

Глобальные рынки. Российский рынок акций и облигаций.

3 кв. 2019. ТРАМПномика в действии



июль 2019г.

Сценарии и прогнозы на 2019г.

Мировая экономика

Монетарная политика и глобальные рынки капитала

Товарные рынки

Российская экономика

Российский рынок акций и облигаций

В один слайд: наш взгляд на ближайший квартал и 2П2019

Мировая экономика. Комплекс проблем, таких как бюджетные проблемы в еврозоне (преимущественно в Италии и Франции), непонятная ситуация с Brexit, а также замедление темпов роста экономики США и развязанная ими «торговая война» с Китаем, находит отражение в просадке мировой экономики и усилении дисбалансов в «слабых» EM. Последняя статистика и опросы заставляют нас весьма консервативно оценивать состояние американской экономики во 2 кв. и 2П2019 (во 2 кв. ждем 2,5% г/г, в целом по году – 2%). Мы видим больше экономических и конъюнктурных (эскалация «торговых войн») оснований для деградации промышленной активности и снижения склонности частного сектора к инвестициям. Экономическая ситуация в еврозоне продолжает ухудшаться, по-прежнему хуже всего обстоят дела в Германии, где промышленный сектор находится в рецессии и постепенно начинает тянуть за собой другие отрасли экономики. Мы скептически настроены относительно перспектив еврозоны на 2-е полугодие, рассчитывая на темпы роста экономики в 1,2% г/г. Правительство Китая с помощью стимулов помогают стабилизировать темпы роста, но они крайне ограничены. Из-за торговой войны ВВП КНР рискует потерять до 1,5 п.п. в случае введения тарифов США на весь китайский импорт (550 млрд долл.).

Политика ведущих ЦБ и глобальные рынки. Наш макросценарий позволяет ожидать снижения ставки ФРС на 0,75% в 2019 году и 0,5%-0,75% - в 2020 году. Мы закладываемся на снижение на 0,5% в 3 кв., но пока не видим особо веских причин для резких действий уже в июле (логичнее начать фазу снижения в сентябре). Мы все так же консервативно смотрим и на мировые рынки во 2П2019, и на рынок нефти, опасаясь ухода котировок Brent к 50 долл./барр. на фоне замедления роста спроса вслед за мировой экономикой и профицита предложения.

Российская экономика. Мы понизили прогноз роста ВВП на 2019 год (с 1,3% до 1%). Спад экономической активности привел к быстрому исчерпанию инфляционных процессов, вызванных повышением НДС. Банк России перешел к циклу понижению ключевой ставки. До конца года мы сохраняем прогноз умеренного ускорения роста ВВП за счет устойчивого роста потребления физлиц и активизации бюджетных расходов.

Российские рынки. Во 2П2019 мы ожидаем снижения кривой доходности ОФЗ вниз еще на 20 – 30 б.п. Спрос на российские облигации будет поддерживаться ожиданиями смягчения ДКП мировыми центробанками, а также потенциалом снижения ключевой ставки ЦБ РФ до 7% к концу 2019 г.

При текущих ценах на нефть считаем, что курс рубля близок к равновесному. Наш консервативный взгляд на 2П2019 в части динамики нефтяных котировок и возможной новой волны оттока с развивающихся рынков заставляет нас ожидать возобновления давления на валютный курс. На горизонте до конца года мы ожидаем роста пары доллар/рубль в район отметки в 69 руб./долл.

На фоне ожидаемого нами ухудшения внешней конъюнктуры и возврата рублевой стоимости Urals к уровню в 3500 руб./барр. индекс МосБиржи может откатиться к 2450 пунктам к концу года.

Сценарии и прогнозы на 2019г.

Мировая экономика

Монетарная политика и глобальные рынки капитала

Товарные рынки

Российская экономика

Российский рынок акций и облигаций

Деловая активность в мире замедляется

Индексы деловой активности в промышленности

	мар-19	апр-19	май-19	июн-19	ср. за 1 кв. 2019	ср. за 2 кв. 2019
Глобальный	50,5	50,4	49,8	49,4	50,6	50,0
развитые страны	49,9	50,2	49,2	48,9	50,7	49,6
США	55,3	52,8	52,1	51,7	55,4	52,4
еврозона	47,5	47,9	47,7	47,6	49,1	47,8
ФРГ	44,1	44,4	44,3	45,0	47,1	44,5
Франция	49,7	50,0	50,6	51,9	50,8	50,6
страны ЕМ	51,0	50,5	50,4	49,9	50,4	50,3
Китай	50,5	50,1	49,4	49,4	49,7	49,8
Индия	52,6	51,8	52,7	52,1	53,6	52,1
Россия	52,8	51,8	49,8	48,6	51,3	50,5
Бразилия	52,8	51,5	50,2	51,0	53,0	51,1

Источник: Bloomberg, ПСБ Аналитика & Стратегия

Индексы деловой активности в сфере услуг

	мар-19	апр-19	май-19	июн-19	ср. за 1 кв. 2019	ср. за 2 кв. 2019
Глобальный	53,7	52,7	51,6	51,9	53,2	52,1
развитые страны	53,7	52,6	51,5	52,0	53,3	52,0
США	56,1	55,5	56,9	55,1	57,5	55,8
еврозона	53,3	52,8	52,9	53,6	52,4	53,1
ФРГ	55,4	55,7	55,4	55,8	54,6	55,6
Франция	49,1	50,5	51,5	52,9	49,0	51,6
страны ЕМ	53,7	53,2	51,7	51,5	52,9	52,1
Китай	54,8	54,3	54,3	54,2	54,6	54,3
Индия	52,0	51,0	50,2	49,6	52,2	50,3
Россия	54,4	52,6	52,0	49,7	54,9	51,4
Бразилия	52,7	49,9	47,8	48,2	52,3	48,6

Источник: Bloomberg, ПСБ Аналитика & Стратегия

Ухудшение деловой активности в мире продолжилось широким фронтом и во 2 кв. 2019 г., отражая усугубляющиеся проблемы в мировой экономике. Хуже всего обстоят дела в промышленном секторе. Хотя глобальный индекс деловой активности еще держится чуть выше пограничного уровня, «выезжая» за счет США, Франции и части ЕМ (России, Бразилии, Индии), мы, исходя из ожиданий по влиянию торговой войны на экономики Китая и США, **ждем ухода индекса ниже 50 пунктов во 2-м полугодии.**

В секторе услуг ситуация выглядит несравнимо лучше, ниже пограничного уровня опустился лишь PMI Бразилии, но тенденция к ухудшению конъюнктуры уже прослеживается и здесь.

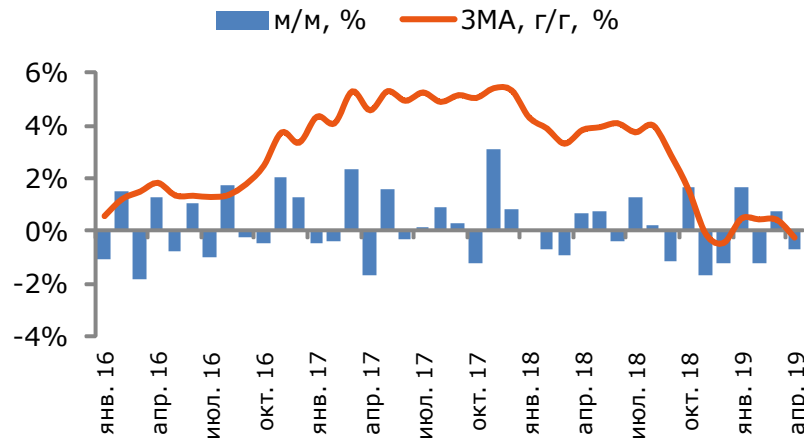
Последняя статистика и опросы заставляют нас весьма консервативно оценивать состояние американской экономики во 2 квартале и 2П2019 (во 2 кв. ждем 2,5% г/г, в целом по году – 2%). Мы видим больше экономических и конъюнктурных (эскалация «торговых войн») оснований для деградации промышленной активности и снижения склонности частного сектора к инвестициям.

Экономическая ситуация в еврозоне продолжает ухудшаться, по-прежнему хуже всего обстоят дела в Германии, где промышленный сектор находится в рецессии и постепенно начинает тянуть за собой другие отрасли экономики. Мы скептически настроены относительно перспектив еврозоны на 2-е полугодие, рассчитывая на темпы роста экономики в 1,2% г/г.

