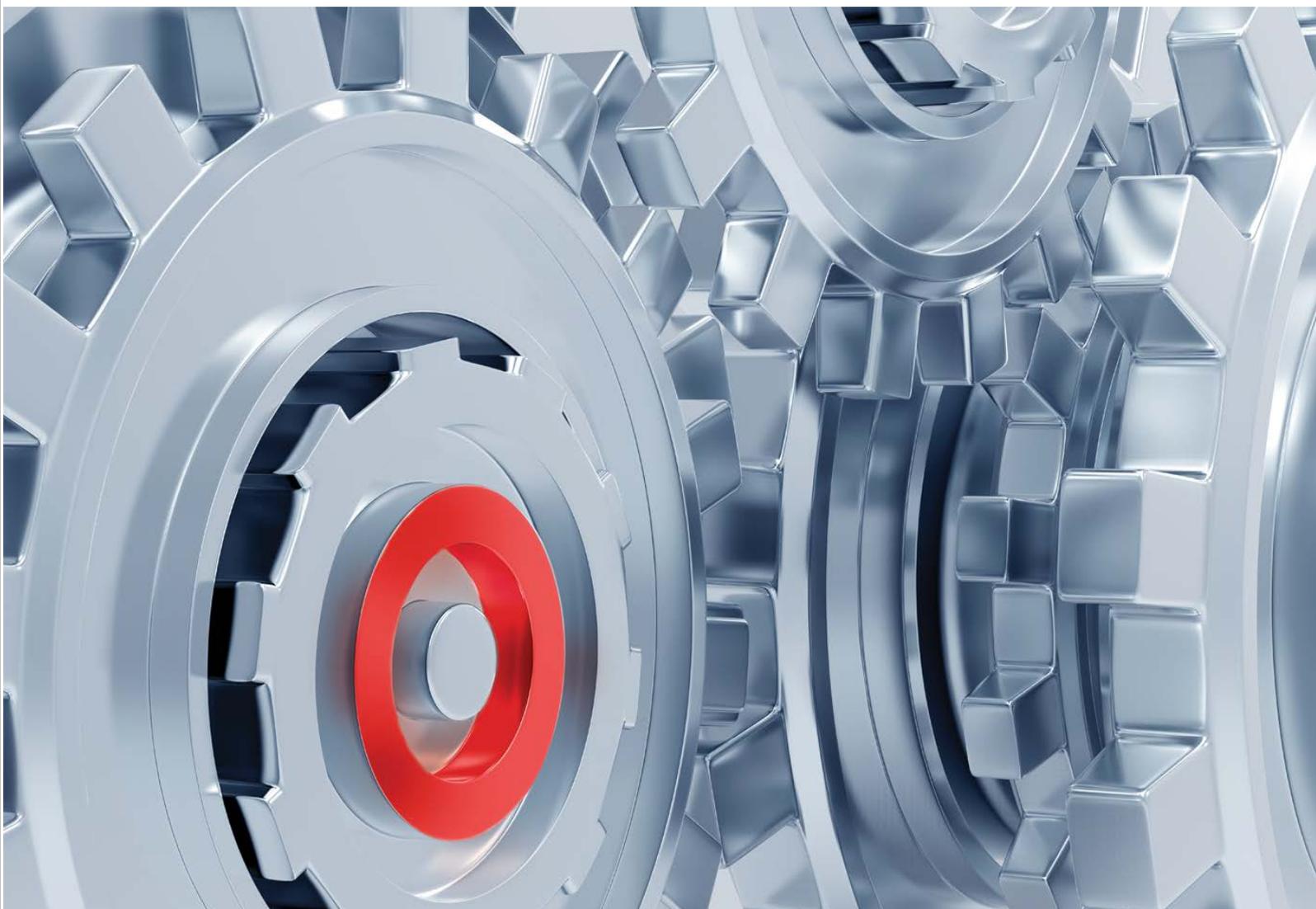


Стратегия–2019

Замедление роста – главная
инвестиционная идея.

Май, 2019



Содержание

Основные классы активов



1

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

Экономика



2

- 16 [Долгосрочные факторы роста](#)
- 18 [Экономика США](#)
- 22 [Торговая война и Китай](#)
- 26 [Еврозона](#)
- 32 [Развивающиеся экономики](#)
- 38 [Российская экономика](#)

Сырьевые рынки



3

- 46 [Нефть](#)
- 48 [Металлы](#)

Сценарии и прогнозы



4

- 52 [Базовый сценарий](#)
- 54 [Пессимистичные сценарии](#)
- 56 [Оптимистичные сценарии](#)
- 58 [Макроэкономический прогноз 2019](#)

Основные классы активов



1

[Стратегия](#) 6

[Еврооблигации](#) 8

[Рублевые облигации](#) 10

[Рынок акций США и Европы](#) 12

[Российские акции](#) 14

2018 год был очень сложным для большинства классов активов. Это касается и рынка акций, где основная часть индексов закрылась в минусе, и рынка облигаций, где наблюдалась устойчивая тенденция к росту доходностей. И хотя в первые месяцы 2019 года ситуация на рынках значительно улучшилась и многие классы активов даже смогли полностью восстановиться после просадки, поводов и причин для беспокойства остается более чем достаточно. Это и курс на пересмотр США условий торговли, переходящий практически в торговую войну, и опасения замедления роста мировой экономики, и масса политических и экономических событий на развивающихся рынках.

При этом важно отметить и ряд позитивных изменений. В первую очередь это смягчение риторики ФРС, избыточная жесткость которой стала одним из поводов для сильной коррекции. Другой источник проблем – повышение НДС в России – имел менее серьезные инфляционные последствия, что позволило ЦБ РФ смягчить риторику и планировать снижение ключевой ставки уже во втором-третьем квартале 2019 года. Санкционные риски также не реализовались.

Европейский рынок хотя и восстанавливался в этом году, но как-то менее уверенно, чем рынок США. Макроэкономические риски в еврозоне выглядят серьезнее из-за их неоднородной природы: замедление роста Германии обусловлено истощением ресурсов циклического роста, в Италии – проблемами с бюджетом, долгом и качеством банковских активов.

С другой стороны, рост оценок экономических рисков еврозоны привел к снижению базовых ставок в евро (доходности 10-летних немецких гособлигаций стали отрицательными). Сужение премий за риск развивающихся рынков привело в итоге к тому, что доходности некоторых суверенных и корпоративных облигаций обнулились.

В долларовой сегменте еще остается пространство для снижения доходностей, но искать интересные инвестиционные идеи становится все сложнее. Число рынков, остающихся недооцененными, стремительно сокращается.

Для рынка акций оставшаяся часть 2019 года обещает быть сложной. Замедление роста мировой экономики может вызвать ухудшение ожиданий по прибылям компаний, что будет давить на фондовые индексы. Но и здесь есть ряд сегментов, которые в подобных условиях могут показывать хорошие результаты, например компании, ориентированные на базовый потребительский спрос (consumer staples), электроэнергетика и услуги ЖКХ (utilities), другие компании со стабильным денежным потоком и историей дивидендных платежей.

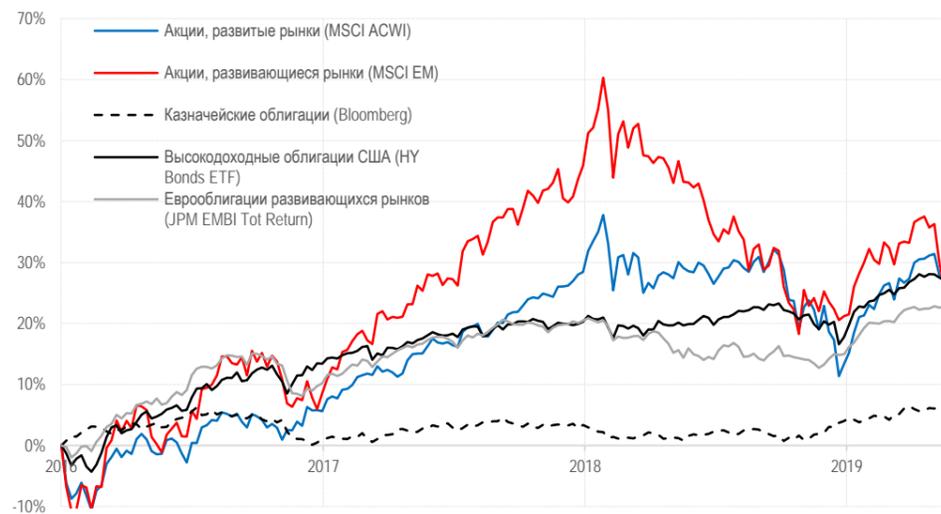
Стратегия-2019. Развитие событий в начале года

Период привлекательных цен оказался коротким

В начале 2019 года наблюдался отскок цен широкого круга активов, многие индексы практически вернулись на исходные значения. Это привело к тому, что оценки акций развитых рынков, а также еврооблигаций развивающихся стран уже не выглядят дешевыми. Поиск идей снова усложнился.

ОТСКОК СНОВА СДЕЛАЛ
МНОГИЕ АКТИВЫ
НЕДЕШЕВЫМИ

**Динамика различных классов активов
(изменение индексов к началу 2016 г.)**



Источник: Bloomberg

Акции: Европа, США

Причиной коррекции на рынках акций развитых стран стало не столько непонятое инвесторами ужесточение риторики ФРС, сколько справедливое беспокойство по поводу возможности продолжения циклического роста. Причем если сравнивать результаты европейского и американского рынков, то более серьезные и явные проблемы с поддержанием роста ВВП в еврозоне вылились в более слабые результаты рынка акций.

С точки зрения текущей стадии делового цикла стоит отдавать предпочтение защитным историям, в частности бумагам с высокой дивидендной доходностью и длинной историей выплат дивидендов. Исторически такие компании гораздо лучше выглядят в периоды нестабильного рынка.

- Зрелые компании с устоявшимися денежными потоками.
- Осторожность с растущими компаниями, чувствительными к состоянию и росту экономики.

ПРЕДПОЧТЕНИЕ
ЗАЩИТНЫМ ИДЕЯМ
В АКЦИЯХ

[> Экономика США](#)

[> Экономика еврозоны](#)

Еврооблигации EM

Весь 2018 год оказался сложным периодом для рынка еврооблигаций, которые болезненно реагировали как на рост ставки ФРС, так и на переоценку страновых рисков. Особенно сильно это проявилось в случае Турции и Аргентины, которые прошли через резкое ослабление валют и бегство инвесторов.

- Другие страны в основном смогли справиться с ситуацией.
- Размеры валютного долга в большинстве стран низки и не являются источником риска.
- Ослабления валют улучшили показатели счета текущих операций.
- Отмечалось сокращение бюджетных дефицитов, пусть и под давлением ухудшения ситуации на долговых рынках.

Цены еврооблигаций в начале 2019 года восстанавливались. Это происходило за счет как сужения премий за риск, так и снижения доходностей казначейских облигаций вслед за смягчением риторики ФРС. Но в результате рыночные доходности оказались на низких уровнях.

- Сбалансированный подход к формированию портфелей. Премия за риск снизилась и не оправдывает его избыточный объем.
- Минимальный риск на облигации в евро. Доходности крайне низкие.

Рублевые облигации

Отношение нерезидентов к ОФЗ в начале 2019 года стало меняться. Менее серьезные, чем ожидалось, инфляционные последствия повышения НДС и ослабления рубля в 2018 году привели к смягчению риторики ЦБ РФ и усилению рыночных ожиданий снижения ключевой ставки.

Санкционные риски также не реализовались, новые законопроекты DASKAA и DETER, направленные против России, не получили серьезной поддержки. Рубль на этом фоне стабилизировался.

- Признаки формирования волны массированных покупок в ОФЗ. Пока снижение доходностей тормозится большими размещениями Минфина.

Российские акции

Российский рынок акций – один из немногих классов активов, завершивших 2018 год в плюсе (индекс МосБиржи +12,3%). Это не считая почти 6%-ной дивидендной доходности по тому же индексу. В первые месяцы 2019 года индекс МосБиржи обновил исторические максимумы, а динамика отдельных бумаг, например Газпрома после новостей о повышении дивидендов, показала, что фундаментально российский рынок недооценен, но есть возможности раскрыть его потенциал.

- Сохраняется долгосрочная привлекательность российского рынка акций.

[> Развивающиеся рынки](#)

[> Турция и Аргентина](#)

ВОССТАНОВЛЕНИЕ РЫНКА
ЕВРООБЛИГАЦИЙ
И СНИЖЕНИЕ
ДОХОДНОСТЕЙ
УЛУЧШИЛИ РЕЗУЛЬТАТЫ
ПОРТФЕЛЕЙ, НО
СНИЗИЛИ
ПОТЕНЦИАЛЬНУЮ
ДОХОДНОСТЬ

ИНФЛЯЦИОННЫЕ
И САНКЦИОННЫЕ РИСКИ
НЕ СРАБОТАЛИ.
НО СНИЖЕНИЕ
ДОХОДНОСТЕЙ ОФЗ ПОКА
СДЕРЖИВАЕТСЯ
КРУПНЫМИ
РАЗМЕЩЕНИЯМИ

[> Политика ЦБ РФ](#)

РОССИЙСКИЕ АКЦИИ
ФУНДАМЕНТАЛЬНО
ПРИВЛЕКАТЕЛЬНЫ

[> Российская экономика](#)

Еврооблигации

Базовые ставки в USD и кредитные спреды

В 2018 году впервые за долгое время ФРС смогла выполнить свой прогноз повышения ставки, по итогам года она выросла с 1,5 до 2,5%, оказавшись в районе нашей оценки ее верхнего значения в этом экономическом цикле.

С начала 2019 года риторика ФРС стала быстро смягчаться, а рыночные ожидания сместились в сторону возможности снижения ставки на горизонте 12 месяцев. Результатом этого стало существенное снижение доходностей казначейских облигаций. Если в начале года мы сохраняли ожидания повышения ставки ФРС еще на 0,25 п.п. в этом цикле, то текущая риторика и рыночные ожидания это практически исключают.

Облигации в евро

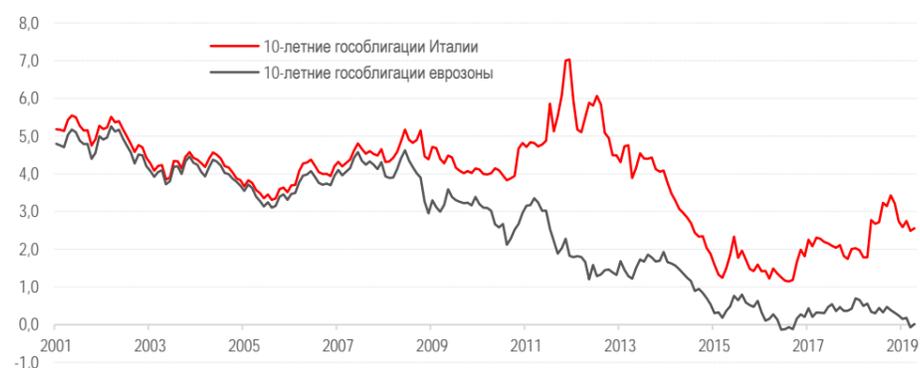
Доходности по 10-летним немецким госбумагам стали отрицательными (впервые после 2016 года). Поэтому в текущей ситуации для формирования портфеля с адекватной доходностью в евро приходится брать на себя повышенные риски. Пример – госбумаги Италии, которые торгуются с доходностью 2,7%.

Схожая ситуация с корпоративными бумагами. Сузившиеся премии за кредитный риск и отрицательные базовые доходности, особенно в коротком сегменте, приводят к тому, что доходности портфелей с адекватным уровнем риска близки к нулю, делая их почти беззащитными против любой рыночной коррекции.

– **Выжидательная позиция в еврооблигациях в евро.**

– **Минимально возможный уровень рыночного риска в портфелях.**

Доходность гособлигаций еврозоны и Италии



Источник: Bloomberg

РИСКИ РОСТА БАЗОВЫХ
СТАВОК В ДОЛЛАРАХ
СЛАБЕЮТ

[> ФРС](#)

СВЕРХНИЗКИЕ БАЗОВЫЕ
ДОХОДНОСТИ –
ОСНОВНОЙ ИСТОЧНИК
РИСКА ДЛЯ
ЕВРООБЛИГАЦИЙ В ЕВРО

[> Евро](#)

Суверенные и кредитные спреды

Сужение суверенных и кредитных спредов в этом году еще не вывело их на те уровни, где началась коррекция, так что еще есть пространство для их сужения. При этом с учетом снижения доходностей по инструментам развитых рынков, спреды и доходности развивающихся рынков могут сузиться сильнее, чем в 2018 году.

Развивающиеся рынки интересны еще по ряду обстоятельств.

- Ограниченное предложение нового долга. Суверенные еврооблигации EM размещаются индикативными объемами лишь для поддержания рынка.
- Ослабление валют EM улучшило показатели счета текущих операций. Снизилась потребность экономик в иностранном фондировании, предложение нового валютного долга EM будет сокращаться.
- Кредитные метрики большинства развивающихся стран остаются на комфортных уровнях. Вероятность суверенных дефолтов крайне низка.

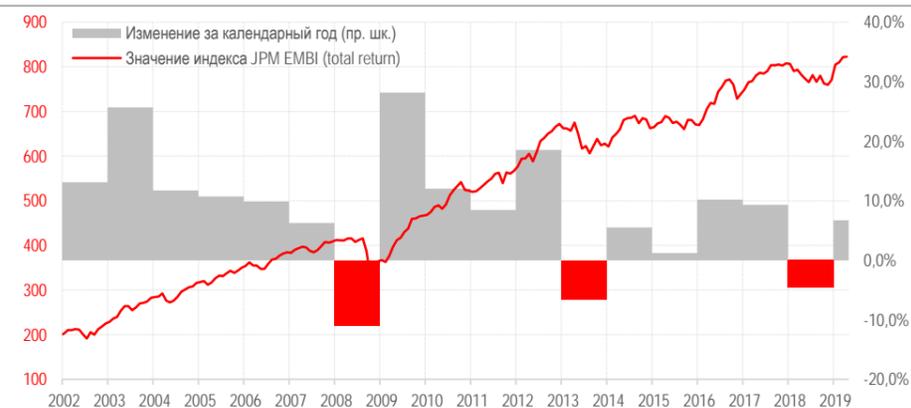
– **Рыночные возможности (сильные просадки в отдельных сегментах) следует активно использовать для улучшения результатов по портфелям.**

ОГРАНИЧЕННОЕ
ПРЕДЛОЖЕНИЕ НОВОГО
ДОЛГА

[> Развивающиеся рынки](#)

РЫНОК ПРОДОЛЖИТ
СОЗДАВАТЬ
ВОЗМОЖНОСТИ
ДЛЯ АКТИВНОГО
УПРАВЛЕНИЯ
ПОРТФЕЛЯМИ

Индекс еврооблигаций развивающихся рынков



Источник: Bloomberg, расчеты УК «Альфа-Капитал»

ЕВРООБЛИГАЦИИ
РАЗВИВАЮЩИХСЯ
РЫНКОВ НЕ СКЛОННЫ
НЕСТИ УБЫТКИ
В ТЕЧЕНИЕ ДЛИТЕЛЬНОГО
ВРЕМЕНИ

Прогноз

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

- +8,0% в базовом сценарии (завершение цикла повышения ставки ФРС, стабилизация доходности казначейских облигаций).
- +10,0% в оптимистичном (снижение ставки ФРС, сужение спредов).
- +2,0% в негативном (рост доходностей казначейских облигаций при расширении суверенных спредов).

