИНФЛЯЦИОННЫЕ
ОЖИДАНИЯ В МИРЕ

СНИЖЕНИЕ
ИНФЛЯЦИОННЫХ
ОЖИДАНИЙ – ВАЖНЫЙ
ФАКТОР СНИЖЕНИЯ
ОЖИДАНИЙ ЦБ РФ ПО
ИНФЛЯЦИИ

[Рынок акций РФ](#)

[Прогноз](#)

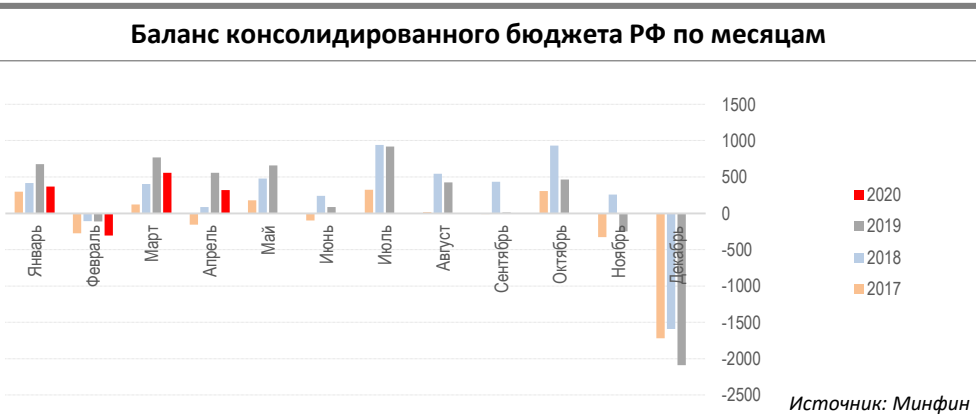
[Рублевые облигации](#)

Антикризисные меры правительства РФ

Экономный подход к стимулам

Российское правительство подходило к вопросам стимулов очень экономно. В отличие от «вертолетного» подхода, когда средства из бюджета выделялись самому широкому кругу получателей, как в США или Европе, в России применялся преимущественно адресный подход. Но из-за большого числа формальностей, связанных с каждым решением, он не позволяет быстро увеличить количество расходов.

Объемы поддержки росли постепенно и в итоге достигли 4 трлн рублей (чуть больше 53 млрд долл.), или **3,5% ВВП**. Эти меры включают в себя поддержку бизнеса, льготное кредитование, налоговые каникулы, помощь системе здравоохранения, региональным бюджетам и пр. Были и выплаты населению в виде увеличенных пособий по безработице, а также на детей.



Безработица выходит из тени

Рост безработицы в период карантина оказался сильнее, чем наблюдалось в 2014–2015 годах. Стоит отметить рост зарегистрированной безработицы, когда люди встают на учет для получения пособий. Последнее – прямой результат пособий тем, кто потерял работу в период «коронакризиса» (то же самое наблюдается в США, где взлетело число обращений за пособиями).

- Рост числа официальных безработных – результат повышенных выплат
- Высокая безработица – важный фактор медленного восстановления спроса



АДРЕСНЫЙ ХАРАКТЕР
ПОДДЕРЖКИ В РФ –
ПРИЧИНА МЕДЛЕННОГО
РОСТА ЕЕ ОБЪЕМОВ

В ПЕРВЫЕ ЧЕТЫРЕ
МЕСЯЦА БЮДЖЕТНЫЕ
ПОКАЗАТЕЛИ
СУЩЕСТВЕННО НЕ
ИЗМЕНИЛИСЬ

Экономика США

ЗАРЕГИСТРИРОВАННАЯ
БЕЗРАБОТИЦА ВЫРОСЛА
СИЛЬНЕЕ ОБЩЕЙ.
ЭТО ГОВОРИТ
О ВОСТРЕБОВАННОСТИ
ВЫПЛАТ

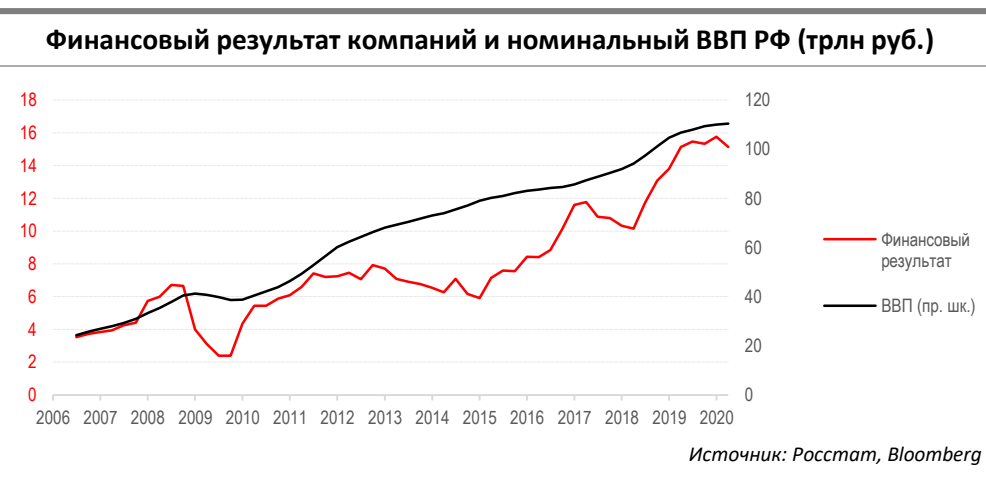
Конституция и выборы-2021

После голосования по Конституции летом 2020 года следующим важным политическим событием станут выборы в Госдуму в 2021-м, которые будут очень важными для властей РФ, особенно с учетом последующих в 2024 году выборов президента. Правительство, например, может попытаться форсировать рост доходов населения, несмотря на проблемы в экономике.

Так, могут предприниматься попытки переложить бремя повышения заработных плат на компании. Хотя без увеличения расходов бюджета или задействования средств ФНБ эту задачу все равно решить не удастся.

Впрочем, с учетом озвучиваемых в последние годы приоритетов, мы не ожидаем серьезного отступления от парадигмы консервативного бюджета, поддержания низкой инфляции и макроэкономической стабильности.

- Риски роста популизма в экономической политике
- Возможность появления новых крупных инфраструктурных проектов
- Вероятно давление на финансовые результаты компаний



Прогноз

Медленное восстановление потребления: высокая безработица и увеличение склонности к сбережениям будут ограничивать скорость восстановления потребительских расходов. Зато эти деньги могут попасть на российский рынок акций.