Правительство Китая с помощью стимулов помогает стабилизировать темпы роста, но его потенциал госстимулов выглядит крайне ограниченным. Из-за торговой войны ВВП страны рискует потерять до 1,5% в случае введения тарифов США на весь импорт. В базовом сценарии **мы ждем введения 10% пошлин на остаток импорта КНР (300 млрд долл.) во 2П2019 г., что отнимет порядка 0,8 п.п. ВВП Китая на горизонте 2019-2020 г..**

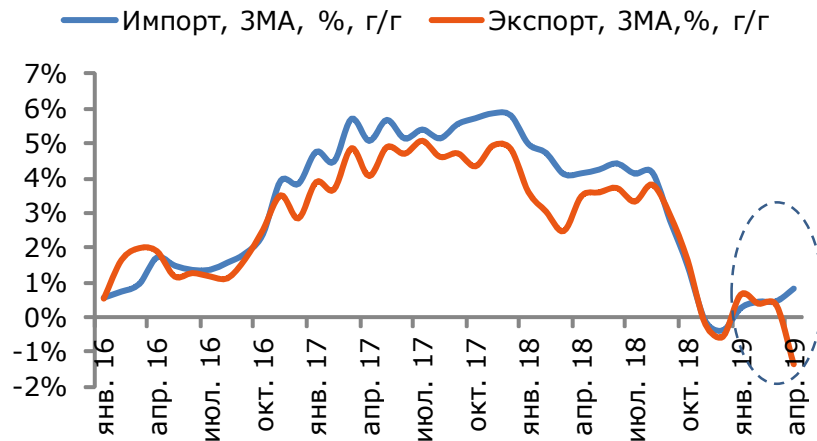
Эффект от «торговой войны» налицо

Динамика мировой торговли



Источник: CPB World Trade Monitor, ПСБ Аналитика & Стратегия

Динамика мирового экспорта и импорта



Источник: CPB World Trade Monitor, ПСБ Аналитика & Стратегия

Комплекс проблем, таких как бюджетные проблемы в еврозоне (преимущественно в Италии и Франции), непонятная ситуация с Brexit, а также развязанная США «торговая война», находит отражение в **просадке мировой экономики и усилении дисбалансов в «слабых» ЕМ.**

На этом фоне **перспективы мировой торговли выглядят достаточно тревожно**, особенно учитывая отсутствие позитивных сдвигов в исходе «торговой войны». Конечно, эскалация торговой напряженности не может объяснить всего замедления торговли в 2018 году, но они, несомненно, сыграли значительную роль. Так, в последние несколько месяцев 2018 г. **мы наблюдали самое большое падение мировой торговли с 2009 г.**, и с тех пор объемы торговли не восстановились.

По данным за апрель зафиксировано падение мировой торговли на 0,7% м/м, а 3-мес. скользящая средняя указывает на снижение на 0,3% в годовом сопоставлении. Также в апреле **сложилась дивергенция в динамике экспорта и импорта, отражая дисбаланс из-за «торговых войн».** Так, 3-мес.скользящая средняя экспорта упала на 1,4% г/г при росте импорта на 0,8% г/г. Учитывая динамику глобальных индикаторов деловой активности (см. Слайд 5), **мы ждем дальнейшего снижения мировой торговли, до 1,5% г/г в этом году.**

Сценарии «торговой войны»

	Текущий	Умеренно-негативный	Негативный
	Сценарий 1	Сценарий 2	Сценарий 3
Описание	пошлины США в 25% на 250 млрд долл. импорта КНР, угроза повышения пошлин остается	Сценарий 1+ дополнительные пошлины США в 10% на остаток импорта КНР (300 млрд долл.) во 2П2019, угроза повышения остается	Сценарий 2+ пошлины США в 25% на весь импорт КНР (550 млрд долл.) в 1П2020, угроз дальнейшего повышения нет
Оценка экономического эффекта на горизонте 2019-2020 гг.			
США	-0,4 п.п. ВВП (0,2% - прямой эффект; 0,3%-0,5% - непрямой)	-0,7 п.п. ВВП (0,3% - прямой эффект; 0,4%-0,6% - непрямой)	-1,1 п.п. ВВП (0,4% - прямой эффект; 0,6%-0,9% - непрямой); вхождение в умеренную рецессию в 2020 г.
Китай	-0,6 п.п. ВВП	-0,8 п.п. ВВП	-1,2 п.п. ВВП
Действия властей			
США	-	-	Дополнительное (к ожидаемым 3м в 19-20гг.) снижение ставки ФРС; пауза в торговых санкциях в отношении других стран
Китай	Стимулирующие меры на 296 млрд долл.	Снижение резервных требований для банков до 11,5% (сейчас 13,5%)	Стимулирующие меры на 550 млрд долл. Снижение резервных требований до 10% Снижение ставки по 1-л. кредитам до 3,6% (сейчас 4,35%) Девальвация юаня до 7,5 юаней за доллар

Источник: Bloomberg, ПСБ Аналитика & Стратегия

На наш взгляд, **наиболее вероятным сценарием дальнейшего развития «торговой войны» станет сценарий 2, который предполагает введение доп.пошлин США в 10% на остаток импорта КНР – 300 млрд долл. во 2П2019.** Мы его оцениваем как умеренно-негативный с точки зрения влияния на экономики США, КНР и мира. Он предполагает менее 1 п.п. потерь в ВВП обеих стран, и мы не ждем никаких действий со стороны ФРС США. А ЦБ Китая вероятно будет оперировать лишь резервными требованиями (ждем понижения до 11,5% с текущих 13,5%).

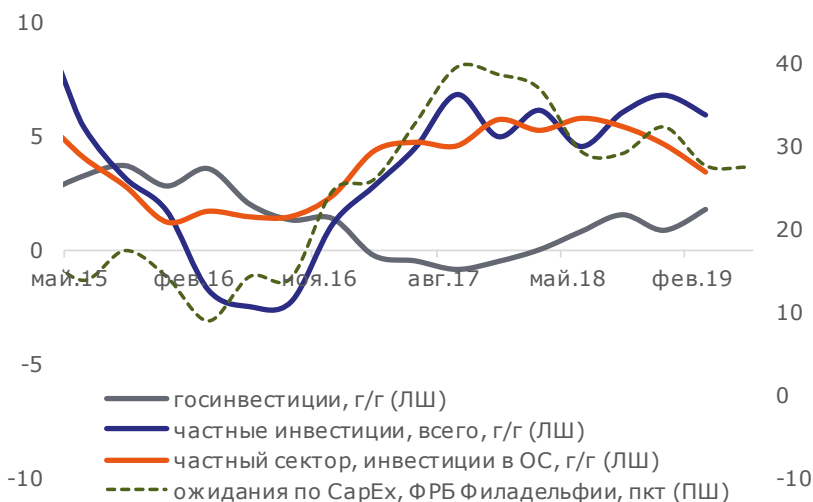
США: консервативный взгляд на 2П2019

ВВП США и индекс опережающих индикаторов



Источник: Reuters, ПСБ Аналитика & Стратегия

Инвестиции в США (в пост.ценах) и ожидания бизнеса



Источник: Reuters, ПСБ Аналитика & Стратегия

Рост ВВП США в 1 кв. ускорился до 3,2% г/г, несколько неожиданно для нас. Ключевой вклад внесли сужение торгового дефицита (см. далее), накопление складских запасов и увеличение госрасходов, перевесившие ощутимое торможение динамики потребительского спроса и некоторое ослабление инвестиционной активности в частном секторе. В целом, **ускорение ВВП выглядит аномальным выплеском** - первые 2 фактора роста сами по себе волатильны, и их позитивный вклад в начале года обусловлен в значительной степени фактором преддверия «торговой войны» с КНР, уже фактически наступившей после майского повышения ввозных пошлин. Примечательно, что ускорение роста экономики заметно контрастировало с динамикой индекса опережающих индикаторов по США, указывающего на затухание экономической активности, а также со все более осторожной риторикой ФРС.

Последняя статистика и опросы заставляют нас весьма консервативно оценивать состояние американской экономики во 2 кв. и 2П2019. Мы видим больше экономических («зрелость» и затянутость текущего цикла) и конъюнктурных (эскалация «торговых войн») оснований для деградации промышленной активности и снижения склонности частного сектора к инвестициям (что уже отражают опросы ФРБ Филадельфии по будущим инвестициям). С неизбежным последующим давлением на сектор услуг и потребительскую активность.

Во 2 кв. мы ждем снижения темпа роста ВВП США, до 2,5% г/г. Ввиду сильного 1 кв. и ожиданий сохранения высокой активности госсектора **мы повышаем прогноз по ВВП США в целом по 2019 году (до 2,0-2,1% г/г), но по-прежнему негативно смотрим на 2П2019**, видя высокий риск локального перехода как минимум к стагнации экономики страны уже к концу этого года.

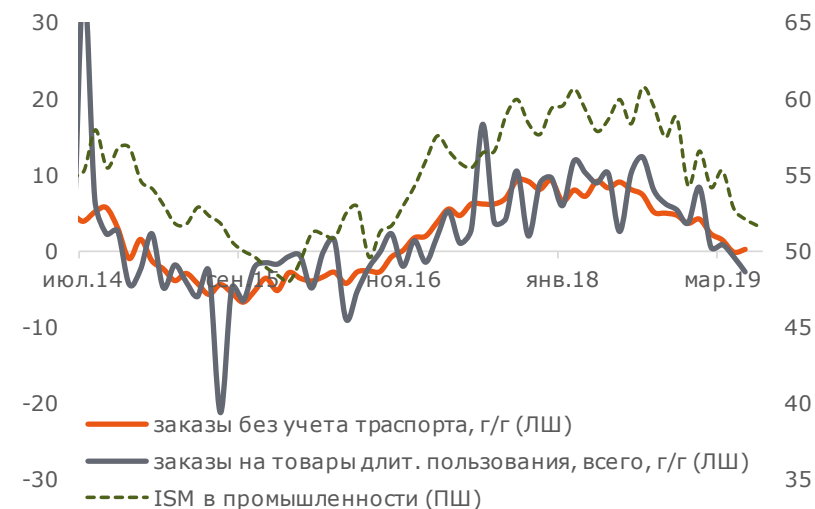
Промышленная активность в США слабеет

Пром. производство и уровни скл. запасов в США



Источник: Reuters, ПСБ Аналитика & Стратегия

Заказы на товары длит. пользования в США



Источник: Reuters, ПСБ Аналитика & Стратегия

В промышленном секторе достаточно явно наблюдаются признаки торможения. Хотя динамика промпроизводства в годовом сопоставлении остается положительной (в мае рост даже несколько ускорился, до 2,05% г/г), вызывает озабоченность высокая обеспеченность складскими запасами, оставшаяся в апреле, несмотря на бурный рост экономики в 1 кв., на уровне начала года (и на максимумах с лета 2017 г.), а также поступательный рост долговой нагрузки корп. сектора (74% к ВВП, - превышает уровни 2008-2009 гг.). Снижение ISM в промышленности, слабость заказов на товары длит.пользования и сокращение раб. недели указывают на снижение склонности бизнеса к наращиванию запасов. А динамика расходов на стр-во, негативная даже на фоне «взлета» госрасходов – на неготовность к инвестициям несмотря на снижение ставок. **Мы ожидаем дальнейшего торможения пром. сектора в США,** с высокой вероятностью перехода к спаду с середины года.