[> Прогноз](#)

Рублевые облигации

Базовые условия и прогноз

Рублевые облигации начали 2019 год на высоких уровнях доходности, превышающих текущую и ожидаемую инфляцию. Это было обусловлено опасениями серьезных инфляционных последствий повышения НДС и ослабления рубля в 2018 году. По факту инфляционные риски не реализовались, на пике инфляция составила 5,3%, что меньше ожидавшихся ЦБ РФ 5,5-6%.

Риторика ЦБ РФ смягчилась, спрос на рублевые облигации стал восстанавливаться, в том числе благодаря возвращению нерезидентов, не дождавшихся заметного усиления санкционного режима в отношении РФ. Доходности продолжают снижаться вследствие следующих факторов:

- восстановление спроса на ОФЗ со стороны нерезидентов;
- уменьшение объемов размещений ОФЗ Минфином по мере выполнения плана по заимствованиям на 2019 год;
- сохранение отличных суверенных кредитных метрик и отсутствие крупных кредитных событий по корпоративным бумагам;
- отсутствие новых инфляционных рисков;
- стабильные или растущие цены на нефть.

С высокой вероятностью ЦБ РФ начнет летом цикл снижения ключевой ставки, что приведет к снижению справедливых уровней рыночной доходности.

- **Оправданна умеренно агрессивная позиция в рублевых облигациях.**
- **Увеличение объемов размещений ОФЗ Минфином – сейчас основной сдерживающий фактор для снижения рыночных доходностей.**
- **Есть вероятность формирования волны carry trade в ОФЗ.**

Доля ОФЗ, принадлежащая нерезидентам (по номинальному объему)



Источник: ЦБ РФ

КОНЦЕНТРАЦИЯ РИСКА
В НАЧАЛЕ ГОДА

[> Инфляция и курс рубля](#)

ПОКА НИЗКАЯ ДОЛЯ
НЕРЕЗИДЕНТОВ СНИЖАЕТ
ВАЛЮТНЫЕ РИСКИ

[> Экономика РФ](#)

С НАЧАЛА 2019 ГОДА
ДОЛЯ НЕРЕЗИДЕНТОВ
В ОФЗ СТАЛА РАСТИ,
НЕСМОТЯ НА РОСТ
ОБЪЕМОВ РАЗМЕЩЕНИЯ
ОФЗ МИНФИНОМ

Идеи работы с рублевыми облигациями

Если в начале этого года разумным было придерживаться консервативного подхода при формировании портфеля на фоне явных инфляционных рисков, то к лету сложились все условия для ралли.

- **Рыночный риск смещен в сторону снижения доходности.**
- **Разумно придерживаться высокой дюрации портфелей, избыточная осторожность увеличивает риск отстать от среднерыночной доходности.**

Активное управление может позволить увеличить доходность. Здесь могут сработать следующие идеи.

- Агрессивная дюрация портфеля. Инфляция только недавно прошла пик, и ЦБ РФ еще не приступил к снижению ключевой ставки. Поэтому есть еще возможность сформировать портфель по привлекательным ценам.
- Управление долей корпоративных бумаг. Спреды между ОФЗ и корпоративными облигациями часто не соответствуют фундаментально обоснованным уровням из-за разного состава держателей облигаций.

[> Инфляция и курс рубля](#)

ДОХОДНОСТЬ РУБЛЕВЫХ
ОБЛИГАЦИЙ ДЕРЖИТСЯ
НАМНОГО ВЫШЕ
ИНФЛЯЦИИ

Доходности ОФЗ дают большую премию над инфляцией



Источник: Росстат, Bloomberg

Прогноз

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

- **+10,2% в базовом сценарии (замедление инфляции, стабильные цены на нефть, санкционное давление без усиления).**
- **+13,0% в оптимистичном (замедление инфляции, высокие цены на нефть, ослабление санкционного давления).**
- **+4,5% в пессимистичном (низкие цены на нефть, сохранение повышенной инфляции, новые чувствительные санкции).**

[> Прогноз](#)

Рынок акций: США, Европа

Рынок США: волатильность вернулась

Рынок акций США закончил 2018 год в минусе, поводом для коррекции послужили опасения замедления экономики в сочетании с жесткой риторикой ФРС. В начале этого года риторика ФРС развернулась на 180 градусов, став очень мягкой, но макроэкономические риски, по оценке ФРС, выросли. И даже хорошие данные по ВВП США за I кв. 2019 года были восприняты рынком спокойно на фоне снижения прогнозов роста ВВП.

Тем не менее рынок акций США в первые месяцы 2019 года в основном восстановился после коррекции, индекс S&P 500 в мае даже обновил исторический максимум. Это говорит о том, что инвесторы, хотя и стали осторожнее и пугливее, пока не готовы полностью уходить из рискованных активов.

РЫНОК ВОССТАНОВИЛСЯ
ПОСЛЕ КОРРЕКЦИИ,
СПРОС НА АКТИВЫ
СОХРАНЯЕТСЯ

[> Экономика США](#)

Основные фондовые индексы США



Источник: Bloomberg

Шаткий фундамент для дальнейшего роста

Краткосрочные риски в экономике США остаются низкими, выходящая макростатистика пока не указывает на приближение рецессии. Это важно, так как рецессия является обязательным условием для формирования нисходящего тренда на рынке акций.

С другой стороны, замедление роста экономики будет обусловлено физическими ограничениями на возможность увеличения занятости. Безработица уже на очень низких уровнях, что не только ограничивает потенциал роста занятости, но и давит на заработные платы, увеличивая издержки компаний. Это негативно сказывается на прибылях, а значит, и на оценке акций компаний.

Мы полагаем, что в 2019 году общий тренд на рынке акций США будет скорее боковым при сильных колебаниях относительно среднего значения. И на этом фоне динамика первых месяцев этого года – скорее повод тактически проявить осторожность.

[> Экономика США](#)

НИЗКИЕ КРАТКОСРОЧНЫЕ
МАКРОЭКОНОМИЧЕСКИЕ
РИСКИ, НО УХУДШЕНИЕ
ДОЛГОСРОЧНЫХ
ПЕРСПЕКТИВ

Европейские акции: разочаровывающие результаты

Европейский рынок акций в 2018 году не оправдал ожиданий. Индекс Euro STOXX 600 вернулся на уровни начала 2017 года, снизившись почти на 14%. Это произошло на фоне роста прибылей компаний, высокой для развитых экономик дивидендной доходности. Скорее всего, проблема в сложном отношении инвесторов к европейским активам, которые подвержены сейчас самым высоким макроэкономическим рискам.

Восстановление европейского рынка в первые месяцы 2019 года также было слабым. Ухудшение прогнозов по росту ВВП региона, причем не только в проблемных странах типа Италии, но и в Германии, экономическом локомотиве Европы, заставило инвесторов уходить от риска в европейских активах.

Нераскрывающийся потенциал

Европейские компании оценены ниже по мультипликаторам, у них выше дивидендная доходность, но, как и в случае с евро, раскрыть потенциал мешают высокие оценки макроэкономических и политических рисков региона. Примерами могут служить Brexit, а также приход в отдельных странах к власти партий, выступающих против сбалансированной макроэкономической политики, как это произошло в Италии.

ЭКОНОМИКА ЕВРОЗОНЫ
ОКАЗАЛА СЛАБУЮ
ПОДДЕРЖКУ РЫНКУ

[> Экономика Еврозоны](#)

Основные европейские фондовые индексы



Источник: Bloomberg

[> Евро, шаткий фундамент](#)

Прогноз

Средняя доходность портфелей акций иностранных компаний:

- **+12% в базовом сценарии: частичное восстановление, но отсутствие явно выраженного растущего тренда в течение года.**
- **+20% в оптимистичном: обновление индексами исторических максимумов в отсутствие признаков приближения рецессии.**
- **-10% в пессимистичном: явные признаки приближения рецессии в США и/или другой крупной экономике.**

[> Прогноз](#)

Рынок акций: Россия

По-прежнему недооцененный

Российский рынок по фундаментальным показателям остается одним из наиболее недооцененных классов активов. Мы не питаем иллюзий, что в условиях внешнего давления и санкций он сможет отыграть ощутимую часть этого потенциала.

В то же время хорошие финансовые показатели компаний, стабильная макросреда, высокая дивидендная доходность сильно ограничивают риск устойчивого снижения российского рынка в обозримом будущем, а также увеличивают вероятность возврата на него иностранных инвесторов в случае нормализации внешнеполитической ситуации.

Динамика российского рынка акций в сравнении с развивающимися рынками



Низкие макроэкономические риски

Среди сравнимых по уровню развития стран у России – одни из самых низких макроэкономических рисков. Опыт 2014–2015 годов, а также 2018 года, указывает на то, что российская экономика способна эффективно адаптироваться даже к очень жестким внешним условиям во многом благодаря таким факторам, как:

- низкий размер суверенного долга, особенно валютного;
- консервативная фискальная политика, бюджет сверстан исходя из очень низких цен на нефть;
- плавающий валютный курс (в рамках бюджетного правила);
- жесткая денежно-кредитная политика ЦБ РФ.

Новые санкции могут вызывать локальные распродажи российских активов и ослабление рубля, а также проблемы у отдельных компаний и банков. Но с учетом выстроенных механизмов стабилизации экономики, риск разрастания проблем в полноценный кризис крайне низок.

РОССИЙСКИЙ РЫНОК АКЦИЙ ДАЛЕК ОТ ПЕРЕГРЕВА, РИСК ДЛИТЕЛЬНОГО УСТОЙЧИВОГО СНИЖЕНИЯ НЕВЕЛИК

[> Экономика России](#)

МАКРОСТАБИЛИЗАТОРЫ РАБОТАЮТ ИСПРАВНО, СНИЖАЮТ ПОСЛЕДСТВИЯ КАК НЕГАТИВНЫХ, ТАК И ПОЗИТИВНЫХ ШОКОВ

САНКЦИИ, ИСТОЧНИК РЫНОЧНОГО РИСКА, НА ЭКОНОМИКУ ПОЧТИ НЕ ВЛИЯЮТ

[> ЦБ и Минфин](#)

[> Инфляция и курс рубля](#)

Рост ВВП и прибыли

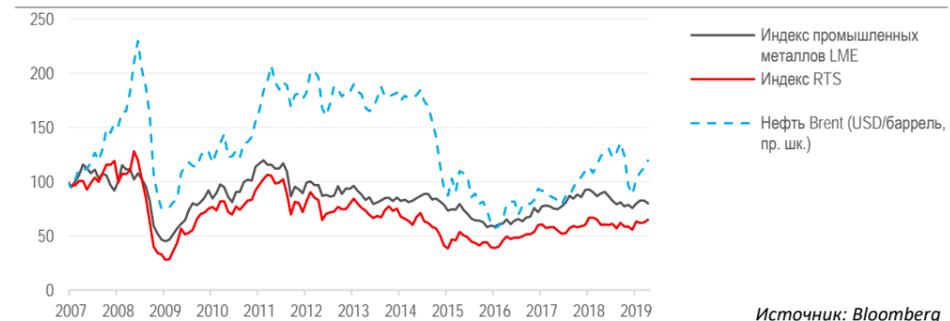
Опыт большинства стран показывает, что ВВП, прибыли компаний и индексы рынка акций на длинном горизонте растут очень близкими темпами. Подобные сравнения в РФ показывают, что российский рынок накопил гигантское отставание от ВВП и прибылей компаний. Ликвидация этого отставания предполагает рост российских фондовых индексов почти в 2 раза.

Одним из следствий низкой цены акций по отношению к прибылям компаний является высокая дивидендная доходность (дивиденды выплачиваются из прибыли). По индексу МосБиржи среднее отношение дивидендов к цене акций достигает 6%.

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

[> Экономика России](#)

Индекс RTS и цены сырьевых товаров (100 = 31.12.2006)



Внутренние и внешние драйверы

Снижение средних цен на нефть в 2019 году относительно 2018 года, а также слабые перспективы роста цен промышленных металлов при замедлении мировой экономики могут негативно сказаться на оценке российских акций.

– **Снижение поддержки со стороны роста сырьевых цен.**

Рост заработных плат и доходов позитивно скажется на потреблении, а рост кредитования – на показателях банковского сектора.

– **Улучшение отношения инвесторов к компаниям, ориентированным на внутренний спрос.**

[> Нефть](#)

[> Металлы](#)

Прогноз

Средняя доходность портфелей акций российских компаний:

- **+14% в базовом сценарии: рынок будет расти за счет сокращения дисконта к другим рынкам.**
- **+21% в оптимистичном: сырьевые цены стабилизируются и начнут расти, потянув за собой сырьевые компании.**
- **–7% в пессимистичном: например, если очень низкие сырьевые цены скажутся на финансовом состоянии нефтегазовых и/или металлургических компаний.**

[> Прогноз](#)

Экономика

Глобальная экономика в 2018 году продолжила расти, хотя чуть медленнее, чем изначально прогнозировалось. Основной причиной этого стало замедление роста в развитых экономиках, в частности быстрое исчерпание эффекта снижения налогов в США, а также торможение роста в Германии. Кроме того, в течение года проявился и ряд проблем в развивающихся экономиках, наиболее яркими примерами стала Турция и Аргентина, но тот или иной вклад внесло очень большое число стран.

В начале этого года прогнозы по росту мировой экономики продолжили ухудшаться. Мы также пересмотрели ожидания и по ставке ФРС, и по действиям других центральных банков в сторону смягчения их риторики. Основной причиной этого стало ухудшение ожиданий по росту ВВП развитых и развивающихся экономик.

Агрессивная политика США в вопросах пересмотра условий торговых отношений с Китаем и связанные с этим процессы, включая давление на отдельные китайские компании, безусловно, внесли свой вклад в ухудшение прогнозов. Тем не менее основной причиной замедления роста мирового ВВП все же является переход экономик глубже в зрелую фазу делового цикла. Так что даже при благоприятном решении торговых вопросов последствия на макроуровне будут скромными.

По той же причине мы не находим состоятельными прогнозы ускорения роста ВВП в 2020 году. И по той же причине не считаем, что нынешнее смягчение риторики ФРС или ЕЦБ является временным. Скорее всего, мы действительно находимся в верхней части цикла ставок в твердых валютах.

2

[Долгосрочные факторы роста](#) 18

[Экономика США](#) 20

[Торговая война и Китай](#) 24

[Еврозона](#) 28

[Развивающиеся экономики](#) 34

[Российская экономика](#) 40

Долгосрочные факторы роста

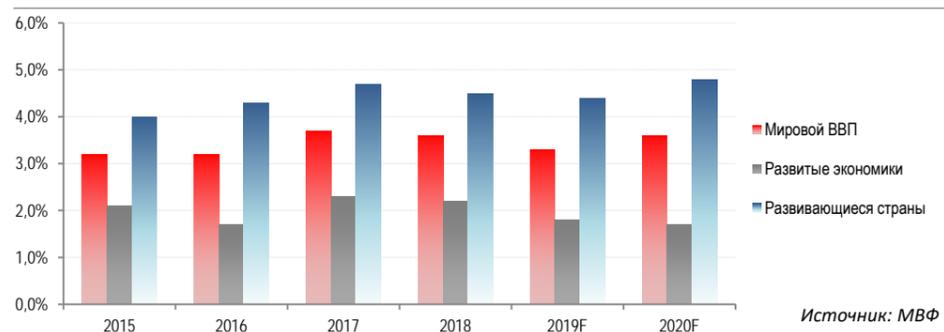
Прогноз МВФ излишне оптимистичен

Согласно последнему обновлению прогноза МВФ, мировая экономика должна в 2019 году вырасти всего на 3,3%, но затем рост должен ускориться до 3,6%. Это, впрочем, типичная картина в прогнозе МВФ, мы думаем, что по мере приближения 2020 года прогноз фонда будет пересмотрен в сторону снижения. Напомним, что первоначальный прогноз роста ВВП от МВФ на 2019 год был 3,9%. МВФ полагает, что ускорение роста мирового ВВП произойдет за счет ускорения роста развивающихся экономик, что выглядит сомнительным на фоне ожидающегося замедления роста развитых экономик и, соответственно, ослабления спроса.

ОЖИДАНИЯ РЫНКА
ИЗБЫТОЧНО
ОПТИМИСТИЧНЫ,
ОСОБЕННО В ПРОГНОЗАХ
НА 2020 ГОД

[>Развивающиеся экономики](#)

Прогноз МВФ по росту мировой экономики (октябрь 2018)



Долг – наиболее распространенная проблема

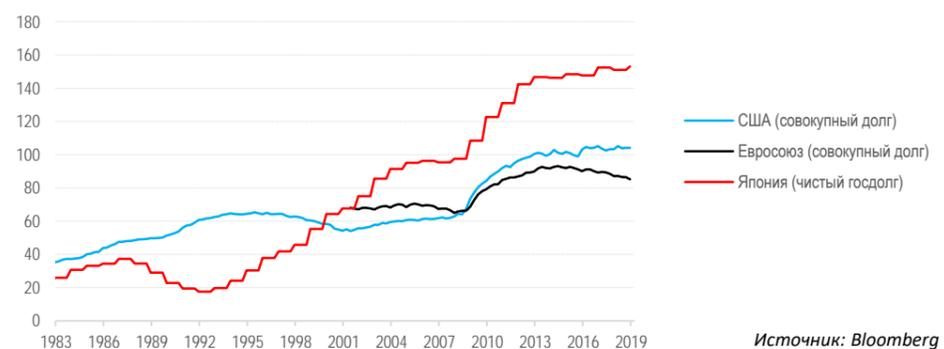
Хотя за прошедший год многим странам удалось снизить дефициты бюджетов, размер суверенной долговой нагрузки мало где перестал расти. Это означает увеличение расходов на обслуживание долга, увеличение потребностей в его постоянном рефинансировании и ограничение возможностей стимулирования экономики за счет дефицита бюджета.

Также это затрудняет задачу повышения ставок из-за увеличения стоимости рефинансирования погашаемого долга.