Финансовые результаты компаний: рост безработицы указывает на снижение дефицита рабочей силы в РФ, поэтому рост заработных плат, обусловленный рыночными факторами, может сильно замедлиться, что позитивно скажется на финансовых результатах компаний.

Постепенная балансировка бюджета. По мере отмены карантина и стабилизации экономики меры поддержки будут достаточно быстро сворачиваться, расходы будут приходить в нормальное состояние.

[Содержание](#)

[Начало раздела](#)

ПРЕДВЫБОРНЫЙ ЦИКЛ
БЛАГОПРИЯТЕН ДЛЯ
ПОТРЕБИТЕЛЕЙ

ЦБ РФ

НАКОПЛЕННЫЙ РОСТ
КОРПОРАТИВНЫХ
ПРИБЫЛЕЙ – РЕСУРС
УВЕЛИЧЕНИЯ
ЗАРАБОТНЫХ ПЛАТ

[Российский рынок акций](#)

[Рублевые облигации](#)

Сырье и валюты

[Содержание](#)



3

[Урбанизация и рост населения](#) 44

[Нефть: обновление сделки ОПЕК+](#) 46

[Драгоценные металлы](#) 58

[Валюты развитых рынков. Евро](#) 50

[Валюты развивающихся стран. Рубль](#) 52

Распространение COVID-19 и попытки правительств всех стран сдержать его через ограничительные меры болезненно ударили по спросу на сырье. Это не только привело к снижению цен на основные сырьевые товары, но и качественно изменило расстановку сил в некоторых сегментах.

Так, распад сделки ОПЕК+ и начавшаяся ценовая война в марте привели к панической распродаже нефти и связанных с ней инвестиционных продуктов, а неспособность стран скоординировать усилия по сокращению добычи вызвала дефицит хранилищ. Из-за этого в какой-то момент ближайшие фьючерсы на сорт WTI торговались по цене ниже нуля. К счастью, сделка ОПЕК+ была восстановлена, причем в расширенном составе, а правительства США и других стран, не вошедших в соглашение, не стали поддерживать добывающие компании с целью сохранить уровни добычи. В итоге цены на нефть стали постепенно восстанавливаться.

Несмотря на события этого года, основные **долгосрочные факторы** (рост населения, урбанизация) роста спроса на сырьевые товары остаются достаточно сильными, чтобы не только компенсировать снижение потребления некоторыми развитыми странами, но и обеспечить долгосрочный рост потребления нефти.

Коронавирус поменял картину и на рынке драгоценных металлов. Если мартовская просадка была синхронной, то восстановление – уже нет. Сначала выкупили золото, как защитный инструмент, потом серебро, как более дешевый инвестиционный аналог золота, а вот платину с палладием пока активно покупать не спешат. Видимо, дело в неопределенности скорости восстановления автомобильного производства, которое очень сильно пострадало из-за ограничительных мер, предусматривающих в том числе ограничение на перемещение людей.

Валютные рынки серьезно потрянуло в период рыночной паники, спровоцированной развалом сделки ОПЕК+, причем движения зачастую слабо поддавались логическому объяснению. Возможно, многие из них были обусловлены массовым закрытием позиций, что, например, может объяснить резкое, но кратковременное укрепление евро.

Российский рубль вел себя примерно так же, как и другие валюты развивающихся рынков: он резко ослабел после развала сделки ОПЕК+, но быстро стабилизировался и затем отыграл большую часть потерь. Благодаря бюджетному правилу влияние колебаний цен на нефть было ограниченным, масштаб ослабления рубля был сопоставим с валютам стран, не экспортирующих нефть или другое сырье, а восстанавливаться рубль начал раньше и активнее, чем цены на нефть.

Самые сильные движения в рубле в последние годы, напомним, были вызваны новостями, касающимися санкций, а также глобальными изменениями отношения инвесторов к рисковому активам.

Население, урбанизация, потребление ресурсов

Урбанизация – последний довод роста ВВП

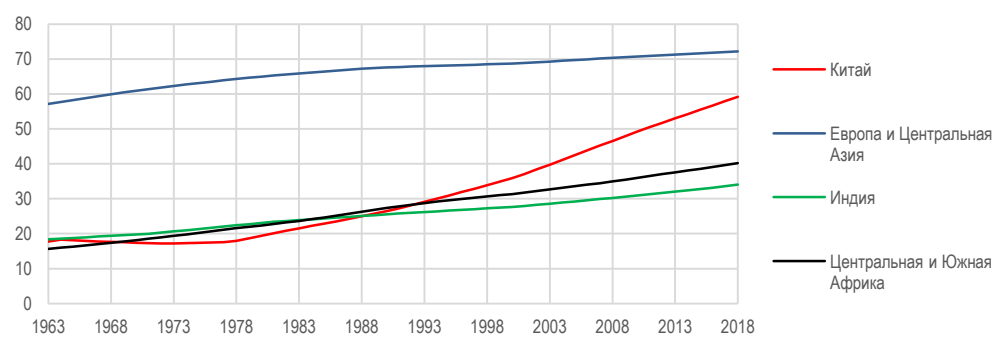
В 1950 году не более 30% жителей Земли проживали в городах, в 2004-м – половина, сейчас – около 55%. К 2050 году, по оценке ООН, в городах будет проживать почти 70% населения. Так как развитые страны уже урбанизированы, до 90% ожидаемого прироста городского населения будет приходиться на страны Азии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

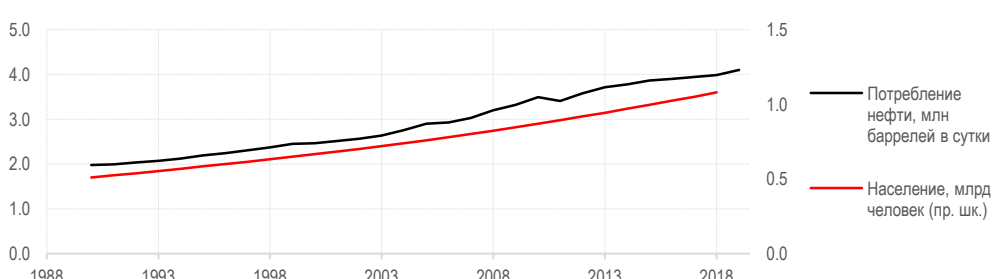
РОСТ ГОРОДСКОГО
НАСЕЛЕНИЯ В МИРЕ
БУДЕТ ОБЕСПЕЧИВАТЬ
СПРОС НА РЕСУРСЫ ДАЖЕ
ПРИ ЗАМЕДЛЕНИИ РОСТА
НАСЕЛЕНИЯ

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 3% 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 1,5% выше темпов роста населения. Пока это модель экстенсивного роста экономики.