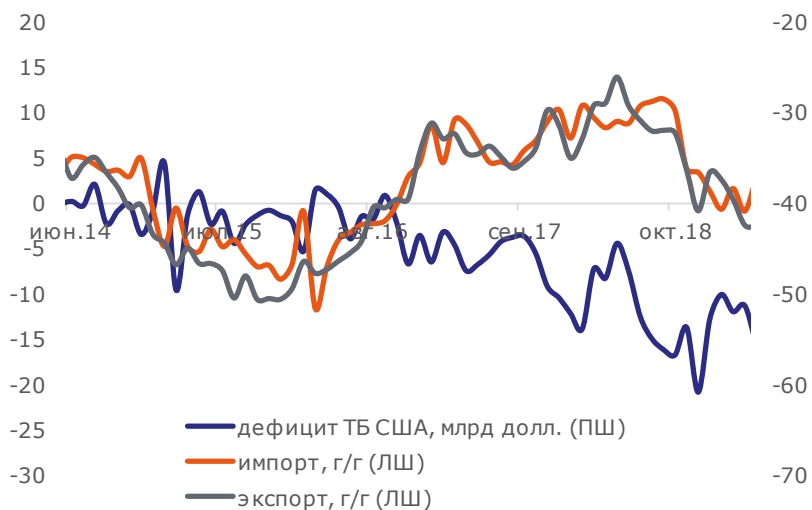
ISM и раб. неделя настраивают на спад в промышленности



Источник: Reuters, ПСБ Аналитика & Стратегия

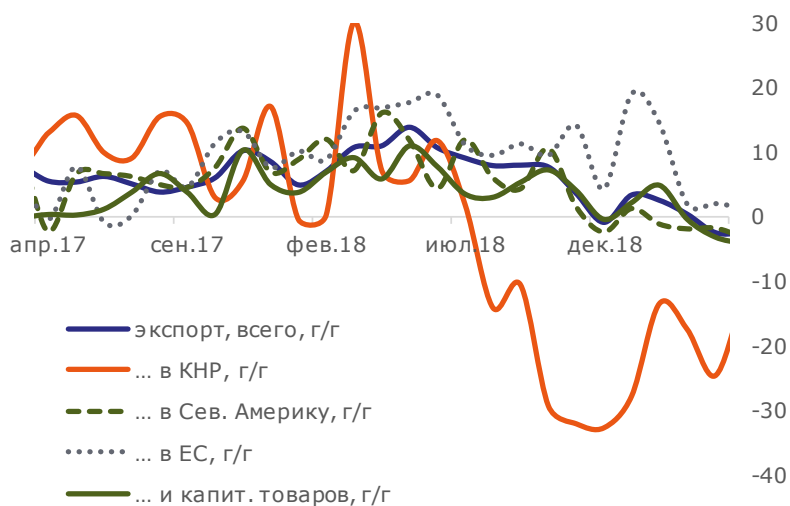
«Торговые войны» способны сократить торговый дефицит

Торговый баланс США



Источник: Reuters, ПСБ Аналитика & Стратегия

США сокращают экспорт по большинству направлений



Источник: Reuters, ПСБ Аналитика & Стратегия

Дефицит торгового баланса США в 1 кв. сузился. Способствовала этому локальная активизация экспортной активности США на фоне сжатия импорта: КНР, на фоне достаточно трудных переговоров по торговле, предпочла усилить закупки из Америки в надежде договориться. Подрос экспорт США и в другие страны.

Положительный эффект внешней торговли на ВВП исчезнет во 2 кв., но может вернуться во 2П2019. Очередные жесткие внешнеторговые действия Соединенных Штатов, повысивших, в частности, с мая ввозные пошлины на китайский импорт, уже отразились, в том числе, и на склонности КНР покупать американские товары. Последние данные указывают на возможность некоторого расширения торгового дефицита во 2 кв. при сохранении тенденции к торможению внешней торговли США и по основным направлениям, и в целом.

США упорно стремятся сделать условия торговли «более справедливыми», активно используя инструмент торговых санкций, что способствует ограничению торгового потенциала страны в целом (ввиду большей непредсказуемости условий для контрагентов). Позиция американских властей, несмотря на очередное перемирие в «торговой войне» с Китаем, и ожидаемое торможение экономики США вынуждают нас ожидать введения, рано или поздно, новых ограничений в отношении Китая, сохраняя риски повышения тарифов в отношении других стран (Европа, Япония). Поэтому мы негативно смотрим на динамику внешней торговли страны в ближ. кварталах.

Впрочем, так как действия США по факту направлены на сдерживание именно импорта, тогда как возможности других стран по перенаправлению товарных потоков ограничены, а база дефицита сальдо торгового баланса высока (минимумы с 2009 года), **мы ждем некоторого сжатия торгового дефицита к концу года, к уровням 2015-2016 гг.**

Но потребитель и рынок труда остаются крепкими

Розничные продажи в США



Источник: Reuters, ПСБ Аналитика & Стратегия

Динамика зарплат и настроения потребителей в США



Источник: Reuters, ПСБ Аналитика & Стратегия

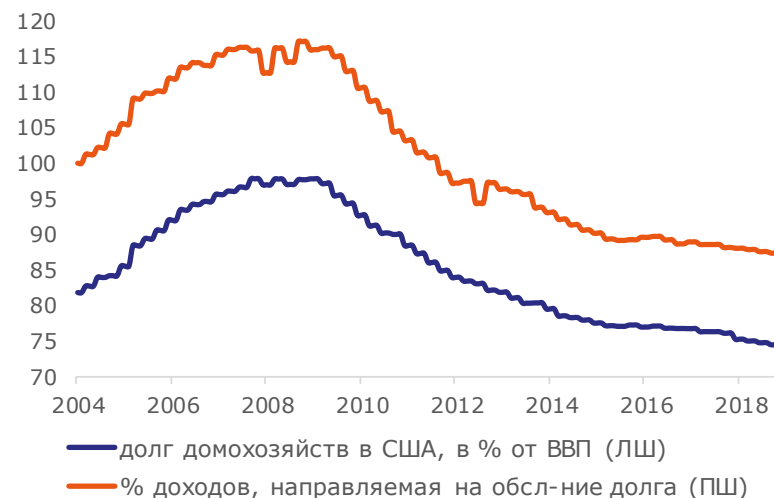
К концу 1 кв. появились признаки стабилизации потребления:

частично восстановился рост розничных продаж, сохранились неплохими кондиции рынка жилья. Ключевым фактором выступили (и будут выступать в сер. года) снижение ставок и придавленность инфляции в условиях крепкого рынка труда, способствуя росту зарплат и склонности населения к кредитованию.

Потребительская активность проходит пик и будет угасать. Торможение розничных продаж и зарплат, сокращение рабочей недели в пром-сти, снижение индексов потребдоверия естественны с циклической точки зрения и, по нашему мнению, получат продолжение ближе к концу года.

Но потенциал торможения спроса домохозяйств представляется ограниченным: проблемы в промышленности США, занимающей меньшую часть экономики (86% раб. мест дает сектор услуг), пока носят умеренный характер, кредитные метрики домохозяйств хороши, а ФРС готова снижать ставку, что способно поддержать потребление в 2019-нач. 2020 гг.

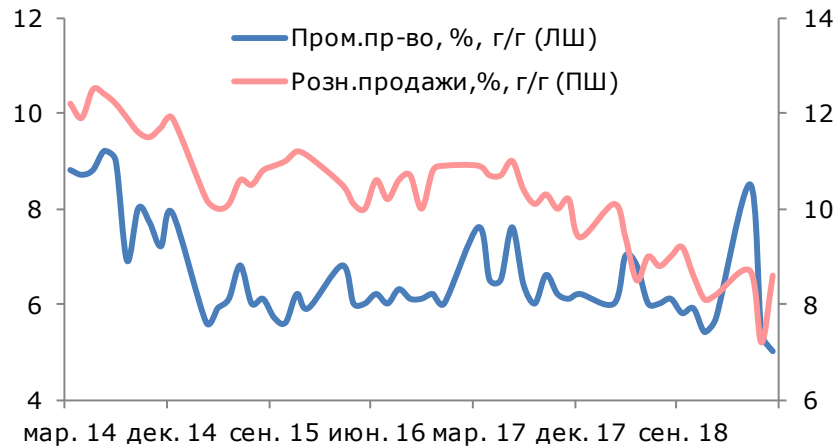
Кредитные метрики домохозяйств США



Источник: Reuters, ПСБ Аналитика & Стратегия

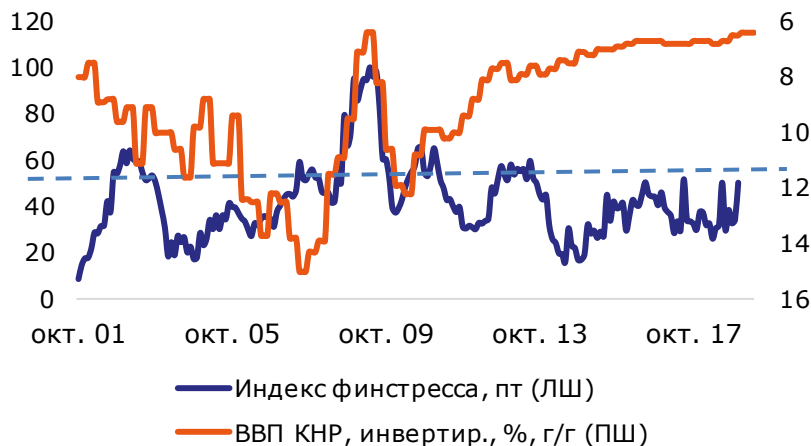
Китай: контролируемое снижение экономики

Экономика продолжает тормозить



Источник: Bloomberg, ПСБ Аналитика & Стратегия

Индикатор финстресса в КНР и ВВП КНР



Источник: Bloomberg, ПСБ Аналитика & Стратегия

Китай продолжает переживать трудности переориентации развития экономики за счет внутренних, а не внешних триггеров.