ВЫСОКИЙ УРОВЕНЬ
ДОЛГА ОГРАНИЧИВЕТ
ВОЗМОЖНОСТИ
ФИСКАЛЬНЫХ СТИМУЛОВ
В СЛУЧАЕ РЕЦЕССИИ

[>Политика ФРС](#)

Суверенная долговая нагрузка наиболее развитых регионов



НИЗКАЯ ИНФЛЯЦИЯ
И НИЗКИЕ ТЕМПЫ РОСТА
РЕАЛЬНОГО ВВП
УСЛОЖНЯЮТ ЗАДАЧУ
СНИЖЕНИЯ ДОЛГОВОЙ
НАГРУЗКИ
ОТНОСИТЕЛЬНО ВВП

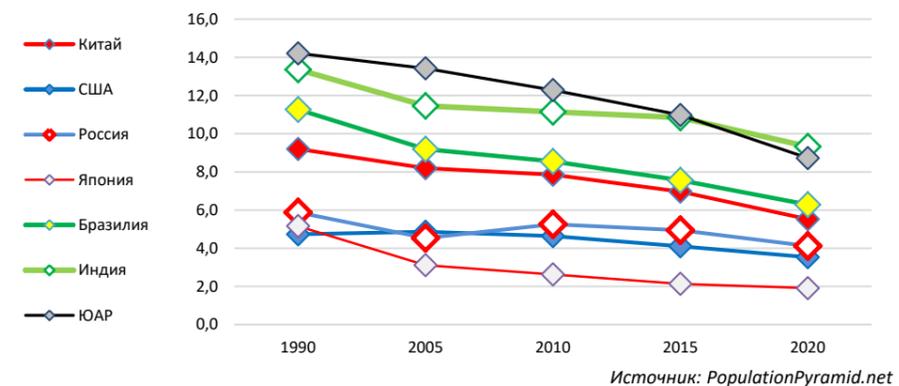
[>Политика ЕЦБ](#)

Демография

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

ДЕМОГРАФИЧЕСКИЕ
ИЗМЕНЕНИЯ
ИСКЛЮЧАЮТ
УСТОЙЧИВЫЕ ТЕМПЫ
РОСТА КРУПНЫХ
ЭКОНОМИК,
СОПОСТАВИМЫЕ
С 20–30-ми ГОДАМИ,
ДО 2008 ГОДА

Отношение числа людей в возрасте 15–65 к числу людей старше 65 лет



БЫСТРЫЙ РОСТ ВВП
МНОГИХ СТРАН
В КОНЦЕ ПРОШЛОГО
ВЕКА ОБЪЯСНЯЕТСЯ
В ТОМ ЧИСЛЕ НИЗКОЙ
РОЖДАЕМОСТЬЮ,
ЗА КОТОРУЮ СЕЙЧАС
ПРИХОДИТСЯ
РАСПЛАЧИВАТЬСЯ

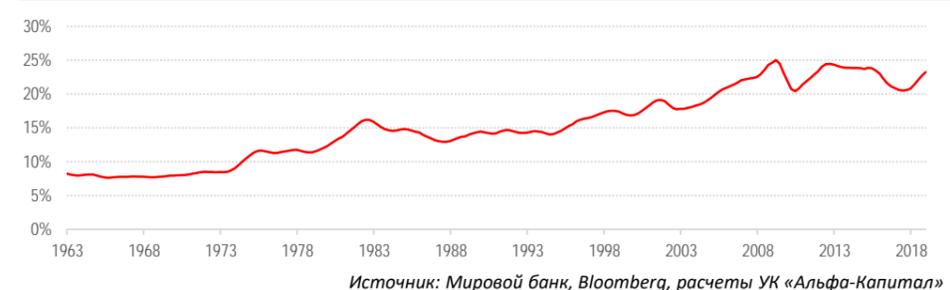
Циклическое замедление

Развитие мировой торговли увеличивало эффективность глобального разделения труда и вносило существенный вклад в рост мирового ВВП. Остановка и, еще хуже, снижение интенсивности мировой торговли – тревожный сигнал, который говорит о снижении потенциальных темпов роста.

Сейчас торговые войны затрагивают лишь малую часть мировой торговли, поэтому прямой эффект минимальный. Но и без них рост интенсивности мировой торговли имеет в последние годы тенденцию к затуханию.

ТОРГОВЫЕ ВОЙНЫ МОГУТ
ПРИВЕСТИ
К ТОМУ, ЧТО ВКЛАД
МИРОВОЙ ТОРГОВЛИ
В РОСТ ВВП СТАНЕТ
ОТРИЦАТЕЛЬНЫМ

Объем мировой торговли (суммарный экспорт или импорт), в % ВВП



ПРЕКРАЩЕНИЕ РОСТА
ИНТЕНСИВНОСТИ
МИРОВОЙ ТОРГОВЛИ –
ОДНА ИЗ ПРИЧИН
СНИЖЕНИЯ
ПОТЕНЦИАЛЬНЫХ
ТЕМПОВ РОСТА ВВП

[>Торговая война США-Китай](#)

Экономика США: отличная динамика, но высокой ценой

Хорошие показатели, но ухудшение ожиданий

Макропоказатели США не указывают на серьезные проблемы.

- Рост ВВП в 2018 году ускорился до 2,9% – следствие снижения налогов.
- Безработица снизилась до 3,7% – крайне низкое значение.
- Инфляция перевалила за отметку 2% – соответствует цели ФРС.

При этом опережающие индикаторы указывают на возможность замедления роста. Индексы ISM и PMI выше 50 пунктов, **но заметно снизились с начала этого года**. Это может говорить о некотором охлаждении деловой активности на обозримом горизонте.

Индексы ISM (PMI) по экономике США



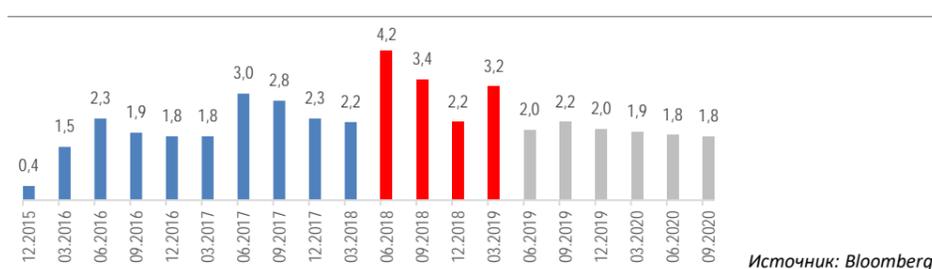
Импульс от налоговой реформы

Налоговая реформа Трампа привела к ускорению роста экономики США в 2018 году до 2,9% (в 2017 году рост составил 2,2%). И даже в первом квартале 2019 года рост ВВП составил 3,2%, по предварительным оценкам.

Эффект фискальных стимулов носит временный характер, и он уже исчерпывается. В I кв. 2019 года сильный рост ВВП был обеспечен в основном ростом инвестиций в товарно-материальные запасы, что на текущей стадии делового цикла скорее признак слабого спроса, чем ожиданий его сильного роста в скором будущем.

- Замедление роста ВВП США при отсутствии новых стимулов.
- Ухудшение ожиданий по росту ВВП США в 2020 году и далее.

Рост ВВП США (квартальные данные)



ЯВНЫХ ПРИЗНАКОВ
ПРИБЛИЖЕНИЯ
РЕЦЕССИИ ПОКА НЕТ

БЕЗ НОВЫХ ФИСКАЛЬНЫХ
ИЛИ МОНЕТАРНЫХ
СТИМУЛОВ ЭКОНОМИКА
США БУДЕТ
ЗАМЕДЛЯТЬСЯ

ЧЕМ НИЖЕ
БЕЗРАБОТИЦА, ТЕМ
СЛАБЕЕ ЭФФЕКТ
ФИСКАЛЬНЫХ
И МОНЕТАРНЫХ
СТИМУЛОВ

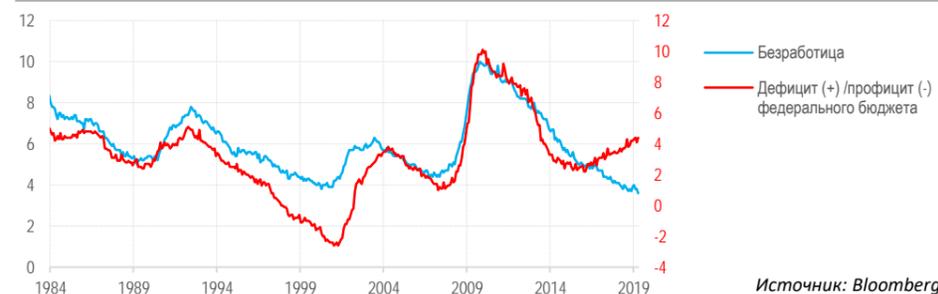
Необычный рост дефицита бюджета

Дефицит федерального бюджета США в 2018 году составил 4,2% ВВП, а в 2019-м, по прогнозам, увеличится до 4,5%. Рост дефицита бюджета – странное явление на фоне **низкой безработицы и хорошего состояния экономики**. Значительный вклад внесло снижение налога на прибыль. Ускорение роста ВВП оказалось кратковременным и недостаточным для компенсации снижения поступлений ростом сборов по другим налогам.

– Ускорение роста ВВП в последние годы оплачивается ростом дефицита, а не используется для его сокращения.

– В момент рецессии возможностей для реакции будет меньше обычного.

Баланс бюджета и состояние рынка труда в США

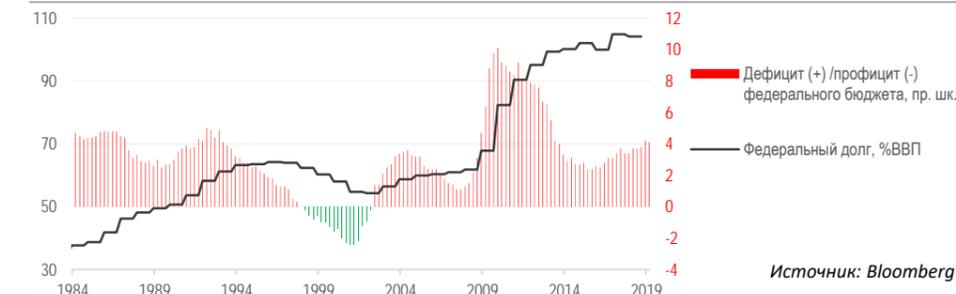


Преждевременное фискальное стимулирование

Из-за возросшего дефицита бюджета у правительства США будет гораздо меньше возможностей для купирования кризиса, когда экономика начнет скатываться в рецессию, а долговая нагрузка будет расти быстрее обычного.

- Повышение долгосрочных макроэкономических рисков.
- Необходимость смягчения долгосрочных ориентиров по ставке ФРС.
- Ограниченные возможности для сворачивания баланса ФРС.

Состояние бюджета и суверенная долговая нагрузка федерального правительства США



ФИСКАЛЬНЫЕ СТИМУЛЫ
В ТЕКУЩЕЙ СИТУАЦИИ
СЛАБО ВОЗДЕЙСТВУЮТ
НА ЭКОНОМИКУ

[>Экономика США](#)

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

ФИСКАЛЬНЫЕ СТИМУЛЫ
– ЧАСТЬ АНТИКРИЗИСНЫХ
МЕР, ВЫСОКИЙ ДЕФИЦИТ
НА ВХОДЕ
В РЕЦЕССИЮ СНИЖАЕТ
ПРОСТРАНСТВО ДЛЯ
МАНЕВРА

[>Политика ФРС](#)

Ставка ФРС: цикл повышения ставки завершен

Рынок больше не ждет повышения ставки

В феврале 2018 года Джером Пауэлл сменил Джанет Йеллен на посту главы ФРС. Более решительный подход нового главы и хорошая макростатистика позволили ФРС впервые за много лет выполнить свой план по повышению ставки, доведя ее к концу года до 2,5%.

Большую часть 2018 года риторика ФРС оставалась довольно жесткой, что сформировало ожидания продолжения агрессивного повышения ставок в 2019-м. Но к концу 2018 года тон заявлений начал резко смягчаться. Этому способствовал как рост волатильности на рынке акций США, так и менее благоприятные оценки и прогнозы ФРС. Возможно, сказалось и то, что президент США, нарушив традицию невмешательства в действия ФРС, неоднократно критиковал слишком агрессивное повышение ставок.

В начале 2019 года риторика ФРС и дальше смягчалась, рыночные ожидания склоняются к тому, что следующим движением ставки ФРС будет ее снижение.

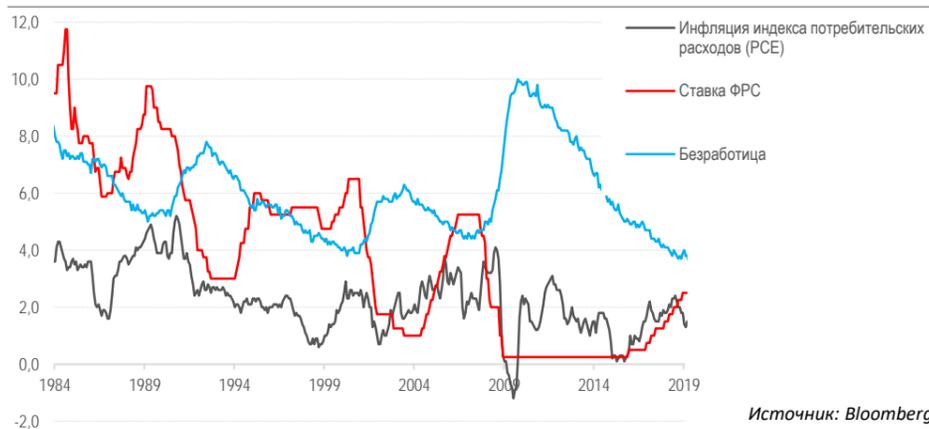
Ставка ФРС – внутренний параметр

Действия ФРС в 2018 году в очередной раз подтвердили идею о том, что они всецело определяются состоянием экономики и рынков. Если ускорение роста ВВП США на налоговых стимулах позволило ФРС агрессивно повышать ставки, то ожидания замедления экономического роста в 2019 году привели к резкому снижению прогноза по ставке на следующий год. Ожидаемая рынком верхняя граница ставки на конец 2019 года снизилась с 3–3,25% (в сентябре 2018 года) до 2,25–2,5% (на текущий момент).

– **Снижение ожиданий по ставке согласуется с ухудшением прогноза по росту ВВП США.**

– **Без фискальных стимулов ФРС будет следовать мягкой политике.**

Низкая безработица и ускорение инфляции позволяли ФРС повышать ставку



ВЫПОЛНЕНИЕ
ОБЕЩАНИЙ ФРС ПО
ПОВЫШЕНИЮ СТАВКИ
СТАЛО ВОЗМОЖНЫМ
ТОЛЬКО БЛАГОДАРЯ
НАЛОГОВЫМ СТИМУЛАМ

ОЖИДАНИЯ ПО СТАВКЕ
ФРС НА 2019 ГОД
ОТРАЖАЮТ ОЖИДАНИЯ
ЗАМЕДЛЕНИЯ РОСТА
ЭКОНОМИКИ США

Низкая доходность казначейских облигаций

Рост доходностей 5-, 10- и даже 30-летних казначейских облигаций, случившийся в 2018 году на фоне роста ключевой ставки ФРС, уже полностью отыгран назад. То, что ставка ФРС сейчас выше, чем была год назад, говорит о том, что в цены облигаций закладывается более мягкий сценарий по ставке ФРС, чем это было год назад.

– **Доходность 10-летних казначейских облигаций ниже ставки ФРС.**

– **Без ускорения инфляции доходности устойчиво расти не будут.**

Соотношение доходностей казначейских облигаций и ставка ФРС



ПЛОСКАЯ КРИВАЯ
ДОХОДНОСТИ
КАЗНАЧЕЙСКИХ
ОБЛИГАЦИЙ ЯВЛЯЕТСЯ
ПРЕДВЕСТНИКОМ
ОКОНЧАНИЯ ЦИКЛА
ПОВЫШЕНИЯ СТАВКИ ФРС

[> Рынок еврооблигаций](#)

Баланс ФРС

В конце 2017 года ФРС начала сокращать баланс. Размер активов на балансе ФРС снизился с тех пор с 4,45 трлн долл. (23,6% ВВП) до 3,87 трлн долл. (18,7% ВВП). Изначальный план предполагал постепенное увеличение объемов отказа от реинвестирования. Но ФРС в этом году объявила о планах завершить эту программу в сентябре 2019 года.

– **Первым признаком завершения цикла ужесточения денежно-кредитной политики может считаться объявление о прекращении программы сокращения баланса ФРС.**

Прогноз

Ставка ФРС в конце 2019 года – 2,5% (без изменений к концу 2018-го).

Мы исходим из замедления роста ВВП США, отсутствия новых налоговых стимулов, но при этом отсутствия явных признаков приближения рецессии.

Фактическая динамика экономических показателей будет определяющей для ставки ФРС и рыночных ожиданий. Поводами для ужесточения денежно-кредитной политики могут стать ускорение инфляции или новые налоговые стимулы. **Ставка может быть снижена в случае ухудшения выходящих макроэкономических данных.**

ПРЕКРАЩЕНИЕ
ПРОГРАММЫ
СОКРАЩЕНИЯ БАЛАНСА
ФРС УЛУЧШИТ
СООТНОШЕНИЕ СПРОСА
И ПРЕДЛОЖЕНИЯ
И СНИЗИТ ОЖИДАНИЯ ПО
ДОХОДНОСТЯМ

[> Прогноз](#)

США – Китай: главный фронт торговой войны

Китай – США: торговая война в самом разгаре

Экспорт из Китая в США – около 550 млрд долл. (3,6% от ВВП Китая), из США в Китай – 155 млрд долл. (менее 1% от ВВП США). Китай – страна, с которой у США самый большой торговый дефицит, поэтому она первая на очереди в вопросах пересмотра условий торговли. У США к Китаю масса других претензий – например, по вопросам прав интеллектуальной собственности, усложняющим достижение соглашения.

В сентябре США ввели 10%-ные пошлины на товары, ввозимые из Китая, на сумму 250 млрд долл. в год, а после провала переговоров в начале 2019 года, они были повышены до 25%. Китай ввел ответные пошлины, затронувшие 60 млрд долл. экспорта США.

Пошлинами дело не ограничилось. Например, под американские санкции попало Минобороны Китая за покупку российских самолетов и систем С-400. В Канаде по запросу США была арестована CFO Huawei, обвиненная в нарушении санкций против Ирана. Сюда же стоит отнести ограничения на использование продукции ZTE, а также прямой запрет на работу с Huawei для американских компаний в мае 2019 года и слухи о похожих санкциях против других производителей электроники.

Китай, со своей стороны, не может позволить себе серьезные уступки. Во-первых, экспорт в США составляет около 20% от общего объема, проявление слабости может спровоцировать других торговых партнеров задаться вопросом о пересмотре условий торговли. Во-вторых, Китай вряд ли готов идти на уступки за рамками торговых вопросов, в частности заимствований технологий.