Численность населения Африки и потребление нефти



Источник: Worldbank

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

Китай. Контролируемая урбанизация

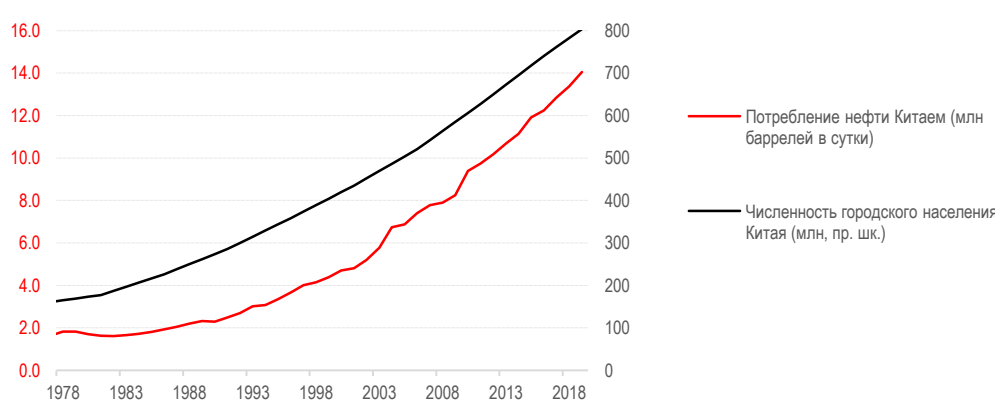
Урбанизация Китая компенсировала замедление роста населения. С 1995 года население Китая росло всего на 0,6% в год, но при этом доля городского населения удвоилась (с 30 до почти 60%). Средние темпы роста ВВП за последние 20 лет – 9%, что на 8,4% выше темпа роста населения.

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 сделано заметное послабление для городов с населением в 3–5 млн.

– Замедление роста ВВП Китая связано с замедлением урбанизации

Численность городского населения Китая и потребление нефти



Источник: Bloomberg

УРБАНИЗАЦИЯ В КИТАЕ –
КОНТРОЛИРУЕМЫЙ
ПРОЦЕСС

[Рынок нефти](#)

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. Мегаполисы 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
ОБЕСПЕЧИВАЕТ
ДОСТАТОЧНО ВЫСОКИЕ
ТЕМПЫ РОСТА
ЭКОНОМИКИ

Нефть: обновление сделки ОПЕК+

ОПЕК+ 2.0

Разногласия между Россией и Саудовской Аравией привели к развалу сделки ОПЕК+, что спровоцировало обвал нефтяных цен, оказавший влияние на самый широкий круг активов. С этого и началась глобальная коррекция.

К счастью, после недолгой ценовой войны удалось организовать новую сделку ОПЕК+, куда вошло больше стран. Добыча в рамках сделки была сокращена на 9,6 млн баррелей в сутки в мае и июне, затем ограничения продлили до конца июля. При этом другие страны, в частности США и Норвегия, хотя и не присоединились к сделке, пообещали содействовать в достижении рынком баланса.

– Восстановление цен на нефть – прямой результат «перемирия»

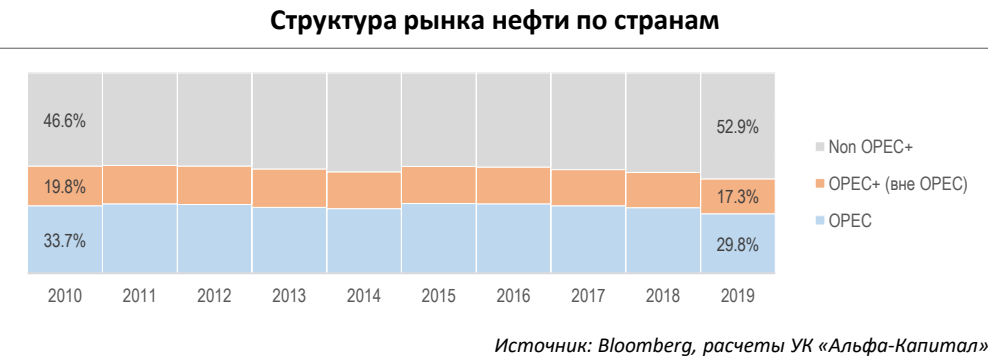


Цена контроля нефтяных цен

В 2019 году доля рынка, приходящаяся на страны ОПЕК+, сократилась с 50,4 до 47,1%. В условиях некоторого снижения мировой добычи нефти странам ОПЕК+ приходилось сокращать добычу еще быстрее, чтобы компенсировать рост в США и некоторых других странах. Так что сделка ОПЕК+ была неустойчива на длинном горизонте, а резкое снижение спроса из-за коронавируса было лишь катализатором закономерного процесса.

– Новая сделка ОПЕК+ устойчивее за счет большего числа участников

– При восстановлении цен на нефть снова возникнет вопрос доли рынка



Глобальная экономика

РАЗРЫВ МЕЖДУ
ДОБЫЧЕЙ И
ПОТРЕБЛЕНИЕМ НЕФТИ
В АПРЕЛЕ ПРИБЛИЖАЛСЯ
К 20 МЛН БАРРЕЛЕЙ
В СУТКИ

В 2019 ГОДУ КОНТРОЛЬ
ЦЕН НА НЕФТЬ
ОБОШЕЛСЯ ОПЕК+
ПОТЕРЕЙ 3,3% РЫНКА

В 2019 ГОДУ ДОЛЯ ОПЕК+
РЕКОРДНО СНИЗИЛАСЬ,
ЧТО НЕ МОГЛО
УСТРАИВАТЬ
УЧАСТНИКОВ СДЕЛКИ

США – главный независимый игрок

Добыча нефти в США достигла 13,1 млн баррелей в сутки (около 13% мировой добычи). Высокие цены вплоть до марта 2020 года позволяли активно инвестировать в разведку, бурение и увеличение добычи в США. После падения цен на нефть в марте сланцевые компании стали банкротиться, а добыча – падать. К середине года она составляла 11 млн баррелей в сутки.