Ослабление темпов роста промпроизводства и розничных продаж тянется с середины 2017 г. и продолжится в 2019 г. **Основными причинами остаются как внутренние факторы** (борьба с теневым кредитованием и неэффективными производствами, избирательное стимулирование экономики), **так и внешние** (снижение инвестпривлекательности страны для внешнего капитала, «торговая война» с США).

На фоне ограниченного потенциала внутреннего рынка вкупе с невысокими доходами населения и фокусирования стимулов на промышленном секторе внутренний спрос во 2П2019 останется таким же вялым.

Стимулы по-прежнему остаются в качестве одного из инструментов поддержки государства, но они лишь смягчают торможение экономики. Вливать больше денег в экономику нецелесообразно ввиду изменения стратегии развития в пользу качественного роста, а не кредитного.

Ситуация осложняется развязанной торговой войной с США, но пока все развивается контролируемо, и мы не видим угрозы наступления экономического кризиса в стране, по крайней мере, в этом году. **Наш ориентир по ВВП на т.г. – 6%.**

Мы построили индикатор финстресса в КНР, основанный на ряде ключевых опережающих показателей (динамика М2, продажи нового жилья, ИПЦ, темп роста кредитов/депозитов итд.), способный дать сигнал на серьезное ухудшение экономики. Тем не менее, в моменте индикатор находится ниже пограничного уровня в 50 п., что подтверждает **наше видение плавного торможения экономики КНР без шоков.**

Китай: коллапса торговли не ждем

Внешняя торговля под давлением, но есть варианты

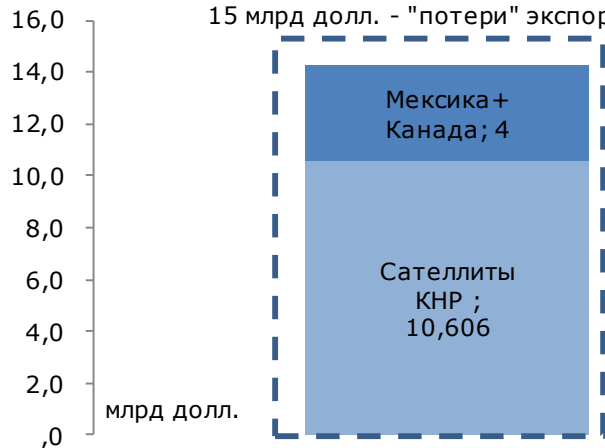


Источник: Bloomberg, ПСБ Аналитика & Стратегия

КНР компенсирует потери за счет других стран

данные за 5 мес. 2019 г.

15 млрд долл. - "потери" экспорта в США



Источник: Статбюро КНР, ПСБ Аналитика & Стратегия

«Торговая война» с США не так сильно ударила по торговле Китая, как предполагалось изначально. Динамика экспорта и импорта в целом соответствует уровню 2016 г., и **мы не ждем ухудшения ситуации.**

Если сравнивать первые 5 мес. 2019 г. с аналогичным периодом 2018 г., то вырисовывается следующая картина:

- ❑ Экспорт в США сократился всего на 8,6%г/г или на 15 млрд долл.;
- ❑ Идет частичное перенаправление экспортных потоков в другие страны – Канаду, Мексику, отчасти чтобы без пошлин попасть в США, что компенсировало ок. 24% падения экспорта в США;
- ❑ Вырос экспорт товаров в страны-партнеры Китая (Вьетнам, Ю.Корею, Тайвань, Малайзию и т.д.), что компенсировало около 70% падения экспорта в США.
- ❑ КНР переключается на потребителей в Европе и Африке.

То есть, по нашим оценкам, **за счет перенаправления товаров в США через другие страны Китай может сэкономить до 15%** от 25% пошлин США (но понесет затраты на логистику и переупаковку). Однако возможности других стран по перенаправлению торговых потоков ограничены, плюс есть риск введения санкций США на импорт товаров из Мексики. Полностью переориентироваться на Европу и Африку нет возможности ввиду более низкого спроса там. Соответственно, **мы ждем, что динамика экспорта КНР во 2П2019 будет под давлением, хотя никакого коллапса не прогнозируем.** Плюс в случае эскалации «торговой войны» **рассчитываем на девальвацию юаня к 7,5, что стимулирует экспорт.**

А вот **вялый внутренний спрос будет способствовать околонулевой динамике импорта КНР во 2-м полугодии.**

Сценарии и прогнозы на 2019г.

Мировая экономика

Монетарная политика и глобальные рынки
капитала

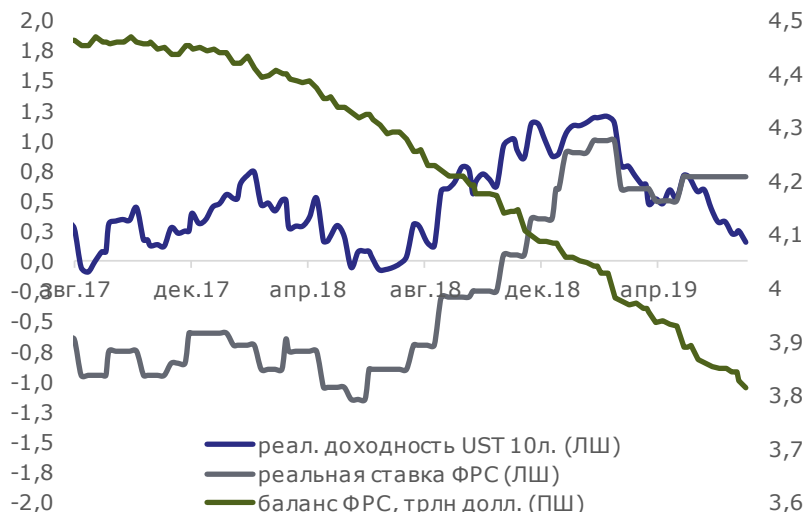
Товарные рынки

Российская экономика

Российский рынок акций и облигаций

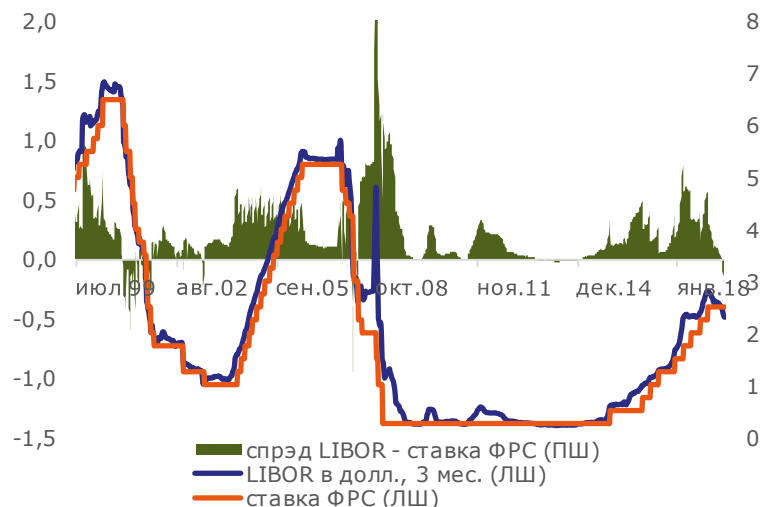
ФРС начала ориентировать рынки на снижение ставки

Политика ФРС продолжает оставаться дестимулирующей



Источник: Reuters, ПСБ Аналитика & Стратегия

LIBOR 3м в долл. в июне опустился ниже ставки ФРС



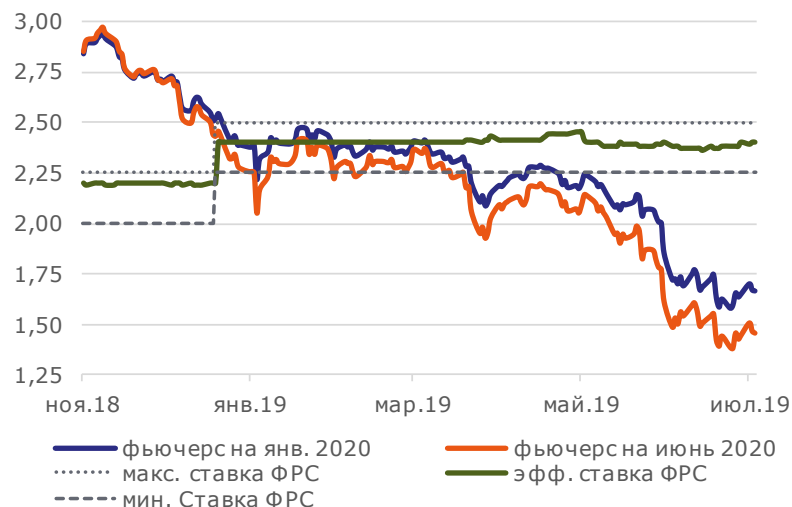
Источник: Reuters, ПСБ Аналитика & Стратегия

На заседании 18-19 июня ФРС вновь снизила прогнозы по инфляции и ставке на 2019-2020 гг.