– С учетом высокой цены вопроса и того, что он всерьез не поднимался слишком долго, спокойное течение переговоров маловероятно.

– По мере закрытия вопросов по другим направлениям давление на Китай со стороны США будет нарастать.

Сценарий продолжения торговой войны

Если 10–25%-ми пошлинами будет обложен весь китайский экспорт в США, то рост ВВП Китая замедлится, по разным оценкам, на 1,0–1,5 п.п. в 2019 году.

Но гораздо опаснее, что будут нарушены цепочки создания добавленной стоимости. А это будет иметь непредсказуемые последствия, причем не только для Китая, но и для США. Надежды на быстрое импортозамещение с учетом близкой к полной занятости экономики США, скорее всего, не оправдаются.

– Повышение риска для глобальной экономики.

– Пока торговые разногласия не выйдут за рамки отношений США со своими торговыми партнерами, что является главным ограничением возможных негативных последствий.

ТОРГОВЫЕ ВОПРОСЫ –
ЛИШЬ ЧАСТЬ ПРЕТЕНЗИЙ
СО СТОРОНЫ США

КИТАЙ НЕ МОЖЕТ
ПОЗВОЛИТЬ СЕБЕ
БОЛЬШИЕ УСТУПКИ.
ОСОБЕННО
ЗА ПРЕДЕЛАМИ
ТОРГОВЫХ ОТНОШЕНИЙ

ПОСЛЕДСТВИЯ ТОРГОВОЙ
ВОЙНЫ МОГУТ
ОКАЗАТЬСЯ ГОРАЗДО
СЕРЬЕЗНЕЕ В СЛУЧАЕ
РАЗРУШЕНИЯ ЦЕПОЧЕК
СОЗДАНИЯ
ДОБАВЛЕННОЙ
СТОИМОСТИ

ЕС не устоял под напором США

США в переговорах с ЕС в 2018 году удалось достичь весьма заметных успехов по торговым вопросам. Стороны отказались от идеи введения новых пошлин, в первую очередь на автомобили, и договорились минимизировать существующие. Переговоры, намеченные на этот год, пока отложены, но вопрос, очевидно, не закрыт.

Например, США могут добиться увеличения покупок ЕС американского СПГ, в том числе за счет сокращения поставок газа из России.

Договор НАФТА обновлен

США, Мексика и Канада согласовали новую версию НАФТА, которое переименовано в USMCA (Соглашение между США, Мексикой, Канадой). США по итогам обсуждений получили довольно значительные уступки в автомобильной и молочной промышленности.

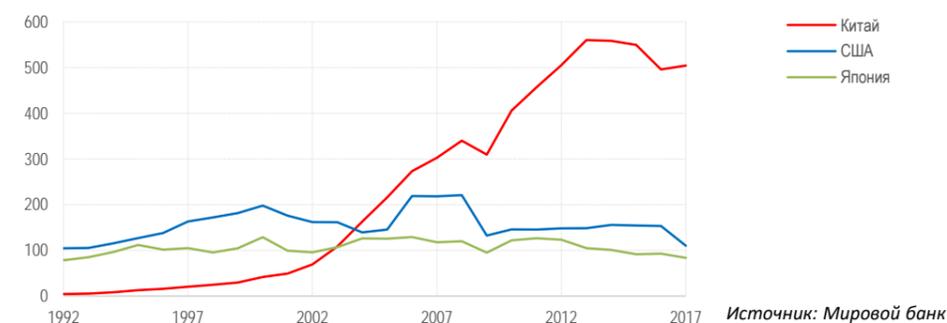
Итоги этих переговоров указывают на то, что жесткий подход США к торговым вопросам и введение пошлин – это действия по усилению собственной переговорной позиции, принуждению торговых партнеров к переговорам.

Поэтому высока вероятность, что и с Японией, и с Евросоюзом также будут в скором времени заключены новые договоры, что снизит оценку глобальных рисков.

В ОТСУТСТВИЕ ДРУГИХ
РАЗНОГЛАСИЙ ТОРГОВЫЕ
ВОПРОСЫ РЕШАЮТСЯ
ДОСТАТОЧНО БЫСТРО

США СОХРАНЯЮТ
СИЛЬНОЕ ВЛИЯНИЕ НА
СОСЕДЕЙ, ИМЕЯ
БОЛЬШОЙ ВЕС
В МИРОВОЙ ЭКОНОМИКЕ

Экспорт высокотехнологической продукции (млрд долл. в год)



Прогноз

Пока мы не видим веских причин для прекращения попыток США пересмотреть условия торговли с основными партнерами. Возможно, при приближении выборов президента в 2020 году руководство США попытается довести переговоры до какого-то логического завершения, чтобы иметь козыри для привлечения избирателей.

Китай: огромный источник неопределенности

Второй номер после США

Китай – вторая крупнейшая экономика в мире после США. ВВП в 2018 году достиг, по оценке МВФ, 13,4 трлн долл. (15% мирового ВВП). Китай занимает доминирующую позицию в мировой торговле с объемом экспорта 2,4 трлн долл. и занимает 2-е место в мире по объему импорта с 1,5 трлн долл. (на 1-м месте – США с 2,4 трлн долл.).

Китай по праву считается мировой фабрикой. В структуре экспорта свыше 90% занимает промышленная продукция, около 4% – продукция сельского хозяйства, 2% приходится на топливо.

В структуре импорта промышленная продукция составляет 65%, сельского хозяйства – 10%, топлива – 20%.

Структура экспорта Китая по странам



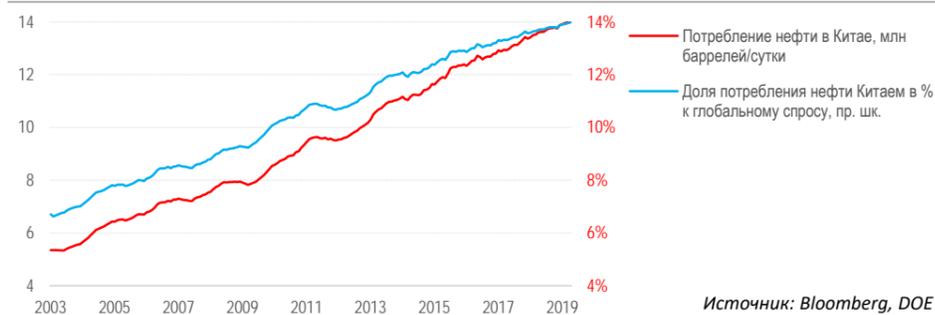
Источник: UN Comtrade

Китай – крупный потребитель нефти

Китай занимает 2-е место в мире после ЕС по импорту топлива и полезных ископаемых (сырья), поэтому состояние промышленности и деловая активность оказывают существенное влияние на состояние сырьевых рынков.

– Состояние китайской экономики – основной фактор увеличения спроса на нефть, а также промышленные металлы.

Рост потребления нефти Китаем намного опережает среднемировые уровни



Источник: Bloomberg, DOE

КИТАЙ НЕ ПРОСТО КРУПНАЯ ЭКОНОМИКА, НО И ОЧЕНЬ СИЛЬНО ИНТЕГРИРОВАННАЯ В МИРОВУЮ ЭКОНОМИКУ

НА США ПРИХОДИТСЯ 20% ЭКСПОРТА КИТАЯ, ПРЯМЫЕ ПОСЛЕДСТВИЯ ТОРГОВОЙ ВОЙНЫ ОГРАНИЧЕННЫ

[>Нефть](#)

Большая экономика – большие риски

Ровный и быстрый рост экономики Китая в последнее десятилетие вполне может продолжиться, плавно затухая по мере исчерпания эффекта низкой базы. Но росла не только экономика, но и экономические риски.

– Обострение торговых отношений с США расценивается как один из основных рисков для глобальной торговли и во многом – для роста мировой экономики. И если к концу 2018 года наметился определенный прогресс, который дал повод для оптимизма, то перспективы на 2019 год пока все еще довольно неопределенные.

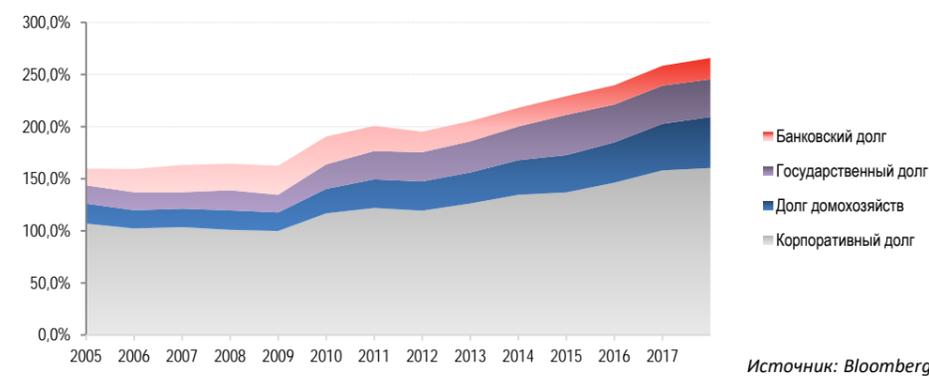
– Замедление роста экономики обусловлено не только тем, что по мере роста благосостояния экономика теряет некоторые конкурентные преимущества, но и непростой демографической ситуацией (стареющим населением). С учетом высоких PMI, пока наиболее вероятно лишь плавное замедление в рамках тенденций последних лет.

– Растущий теневой банковский сектор не подчиняется регулированию и, соответственно, может стать источником нестабильности в случае резкого ухудшения состояния экономики. Объем теневого сектора, по грубым оценкам, уже сопоставим с размером ВВП Китая.

– Высокая закредитованность китайской экономики. По некоторым оценкам, она уже превысила уровень развитых, что означает повышенные финансовые риски.

– Пока правительству Китая удавалось достаточно эффективно противостоять влиянию на экономику лопающихся «локальных пузырей». Это основная причина, по которой мы в базовый сценарий не закладываем развитие кризиса в этой стране.

Структура и динамика долговой нагрузки Китая



Источник: Bloomberg

В ОТСУТСТВИЕ ДРУГИХ РАЗНОГЛАСИЙ ТОРГОВЫЕ ВОПРОСЫ РЕШАЮТСЯ ДОСТАТОЧНО БЫСТРО

[> Долгосрочный рост](#)

ЭКОНОМИЧЕСКАЯ МОДЕЛЬ КИТАЯ, А ТАКЖЕ СЛОЖНОСТЬ С ДОСТУПОМ К НАДЕЖНЫМ ДАННЫМ СИЛЬНО ЗАТРУДНЯЮТ ОЦЕНКУ РИСКОВ

Еврозона: рост сломался

Рост экономики – на уровне прошлых циклов

В 2018 году обогнать США по росту ВВП у еврозоны не получилось, что связано как с налоговыми стимулами, ускорившими рост в США, так и с замедлением роста ВВП в ряде крупных стран региона.

Тем не менее главное препятствие роста ВВП еврозоны – неоднородность экономик. Из-за этого число и разнообразие рисков выше, чем в других регионах. Например, если у одних стран проблемы в финансовом секторе, острая потребность в реформах (Италия, Испания), то другие упираются в ограничения, характерные для поздней стадии цикла (Германия).

– Замедление роста в базовом сценарии.

– Низкая эффективность мер монетарного стимулирования.



Госдолг и бюджетный дефицит

Ситуация с госдолгом еврозоны улучшается благодаря росту экономики и снижению среднего уровня дефицитов бюджетов. Но при рассмотрении отдельных стран ситуация выглядит более тревожной. За исключением Германии, уровень суверенной долговой нагрузки очень высок.

– Сохранение повышенных рисков, связанных с суверенным долгом отдельных стран региона.

Макроэкономические показатели отдельных стран еврозоны

	Рост ВВП, %	Безработица, %	Баланс бюджета (в % ВВП)	Госдолг ВВП, %	Счет текущих операций, % ВВП
Еврозона	1.2	7.7	-0.5	85.2	3.0
Германия	0.6	4.9	1.7	60.9	7.2
Франция	1.1	8.4	-2.5	98.5	-0.4
Италия	0.1	10.2	-2.1	132.2	2.5
Испания	2.4	14.0	-2.5	97.1	0.8
Греция	2.5	19.8	1.1	181.9	-2.9
Португалия	1.8	6.4	-0.5	125.6	-0.6

Источник: Bloomberg

РОСТ ЭКОНОМИКИ
ЕВРОЗОНЫ ОГРАНИЧЕН
РАЗНОРОДНОСТЬЮ
ВХОДЯЩИХ В НЕЕ СТРАН

РОСТ ВВП ГЕРМАНИИ,
ЛОКОМОТИВА
ЕВРОЗОНЫ, В I КВ. 2019
ГОДА СОСТАВИЛ ВСЕГО
0,6% (ГОД К ГОДУ), ЭТО
САМЫЙ МЕДЛЕННЫЙ
РОСТ С 2013 ГОДА

[>Еврооблигации](#)

Италия: слабая экономика и политические риски

Непростое экономическое состояние ряда стран дополняется еще и политическими рисками. В 2018 году в Италии с трудом сформировалось правительство, начавшее свою работу с ряда популистских предложений. Бюджет на 2019 год был сверстан с дефицитом 2,4% ВВП, что выше не только норматива ЕС 0,8% ВВП, но даже и ожиданий инвесторов 1,6–1,8% ВВП.

Реакция рынка была ожидаемо негативной, доходности итальянских госбумаг поднимались до 3,8%, спред с немецкими госбумагами достигал 338 б.п. Долговой рынок Италии – третий по объему в мире, острые проблемы на нем могут быстро распространиться и на другие страны.

В ходе переговоров дефицит бюджета был снижен до 2,04%, но лишь за счет того, что увеличение расходов будет более плавным, что не решает базовых проблем большого долга и слабой экономики.

– Без улучшения состояния экономики Италия останется источником риска для рынков.



Прогноз

Рост ВВП еврозоны: 0,5–1,0%.

Медленный рост обусловлен как исчерпанием ресурсов для ускоренного циклического роста в Германии и других странах, так и необходимостью решения долговых проблем. Это ограничивает возможности стимулирования экономики за счет дефицита бюджета, что создает дополнительные экономические риски.

Политические риски также остаются повышенными (Brexit, приход к власти популистов).

ПОПУЛИЗМ
НЕ ТОЛЬКО СКАЗЫВАЕТСЯ
НА ОТНОШЕНИИ
ИНВЕСТИТОРОВ
К ДОЛГУ, НО И СНИЖАЕТ
ЭФФЕКТИВНОСТЬ
ЭКОНОМИКИ

ЕЦБ И ЕВРОСОЮЗ
НЕ МОГУТ ДОПУСТИТЬ
РАЗРАСТАНИЯ ДОЛГОВЫХ
ПРОБЛЕМ ИТАЛИИ. ЭТО
СЛИШКОМ БОЛЬШОЙ
РЫНОК

ИНДЕКС PMI
ИТАЛИИ ВПЕРВЫЕ
ЗА НЕСКОЛЬКО ЛЕТ
ОКАЗАЛСЯ НИЖЕ
50 ПУНКТОВ, УКАЗЫВАЯ
НА ОХЛАЖДЕНИЕ
ДЕЛОВОЙ АКТИВНОСТИ

[> Еврооблигации](#)

Политика ЕЦБ: не навреди слабому

ЕЦБ: минимально возможная скорость

Стабильное состояние экономики еврозоны большую часть 2018 года не стало поводом для ЕЦБ ужесточать монетарную политику. В отличие от ФРС оценки и решения ЕЦБ оставались почти неизменными.

Ухудшение прогнозов состояния экономики еврозоны в этом году привело к существенному смягчению риторики, анонсу запуска программы TLTRO осенью 2019 года (предоставление ликвидности банкам), а также отсутствию возможности повышения ставки ЕЦБ в обозримой перспективе.

Срок полномочий главы ЕЦБ Марио Драги истекает в октябре 2019-го. Тем не менее не стоит ожидать от нового главы принципиальных изменений в подходе к денежно-кредитной политике. Решения по ставке принимаются голосованием представителей разных стран, а так как ситуация везде разная, принять любое предлагаемое изменение будет очень непросто.

– У ЕЦБ нет мотивации и возможности для резких изменений политики.

Суммарный объем активов на балансах ключевых центральных банков



Политика ЕЦБ ориентируется на слабые звенья

После кризиса 2008 года задача ЕЦБ сильно усложнилась. Страны еврозоны выходили из кризиса с разной скоростью, стали увеличиваться различия в макропоказателях, уровнях долговой нагрузки. Сейчас одним странам требуется жесткая денежно-кредитная политика, а другие с трудом перенесут даже небольшое повышение ставок.

Любое решение ЕЦБ становится опасным. Повышение ставок грозит новыми проблемами в странах с высоким долгом, а сохранение низких ставок создает риск перегрева. Но так как расплачиваться за перегрев придется позднее, ЕЦБ предпочитает вариант низких ставок. Логика в данном случае – ориентироваться на самую слабую экономику.

– Политика ЕЦБ мягче, чем должна быть, исходя из агрегированных показателей еврозоны.

В ОТЛИЧИЕ ОТ ФРС
ПРИНЯТИЕ РЕШЕНИЙ ЕЦБ
ТРЕБУЕТ УЧЕТА
БОЛЬШЕГО ЧИСЛА
И РАЗНООБРАЗИЯ
ИНТЕРЕСОВ

БАЛАНСЫ ЕЦБ И ФРС –
НА ПОРОГЕ НОВОЙ
ВОЛНЫ РОСТА. ОБЪЕМЫ
ЛИКВИДНОСТИ
В СКОРОМ ВРЕМЕНИ
СНОВА МОГУТ НАЧАТЬ
РАСТИ

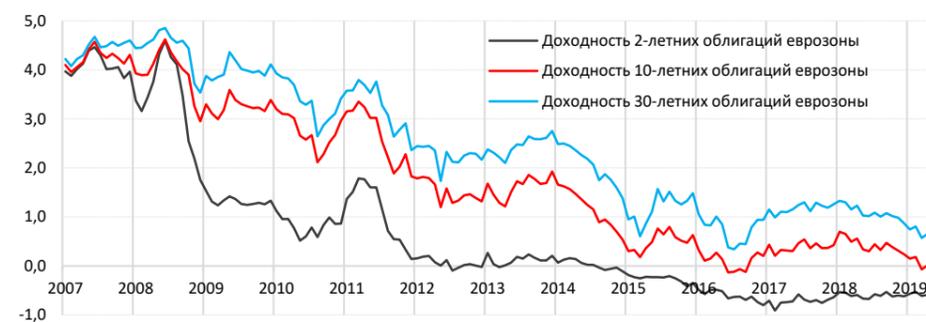
У СТРАН ЕВРОЗОНЫ
ОБЩИЙ МОНЕТАРНЫЙ
РЕГУЛЯТОР, НО РАЗНЫЕ
ФИСКАЛЬНЫЕ ЦЕНТРЫ,
КОТОРЫЕ ПРИНИМАЮТ
РЕШЕНИЯ, ЧАСТО
НЕСОВМЕСТИМЫЕ
С МОНЕТАРНЫМИ
УСЛОВИЯМИ

Рыночные ожидания

В начале 2019 года средне- и долгосрочные ожидания по ставке ЕЦБ серьезно снизились. Доходность 10-летних облигаций еврозоны стала отрицательной, впервые после 2016 года. Это говорит о том, что рынок оценивает вероятность повышения ставки ЕЦБ как ничтожно малую.