США остались вне ОПЕК+, снижение добычи было обусловлено рыночными факторами. С учетом того что крупные сланцевые компании способны существовать при 25 долл. за баррель, после консолидации отрасли добыча в США может начать быстро расти.

– Сланцевая нефть из США остается главной угрозой ОПЕК+

– Нефтесервисные компании будут испытывать дефицит спроса



Хранилища все еще переполнены

Сохранение высоких объемов добычи нефти при обвале ее потребления вызвало переполнение хранилищ, что в апреле привело к тому, что цена ближайшего фьючерса WTI опустилась ниже нуля. Продавцы нефти готовы были доплачивать покупателям, чтобы не решать вопрос с ее хранением. До конца этого года дефицит хранилищ будет важным фактором, сдерживающим восстановление цен на нефть.

Прогноз

Базовый сценарий: 50 долл. за баррель Brent. Восстановление спроса на сырье будет медленным, а с учетом накопленных запасов, балансировка рынка потребует сохранения жестких ограничений на добычу в рамках ОПЕК+.

Сценарий новой волны снижения цен на нефть возможен в случае новой серьезной волны распространения вируса, введения ограничений, быстрой консолидации нефтяной отрасли и существенного роста добычи в США.

Быстрое восстановление цен на нефть потребует, с одной стороны, хорошей динамики мировой экономики, а с другой – высокой дисциплины выполнения условий сделки ОПЕК+.

Содержание

Начало раздела

РЕЗКОЕ СНИЖЕНИЕ
ДОБЫЧИ В США –
РЕЗУЛЬТАТ РЫНОЧНЫХ
ФАКТОРОВ

Рубль

Прогноз

Позитивный сценарий

Негативный сценарий

Драгоценные металлы

[Содержание](#)

[Начало раздела](#)

Удачный год для золота

Цена золота в 2019 году 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 моменты увеличения спроса на риск инвесторы не торопились от золота избавляться.

Пандемия увеличила спрос на защитные активы, а ультрамягкая политика ФРС обеспечивает ликвидность и околонулевые ставки. Золото просело в цене меньше других активов, а его цена восстановилась быстрее.

В этом году наблюдается увеличение объема золота в физических ETF на этот металл. Это важный сигнал устойчивого спроса со стороны розничных инвесторов, который может компенсировать падение продаж ювелирной продукции, а также сокращение покупок золота центральными банками.

– Основной драйвер роста цен золота – розничные инвесторы

СПРОС НА ЗОЛОТО
СОХРАНЯЕТСЯ ДАЖЕ ПРИ
РОСТЕ ЦЕН РИСКОВЫХ
АКТИВОВ

[ФРС](#)

[Глобальная экономика](#)



Палладий: фундаментальный спрос

Цена палладия в 2019 году выросла на 60%, это лучший результат среди драгоценных металлов. С начала 2017-го цена выросла на 160%, и после такого роста в консенсус-прогнозах заложено сильное снижение в 2020 году. Эти ожидания уже реализовались в 1-м полугодии 2020 года, когда обвал продаж автомобилей и приостановка производства крупными автоконcernами привели к падению спроса на палладий.

Автоиндустрия – основной потребитель палладия, и дальнейшая ценовая динамика будет полностью зависеть от состояния мировой автоиндустрии, а также от того, как быстро снизятся текущие товарные запасы. При этом остается угроза появления и технологии замены палладия на другие, менее дефицитные металлы.

– Повышенные риски на горизонте года из-за возможного наличия больших товарных запасов

[Урбанизация](#)

ВОССТАНОВЛЕНИЕ ЦЕНЫ
ПАЛЛАДИЯ – В ПРЯМОЙ
ЗАВИСИМОСТИ ОТ
АВТОИНДУСТРИИ

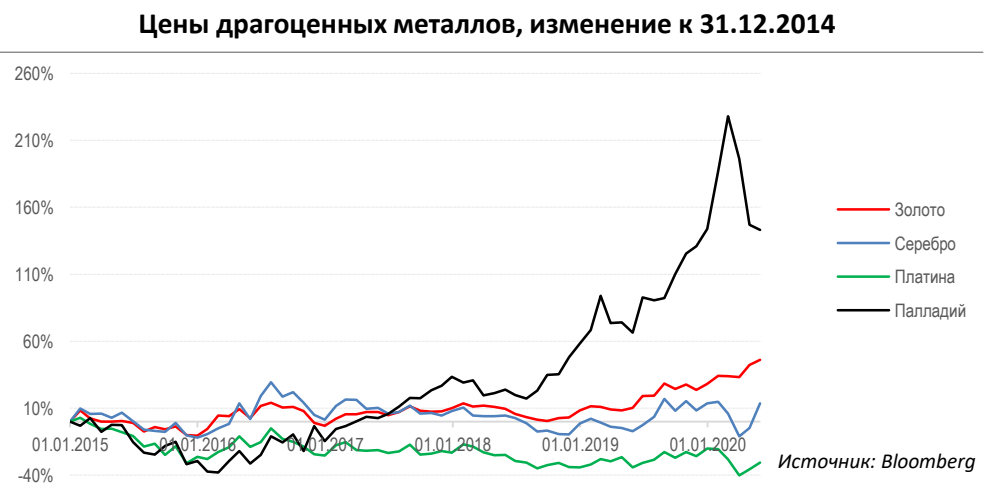
Платина: спекулятивный интерес

Платина продолжает оставаться одним из самых дешевых драгоценных металлов. Это является логическим следствием избытка физического предложения, наблюдающегося четвертый год подряд. Основной объем платины потребляется промышленностью, причем (в отличие от палладия) не только автомобильной. Поэтому общее снижение экономической активности и промышленного производства в мире означает, что избыток предложения данного металла может сохраниться. Спрос на ювелирные украшения также снизился, в том числе на изделия из платины.

Оживление мировой экономики и рост цен промышленных металлов – хороший сигнал для платины. Она не является защитным активом, и ее цена не будет расти в случае усиления глобальных экономических рисков.

- Прямая зависимость от скорости восстановления промышленности
- Драйвером роста цен также могут быть проблемы с предложением

ПЛАТИНА ВЕДЕТ СЕБЯ
КАК ПРОМЫШЛЕННЫЙ
МЕТАЛЛ



Прогноз

Базовый прогноз: рост цены золота до 1800 долл. за унцию в 2020 году.