Так, прогнозы на 2019 г. по общему и базовому PCE были снижены до 1,5% и 1,8% (в марте: 1,8% и 2% соотв-но), по ключевой ставке на 2020 г. - упали с 2,4% до 2,1%, причем 8 членов FOMC (из 17-ти) стали ориентироваться на ее снижение уже до конца года: семь - на 50 б.п, а один - на 25 б.п. Кроме того, в заявлении FOMC отметила готовность действовать для поддержания экономич. роста. Намеки на готовность смягчить ДКП в США, все еще дестимулирующую (сжатие баланса, положит. реальные ставки), позволили денежным и долговым рынкам начать «прайсить» снижение ставки в июле, сразу на 50 б.п.

Мы верим, что ФРС начнет действовать проактивно: наш макросценарий позволяет ожидать снижения ставки ФРС на 0,75% в 2019 году и 0,5%-0,75% - в 2020 году. Мы закладываемся на снижение на 0,5% в 3 кв., но пока не видим особо веских причин для резких действий уже в июле.

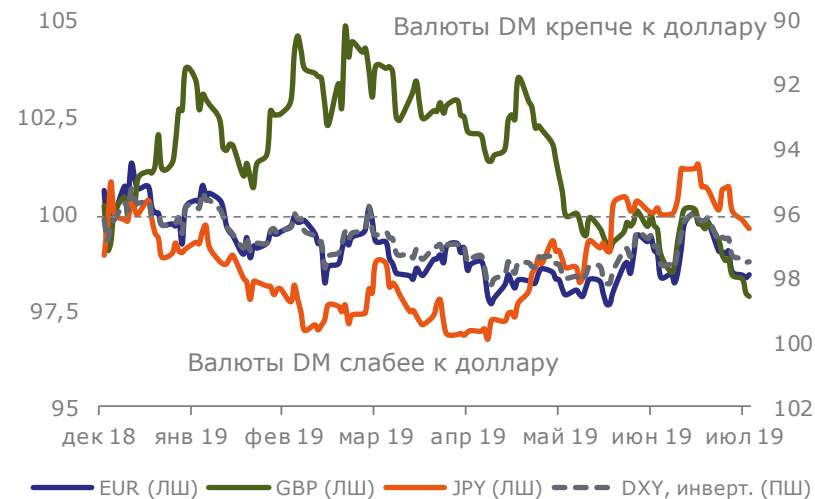
Рынок деривативов на ставку ФРС "прайсит" ее снижение



Источник: Reuters, ПСБ Аналитика & Стратегия

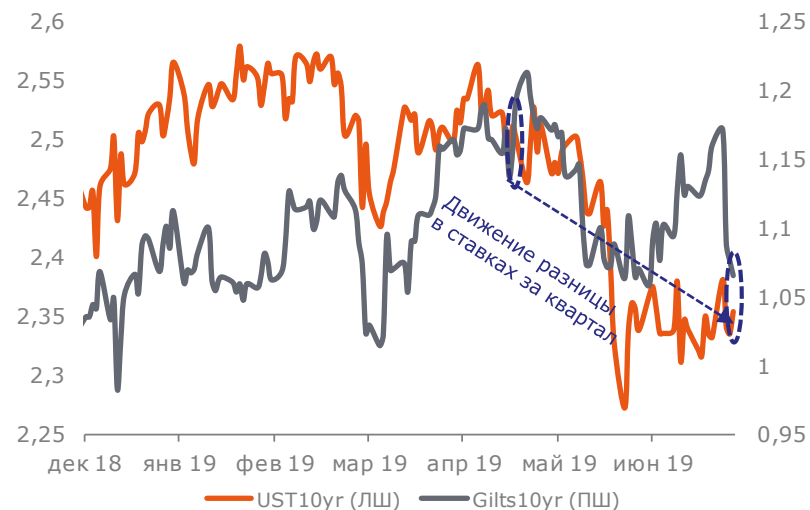
Валютные рынки: евро - прогноз без изменений

Изм-ние ключевых валют DM к доллару с нач. года и DXY



Источник: Reuters, ПСБ Аналитика & Стратегия

Премия в доходности к Bunds 10yr у:



Источник: Reuters, ПСБ Аналитика & Стратегия

Доллар несколько ослабел во 2 кв. Ухудшение тональности статистики и очередные шаги США по ужесточению условий торговли в КНР и с Мексикой на фоне появившихся ожиданий снижения ставки ФРС привели к снижению DXY. Наиболее уверенно смотрелась йена, крепнувшая на фоне роста макроэкономических опасений и сохранения политики Банка Японии. Евро во 2 кв. отчасти отыграл потери начала года к доллару благодаря сжатию спреда доходности бондов США-ЕС. Потенциал дальнейшего укрепления ограничен: экономика Европы слаба и поддержку паре в ближайшее время смогут оказать лишь ставки и ухудшение ситуации за океаном. Мы считаем, что **зона 1,10-1,15 для пары евро-доллар сохранит актуальность**; к концу года мы видим риск возврата к ее нижней границе.

Более осторожно мы смотрим на GBP: неопределенность вокруг Brexit и отставка Т.Мэй вернули фунт к нижней границе зоны 1,25-1,35, адекватной для «мягкого» Brexit. **Риск ухода GBP в 1,10-1,20 постепенно повышается.**

Евро подрастает на фоне снижения разницы в ставках



Источник: Reuters, ПСБ Аналитика & Стратегия

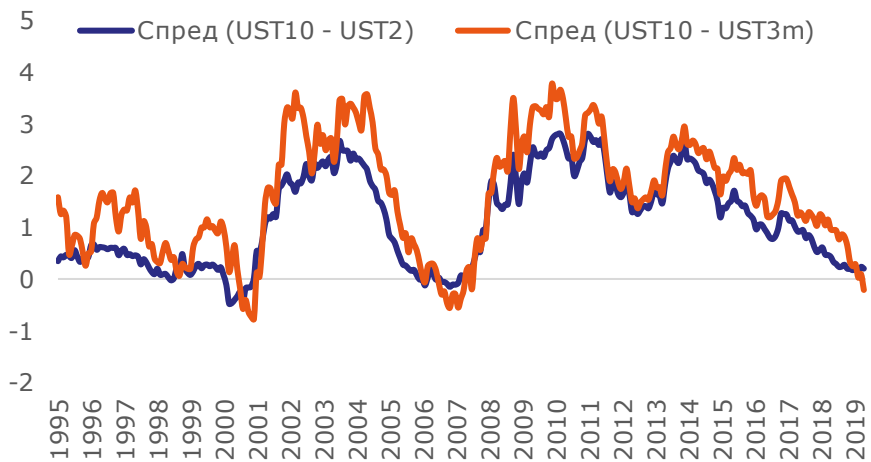
Инверсия кривой UST становится все более отчетливой

Кривая доходностей treasuries



Источник: Bloomberg, ПСБ Аналитика & Стратегия

Спрэд между доходностью UST с разным сроком погашения



Источник: Bloomberg, ПСБ Аналитика & Стратегия

К середине года инверсия кривой UST стала проявляться более отчетливо. Доходность десятилетних бумаг опускалась ниже 2%, обновив минимумы с 2016 г.

В середине года кривая UST остается инвертированной на горизонте до 3 лет, что в первую очередь обусловлено ожиданием участников рынка скорого снижения ставок Федрезервом.

Спрэд между доходностью десятилетних и трехмесячных бумаг с середины второго квартала также устойчиво держится на отрицательной территории. Традиционно инверсия кривой считается предвестником циклического спада в экономике, но, как правило, между достижением состояния инверсии и началом рецессии наблюдается лаг в несколько кварталов.

Главный бенчмарк состояния кривой – спрэд между доходностью десятилетних и двухлетних облигаций – пока остается положительным (в конце 2 кв. составлял около 20-25 пунктов).

Отметим также, что помимо UST инверсия на коротком участке наблюдается и в кривой немецких, а также британских гособлигаций (данная тенденция активно начала проявляться после мартовских заседаний регуляторов, которые были отмечены заметным смягчением риторики).

На данный момент рынки закладываются на несколько снижений ставки Федрезервом, и, на наш взгляд, **потенциал дальнейшего снижения доходностей видится ограниченным. Снижение ставки ФРС может способствовать сглаживанию инверсии на коротком участке.**

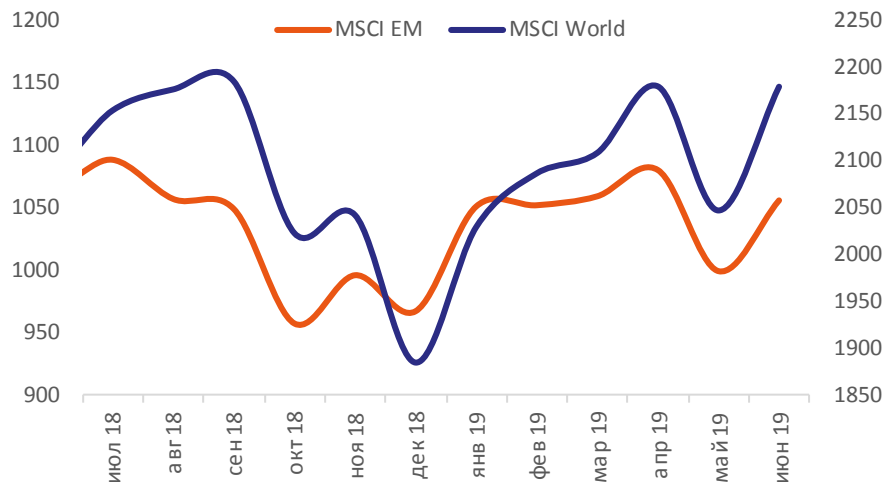
В 1П2019 рынки акций продемонстрировали восстановление