– Судя по доходностям, инвесторы считают, что экономика еврозоны вошла в нисходящую фазу цикла и у ЕЦБ не будет возможностей для повышения ставки в ближайшие несколько лет.

Доходности гособлигаций еврозоны с разным сроком погашения



РЫНОЧНЫЕ ОЖИДАНИЯ
УКАЗЫВАЮТ СКОРЕЕ НА
ВОЗМОЖНОСТЬ
СНИЖЕНИЯ СТАВКИ ЕЦБ

[> Еврооблигации](#)

Brexit – риск не только для Британии

История с выходом Великобритании из ЕС так и не получила логического окончания. Плановая дата выхода в марте 2019 года передвинута на октябрь. Похоже, что основная проблема – в выбранной процедуре согласования условий, а именно дисбалансе возможностей и интересов у вовлеченных сторон (Европарламент, премьер-министр Великобритании, Британский парламент), что позволяет «утопить» почти любое предложение.

Все это является источником сильной неопределенности, причем с точки зрения не только торговых отношений (здесь возможно даже развитие локальной торговой войны), но и нарушения цепочек создания добавленной стоимости. Британия достаточно сильно интегрирована в экономику ЕС, поэтому такое развитие событий может весьма негативно сказаться на европейской экономике.

Прогноз

Ставка ЕЦБ: 0% (без изменений в 2019 году). Марио Драги вряд ли решится на резкие шаги до истечения своих полномочий (октябрь 2019 года).

Вероятно снижение ставки ЕЦБ в случае существенного ухудшения ситуации в экономике региона.

Евро: сильный фундамент, но негативные условия

Евро: крепкий фундамент

Наиболее сильным фундаментальным фактором поддержки евро является рекордный профицит по счету текущих операций. Он составляет около 3% ВВП, что является очень высоким значением для развитой несырьевой экономики.

Валюты стран с высоким показателем счета текущих операций имеют склонность к укреплению из-за постоянного притока валюты по торговым операциям. Если, конечно, оно не сдерживается валютными интервенциями либо сильным оттоком капитала.

Но сейчас инвесторы не находят еврозону привлекательным регионом для инвестирования, финансовый капитал склонен ее покидать в поисках более высоких доходностей и менее серьезных рисков.

Но даже в таких условиях счет текущих операций работает как автоматический стабилизатор. Чем слабее валюта, тем выше эти показатели и тем сильнее они оказывают поддержку валюте. Именно это обстоятельство не позволило евро достичь паритета с долларом США в 2015–2016 годах.

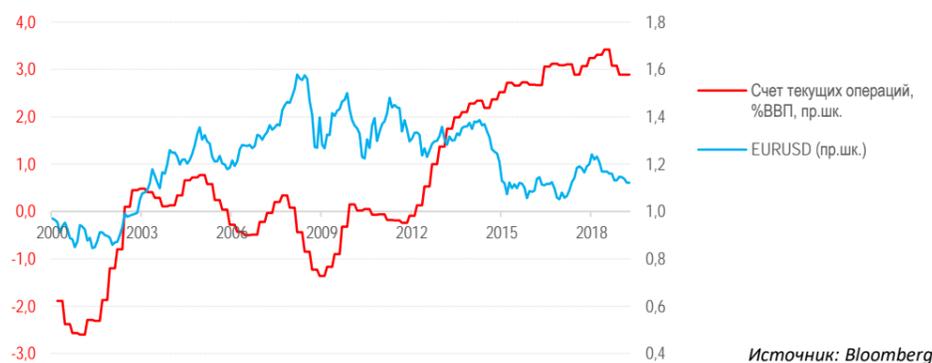
– Относительная устойчивость евро к негативным событиям.

– Долгосрочный потенциал укрепления.

РЕКОРДНЫЙ СЧЕТ
ТЕКУЩИХ ОПЕРАЦИЙ
ЕВРОЗОНЫ – ОСНОВНАЯ
ПРИЧИНА
ОТНОСИТЕЛЬНОЙ
УСТОЙЧИВОСТИ ЕВРО

[>Экономика Еврозоны](#)

Счет текущих операций еврозоны и курс евро



Постоянный поток разовых событий

Периодически возникающие разовые события: бюджетный кризис в Италии, ухудшение прогнозов по экономике, неопределенность с Brexit и т.п. – являются постоянным источником негативных новостей для евро. С учетом очень разнородного состояния экономик региона, а также наблюдаемого ухудшения ситуации в экономике, подобные события будут происходить достаточно регулярно.

– Сохранение в евро дисконта за специфические риски еврозоны.

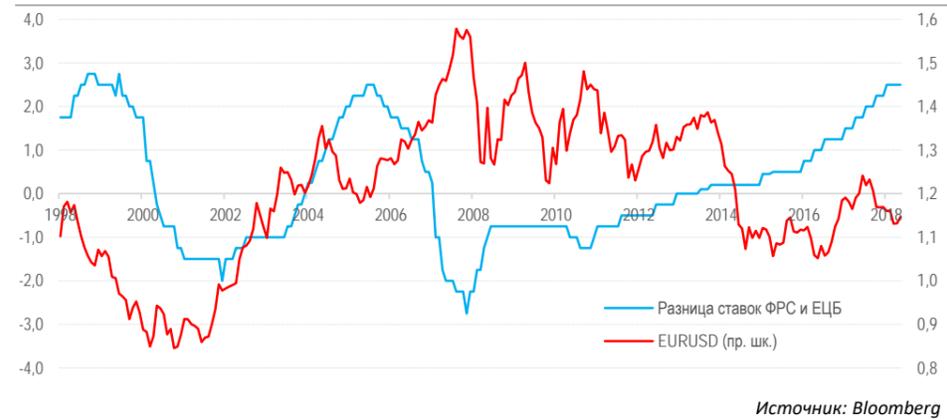
ЕЦБ и ФРС: максимальное расхождение политик

Действия и ожидания по действиям ФРС и ЕЦБ могут серьезно сказываться на курсе евро. Например, в 2014–2015 годах сильное ослабление евро практически с 1,4 до 1,05 (EUR/USD) было спровоцировано тем, что примерно в одно время ФРС объявила о завершении программы выкупа активов, а ЕЦБ объявил о ее запуске.

Но сейчас ситуация несколько иная. Цикл повышения ставки ФРС, похоже, закончился, а с учетом значений ставок, потенциал снижения ставки ФРС выше, чем у ЕЦБ, где она и так нулевая. Если ситуация в экономике еврозоны останется более или менее стабильной, то будут усиливаться ожидания сближения параметров денежно-кредитных политик ФРС и ЕЦБ, что может благоприятно сказаться на евро.

– Относительная устойчивость евро к негативным событиям.

Расхождение денежно-кредитных политик ЕЦБ и ФРС и курс евро



Прогноз

EUR/USD = 1,1 в конце 2019 года. Мы полагаем, что евро сохраняет значительный потенциал укрепления, поэтому в отсутствие действительно серьезных проблем в экономике его дальнейшее ослабление ограничено.

При благоприятном сценарии, если исходить из состояния счета текущих операций, курс должен достичь EUR/USD 1,4–1,5, но это очень отдаленная цель. Более или менее реалистично выглядит EUR/USD 1,2, если состояние экономики еврозоны будет лучше относительно США.

В негативном сценарии, который, в частности, реализовался в 2018 году, евро ослабнет до EUR/USD 1,05, но более серьезное ослабление будет наткнуться на усиление притока средств по счету текущих операций.

КУРС ЕВРО ДО СИХ ПОР
НАХОДИТСЯ ПОД
ВЛИЯНИЕМ
РАСХОЖДЕНИЯ ПОЛИТИК
ЕЦБ И ФРС, ВОЗНИКШЕГО
В 2014–2015 ГОДАХ

[> Политика ФРС](#)

В БАЗОВОМ ПРОГНОЗЕ
МЫ ИСХОДИМ ИЗ ТОГО,
ЧТО ЭКОНОМИКА
ЕВРОЗОНЫ ПРОДОЛЖИТ
ЗАМЕДЛЕНИЕ, НО
РАЗНОРОДНОСТЬ ЕЕ
СОСТАВА СНИЗИТ РИСКИ
ФРОНТАЛЬНОГО
УХУДШЕНИЯ
МАКРОЭКОНОМИЧЕСКИХ
ИНДИКАТОРОВ

[> Прогноз](#)

Развивающиеся экономики: неоднородная стабилизация

Частичная стабилизация долговых рынков

В начале этого года многие рынки еврооблигаций отыграли потери, понесенные в 2018 году на фоне роста доходностей казначейских облигаций, усиления глобальных рисков, в том числе связанных с торговой войной, и проявления множества частных рисков. В начале 2019 года и риторика ФРС сменилась на мягкую, и отношение ко многим рискам стало спокойнее:

- Санкционные риски в отношении России заметно снизились, особенно после слабой поддержки новых законопроектов DASKAA и DETER.
- Инвесторы стали спокойнее относиться к действиям нового президента Мексики, оценив его желание стабилизировать бюджет и финансовое состояние главного налогоплательщика, компании PEMEX.

Тем не менее некоторые негативные истории, начавшиеся в 2018 году, получили в 2019-м продолжение:

- Кризис в Аргентине, купированный финансовой поддержкой МВФ, снова начал набирать обороты. Очередной суверенный дефолт на обозримом горизонте – почти базовый сценарий, судя по котировкам CDS (1200 п.).
- Усиление политических рисков в Турции, а также вопросы к достоверности некоторых данных, например реального размера золотовалютных резервов, спровоцировали еще одну волну распродаж активов. И хотя собственное кредитное качество турецких облигаций лучше, чем у той же Аргентины, отсутствие готовности у нынешних властей использовать внешнюю помощь серьезно ограничивает возможности купировать острые рыночные движения.

Стоит отметить, что проблемы в Аргентине или Турции сейчас не воспринимаются инвесторами как повод для более осторожного отношения к другим развивающимся рынкам.

– **Доходности качественных еврооблигаций снизились до уровней, создающих сложности при поиске интересных инвестиционных идей.**

ОЖИДАНИЯ ПО СТАВКЕ ФРС СНИЗИЛИСЬ, КАК И БАЗОВЫЕ СТАВКИ, ПОЗВОЛИВ МНОГИМ ЕВРООБЛИГАЦИЯМ ОТЫГРАТЬ ПОТЕРИ 2018 Г.

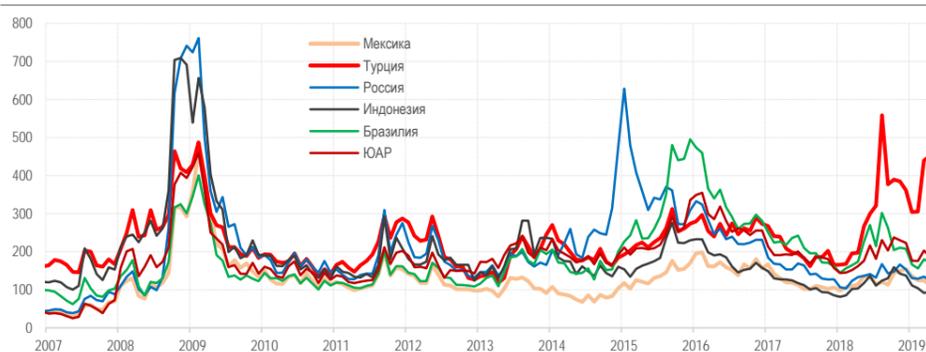
[>Политика ФРС](#)

[>Турция и Аргентина](#)

[>Еврооблигации](#)

ИСТОЧНИКОМ БЕСПОКОЙСТВА ОСТАЕТСЯ ТУРЦИЯ. ОТМЕЧАЮТСЯ ВЫСОКИЕ ПОЛИТИЧЕСКИЕ РИСКИ И ВМЕШАТЕЛЬСТВО ВЛАСТЕЙ В ЭКОНОМИКУ И ДЕЙСТВИЯ ЦБ

Котировки суверенных CDS на суверенный долг развивающихся стран



Источник: Bloomberg

Валюты EM – индикатор отношения инвесторов

С начала 2019 года валюты развивающихся стран демонстрировали разнонаправленную динамику. В основном мы наблюдали некоторую стабилизацию или даже укрепление (RUB, MXN, ZAR), но были и исключения.

Слабо выглядели валюты Турции и Аргентины, что напрямую объясняется повышением оценок рыночных рисков в Турции и оценок вероятности очередного дефолта в Аргентине.

Валютный курс как встроенный стабилизатор

Ослабление национальной валюты позволяет улучшить ряд макроэкономических показателей, особенно отражающих состояние внешней торговли. Например, в результате девальвации лиры Турция впервые за много лет показала профицит счета текущих операций. Это снизило потребность экономики во внешнем фондировании, зависимость от которого была одним из основных источников риска. Это хотя бы частично компенсировало влияние политических рисков, а также рисков вмешательства правительства в экономику и действия центрального банка.

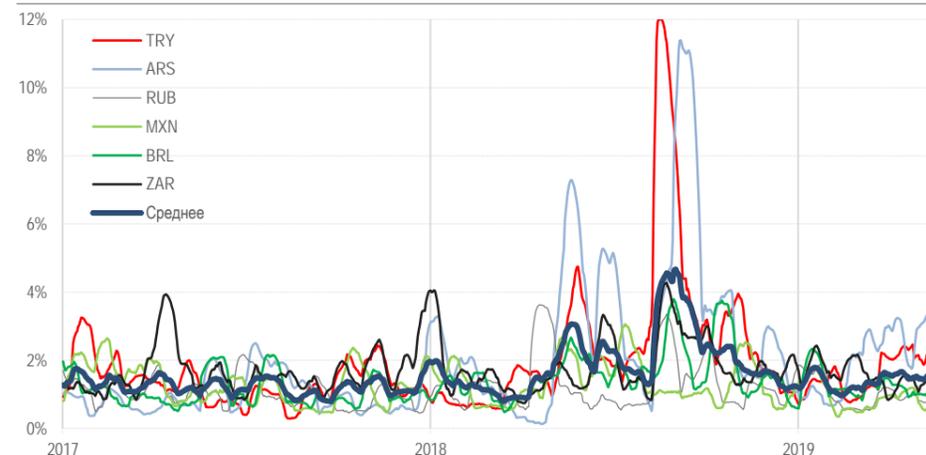
Ослабление валюты часто приводит к улучшению суверенных кредитных метрик, например через улучшение счета текущих операций и снижение потребности во внешних заимствованиях. Исключением являются страны с высоким уровнем внешнего валютного долга. В их случае ослабление национальной валюты серьезно увеличивает суверенную долговую нагрузку, перекрывая другие положительные последствия. В их число входит Аргентина.

СТАБИЛИЗАЦИЯ ВАЛЮТ ОТРАЖАЕТ УЛУЧШЕНИЕ ОТНОШЕНИЯ ИНВЕСТИТОРОВ К АКТИВАМ ТАКИХ СТРАН

[>Инфляция и курс рубля](#)

ОСЛАБЛЕНИЕ ВАЛЮТ – ЭТО ТАКЖЕ СПОСОБ РЕШЕНИЯ ЭКОНОМИЧЕСКИХ ПРОБЛЕМ ЗА СЧЕТ ИНВЕСТИТОРОВ В ЛОКАЛЬНЫЕ БУМАГИ

Оценка волатильности курсов валют к USD (на основе недельных данных)



Источник: Bloomberg, расчеты УК «Альфа-Капитал»

ВОЛАТИЛЬНОСТИ ВАЛЮТ РАЗВИВАЮЩИХСЯ РЫНКОВ В ОСНОВНОМ ВЕРНУЛИСЬ НА УРОВНИ, СООТВЕТСТВУЮЩИЕ СПОКОЙНОМУ РЫНКУ

Турция и Аргентина: проверка на прочность

Турция: политика против экономики

Быстрый рост экономики Турции привел к ее перегреву, что потребовало ужесточения денежно-кредитной и фискальной политики. Но ЦБ столкнулся с сильным сопротивлением со стороны вновь избранного на досрочных выборах президента Эрдогана. ЦБ смог преодолеть его сопротивление, когда ослабление лиры уже стало угрожать экономике. Всплеск инфляции (до 24,5% в сентябре/октябре) вынудило ЦБ повысить ставку до 24%.

Турецким властям в конце концов удалось стабилизировать ситуацию. Помимо повышения ставок был представлен план развития экономики на 2019–2021 годы, включающий сокращение дефицита бюджета. У Турции сравнительно скромный дефицит бюджета (около 2% ВВП), госдолг (около 29% ВВП) и невысокий уровень суверенного валютного долга. Все это практически исключает вероятность кредитных событий с суверенными долговыми обязательствами, но не отменяет рыночных рисков.

Но в начале этого года Турция дала еще несколько поводов для беспокойства. Во-первых, выборы в местные органы власти, результаты которых показали, что у нынешних властей поддержка далека от безоговорочной. Во-вторых, возникли вопросы с достоверностью данных по золотовалютным резервам. В-третьих, возникло явное ощущение того, что при ухудшении ситуации власти Турции не будут обращаться за помощью к МВФ.

- **Очень высокие рыночные риски.**
- **Снижение надежности некоторых кредитных метрик.**

Ускорение инфляции вынудило ЦБ Турции резко повысить ставку



Источник: Bloomberg

БЫСТРЫЙ РОСТ
ЭКОНОМИКИ
НЕОБХОДИМ ДЛЯ
ЗАНЯТОСТИ БЫСТРО
РАСТУЩЕГО НАСЕЛЕНИЯ

ОТНОШЕНИЕ
СУВЕРЕННОГО
ВАЛЮТНОГО ДОЛГА
К ВВП У ТУРЦИИ – ОКОЛО
12,3%

Аргентина на этот раз избежала дефолта

В отличие от Турции источником проблем Аргентины является не сильная, а слабая экономика. А также то, что правительство, получив доступ к внешнему долговому рынку, быстро наращивало объем валютного долга, который стал важным источником финансирования дефицита бюджета. Включение облигаций Аргентины в индекс MSCI EM создало спрос от индексных фондов.