Более серьезный рост, до 2000 долл. за унцию, возможен в случае появления признаков вторичной рецессии в крупных экономиках и снижения ставки ФРС (например, в форме таргетирования уровня всей кривой доходности, а не только коротких ставок).

Снижение цен на золото до 1500 долл. за унцию также возможно, например, если ФРС придется повышать ставки в ответ на ускорение инфляции в США, вызванное ростом потребительского спроса.

[Прогноз](#)

Евро и другие валюты развитых стран

Сырьевые валюты. Укрепление с низкой базы

Обвал цен на нефть после распада сделки ОПЕК+, а также снижение сырьевых цен из-за ограничений деловой активности вызывали логичное ослабление валют стран с высокой долей сырья в экспорте. В отличие от защитных валют, где резкие изменения курса носили кратковременный характер, сырьевые валюты до конца еще не восстановились.

Стабилизация цен на нефть и перспективы их роста вслед за отменой ограничений, связанных с коронавирусом, должны будут позитивно сказаться и на курсах сырьевых валют.

– Восстановление сырьевых валют по мере стабилизации экономики и роста спроса на сырье



Защитные валюты. Возврат к исходным уровням

Волна нестабильности, запущенная обвалом цен на нефть на фондовых рынках, прошла и через защитные валюты. Отличительной особенностью здесь стало отсутствие возникновения какого-то тренда, это был в чистом виде всплеск волатильности. Исключением являются валюты стран, сильно завязанных на внешнюю торговлю (Сингапур), там динамика курса напоминает сырьевые валюты.

– Восстановление принудительно закрытых позиций в защитных валютах может привести ко второй волне волатильности на валютном рынке



ВОССТАНОВЛЕНИЕ ЦЕН
НА НЕФТЬ БУДЕТ
СПОСОБСТВОВАТЬ
УКРЕПЛЕНИЮ СЫРЬЕВЫХ
ВАЛЮТ

[Нефть](#)

[Драгоценные металлы](#)

ЗАЩИТНЫЕ ВАЛЮТЫ
В УСЛОВИЯХ
КОРОНАВИРУСА НЕ ДАЮТ
ОДНОЗНАЧНЫХ
ПРЕИМУЩЕСТВ

Евро. Движущие силы

На евро в последние годы действуют два противоположных фактора: первый – ухудшение ситуации в экономике, снижающее привлекательность европейских активов. Второй – большой профицит по счету текущих операций, поддерживающий европейскую валюту. Но недавно появился третий фактор – массированные покупки европейских активов ЕЦБ. Для рынка это сигнал, что в ближайшем будущем цены долговых инструментов в евро будут расти, а доходности снижаться. Инвесторы могут поспешить воспользоваться редкой возможностью что-то заработать в евро, что приведет к временному увеличению спроса на евро и его укреплению.

- Укрепление евро – результат активности ЕЦБ (выкуп активов)
- Сохранение давления на евро со стороны слабой экономики
- Сильное устойчивое ослабление евро маловероятно



Макроэкономические риски

Главный источник риска для евро – состояние экономики еврозоны. Она находилась на пороге циклического спада уже в конце 2019 года, и коронавирус лишь ускорил этот процесс. Главный вопрос – достигла ли экономика еврозоны дна и сможет ли она быстро начать восстанавливаться после снятия ограничений.

Прогноз

EUR/USD = 1,1 в конце 2020 года. Экономика еврозоны входила в режим карантина в более сложном положении, чем США, поэтому последствия ограничений могут оказаться очень серьезными. Но от сильного ослабления спасает профицит счета текущих операций и вероятная позитивная динамика ВВП во 2-м полугодии 2020.

EUR/USD = 1,2. Если экономика еврозоны сможет начать быстро оправляться от последствий карантина.

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

[Содержание](#)

[Начало раздела](#)

[ЕЦБ](#)

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 ПОСЛЕ ОТМЕНЫ
КАРАНТИНА ЭКОНОМИКА
ЕВРОЗОНЫ ВЫЙДЕТ НА
ТРАЕКТОРИЮ
ЦИКЛИЧЕСКОГО РОСТА

[Экономика еврозоны](#)

[Прогноз](#)

Рубль и другие валюты развивающихся стран

Встряска карантином

Карантин и охлаждение деловой активности достаточно болезненно сказались на валютах развивающихся стран, особенно тех, которые вошли в «коронакризис» с нерешенными проблемами в сфере экономики и госфинансов. С учетом того что карантин потребует от правительств увеличения расходов, а спад в экономике снизит доходы бюджетов, ухудшение кредитных метрик и рост страновых рисков выглядят неизбежными.

Россия на этом фоне стоит особняком, мы входили в карантин с профицитом бюджета, низким уровнем долговой нагрузки и отрицательным чистым внешним долгом. Несколько месяцев карантина, конечно, приведут и к дефициту бюджета, и к некоторому росту госдолга, но не настолько существенному, чтобы это оправдало заметный рост премии за суверенный кредитный риск РФ.

Тем не менее сильное снижение доходностей в долларах и евро приведет к тому, что инвесторы по мере стабилизации ситуации начнут искать варианты активов, где еще осталась высокая доходность. В этот список попадают бумаги в локальных валютах.

– Долгосрочная динамика валют развивающихся стран будет зависеть от состояния экономик и госфинансов накануне пандемии

– Стабилизация рынков приведет к укреплению валют ЕМ



Российский рубль и норвежская крона

Если в 2019 году динамика курса рубля была схожа с мексиканским песо, что объяснялось тем, что Россия и Мексика в глазах инвесторов имели схожие оценки инвестиционной привлекательности, то в первой половине 2020-го образцом для рубля стала норвежская крона.

Норвегия, как и Россия, имеет большую долю нефти в экспорте и огромные резервы, позволяющие комфортно для госфинансов проходить периоды низких цен на нефть.