Динамика индекса S&P 500



Источник: Bloomberg, ПСБ Аналитика & Стратегия

Динамика индексов MSCI EM и MSCI World



Источник: Bloomberg, ПСБ Аналитика & Стратегия

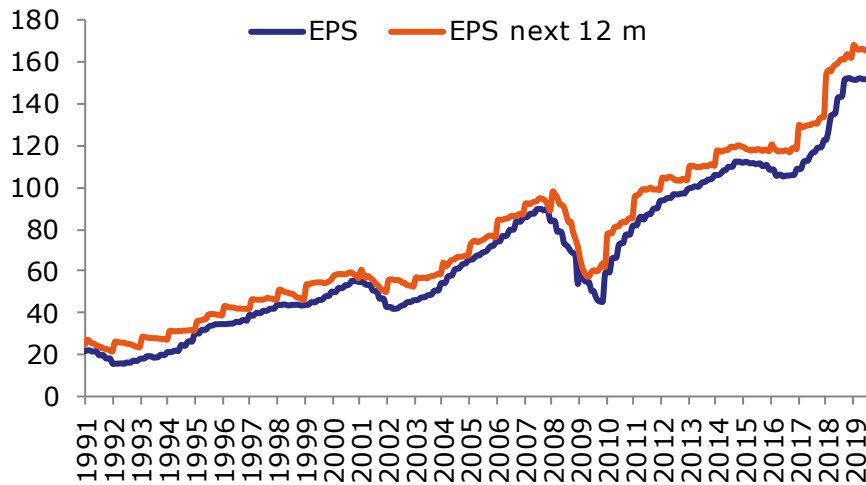
По итогам первого полугодия мировые фондовые рынки продемонстрировали восстановление. Индекс S&P 500 прибавил 17,3%, индексы MSCI World и MSCI EM выросли на 15,6% и 9,2% соответственно.

Коррекция 4 кв. прошлого года, вызванная в первую очередь пересмотром ожиданий по темпам экономического роста, на американском фондовом рынке, где экономика оставалась сильной, полностью нивелирована, на развитых рынках – нивелирована по большей части. На наш взгляд, произошло это во многом благодаря заметному смягчению риторики ведущих центральных банков (ФРС и ЕЦБ) и отсутствию четких негативных экономических сигналов, поддерживавших аппетит к риску.

Развивающиеся рынки в первом полугодии смотрелись несколько хуже развитых на фоне их большей уязвимости к фактору «торговых войн» и торможения мировой экономики. Отметим, однако, что отчасти это связано с тем, что коррекция 4 кв. прошлого года затронула в большей степени именно развитые рынки (по итогам 4 кв. прошлого года MSCI World снизился на 13,7% при снижении MSCI EM на 7,8%).

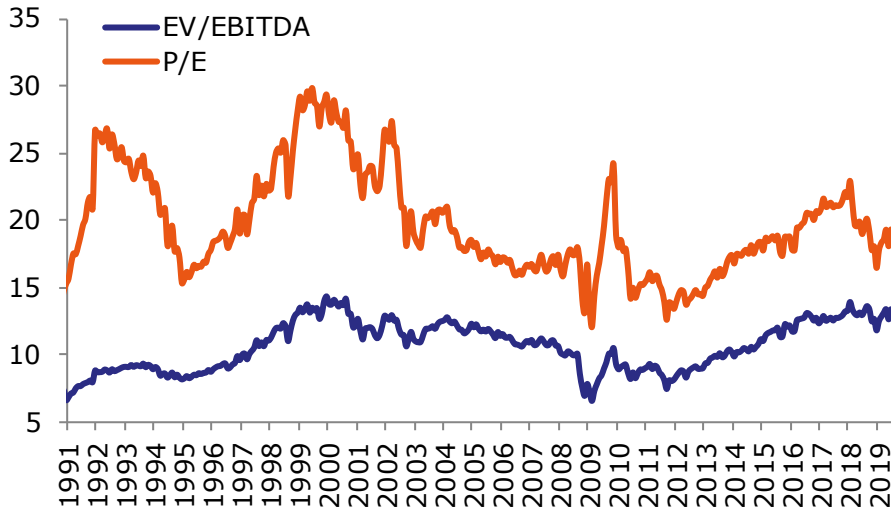
ТОРМОЗИТСЯ

Прибыль на акцию для S&P 500



Источник: Bloomberg, ПСБ Аналитика & Стратегия

Мультипликаторы американского рынка (для S&P 500)



Источник: Bloomberg, ПСБ Аналитика & Стратегия

Эффект налоговой реформы на американском фондовом рынке исчерпал себя. EPS (за последние 12 мес.) для индекса S&P 500 в первом полугодии держался примерно на одном уровне вблизи 152 пунктов.

Согласно консенсус-прогнозу Bloomberg, оценки прибыли американских компаний во 2-3 кв. продолжат демонстрировать невыразительную динамику (отчасти это обусловлено эффектом высокой базы прошлого года), но, начиная с 4 кв. EPS вернется на траекторию роста. Ожидаемый рост EPS по итогам ближайших 12 мес. составляет около 9%.

Учитывая наш более консервативный взгляд на темпы роста экономики во втором полугодии, подобные оценки представляются весьма оптимистичными. Мы опасаемся как минимум стагнации EPS на текущем уровне, допуская снижение показателя в рамках 5-7% при развитии негативного сценария.

По уровню ключевых мультипликаторов американского рынка по-прежнему сложно сделать однозначный вывод о дороговизне акций. Так, по коэффициенту P/E (без учета разовых факторов) американский рынок сейчас оценен на уровне 19,3x, что примерно на уровне среднего за последние пять лет. Отношение EV/EBITDA для S&P 500 находится на уровне 13,5x, что близко к многолетним максимумам, но все же ниже пиков, продемонстрированных в прошлом году.

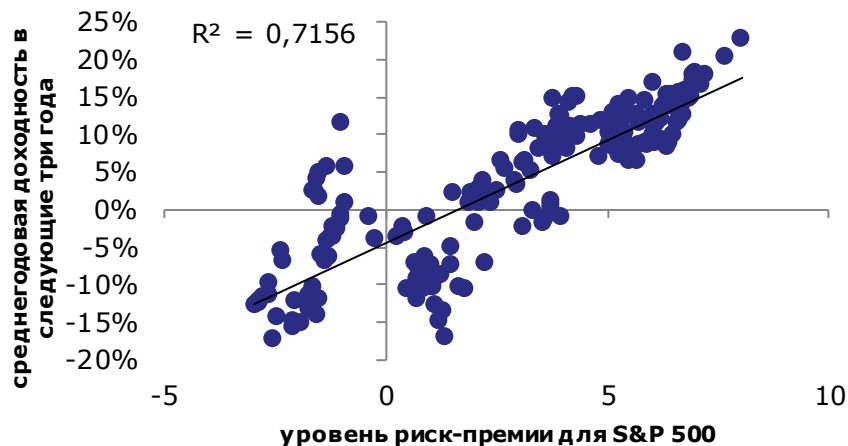
Риск-премии низки, но снижение ставок способно локально поддержать активы

Риск премии на американском рынке



Источник: Bloomberg, ПСБ Аналитика & Стратегия

Влияние уровня риск-премий на ожидаемую доходность



Источник: Bloomberg, ПСБ Аналитика & Стратегия

Текущий уровень риск-премий свидетельствует о дороговизне акций, но также не говорит о чрезмерной перегретости рынка, сравнимой с пиками предыдущих кредитных циклов.

Рост индекса S&P 500 в 1П2019 способствовал дальнейшему снижению уровня риск-премий. За 6 месяцев риск-премия для S&P 500 (которую мы определяем как разницу между E/P для индекса и уровнем ставки ФРС) опустилась с 3,57% до 2,67%.

Текущие уровни премии за риск минимальны в посткризисном периоде, но отметим, что на данный момент пики предыдущих кредитных циклов (1-1,5%) еще не достигнуты.

Еще более отчетливо наблюдается схожая картина и на рынке облигаций – риск-премия для облигаций Moody's BAA к середине года опустилась даже ниже 2% (пики предыдущих кредитных циклов соответствовали значению премий в 1-1,6%).

Ожидаемое во втором полугодии снижение ставок ФРС может способствовать возвращению уровней риск-премий на более приемлемые уровни. За последние 25 лет мы стали свидетелями 4 циклов снижения ставок. Краткосрочная реакция рынка на начало понижения ставок во всех четырех случаях была положительная, динамика рынка в следующее полугодие после первого понижения ставки зависела от того, удавалось ли экономике избежать рецессии. В 1995 г. и 1998 г. цикл удалось продолжить, и индекс S&P 500 в следующие полгода вырос на 16% и 23% соответственно. В 2000 г. и 2007 г. снижение ставок не помогло, а индекс в следующие шесть месяцев потерял 4% и 13% соответственно.

Основной спрос на американском рынке расположен в защитных секторах

	Изм. за 12 мес.	EV/EBITDA	P/E	P/Bv
S&P 500	8,2%	13,5	19,7	3,5
utilities	15,1%	13,2	20,5	2,2
cons staples	12,9%	16,5	20,9	5,8
technology	12,6%	15,1	22,9	7,7
health care	11,0%	16,2	20,8	4,4
telecom	10,9%	12,9	20,2	3,4
cons discret	8,7%	15,4	24,5	8,2
industrial	8,2%	14,1	17,7	5,0
financial	4,0%	-	13,6	1,5
materials	1,0%	10,6	15,1	2,5
energy	-16,1%	8,3	16,4	1,7

За последний год (2 пол. 2018 г. – 1 пол. 2019 г.) индекс S&P 500 прибавил 8,2%. **В секторальном разрезе среди лидеров находятся преимущественно акции защитных секторов:** коммунальные компании, производители товаров повседневного спроса, здравоохранение, телекомы.