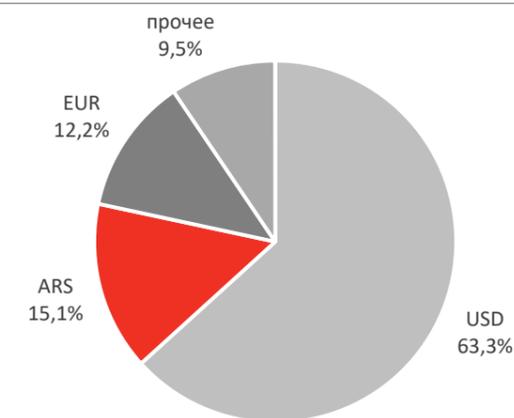
Ухудшение суверенных кредитных метрик закрыло рынок внешнего долга. Это вынудило правительство обратиться к МВФ с просьбой о первом транше финансовой помощи, выделенной еще в июне 2018-го, объемом 50 млрд долл. Ранее заявлялось, что страна справится своими силами, но ослабление валюты и снижение доверия инвесторов ухудшили возможность привлечения средств с рынка. Кредит МВФ тем не менее позволит стране обслуживать свои долговые обязательства, но потребует жестких мер, в частности резкого сокращения дефицита бюджета и жесткой монетарной политики, что замедлит рост ВВП.

Обращение к МВФ стало негативным сигналом для инвесторов, песо сильно ослаб, а ЦБ пришлось повысить ставку до 60%. Инфляция на пике достигала 28%, дефицит бюджета приближался к 6% ВВП. Тем не менее весной 2019 года оценка суверенного риска Аргентины снова подскочила вверх. Поводом стали данные опросов, показавшие, что нынешний глава страны проигрывает популистам, что в том числе спровоцировало и его самого принимать популистские меры, такие как заморозка цен.

– **Приход к власти популистов увеличит риск решения финансовых проблем Аргентины за счет держателей долга (через реструктуризацию).**

– **У нынешнего главы мало времени и запаса терпения избирателей.**

Валютная структура публичного долга Аргентины



Источник: Bloomberg

АРГЕНТИНА В 2017 ГОДУ
БЫЛА КРУПНЕЙШИМ
ЗАЕМЩИКОМ СРЕДИ
РАЗВИВАЮЩИХСЯ
РЫНКОВ

ИЗ-ЗА ПЛОХОЙ
КРЕДИТНОЙ ИСТОРИИ
ВЛИЯНИЕ ПРОБЛЕМ
АРГЕНТИНЫ
НА ГЛОБАЛЬНЫЙ РЫНОК
НЕВЫСОКОЕ

БОЛЬШОЙ РАЗМЕР
ВАЛЮТНОГО ДОЛГА
НЕ ПОЗВОЛЯЕТ СТРАНЕ
В ПОЛНОЙ МЕРЕ
ОЩУТИТЬ ПЛЮСЫ
ДЕВАЛЬВАЦИИ ВАЛЮТЫ

Долговой рынок ЕМ: ОСНОВНЫЕ ЭМИТЕНТЫ

Бразилия: новый прорыночный президент

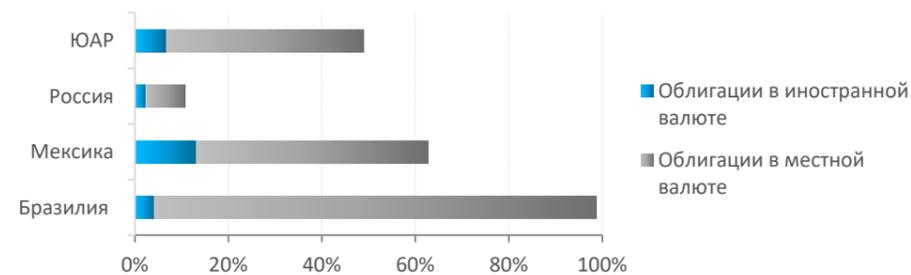
Победивший на президентских выборах 2018 года Жаир Болсонару, ультраправый прорыночный кандидат, вначале считавшийся аутсайдером, вступил в должность 1 января 2019 года.

Основная проблема Бразилии – критически высокий дефицит бюджета (более 6% ВВП), приводящий к быстрому росту долговой нагрузки. Правда, пока растет в основном долг в национальной валюте, доля суверенных валютных обязательств низка (менее 5% госдолга), их объем намного ниже золотовалютных резервов.

Если новому президенту удастся хотя бы сократить дефицит бюджета до разумных величин, то спрос на бразильские бумаги может сильно вырасти.

- Крайне низкая вероятность проблем с валютным долгом.
- Вероятно улучшение суверенных кредитных метрик.

Суверенная долговая нагрузка, публичный долг, в % ВВП



Источник: Bloomberg

Россия: защитный рынок

Несмотря на риск санкций, Россия – один из лучших заемщиков среди развивающихся стран. Причем базовые кредитные метрики продолжают улучшаться. По итогам 2018 года профицит бюджета составил 2,6% ВВП (в 2017 году был дефицит 1,7%), увеличился счет текущих операций, сохранилась низкая долговая нагрузка и большие золотовалютные резервы.

В 2018 году рейтинговое агентство S&P повысило суверенные рейтинги России до инвестиционного уровня. Moody's вернуло России инвестиционный рейтинг в феврале 2019 года. Прогнозы по рейтингам либо стабильные, либо позитивные, основной риск – санкции.

- Сохранение защитного характера еврооблигаций РФ.
- Санкции – основной источник рыночного риска.

ОСНОВНЫМ ПРЕИМУЩЕСТВОМ СУВЕРЕННЫХ БРАЗИЛЬСКИХ ЕВРООБЛИГАЦИЙ ЯВЛЯЕТСЯ МАЛЫЙ РАЗМЕР ВАЛЮТНОГО ДОЛГА ПО ОТНОШЕНИЮ К ВВП

МНОГИЕ СТРАНЫ ЕМ В ОСНОВНОМ ОПИРАЮТСЯ НА ВНУТРЕННИЕ ДОЛГОВЫЕ РЫНКИ. ДОЛГОВАЯ НАГРУЗКА В ИНОСТРАННОЙ ВАЛЮТЕ ОСТАЕТСЯ НИЗКОЙ. ЭТО ДАЕТ БОЛЬШОЙ ЗАПАС ПРОЧНОСТИ ПО ДОЛГУ В ИНОСТРАННОЙ ВАЛЮТЕ

МАКРОЭКОНОМИЧЕСКАЯ ПОЛИТИКА РФ ОБЕСПЕЧИВАЕТ ЕЙ ОТЛИЧНЫЕ КРЕДИТНЫЕ МЕТРИКИ

[>Экономика РФ](#)

Мексика: премия за политику вмешательства

Мексиканский рынок до недавнего времени по уровням доходности приближался к развитым рынкам. Высокие кредитные рейтинги и довольно большой объем рынка еврооблигаций делает его привлекательным для крупных институциональных инвесторов.

Но победа ультралевого кандидата Лопеса Обрадора на президентских выборах, хотя и была воспринята сначала позитивно, как уход неопределенности, к концу года заставила рынки понервничать. Он остановил строительство нового аэропорта в Мехико, для финансирования которого был размещен значительный объем облигаций. Позже Минфин объявил о выкупе облигаций МЕХСАТ, обозначив готовность правительства действовать в интересах инвесторов.

Это, впрочем, не отменяет сигнал о том, что власти могут поступаться интересами инвесторов ради собственных, что может привести к повышенной доходности бумаг даже при сохранении отличных кредитных метрик.

- Повышенные доходности мексиканских облигаций.

ЮАР: улучшение кредитных метрик

В начале 2018 года президент Зума был отправлен в отставку. Новый лидер, Рамафоса, анонсировал ряд реформ и решение вопросов высокой безработицы и слабого контроля над госфинансами. Так что пока политические риски сработали в благоприятном для рынка ключе.

Наблюдается некоторое улучшение кредитных метрик. Дефицит бюджета и дефицит счета текущих операций сокращаются, ожидается ускорение роста ВВП в 2019 году. Показатели долговой нагрузки не растут.

- Направление реформ благоприятно для долгового рынка.
- Сохранение рисков политической нестабильности из-за высокой безработицы при быстром росте населения.

Доходности 10-летних суверенных еврооблигаций, номинированных в долларах США



Источник: Bloomberg

МЕКСИКА – ОДНА ИЗ НЕМНОГИХ РАЗВИВАЮЩИХСЯ СТРАН С РЕЙТИНГАМИ ИНВЕСТИЦИОННОГО УРОВНЯ

ВМЕШАТЕЛЬСТВО ПРАВИТЕЛЬСТВА В ЗАПУЩЕННЫЕ ИНВЕСТИЦИОННЫЕ ПРОЕКТЫ УВЕЛИЧИВАЕТ РИСКИ ДЛЯ ИНВЕСТОРОВ

РОСТ ЭКОНОМИКИ ЮАР НЕДОСТАТОЧНО БЫСТРЫЙ ДЛЯ ТОГО, ЧТОБЫ АБСОРБИРОВАТЬ БЫСТРОЕ УВЕЛИЧЕНИЕ ЧИСЛЕННОСТИ РАБОЧЕЙ СИЛЫ

[>Еврооблигации](#)

Экономика РФ: режим минимального риска

Слабый рост, но стабильные показатели

Российский ВВП в последние годы рос медленно, хотя и ускорился в 2018 году до 2,3%. Основные макроиндикаторы не указывают на наличие серьезных проблем в экономике.

- Низкая безработица (4,7%).
- Рост промпроизводства (в среднем +2,8% за 12 мес.).
- Повышение индексов PMI (выше 50 пунктов).
- Инфляция ниже ориентира ЦБ РФ на этот год (5,1% г/г по итогам мая).
- Профицит бюджета (2,6% ВВП по итогам 2018 года).
- Профицит счета текущих операций (6,9% ВВП).

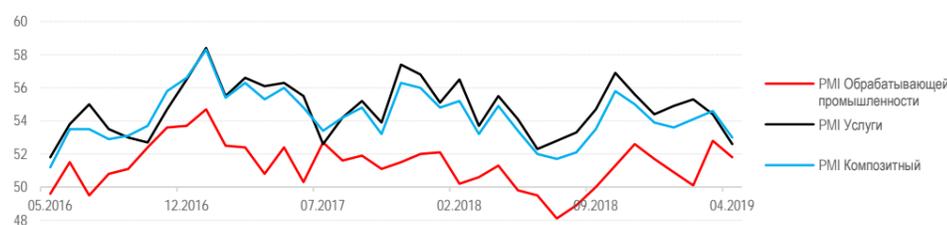
Сокращение трудоспособного населения ограничивает долгосрочный рост ВВП 1,5–2,5%. При низкой безработице форсирование роста сверх этих уровней приведет к перегреву.

- **Оправданна жесткая монетарная и консервативная фискальная политика.**
- **Инвестиционная направленность бюджетных расходов.**

КАЧЕСТВЕННАЯ
МАКРОПОЛИТИКА
СНИЖАЕТ ВОЗДЕЙСТВИЕ
ВНЕШНИХ
И ВНУТРЕННИХ РИСКОВ

[> Политика ЦБ и Минфина](#)

Индексы PMI России



Источник: Bloomberg, расчеты УК «Альфа-Капитал»

ОПЕРЕЖАЮЩИЕ
ИНДИКАТОРЫ
УКАЗЫВАЮТ
НА УМЕРЕННЫЙ РОСТ
ДЕЛОВОЙ АКТИВНОСТИ
В РФ

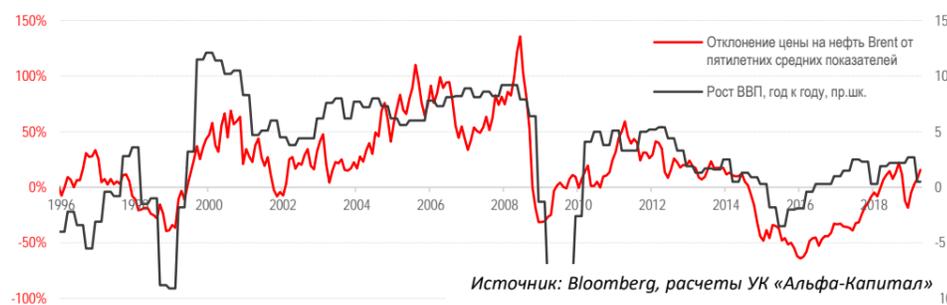
[> Инфляция и курс рубля](#)

Снижение значимости цен на нефть

У российской экономики сейчас два защитных механизма.

1. Плавающий курс рубля, снижающий последствия падения цен на нефть.
2. Бюджетное правило, эмулирующее состояние стабильно низких цен на нефть. Благодаря ему цены должны упасть действительно сильно, чтобы экономика это заметила.

ВВП России и рост цен на нефть



Источник: Bloomberg, расчеты УК «Альфа-Капитал»

ЭКОНОМИКА РФ
УМЕНИШИЛА СВОЮ
ЧУВСТВИТЕЛЬНОСТЬ
К НЕФТИ

[> Нефть](#)

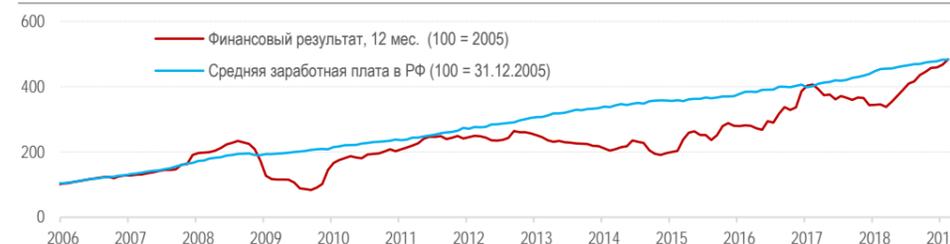
Рост заработных плат пока не снижает прибыли

Рост заработных плат поддерживает потребительский спрос, но одновременно увеличивает издержки компаний. Однако судя по динамике прибылей компаний, пока зарплаты в РФ находятся ниже опасных уровней.

- **Продолжение роста заработных плат.**
- **Сохранение низкой безработицы.**

СОСТОЯНИЕ РЫНКА
ТРУДА ПОКА
НЕ СКАЗЫВАЕТСЯ
НА ФИНАНСОВЫХ
РЕЗУЛЬТАТАХ КОМПАНИЙ

Заработные платы и финансовый результат российских компаний



Источник: Росстат, Bloomberg, расчеты УК «Альфа-Капитал»

[> Российские акции](#)

Потребительское и ипотечное кредитование

Благоприятная ситуация на рынке труда, рост доходов и высокий уровень банковской ликвидности позитивно сказываются на банковском кредитовании. В 2018 году наблюдался его быстрый рост, и в 2019-м это благоприятно скажется на внутреннем спросе. Пока уровень долговой нагрузки российских домохозяйств не вышел даже на уровни конца 2014 года.

РОСТ КРЕДИТОВАНИЯ
ПОДДЕРЖИТ
УВЕЛИЧЕНИЕ
ВНУТРЕННЕГО СПРОСА

Долг российских домохозяйств, % ВВП



Источник: ЦБ РФ, Bloomberg, расчеты УК «Альфа-Капитал»

УРОВЕНЬ ДОЛГОВОЙ
НАГРУЗКИ РОССИЙСКИХ
ДОМОХОЗЯЙСТВ
НАХОДИТСЯ
НА СОПОСТАВИМЫХ
С ДРУГИМИ ЕМ УРОВНЯХ

Прогноз

Рост ВВП: 1,3% в базовом сценарии, в основном за счет роста внутреннего спроса. Но он будет ограничен демографическими факторами (низким темпом роста рабочей силы) и замедлившимся ростом производительности труда.

Кредитные метрики: стабильный уровень долга, сохранение профицита бюджета, положительного счета текущих операций.

[> Прогноз](#)

ЦБ РФ и Минфин

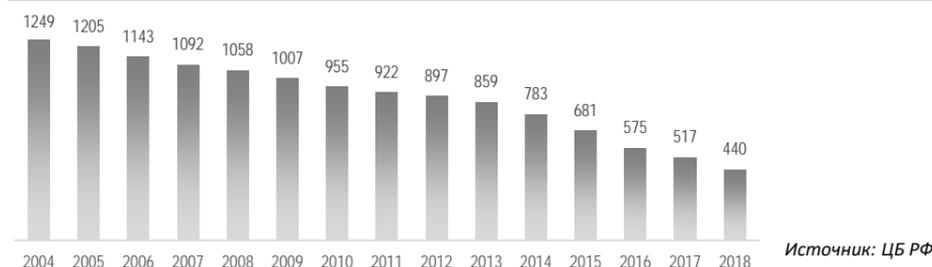
ЦБ РФ: жесткость, осторожность и доверие рынка

Все последние годы жесткая политика ЦБ РФ себя оправдывала. Даже при инфляции 2,2% ставка опускалась минимум до 7,25%, но, когда рост цен ускорился, не потребовалось сильного повышения ключевой ставки.

Уровень доверия к ЦБ РФ со стороны рынка очень высок, что позволяет ему ужесточать политику без серьезных негативных последствий для рынка облигаций. Также это облегчает задачу чистки банковского сектора, которая позволила снизить уровень риска в банковской системе.

- ЦБ РФ сохраняет контроль над инфляцией и финансовыми рисками.
- Денежно-кредитная политика будет оставаться консервативной.

Число банков в России



Арсенал ЦБ РФ не задействован и частично

В случае серьезных проблем в экономике и финансовой системе ЦБ РФ может задействовать ряд инструментов, способных стабилизировать рынок даже в условиях сильного внешнего давления.

- Валютные интервенции (продажа валюты из резервов).
- Беззалоговые кредиты.
- Валютное РЕПО.

В 2018 году ЦБ РФ не пришлось прибегать ни к одному из этих инструментов. Самым сильным шагом были приостановки покупок валюты на рынке в рамках бюджетного правила.

ЦБ РФ придерживается режима положительных реальных ставок



ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНАЯ ПОЛИТИКА ЦБ РФ ОСТАЕТСЯ ПРЕДЕЛЬНО ПОСЛЕДОВАТЕЛЬНОЙ

[>Инфляция и курс рубля](#)

ЦБ РФ ИМЕЕТ В СВОЕМ РАСПОРЯЖЕНИИ ИНСТРУМЕНТЫ, КОТОРЫЕ СНИЖАЮТ ПОТЕНЦИАЛ НЕГАТИВНОЙ РЕАКЦИИ РЫНКА НА СЕРЬЕЗНЫЕ ВНЕШНИЕ И ВНУТРЕННИЕ ПРОБЛЕМЫ

[>Экономика РФ](#)

Консервативный бюджет

В 2019 году ожидается, что бюджетная политика не претерпит изменений. В бюджет по-прежнему закладывается цена нефти 40 долл. за баррель, все доходы от превышения этого уровня будут отправляться в Резервный фонд.