РАЗНОНАПРАВЛЕННОЕ
ДВИЖЕНИЕ В ВАЛЮТАХ
ЕМ

[Экономика РФ](#)

[Экономики ЕМ](#)

РУБЛЬ, НЕСМОТРИ НА
СТАТУС СЫРЬЕВОЙ
ВАЛЮТЫ, ВЫГЛЯДИТ
ЛУЧШЕ БОЛЬШИНСТВА
ВАЛЮТ ЕМ

Тренд на укрепление рубля

Когда в 2017 году заработало бюджетное правило, рубль стал похож на другие развивающиеся валюты с тем же списком факторов, влияющих на его динамику. Среди них – внешний новостной фон, инфляционные риски, действия ЦБ, ожидания инвесторов по доходности долговых инструментов, макроэкономические риски. Бюджетное правило привело к тому, что в марте ослабление рубля было сопоставимо с валютами стран ЕМ, не экспортирующих нефть, а восстанавливаться он начал раньше, чем цены на нефть выросли до приемлемых уровней.

Сейчас рубль и вовсе получил поддержку от снижения спроса на иностранную валюту из-за сокращения импорта и обнуления зарубежного туризма (зарубежные поездки в платежном балансе РФ в 2019 году обеспечивали отток в 25 млрд долл.). Кроме того, снижение инфляции и уменьшение ключевой ставки ЦБ РФ способствуют увеличению привлекательности рублевых активов (акций и облигаций).

– Сохранение бюджетного правила сейчас приводит к укреплению рубля

– Геополитика – важный фактор динамики курса рубля



Прогноз

USD/RUB = 65 в базовом сценарии. Постепенное восстановление экономики, спроса на нефть, нормализация статей платежного баланса, включая импорт в значительной степени услуг (в том числе поездки).

USD/RUB = 60. При благоприятном для рубля сценарии он может очень сильно укрепиться. Например, если на фоне восстановления цен на нефть инфляция в РФ останется низкой, а объем зарубежных поездок будет расти медленно.

USD/RUB = 80. 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.

[Содержание](#)

[Начало раздела](#)

ДОЛГОСРОЧНОЕ
ВЛИЯНИЕ КАРАНТИНА НА
РУБЛЬ МОЖЕТ
ОКАЗАТЬСЯ
ПОЛОЖИТЕЛЬНЫМ

[ЦБ РФ](#)

[Рублевые облигации](#)

САМЫЕ СИЛЬНЫЕ
ДВИЖЕНИЯ В РУБЛЕ
СОВПАДАЮТ
С НОВОСТЯМИ,
КАСАЮЩИМИСЯ
САНКЦИЙ

[Прогноз](#)

Сценарии и прогноз

[Содержание](#)



4

[Базовый сценарий](#) 56

[Пессимистичные сценарии](#) 58

[Оптимистичные сценарии](#) 60

[Макроэкономический прогноз: 2-е полугодие 2020 года](#) 62

Как и 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.

Один из наиболее важных вопросов – как будет развиваться ситуация в США и еврозоне. Оба региона находились в зрелой стадии экономического цикла накануне «коронакризиса», поэтому прогнозы по ним и раньше не были особо радужными. Но, с другой стороны, принудительное охлаждение экономики создало задел для длительного циклического роста, а массированные программы фискального и монетарного стимулирования снижают риск того, что экономический шок от коронавируса будет иметь продолжение в виде полноценной рецессии.

Второй вопрос – инфляция. Сейчас мы наблюдаем ее снижение во многих странах, причем как в развитых, так и развивающихся. Но пока не очень понятно, является ли это временным явлением, связанным с сокращением потребительского спроса, или же мы входим в полосу высоких дефляционных рисков. И не приведет ли сочетание роста издержек компаний и массированного печатания денег, наоборот, к ускорению роста цен через некоторое время?

Третий вопрос – торговые войны. Мы рассматриваем их более широко, не только ось Китай – США, но и Британия – ЕС (в рамках Brexit) и даже США – ЕС. До сих пор влияние торговых войн больше проявлялось в настроениях 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 уже может быть вполне фундаментальным, влияющим на макропоказатели. Вынужденное закрытие границ из-за коронавируса может дать новый импульс этому процессу.

Четвертый источник риска – рост долга стран ЕМ и ухудшение общей картины по кредитным метрикам, что, наверное, главный вызов для рынка еврооблигаций. Здесь очень важно сохранение доверия инвесторов к этому классу активов. Из положительных моментов стоит отметить большой приток ликвидности и низкие ставки в долларах и евро, упрощающие задачу обслуживания и рефинансирования долга.

Для российской экономики главный вопрос в ближайшие годы – пойдет ли правительство на ослабление главных принципов макроэкономической политики, чтобы справиться с последствиями карантина, а также в преддверии выборов 2021 и 2024 годов. Самым благоприятным для рынков было бы минимальное увеличение доли популизма при принятии решений.

Базовый сценарий 2-го полугодия 2020

[Содержание](#)

[Начало раздела](#)

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. Восстановительный рост мировой экономики

«Коронакризис», хотя и привел к снижению ВВП большинства стран и продолжит оказывать негативное влияние на уровень экономической активности как минимум какое-то время, сыграл и важную позитивную роль. В частности, он избавил нас от сценария замедления роста мировой экономики, стагнации и рецессии, разом охладив деловую активность до такой степени, откуда обычно начинается здоровый циклический рост.

Так как причины снижения ВВП носят экзогенный для экономики характер (карантин), их исчезновение должно сопровождаться оживлением экономики и запуском процесса циклического роста. Этому также будут способствовать фискальные и монетарные стимулы.

Поскольку карантин мог нанести серьезный ущерб цепочкам создания добавленной стоимости, деловым связям, финансовому состоянию компаний, восстановительный рост будет гораздо менее интенсивным, чем падение. Могут потребоваться годы роста экономики, чтобы ВВП вернулся на те уровни, где он был до карантина.

⇒ **Позитивная динамика по большинству финансовых активов**

2. Интенсивность торговых войн будет низкой

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).

США тактично перестали поднимать торговые вопросы в острый период «коронакризиса», но вернулись к ним при первой возможности.

В базовом сценарии мы исходим из того, что интенсивность обсуждения торговых вопросов снизится, а единственным инициатором останутся США. Другие страны не будут целенаправленно заниматься пересмотром внешнеторговых отношений.

⇒ **Кратковременное влияние новостей по торговой войне на рынки**

3. Восстановление сырьевых цен

Восстановление сделки ОПЕК+, причем в расширенном составе, а также снижение добычи нефти странами, не вошедшими в соглашение, прежде всего США, дают основание считать, что рынок нефти будет двигаться к более-менее сбалансированному состоянию. Поэтому мы ожидаем продолжения роста цен на нефть до конца этого года.