Такая секторальная динамика во многом является естественным отражением опасений конечной стадии краткосрочного кредитного цикла и предстоящего снижения темпов экономического роста.

EV/EBITDA по секторам американского рынка за 5 лет



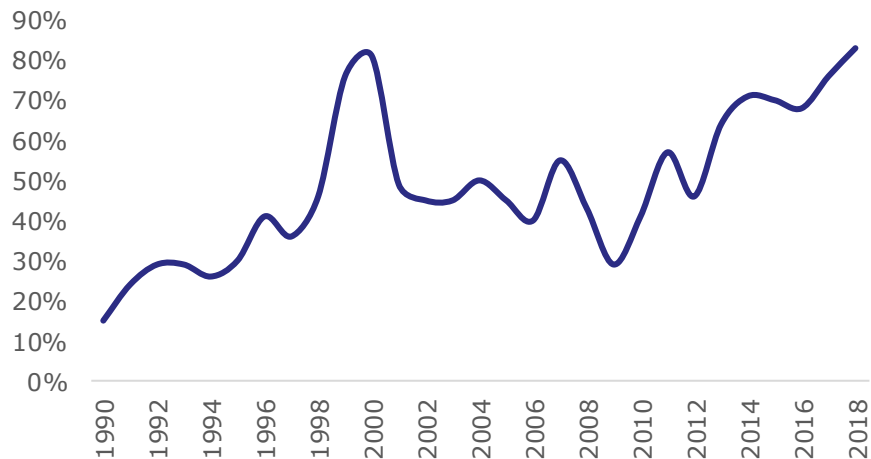
Источник: Bloomberg, ПСБ Аналитика & Стратегия

По сравнительным мультипликаторам нельзя сказать о том, что в каких-либо секторах наблюдаются признаки перегрева. По мультипликатору EV/EBITDA наиболее высокие значения демонстрируют сектор товаров базового пользования и технологии (оба выше 16х при общем значении для индекса на уровне 13,5х). Наиболее дешевым по мультипликаторам является нефтегазовый сектор (energy): EV/EBITDA: 8,3х.

В разрезе секторов отметим, что в периоды снижения EPS в 2008-2009 гг. и 2015-2016 гг. под наибольшим давлением находились акции циклических секторов (materials, energy), а также акции финансового сектора. Сейчас все три сектора торгуются на уровнях мультипликаторов ниже широкого рынка, отражая консерватизм инвесторов.

На американском рынке имеются некоторые признаки излишнего оптимизма

Доля компаний, выходящих на IPO с отрицательной прибылью

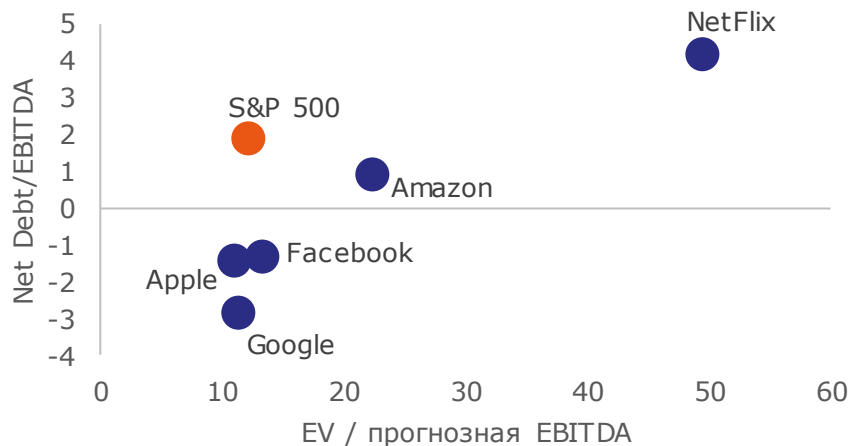


Источник: CNBC, University of Florida, ПСБ Аналитика & Стратегия

Обратим внимание, что на американском рынке в последние годы активно росла доля фирм, выходящих на IPO, с отрицательной чистой прибылью. По итогам 2018 г. доля таких компаний составила 83%, что превысило уровни 2000 г. (81%).

Данный факт, если и можно считать признаком излишнего оптимизма, то только в косвенном смысле. В некоторой степени рост интереса к неприбыльным на текущий момент, но уверенно растущим бизнесам, является отражением общего интереса к акциям роста (так, индекс Russell 1000 growth за последние 5 лет вырос почти на 75%, в то время как индекс Russell 1000 value прибавил всего 27%, а доля FAANG в капитализации S&P500 выросла с 7,4% до 13%).

Мультипликаторы FAANG и S&P 500



Источник: Bloomberg, ПСБ Аналитика & Стратегия

Если оценить текущие мультипликаторы компаний FAANG-группы (Facebook, Apple, Amazon, Netflix, Google), то нельзя сказать, что компании выглядят сильно дороже среднего по рынку. Facebook, Apple и Google по показателю EV/EBITDA торгуются примерно на уровне рынка, при этом имеют значительный объем свободного кэша на балансе. Высокие мультипликаторы Amazon и Netflix обусловлены крайне высокими темпами роста бизнеса (более 30% роста выручки по итогам прошлого года).

Компании с большим объемом кэша на балансе, на наш взгляд, менее уязвимы по сравнению с конкурентами по сектору за счет возможности при необходимости увеличить объемы обратного выкупа, и, тем самым, оказать поддержку курсу акций.

Ощутимые коррекции по индексу S&P 500 встречаются почти каждый год

Старт коррекции	Окончание коррекции	Максимум	Минимум	Размер коррекции	Длительность (дней)
21.09.2018	26.12.2018	2941	2347	-20,2%	96
26.01.2018	09.02.2018	2873	2533	-11,8%	14
03.11.2015	11.02.2016	2116	1810	-14,5%	100
20.05.2015	24.08.2015	2135	1867	-12,6%	96
19.09.2014	15.10.2014	2019	1821	-9,8%	26
22.05.2013	24.06.2013	1687	1560	-7,5%	33
14.09.2012	16.11.2012	1475	1343	-8,9%	63
02.04.2012	04.06.2012	1422	1267	-10,9%	63
27.10.2011	25.11.2011	1293	1159	-10,4%	29
02.05.2011	04.10.2011	1371	1075	-21,6%	155
18.02.2011	16.03.2011	1344	1249	-7,1%	26
09.08.2010	27.08.2010	1129	1040	-7,9%	18
26.04.2010	01.07.2010	1220	1011	-17,1%	66
19.01.2010	05.02.2010	1150	1045	-9,1%	17
11.06.2009	07.07.2009	956	869	-9,1%	26

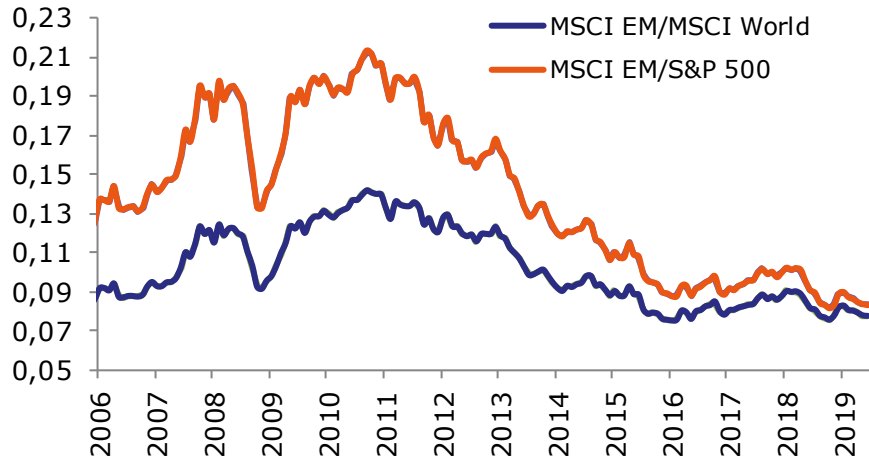
За посткризисный период индекс S&P 500 продемонстрировал уже 15 коррекций размером больше 7%. Подобные коррекции встречаются практически каждый год (исключением стал 2017 г., отмеченный сверхнизкой торговой волатильностью).

Средний размер указанных 15 коррекций составляет 11,9%, средняя продолжительность – 55 дней.

На наш взгляд, высока вероятность того, что подобная коррекция состоится и во втором полугодии этого года. Конечная стадия краткосрочного кредитного цикла часто отмечена ростом волатильности на рынках.

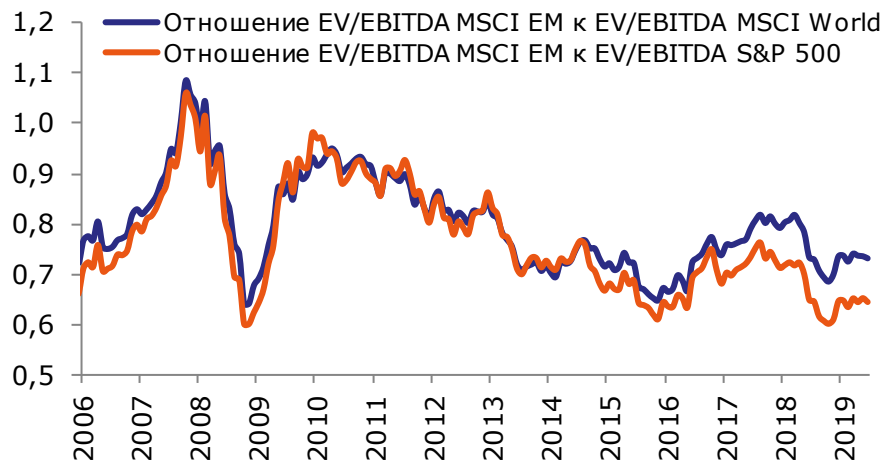
Развивающиеся рынки дешевы по сравнению с развитыми

Относительная динамика EM против DM (total return)



Источник: Bloomberg, ПСБ Аналитика & Стратегия

Сравнительная стоимость EM против DM



Источник: Bloomberg, ПСБ Аналитика & Стратегия

Тенденция относительной слабости развивающихся рынков против рынков развитых сохраняется. Некоторые надежды на перелом тенденции, появившиеся в 4 кв. прошлого года (на фоне резкой коррекции на развитых рынках), в 1П2019 не были подтверждены.