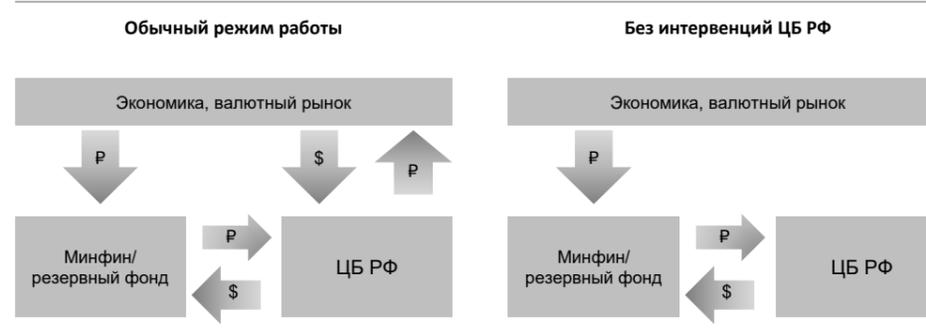
Повышение пенсионного возраста – еще один пример консервативной бюджетной политики, так как значительная часть пенсионных выплат финансируется за счет трансферта в Пенсионный фонд из федерального бюджета.

- Низкий риск ухудшения суверенных кредитных метрик.
- Потребность в размещении нового долга даже в условиях профицита бюджета (после отчислений в Резервный фонд возникает дефицит).
- Риск повышения налогов (пример – повышение НДС).

Бюджетное правило

Смысл бюджетного правила заключается в том, чтобы убрать влияние колебаний цен на нефть на бюджет и экономику. Доходы бюджета, возникшие из-за превышения цен на нефть 40 долл. за баррель, направляются в Резервный фонд. Далее покупки валюты ЦБ убирают влияние цен на нефть на курс рубля, долларовую и рублевую ликвидность. Вторая часть правила может отключаться, если необходимо снизить негативное влияние на рубль других факторов. ЦБ дважды и довольно успешно прибегал к этому в 2018 году.

Схема работы бюджетного правила



Прогноз

Ставка ЦБ РФ: 7,25% по итогам года. В условиях замедления инфляции ЦБ РФ уже смягчил риторику и может начать снижение ставок летом этого года.

Профицит бюджета: 2,0%, что немного меньше, чем в 2018 году, из-за небольшого снижения средних цен на нефть и некоторого укрепления рубля.

БЮДЖЕТНАЯ ПОЛИТИКА ИМЕЕТ ОЧЕНЬ НИЗКИЙ ГРАДУС ПОПУЛИЗМА

[>Рублевые облигации](#)

[>Российские акции](#)

ГИБКИЙ ПОДХОД ЦБ РФ К БЮДЖЕТНОМУ ПРАВИЛУ СНИЖАЕТ ВОЛАТИЛЬНОСТЬ РУБЛЯ ПРИ СИЛЬНЫХ ВНЕШНИХ ШОКАХ

БЕЗ ИНТЕРВЕНЦИЙ ЦБ РФ ИЗ ЭКОНОМИКИ НЕ ИЗЫМАЕТСЯ ВАЛЮТА, ПРИХОДЯЩАЯ ОТ ВЫСОКИХ ЦЕН НА НЕФТЬ, ЗАТО ИЗЫМАЮТСЯ РУБЛИ, ЧТО УЖЕСТОЧАЕТ МОНЕТАРНЫЕ УСЛОВИЯ

[> Прогноз](#)

Инфляция и курс рубля

Инфляционные риски не реализовались

Первый квартал 2019 года показал, что оценка инфляционных последствий повышения НДС и ослабления рубля в 2018 году была излишне пессимистичной. Пиковое значение инфляции составило всего 5,3% при ожидавшихся 5,5–6,0%, что вызвало смягчение риторики ЦБ РФ и рост рыночных ожиданий снижения ключевой ставки. Слабые темпы роста ВВП в первом квартале (по предварительным оценкам – 0,5%) – еще один аргумент в пользу снижения ставок.

Есть пара факторов, которые еще могут способствовать ускорению инфляции:

- Низкая безработица вызывает рост реальных заработных плат, что увеличивает потребительский спрос и инфляционное давление.
- Налоговый маневр, результатом которого является приближение внутренних цен на топливо к мировым.

Эти инфляционные факторы выглядят слабыми, ускорение инфляции – крайне маловероятный сценарий.

– Инфляция вошла в цикл замедления.

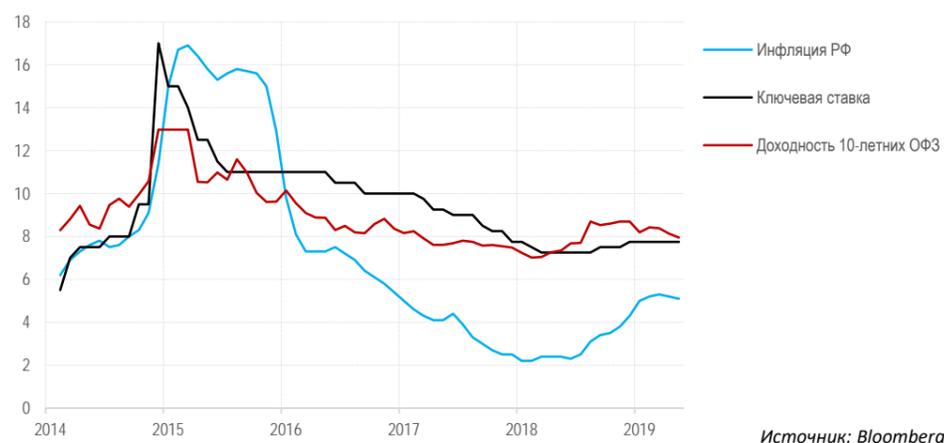
Возврат нерезидентов

Сейчас высока вероятность возникновения волны *carry trade* в рублевых облигациях. Весной даже на фоне массированных размещений ОФЗ Минфином доля нерезидентов в ОФЗ начала расти, сигнализируя о высоком спросе на рублевый риск со стороны иностранных инвесторов.

Если инфляция продолжит замедляться, а санкционные риски и далее не будут реализовываться, то рыночные доходности продолжат снижение.

– Агрессивный подход к портфелям рублевых облигаций.

Инфляция в РФ, ключевая ставка ЦБ РФ и доходность ОФЗ



инфляционные
последствия
повышения НДС
на 2 п.п. оказались
меньше ожидавшихся
1,0–1,5 п.п.

ВОЛНА CARRY TRADE
МОЖЕТ ПРИВЕСТИ
К УКРЕПЛЕНИЮ РУБЛЯ,
ВЫВЕДЯ ЕГО КУРС ЗА
РАМКИ ПРОГНОЗА

[>Рублевые облигации](#)

Рубль – инструмент инфляционного таргетирования

Ослабление рубля в 2018 году в основном было вызвано усилением санкционных рисков. Неожиданно высокие цены на нефть не сильно помогли, так как их уравнивали покупки валюты в рамках бюджетного правила. ЦБ РФ в 2018 году дважды приостанавливал покупки валюты в рамках бюджетного правила, причем вторая пауза действовала до января 2019-го. Эти решения стабилизировали рубль.

России сейчас не требуется слабый рубль для решения проблем внутренних или внешних дисбалансов. Зато требуется снижение валютных рисков, чтобы уменьшить их влияние на инфляцию. Поэтому мы полагаем, что ЦБ РФ будет достаточно гибко подходить к вопросу валютных интервенций, снижая волатильность рубля, причем в обе стороны.

В текущих условиях ЦБ РФ скорее будет склонен попытаться ограничить укрепление рубля. Это может происходить через активизацию отложенных интервенций, словесные интервенции, а в крайнем случае – и через покупки валюты для пополнения золотовалютных резервов, как это было в 2015 году.

– Возможное укрепление рубля будет ограничено действиями ЦБ РФ.

Цены на нефть и курс рубля



ОТСУТСТВИЕ ЯВНО
ВЫРАЖЕННОГО
НАПРАВЛЕНИЯ
ДВИЖЕНИЯ КУРСА РУБЛЯ

БЮДЖЕТНОЕ ПРАВИЛО,
А ТАКЖЕ ГИБКОСТЬ ЦБ
СНИЖАЮТ ВАЛЮТНЫЕ
РИСКИ

[> Нефть](#)

Прогноз

Инфляция: замедление с текущих уровней до 4,5% до конца 2019 года – это ниже, чем изначально ожидалось, так как инфляционные последствия повышения НДС оказались слабее.

Курс рубля: укрепление до USD/RUB 62 в базовом сценарии, но при средних ценах на нефть Brent в 2019 году 65 долл. за баррель и выше, смягчении санкционного давления, замедлении инфляции возможно движение курса USD/RUB ниже 60.

Серьезные коррективы могут внести санкции, а также значительное ухудшение состояния мировой экономики.

[> Прогноз](#)

Сырьевые рынки

На сырьевых рынках в начале 2019 года наблюдалось восстановление ценовых уровней, особенно в нефти и промышленных металлах.

Цены на нефть оказались намного выше ожиданий: при консенсус-прогнозе в начале года на уровне 55–60 долл. за баррель они в какой-то момент превысили 80 долл. за баррель. Это, впрочем, продолжалось недолго, т.к. высокие цены на нефть привели к увеличению предложения, в том числе из-за нарушения дисциплины выполнения соглашения ОПЕК+. Но к концу года на фоне падения цен на черное золото обратно к уровням 60 долл. за баррель было достигнуто очередное соглашение о снижении добычи, которое в начале 2019 года позволило сбалансировать спрос и предложение нефти. Но так как физические объемы предложения были высокими, цены на нефть продолжили движение вниз до уровня 50 долл. за баррель.

Промышленные металлы в течение года ощутимо снизились, что стало отражением роста макроэкономических рисков ряда развивающихся рынков, а также понемногу нарастающих сомнений в сохранении сильных темпов роста мировой экономики.

Цена золота после роста в начале года на всплеске волатильности на рынках акций большую оставшуюся часть года находилась под давлением повышения ставок ФРС. К концу года ослабление ожиданий по повышению ставок дало возможность золоту отыграть часть потерь.

Очередные нападки на дизельные двигатели позволили палладию снова вырасти в цене, это по-прежнему один из примеров того, что спрос на специфические товары может приводить к сильному росту цены. Кстати, таким активом может стать никель из-за ожидаемого роста спроса на него со стороны производителей электромобилей.



3

[Нефть](#) 48

[Металлы](#) 50

Нефть: квазирегулируемый рынок

ОПЕК+: испытание высокими ценами на нефть

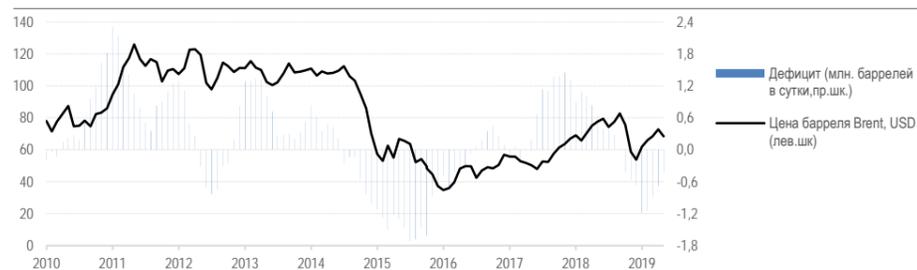
Сокращение предложения на рынке нефти сыграло в 2018 году на руку экспортерам. Сделка ОПЕК+ доказала, что она мощный фактор балансировки рынка. Цена барреля Brent большую часть года росла, достигнув 85 долл.

Опасения, что рынок захлестнет сланцевая нефть, не оправдались. Число буровых установок в США за 2018 год выросло на 16%, добыча достигла 11,7 млн баррелей в сутки. Но этого было мало для формирования избытка предложения.

Перелом произошел в начале октября 2018 года, когда не сработали ожидания снижения добычи в Иране, Ливии и Венесуэле. В расчете на него многие страны ОПЕК+ увеличили добычу, и этот объем вышел на рынок. Как результат – резкая коррекция нефти в конце 2018 года.

– **Риски резкого падения цен на нефть остаются высокими и в 2019 году, так как основной балансирующий фактор – по-прежнему ОПЕК+.**

Мировая добыча и потребление нефти, млн баррелей в день



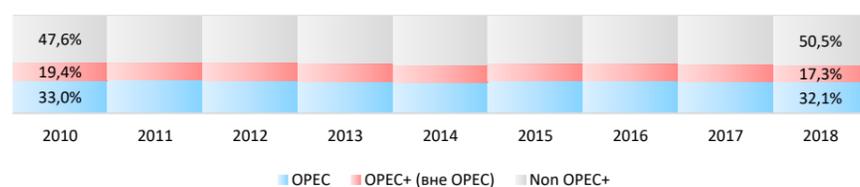
Источник: Bloomberg, расчеты УК «Альфа-Капитал»

ОПЕК+. Цена контроля рынка

Хотя страны ОПЕК+ договорились снизить в начале 2019 года добычу на 1,2 млн баррелей в сутки, что стабилизировало рынок, цена этого – снижение рыночной доли. Суммарный объем добычи в мире сейчас – около 100 млн баррелей в сутки. Если рост потребления замедлится, то со временем вопрос рыночной доли может стать важнее цены.

- Страны ОПЕК+ продолжают терять долю рынка.
- Увеличение долгосрочных рисков на рынке нефти.

Оценка дефицита/избытка нефти и цена Brent



Источник: Bloomberg, расчеты УК «Альфа-Капитал»

РЕЗКИЙ РОСТ ПРЕДЛОЖЕНИЯ ПРИВЕЛ К ФОРМИРОВАНИЮ ИЗБЫТКА НЕФТИ НА РЫНКЕ И РЕЗКОМУ СНИЖЕНИЮ ЦЕН

ДОЛГОСРОЧНЫЕ РИСК В НЕФТИ ОБЪЯСНЯЮТ ВАЖНОСТЬ БЮДЖЕТНОГО ПРАВИЛА В РФ

ДОЛЮ СТРАН ОПЕК+ ЗАБИРАЮТ СЕБЕ США

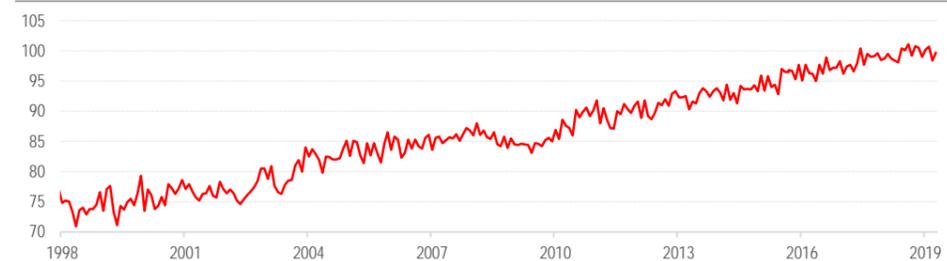
Спрос на нефть

Потребление нефти в мире продолжает устойчивую тенденцию к росту, в этом или начале следующего года оно может закрепиться выше 100 млн баррелей в сутки. Этот рост позволил рынку «поглотить» и сланцевую нефть, и рост добычи в других странах, но его замедление может стать серьезной проблемой. Источниками риска для спроса на нефть являются:

- **Состояние мировой экономики.** Кризис 2008 года затормозил увеличение спроса, что быстро привело к избытку нефти на рынке.
- **Состояние экономики Китая.** Эта страна вносит наибольший вклад в рост потребления нефти, поэтому сценарий «жесткой посадки» экономики Китая выглядит очень опасным для рынка нефти.
- **Развитие альтернативной энергетики.** Пока этот фактор не имеет заметного влияния, но его сила будет увеличиваться.

Спрос и предложение нефти очень неэластичны, поэтому даже небольшое изменение спроса и предложения приводит к сильным ценовым движениям. Текущий избыток предложения – еще один фактор, обуславливающий необходимость жесткого соблюдения квот ОПЕК+.

Мировое потребление нефти, млн баррелей в день



Источник: Bloomberg, Energy Intelligence Group

Прогноз

Brent: 65 долл. за баррель. При этом складывается все больше апсайд факторов из-за санкционной политики США.

Основной риск на горизонте года – состояние мировой экономики. Резкое замедление роста может привести к сокращению потребления, что потребует от ОПЕК+ очень сильного сокращения добычи, согласовать которое будет сложно.

Повторение сценария 2018 года возможно, например, в случае новых конфликтов на Ближнем Востоке или иных проблем с добычей и/или поставкой нефти.

РОСТ ДОБЫЧИ ПОГЛОЩАЛ ДОПОЛНИТЕЛЬНОЕ ПРЕДЛОЖЕНИЕ

[> Китай](#)

[> Прогноз](#)

Металлы

Золото: спрос начал оживать в конце года

Большая часть 2018 года на рынке золота была депрессивной из-за отсутствия острой потребности у инвесторов в защитных активах. Рост рынка акций США и повышение ставки ФРС делали золото крайне непривлекательным активом.

Затем после начала коррекции в акциях США спрос на золото и серебро начал расти. Причина – спрос на защитные активы, который стал возникать по мере ухудшения прогнозов по росту мировой экономики и снижения прогноза по ставке ФРС. И хотя цена золота к текущему моменту еще не отыграла снижения 2018 года, наметилась тенденция к увеличению объемов золота в физических ETF, что сигнализирует об увеличении долгосрочного спроса на защитные активы.

В последние пару месяцев цена золота не демонстрировала явно выраженной динамики, что вполне логично на фоне увеличения спроса на рискованные активы, хороших результатов на рынках акций и облигаций. Это нормальное явление, но по мере того, как будут усиливаться ожидания снижения ставки ФРС и снижаться оценки и прогнозы состояния экономики (предварительные PMI по США в мае вышли на минимальных за три года уровнях), спрос на золото и серебро будет расти.

Цена золота и его объем в физических ETF



Источник: Bloomberg

Палладий или платина?

Сильный рост цены палладия может привести к тому, что он при производстве катализаторов в системах очистки выхлопных газов начнет активно замещаться платиной. И хотя рост производства автомобилей в мире будет способствовать спросу на оба металла, платина на текущих ценовых уровнях выглядит предпочтительнее.

СМЯГЧЕНИЕ РИТОРИКИ
ФРС И УВЕЛИЧЕНИЕ
ОЦЕНОК
МАКРОЭКОНОМИЧЕСКИХ
РИСКОВ УВЕЛИЧИВАЮТ
СПРОС НА ЗАЩИТНЫЕ
АКТИВЫ

[> Рынок акций США](#)

[> Ставки ФРС](#)

[> Экономика США](#)

ПЛАТИНА В ПАРЕ
ПЛАТИНА – ПАЛЛАДИЙ
ВЫГЛЯДИТ
ПРЕДПОЧТИТЕЛЬНЕЕ

Промышленные металлы: слабые перспективы спроса

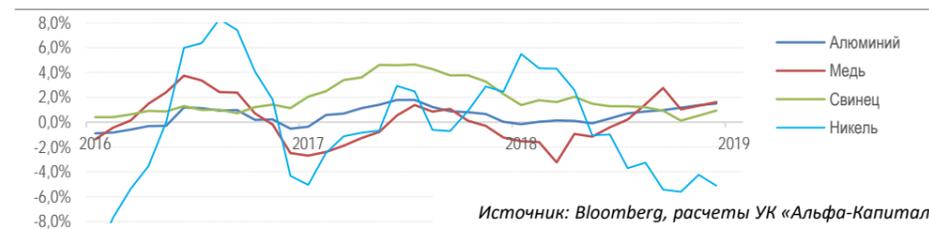
Торговая война между США и Китаем оказала давление на цены промышленных металлов. Более того, казавшийся прогресс в переговорах, а затем и обострение разногласий непосредственно отразились на ценах драгоценных металлов. Но даже плавное замедление роста ВВП Китая будет ограничивать спрос на промышленные металлы, также негативно должно сказаться и замедление экономики еврозоны.