С другой стороны, постепенный характер отмены ограничений и сдержанный рост мировой экономики, а также большие товарные запасы, сформированные в период избытка предложения, будут ограничивать скорость роста цен.

⇒ **Цены на нефть не восстановятся до докарантинных уровней**

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.

⇒ **Сохранение отличных кредитных метрик РФ**

⇒ **Низкое инфляционное давление, низкие доходности**

5. Сохранение доверия к долгу ЕМ

«Коронакризис» ухудшил суверенные кредитные метрики многих стран ЕМ, но в условиях снижения доходностей облигаций к погашению инвесторы вынуждены брать риск для поддержания адекватной ожидаемой доходности портфелей. В результате доходности облигаций ЕМ снижаются.

⇒ **Хорошие результаты портфелей еврооблигаций до конца года**

6. Низкая инфляция

«Коронакризис» случился в тот момент, когда основные экономики не достигли точки перегрева, не сформировалось инфляционных ожиданий. Падение потребительского спроса и увеличение склонности к сбережению приводят к замедлению роста цен. Его не могут разогнать вливания ликвидности, так как деньги оседают в виде резервов, принимающих самые разные формы (избыточные резервы банков, наличные денежные средства, увеличение сбережений, инвестиции в ценные бумаги и пр.).

⇒ **Низкие ставки, низкие доходности по качественным облигациям**

⇒ **Инфляция активов**

Пессимистичные сценарии

[Содержание](#)

[Начало раздела](#)

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.

Некоторые негативные сценарии для одних активов не являются таковыми для других.

1. Вторичная рецессия

Падение ВВП во многих странах, вызванное коронавирусом, является рецессией лишь технически, это не процесс саморазрушения экономики под весом внутренних проблем. Но если оживление экономики после снятия карантинных ограничений окажется слабым и не запустит восстановительные циклы (пример: рост потребления – рост производства – рост доходов – рост потребления), то сценарий уже полноценной рецессии станет вполне реальным. В этом случае мы увидим и снижение цен на нефть, и новую волну падения фондовых рынков, но также и большой объем ликвидности от ФРС и других центральных банков.

⇒ **Сильное снижение на рынках акций и других рисковых активов**

2. Усиление торговых войн

США не забыли о претензиях к Китаю и при первой возможности напомнили о них. При этом вопрос даже не столько в торговле, сколько в защите интеллектуальной собственности, что отражается, в частности, в серьезных нападениях на отдельные китайские IT-компании. Также немаловажен вопрос геополитики и той экономической и политической роли, которую играет Китай не только в регионе, но и во всем мире.

Приближение выборов президента в США и тот факт, что торговые вопросы – одна из немногих сфер, где Трамп может принимать более или менее самостоятельные решения, увеличивают риски эскалации торгового конфликта. Более того, нет никакого смысла решать торговые вопросы до выборов, чтобы не лишиться важного козыря.

Но есть риски и за пределами США. Это и Brexit, где вопросы торговли до конца не разрешены, и то, что падение ВВП сразу большого числа стран уже само по себе будет негативно сказываться на международной торговле. Повышается риск распространения протекционизма в мире. Если другие страны по примеру США начнут пересматривать условия торговли, то результатом будет очень сильный удар по цепочкам создания добавленной стоимости, глобальному разделению труда и в итоге – по мировой экономике.

⇒ **Ухудшение ожиданий по сырьевым рынкам, рост страновых рисков ЕМ, снижение долгосрочных прогнозов роста экономик и рынков акций**

⇒ **Риски дестабилизации экономики Гонконга и всего региона**

3. Распад ОПЕК+

Основную опасность для сохранения существующей сделки ОПЕК+ несут высокие цены на нефть, особенно если они возникнут из-за сильных ожиданий, не подкрепленных столь же сильным ростом физического спроса. Это может позволить сланцевым компаниям США увеличить добычу, что снова поставит вопрос об издержках контроля рыночных цен для картеля, что в конечном счете приведет к его развалу.

⇒ **Снижение цен на нефть, ослабление сырьевых валют**

⇒ **Коррекция на российском рынке акций и корпоративных облигаций**

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 снижать 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.

⇒ **Снижение цен российских активов и некоторых ЕМ, ослабление рубля**

5. Потеря доверия к развивающимся рынкам

Сильное ухудшение кредитных метрик увеличивает вероятность кредитных событий. Наиболее опасным будет ситуация, когда вслед за Аргентиной какая-нибудь другая страна – крупный заемщик если и не окажется в дефолте, то хотя бы начнет вести переговоры с держателями долга об изменении условий выпуска. Такой сценарий возможен в том случае, если восстановление экономик ЕМ застопорится или, что еще хуже, некоторые из них свалятся в рецессию.

⇒ **Распродажа еврооблигаций ЕМ**

⇒ **Увеличение риска дефолтов корпоративных эмитентов**

6. Ускорение инфляции

Потребители – не единственная пострадавшая сторона «коронакризиса». Компании столкнулись с разрушением деловых связей, дефицитом материалов, ужесточением санитарных норм и другими проблемами, вызывающими рост издержек. Если сейчас низкая инфляция может быть связана с распродажей запасов, то через некоторое время цены могут начать расти. Это приведет к изменению ожиданий по ставкам, а возможно, и самих ставок.

⇒ **Рост базовых доходностей**

Оптимистичные сценарии

[Содержание](#)

[Начало раздела](#)

Разные комбинации оптимизма

Единого оптимистичного сценария мы также не приводим ввиду их многообразия в зависимости от сочетания различных факторов. Некоторые сценарии, являясь оптимистичными для одних классов активов, могут не быть таковыми для других.

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

1. Быстрое восстановление деловой активности

Опыт Китая показывает, что снятие ограничений приводит к быстрому восстановлению деловой активности и макропоказателей. Понятно, что по итогам 2020 года нас ждет снижение ВВП и ухудшение основных макропоказателей по подавляющему большинству стран. Но вот вторая половина года может оказаться очень хорошим периодом для рынков и для экономики.

При благоприятном раскладе нынешнее охлаждение экономики карантинном может запустить структурные изменения, которые в итоге увеличат потенциальный ВВП, поэтому скорость восстановления может оказаться намного лучше текущих ожиданий.

В пользу этого сценария говорит то, с какой скоростью регуляторы в этот раз снижали ставки и запускали программы количественного смягчения, а правительства ключевых экономик не медлили с увеличением расходов. Эти меры позволили сохранить финансовое состояние потребителей, а также компаний. Кроме того, короткий срок кризиса дает надежду на то, что не случится критической потери навыков и деловых связей.

⇒ **Сильный рост рынков акций и сырьевых активов**

⇒ **Вероятна коррекция в еврооблигациях на ожиданиях повышения ставок**

2. Затухание торговых войн

Переговоры США и Китая хотя и продвигаются достаточно сложно, но оставляют вероятность достижения соглашения в обозримой перспективе. Это приведет к улучшению новостного фона и уберет один из источников раздражения инвесторов.

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

⇒ **Улучшение перспектив рынка акций и активов стран ЕМ**

⇒ **Улучшение динамики сырьевых рынков**

3. Сырьевое ралли

Если окажется, что низкие сырьевые цены оказали действительно разрушительное влияние на инвестиции в отрасли или что предложение не успевает за растущим спросом, может произойти резкий рост цен сырьевых активов. Это касается и нефти, и промышленных металлов, и даже, возможно, платины и палладия.

⇒ **Укрепление рубля, снижение доходностей по российским долговым инструментам**

⇒ **Рост российского рынка акций**

4. Улучшение отношений РФ с «Западом»

Снятие санкций с РУСАЛа – знаковое событие. Это был чуть ли не первый случай отмены серьезных санкций, затрагивающих рыночные инструменты, с 2014 года. Есть надежда на то, что в 2020-м не будут введены новые серьезные санкции, что благоприятно скажется на отношении иностранных инвесторов к российским активам.

⇒ **Укрепление рубля, рост цен российских активов (и некоторых ЕМ)**

5. Очень низкая инфляция

Хотя низкая инфляция несет в себе серьезные риски, в том числе дефляции, на коротком отрезке она может сильно улучшить результаты портфелей, в первую очередь облигационных. Источником низкой инфляции может послужить слабый потребительский спрос, недостаточные вливания ликвидности и/или ослабший трансмиссионный механизм, когда деньги физически не доходят до реальной экономики.

⇒ **Усиление ожиданий низких ставок в долларах, компрессия спредов по облигациям развивающихся рынков**

⇒ **Компрессия спредов в евро**

6. Оживление экономики еврозоны

Коронавирус сильно встряхнул экономику еврозоны, что приведет к серьезным изменениям на уровне как отдельных стран, так и региона в целом. С учетом большого объема высвободившихся ресурсов, отказа от бюджетного консерватизма, нулевых ставок и большого объема ликвидности, скорость восстановления экономики может оказаться намного выше, чем это видится сейчас.

⇒ **Опережающий рост европейского рынка акций**

⇒ **Укрепление евро**

Макроэкономический прогноз: 2-е полугодие 2020 года

[Содержание](#)

[Начало раздела](#)

Показатель	Базовый прогноз*	min max	Диапазон возможных значений и комментарии к сценариям
СЫРЬЕВЫЕ РЫНКИ			
Нефть Brent	50	35	Быстрое увеличение предложения нефти, медленное восстановление спроса
		65	Хорошие темпы роста мировой экономики и спроса на нефть при сохранении ОПЕК+
Золото (CME)	1800	1500	Перспективы повышения ставок на фоне улучшения макроданных или ускорения инфляции
		2000	Бегство в защитные активы, мягкая политика ФРС, медленное восстановление экономики
МАКРОПОКАЗАТЕЛИ			
Рост ВВП РФ	-4,0%	-7,5%	Медленное снятие ограничений, формирование циклического спада (вторичной рецессии)
		-2,0%	Быстрый восстановительный рост экономики, в том числе за счет роста цен на нефть
Инфляция РФ	3,0%	2,5%	Слабый потребительский спрос, крепкий рубль, ограниченный рост издержек
		4,5%	Ослабление рубля, сильный рост издержек компаний, перекладываемых на потребителей
Ключевая ставка ЦБ РФ	4,0%	3,0%	Крепкий рубль и слабый рост потребительского спроса, низкие внешние инфляционные риски
		6,5%	Ускорение инфляции, бегство иностранных инвесторов, сильное ослабление рубля
Ставка ФРС	0,25%	0,0%	Низкие темпы восстановления экономики США
		0,5%	Разогрев потребительского спроса, быстрое восстановление экономики США, инфляция
РЫНОК АКЦИЙ			
Индекс МосБиржи	+15%	-10%	Низкие сырьевые цены, слабые темпы восстановления экономики, новая вспышка вируса
		+25%	Высокие цены на нефть, приток нерезидентов, сильный внутренний спрос на акции
S&P 500	+10%	-20%	Плохие прогнозы по финансовым показателям компаний, относительно жесткая политика
		+25%	Сохранение низких ставок на фоне нормализации финансовых показателей компаний
MSCI Emerging Markets	+10%	-15%	Новые эпизоды проблем развивающихся рынков
		+15%	Улучшение показателей по экономикам EM, отсутствие проблем в развитых экономиках
РЫНОК ОБЛИГАЦИЙ			
Доходность портфелей рублевых облигаций	+4,5%	0,0%	Ускорение инфляции, повышение ставки ЦБ РФ
		+6,0%	Закрепление инфляции и ключевой ставки на новых низких уровнях
Доходность портфелей валютных облигаций	+5,5%	0,0%	Возникновение ожиданий роста ставки ФРС, признаки рецессии в крупных экономиках EM
		+8,5%	Низкие базовые ставки, улучшение ситуации в EM, большой объем ликвидности
ВАЛЮТЫ			
Рубль/доллар	65	60	Высокие цены на нефть, отсутствие новых санкций, активное расходование ФНБ
		80	Низкие цены на нефть и металлы, усиление санкций, бегство нерезидентов из РФ
Евро/доллар	1,1	1,0	Слабая экономика еврозоны, проблемный Brexit, проблемы в мировой экономике
		1,2	Улучшение показателей еврозоны, «гладкий» Brexit

* Прогнозы изменения цен и доходностей активов указаны в абсолютном выражении за 2-е полугодие 2020 года

Обязательная информация

Информация, изложенная в данном документе, актуальна на 30 июня 2020 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.

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.

Подробную информацию о деятельности ООО УК «Альфа-Капитал» вы можете получить по адресу: 123001, Москва, ул. Садовая-Кудринская, д. 32, стр. 1, тел.: 783-47-83, 8 (800) 200-28-28, а также на сайте компании: www.alfacapital.ru.