Впрочем, нынешняя слабость рынка – это результат негативных ожиданий. В целом по многим видам металлов сейчас наблюдается некоторый дефицит. Поэтому при стабилизации ситуации в экономике цены скорее будут иметь склонность к росту.

В никеле особая история. Из-за ожиданий роста спроса возник избыток предложения. Но он вряд ли перекроет долгосрочный рост потребности в этом металле.

– Дефицит ограничит снижение цен промышленных металлов.

Оценка дефицита металлов (среднее за 6 мес., в % к объему месячного производства)



Источник: Bloomberg, расчеты УК «Альфа-Капитал»

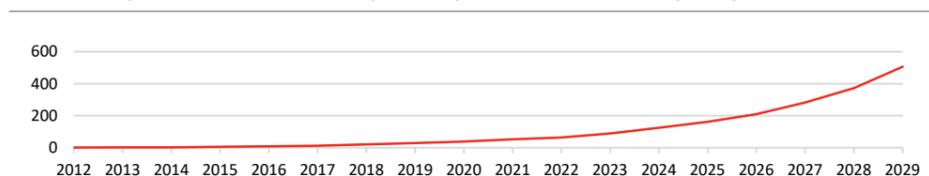
Никель: перспективы увеличения спроса

Ожидания динамичного роста спроса на никель со стороны производителей электрокаров повлияли на его текущие объемы производства, вызвав избыток предложения.

В долгосрочной перспективе спрос на этот металл со стороны автопроизводителей и производителей батарей, по оценкам Bloomberg, к 2030 году может вырасти на порядки, что неизбежно скажется на ценах.

– Долгосрочный рост цен на никель.

Спрос на никель со стороны производства электрокаров, тыс. т



Источник: Bloomberg

РОСТ ЭКОНОМИКИ КИТАЯ
– ОСНОВНОЙ ФАКТОР
ДИНАМИКИ ЦЕН
ПРОМЫШЛЕННЫХ
МЕТАЛЛОВ

[> Китай](#)

ПЕРЕПРОИЗВОДСТВО
НИКЕЛЯ ОБУСЛОВЛЕНО
ОЖИДАНИЯМИ
ВЗРЫВНОГО РОСТА
СПРОСА НА НЕГО
В БЛИЖАЙШЕМ
БУДУЩЕМ

Сценарии и прогноз



4

[Базовый сценарий](#) 54

[Пессимистичные сценарии](#) 56

[Оптимистичные сценарии](#) 58

[Сводная таблица прогноза](#) 60

2018 год был непростым, реализовались почти все возможные риски. Были проблемы с развивающимися экономиками, вызывавшие снижение котировок еврооблигаций, усиление санкционного режима в отношении РФ, из-за чего мы столкнулись с ослаблением рубля и оттоком средств из российских активов. США очень агрессивно занялись пересмотром торговых отношений, в результате между США и Китаем разгорелась чуть ли не полноценная торговая война.

Под конец года началась коррекция на развивающихся рынках, инвесторы стали опасаться замедления роста и того, что ФРС будет следовать излишне жесткой денежно-кредитной политике. Цены на нефть обвалились под весом избыточного предложения, возникшего из-за нарушения дисциплины соблюдения соглашения ОПЕК+.

Но несмотря на все это, рынки подошли к 2019 году на гораздо более интересных для инвестирования уровнях, чем год назад. Многие риски уже реализовались и оказались заложены в цены, в связи с чем для оправдания дальнейшего снижения цен активов необходимо развитие событий по негативным сценариям.

Поэтому, несмотря на осторожный прогноз по экономическим показателям, прогноз по классам активов на этот год у нас был достаточно благоприятный.

Основная проблема в том, что к концу весны 2019 года большая часть этих идей в значительной степени реализовалась. Например, сильно снизились доходности еврооблигаций, выросли индексы рынков акций развитых стран. Из оставшихся нереализованных идей стоит отметить рублевые облигации, где продолжается цикл снижения рыночных доходностей, а также российский рынок акций, который в прошлом году избежал коррекции и продолжает планомерно отыгрывать свою фундаментальную недооцененность.

Поэтому мы опасаемся, что вторая половина этого года для глобальных рынков может оказаться существенно менее благоприятной, в связи с чем очень осторожно корректируем прогнозы на 2019 год, даже несмотря на впечатляющую динамику многих классов активов в начале года.

Основные корректировки прогноза на 2019 год касаются процентных ставок: например, прогнозы по ставке ЦБ РФ и ФРС были снижены, что потребовало и улучшения прогноза по результатам портфелей рублевых и валютных облигаций. Мы также улучшили прогноз по рублю, что связано с увеличением спроса на рублевые активы и, частично, с более высокими ценами на нефть.

Базовый сценарий

Особенности базового сценария

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

1. Замедление роста мировой экономики

Вероятность этого риска на фоне данных и событий начала года ощутимо увеличилась, но мы исходим из того, что в 2019 году замедление роста не выльется в полномасштабный глобальный экономический кризис.

Во многом это обусловлено тем, что сейчас экономики разных стран находятся на различных стадиях делового цикла, это касается и развитых, и развивающихся стран. Поэтому они не могут синхронно перейти в стадию рецессии. Кроме того, риск глобального кризиса сейчас ниже и из-за того, что центральные банки еще хорошо помнят кризис 2008 года и не будут долго тянуть со смягчением политики при первых признаках проблем.

Замедление роста скажется на динамике рынков акций, ограничив потенциал их роста. Для рынка еврооблигаций возможное увеличение премии за риск будет компенсироваться низкими базовыми ставками.

2. Торговые войны останутся локальными

Разногласия между США и основными торговыми партнерами уже заставили рынки серьезно понервничать.

Но если с ЕС, Канадой и Мексикой удалось достаточно быстро договориться, то с Китаем идет почти полноценная торговая война.

Сложно сказать, чем и когда закончится это противостояние. Но стоит отметить, что оно затрагивает лишь малую часть глобальных торговых потоков. Поэтому прямые последствия в масштабе мировой экономики будут незначительными. Главное, чтобы примеру США не следовали другие страны.

Как бы то ни было, торговая война США и Китая неизбежно скажется на этих двух крупнейших экономиках мира, причем негативно. И это еще одна причина замедления прогнозов роста ВВП и нашего осторожного отношения к фондовым рынкам в 2019 году.

[> Долгосрочный рост](#)

[> Экономика США](#)

[> Экономика еврозоны](#)

[> Торговая война США-Китай](#)

3. Стабилизация цен на нефть

Активизация ОПЕК+ после падения цен на нефть в конце 2018 года позволила котировкам не просто стабилизироваться, но и отыграть значительную часть снижения. Этому, конечно, способствовали и возросшие оценки рисков перебоев поставок нефти с Ближнего Востока на фоне обострения отношений США и Ирана.

Негативным моментом сейчас является то, что рост добычи в США ощутимо ускорился, что в перспективе означает снижение возможностей ОПЕК+ контролировать цены. Кроме того, это показывает, что контроль цен – не бесплатное удовольствие, за него нужно платить долей рынка. Поэтому мы не считаем, что цены будут подниматься слишком высоко надолго, так как чем выше рыночные цены на нефть, тем быстрее будет расти добыча в США.

[> Нефть](#)

4. Сохранение текущей макроэкономической политики РФ

Экономическая политика РФ доказала свою эффективность в условиях сильного внешнего давления. Мы исходим из того, что бюджет будет оставаться консервативным, а монетарная политика – достаточно жесткой. Это, конечно, не предполагает ускорения роста на коротком горизонте ВВП, зато серьезно снижает макроэкономические риски.

[> Экономика РФ](#)

[> Политика ЦБ и Минфина](#)

5. Развивающиеся рынки: снижение частоты проблем

В 2018 году рынок еврооблигаций ЕМ напоминал минное поле, сработало необычно большое число страновых рисков. В то же время в подавляющем большинстве страны смогли взять ситуацию под контроль. Исключениями стала Аргентина, у которой богатая история суверенных дефолтов, и Турция, где корни проблем лежат в политической плоскости.

С другой стороны, 2018 год заставил правительства многих стран всерьез озаботиться состоянием экономики и госфинансов, что уменьшает риски новых проблем на обозримом горизонте. Это снижает потенциал расширения суверенных и кредитных спредов.

[> Развивающиеся рынки](#)

6. Избежание «жесткой посадки» Китая

Мы полагаем, что в 2019 году Китай снова избежит негативного сценария «жесткой посадки». Замедление экономики этой страны будет обусловлено естественными причинами, связанными с «эффектом базы», а также накопленными проблемами роста. В базовом сценарии мы полагаем, что Китаю удастся избежать сценария финансово-экономического кризиса.

[> Китай](#)

Пессимистичные сценарии

Многообразие вариантов

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

1. Признаки рецессии в развитых экономиках

Многие из стран, показывавших отличный рост экономики в последние годы, сильно истощили возможности для продолжения циклического роста. При этом из-за снижения потенциальных темпов роста ВВП многие правительства и регуляторы могли переусердствовать в своем стремлении достичь докризисного роста, приводя к перегреву экономик. Например, в США рост ВВП в последние годы оплачивался ростом дефицита бюджета, хотя обычно, наоборот, рост ВВП позволял сокращать дефицит. Также вероятно торможение роста Германии, Великобритании, Канады и других развитых стран, где наблюдается экстремально низкий уровень безработицы.

Данные за первый квартал 2019 года дали достаточно поводов для беспокойства, в первую очередь из-за снижения опережающих индексов, в том числе PMI по крупнейшим экономикам.

В еврозоне и Великобритании, кстати, триггером проблем может стать изменение экономических отношений в случае Brexit. Есть большой риск, что он негативно повлияет на цепочки создания добавленной стоимости.

Рецессия неизбежно приведет к снижению на рынках акций, причем ниже минимумов 2018 года, должна будет сильно вырасти премия за риск в еврооблигациях. Зато будет снижена и ставка ФРС, причем если снижение начнется, то одним оно вряд ли ограничится.

2. Разрастание торговых войн

Ухудшение состояния мировой экономики приведет к обострению торговых отношений между различными странами, росту протекционизма. В данном сценарии мы предполагаем выход торговых разногласий за рамки инициированных США. Снижение интенсивности мировой торговли не только негативно скажется на мировом ВВП, но и подстегнет инфляцию. А это ограничит возможности центральных банков снижать ставки для стимулирования экономик.

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

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

[> Долгосрочный рост](#)

[> Экономика США](#)

[> Экономика еврозоны](#)

[> Торговая война США-Китай](#)

[> Развивающиеся экономики](#)

[> Евро](#)

3. Падение цен на нефть

Устойчивое падение цен на нефть требует сохранения избыточного предложения на рынке даже при низких ценах. Это возможно в нескольких случаях. Во-первых, при снижении спроса на нефть, например из-за сильного торможения роста экономик крупнейших потребителей, в первую очередь Китая.

Во-вторых, в случае распада соглашения ОПЕК+ и последующего неконтролируемого роста добычи. В этом случае низкие цены на нефть будут стимулировать страны компенсировать падение цен увеличением объемов.

В-третьих, может сработать и фактор роста добычи в США. В последнее время темпы увеличения добычи в этой стране заметно выросли, как и доля мирового рынка, занимаемая компаниями из США.

Для российской экономики снижение цен на нефть до 40 долл. не выглядит опасным, у нее достаточный запас прочности даже для кратковременного снижения цен ниже 30–35 долл. Но это все равно ослабит рубль, увеличит инфляционные ожидания и спровоцирует распродажу активов.

4. Экстремальное санкционное давление на РФ

Хотя экономика РФ и выглядит защищенной от большого числа внешних рисков, вопрос всегда в силе внешнего давления. В 2018 году низкие макроэкономические риски не помешали иностранным инвесторам снизить свою долю в ОФЗ и других российских активах на фоне угрозы введения санкций против Русала.

5. Вторая волна проблем на развивающихся рынках

Хотя правительствам развивающихся стран удалось купировать острые проблемы в экономике и на долговых рынках, во многих случаях фундаментальные проблемы еще могут себя проявить. Примерами источников нестабильности могут стать высокий дефицит бюджета и большой долг Бразилии, политический кризис в Турции, жесткие санкции против РФ, медленные реформы в ЮАР, рост популизма в Мексике и многое другое.

Это приведет ко второй волне расширения суверенных и кредитных спредов, что даже в случае низких базовых ставок приведет к ухудшению результатов по облигационным портфелям.

6. «Жесткая посадка» Китая

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

[> Нефть](#)

[> Экономика РФ](#)

[> Развивающиеся экономики](#)

[> Китай](#)

Оптимистичные сценарии

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

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

1. Экономические стимулы в США, реформы в еврозоне

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

Правда, это приведет к ускорению инфляции и повышению ставки ФРС выше оцениваемых сейчас максимумов для текущего цикла 3%, да и рынок акций уже должен будет воспринять все это с большей осторожностью.

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

2. Затухание торговых войн

Переговоры США и Китая хотя и продвигаются достаточно сложно, но оставляют вероятность достижения соглашения. Увеличение покупок Китаем товаров США позитивно скажется на росте экономики США, что должно быть оценено рынком акций. Также есть вероятность и отсутствия новых претензий со стороны США к Евросоюзу, Канаде, Японии и другим крупным торговым партнерам.

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

Дополнительным источником оптимизма может стать также спокойное течение процесса Brexit (или его отмена), сохранение цепочек создания добавленной стоимости, в которые включена Великобритания и ее торговые партнеры.

[> Экономика США](#)

[> Экономика еврозоны](#)

[> Торговая война США-Китай](#)

3. Сырьевое ралли

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

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

[> Нефть](#)

4. Ослабление санкционного давления на РФ

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

Это позитивно скажется на рубле, стоимости российских активов, снижении инфляционных ожиданий. Ключевая ставка ЦБ РФ при таком сценарии будет существенно ниже базового варианта, а курс рубля может уйти значительно ниже отметки USD/RUB 60.

[> Экономика РФ](#)

5. Ускорение роста развивающихся экономик

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

Рынок еврооблигаций должен будет отреагировать на это сужением кредитных и суверенных спредов, портфели еврооблигаций по итогам года должны будут показать двузначный положительный результат, особенно если одновременно с этим будет наблюдаться торможение роста экономики США, усиление ожиданий снижения ставки ФРС и, соответственно, сохранение доходностей казначейских облигаций на низком уровне.

[> Развивающиеся экономики](#)

Макроэкономический прогноз – 2019 (версия: май 2019 г.)

Показатель	Базовый прогноз	min max	Диапазон возможных значений и комментарии к сценариям
СЫРЬЕВЫЕ РЫНКИ			
Нефть Brent	65	55	Распад ОПЕК+, замедление роста мировой экономики
		75	Снижение темпов роста добычи, повышенный спрос
Золото (СМЕ)	1350	1150	Относительно жесткая политика ФРС, рост мировой экономики выше ожиданий
		1500	Бегство в защитные активы, мягкая политика ФРС, признаки глобальной рецессии
МАКРОПОКАЗАТЕЛИ			
Рост ВВП РФ	1,3%	0,5%	Санкции, низкие сырьевые цены, жесткая политика ЦБ РФ, жесткая бюджетная политика
		2,0%	Рост цен на нефть, ослабление санкций, проявление результатов госинвестиций
Инфляция РФ	4,5%	4,0%	Адекватная политика ЦБ РФ, крепкий рубль, отсутствие санкций
		5,2%	Санкции, низкий урожай, слабый рубль, рост инфляционных ожиданий
Ключевая ставка ЦБ РФ	7,25%	7,0%	Крепкий рубль и слабый рост потребительского спроса, низкие внешние инфляционные риски
		8,0%	Рост инфляционных ожиданий, слабый рубль, санкции, низкие сырьевые цены
Ставка ФРС	2,5%	2,0%	Появление явных признаков приближения рецессии в США
		2,75%	Ускорение инфляции, стабилизация выходящих макроданных
РЫНОК АКЦИЙ			
Индекс МосБиржи	+14%	-7%	Низкие сырьевые цены, усиление санкционного давления, глобальных рисков
		+21%	Высокие цены на нефть, улучшение спроса со стороны нерезидентов
S&P 500	+12%	-10%	Признаки рецессии в США при отсутствии монетарных или фискальных стимулов
		+20%	Налоговые стимулы, адекватная политика ФРС, рост мировой экономики
MSCI Emerging Markets	+11%	-6%	Новые эпизоды проблем развивающихся рынков, резкий рост ставки ФРС, рецессия в США
		+15%	Восстановительный рост экономик EM, хорошая динамика мировой экономики
РЫНОК ОБЛИГАЦИЙ			
Доходность портфелей рублевых облигаций	+10,2%	+4,5%	Рост ключевой ставки, инфляция за пределами ориентиров ЦБ РФ, слабый спрос на ОФЗ
		+13,0%	Снижение санкционного давления, крепкий рубль, снижение ключевой ставки ЦБ РФ
Доходность портфелей валютных облигаций	+8,0%	+2,0%	Рост кредитных и суверенных спредов, ужесточение риторики ФРС
		+10,0%	Мягкая риторика ФРС, снижение премии за риск развивающихся рынков
ВАЛЮТЫ			
Рубль/доллар	62	58	Высокие цены на нефть, отсутствие новых санкций, замедление инфляции
		75	Низкие цены на нефть и металлы, усиление санкций, продолжение оттока нерезидентов из РФ
Евро/доллар	1,1	1,05	Проблемы в экономике еврозоны, проблемный Brexit, ухудшение данных по экспорту
		1,20	Улучшение состояния экономики, мягкий Brexit, отсутствие торговых разногласий с США

Обязательная информация

Информация, изложенная в данном документе, актуальна на 29 мая 2019 года. ООО УК «Альфа-Капитал» осуществляет инвестиционную деятельность на основании лицензии на осуществление деятельности по управлению ценными бумагами № 077-08158-001000, выдана ФСФР России 30 ноября 2004 года, без ограничения срока действия.

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. Телефоны: 783-47-83, 8 (800) 200-28-28. А также на сайте ООО УК «Альфа-Капитал» в интернете по адресу www.alfacapital.ru.