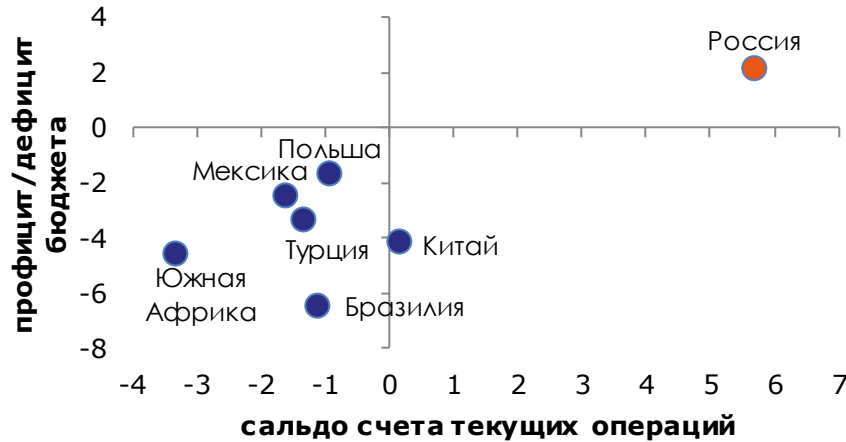
По итогам 1П2019 индекс MSCI EM прибавил 9,2% при росте MSCI World на 15,6% и индекса S&P 500 на 17,3%.

Развивающиеся рынки остаются дешевыми относительно развитых. Оценивая сравнительную стоимость на основании текущего уровня мультипликаторов, видим, что по показателю EV/EBITDA отношение EM к MSCI World по-прежнему держится сравнительно недалеко от минимумов с 2016 г. Отношение EV/EBITDA EM к S&P 500 и вовсе вблизи минимальных уровней с первой половины нулевых.

Учитывая наш консервативный взгляд на перспективы экономического роста в ближайшие кварталы, делать акцентированную ставку на развивающиеся рынки (с учетом их более высокой волатильности) представляется рискованным. Однако текущие, сравнительно привлекательные, уровни мультипликаторов, указывают на то, что как минимум частично макроэкономические риски и тенденции в «слабых» странах дисконтированы в текущие цены. **В базовом сценарии во втором полугодии рассчитываем на нейтральную динамику оценок развивающихся рынков по отношению к развитым.**

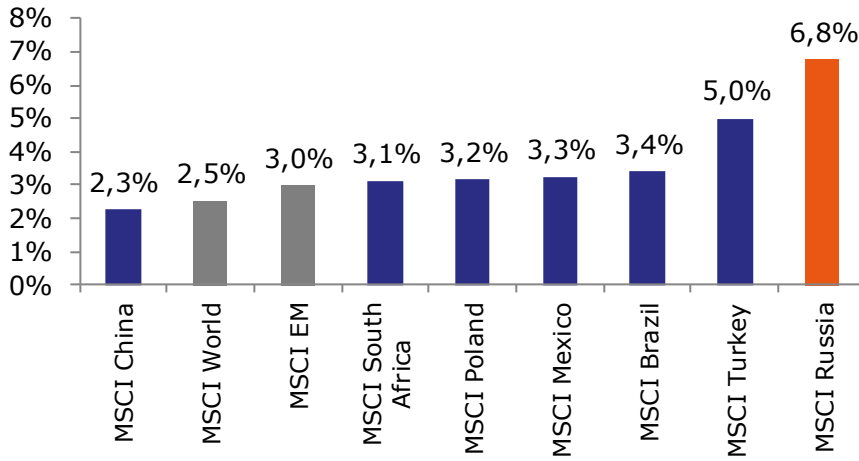
Внутри EM активы значительно дифференцированы

Двойные балансы (прогнозы Bloomberg на 2019 г.)



Источник: Bloomberg, ПСБ Аналитика & Стратегия

Дивидендность страновых индексов MSCI (оценка Bloomberg)



Источник: Bloomberg, ПСБ Аналитика & Стратегия

В условиях опасений оттока капитала с развивающихся рынков под наибольшим риском традиционно находятся страны с двойным дефицитом (по счету текущих операций и бюджету) и высоким уровнем долга.

РФ при текущих ценах на нефть в выгодную сторону отличается от большинства конкурентов, находясь в состоянии двойного профицита и имея низкий объем внешнего долга. Данный фактор может оказать поддержку российскому рынку в случае возобновления оттока капитала во второй половине года.

Также обратим внимание, что **дивидендная доходность российских акций заметно отличается от большинства других EM в положительную сторону.** Оценка Bloomberg подразумевает дивидендную доходность индекса MSCI Russia в следующие 12 месяцев в 6,8% (против 3,0% - по индексу MSCI EM).

Безусловно, более высокая дивидендная доходность российского рынка отчасти обусловлена структурой индекса – превалированием доли акций нефтегазового и металлургического секторов. Второй фактор в пользу такой разницы в размере дивидендов – сравнительно невысокий спрос нерезидентов на российские акции в условиях низкого экономического роста и санкционных рисков.

Фактор высоких текущих дивидендов, на наш взгляд, делает российский рынок более устойчивым по сравнению с конкурентами из других emerging markets при развитии сценария торможения мировой экономики со сдержанно негативной динамикой сырьевых рынков.

Развитые рынки:

- Приближение к конечной стадии краткосрочного кредитного цикла создает риски для всей группы рисковых активов. На наш взгляд, рынки на данный момент излишне оптимистичны относительно темпов роста корпоративных прибылей. И ожидаемое нами ухудшение тональности экономических новостей будет способствовать росту волатильности на рынках.
- Торговые переговоры США-Китай (и возможная новая линия США-ЕС) также добавляют неопределенности. Стороны по-прежнему далеки от консенсуса (особенно в вопросе защиты интеллектуальной собственности), соответственно, считаем, что до конца года вполне возможно расширение импортных пошлин со стороны США на весь китайский импорт (но использование не 25%, а 10% пошлины).
- Понижение процентной ставки ФРС и перспектива новых стимулов ЕЦБ способны оказать локальную поддержку рынкам акций, смягчая экономическую повестку и способствуя локальному росту риск-премий. На фоне смягчения политики ФРС говорить о завершении фазы роста на американском рынке, по нашему мнению, пока преждевременно.
- При этом за посткризисный период коррекции индекса S&P 500 размером не менее 7% встречаются почти каждый год. С учетом хорошей динамики рынка США в 1П2019 и нашего консервативного взгляда на экономику, вероятность наступления фазы коррекции, причем резкой, во втором полугодии весьма высока.

Развивающиеся рынки:

- Хотя развивающиеся рынки смотрятся дешево по сравнению с развитыми по фундаментальным метрикам, в условиях ожидания замедления экономического роста демонстрировать опережающую динамику EM, на наш взгляд, будет проблематично. Ожидаем, скорее, нейтральной динамики EM по отношению к DM во втором полугодии, - низкие относительные оценки могут смягчить отток капитала в отсутствие явных шоков.
- Внутри EM активы дифференцированы. На наш взгляд, наименее уязвимы к ухудшению экономической конъюнктуры страны, лишённые острых проблем двойного дефицита и высокого долга (в их число входит РФ).

Сценарии и прогнозы на 2019г.

Мировая экономика

Монетарная политика и глобальные рынки капитала

Товарные рынки

Российская экономика

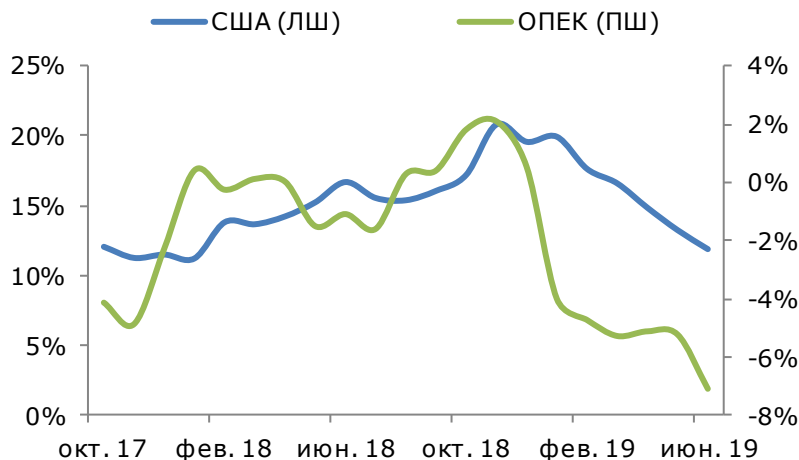
Российский рынок акций и облигаций

Запасы нефти в странах ОЭСР, млн барр.



Источник: Bloomberg, ПСБ Аналитика & Стратегия

Темпы роста добычи нефти ОПЕК и США, %, г/г



Источник: Bloomberg, ПСБ Аналитика & Стратегия

1-2 июля состоялся ожидаемый саммит ОПЕК+, где стороны решили **продлить соглашение о сокращении добычи нефти до марта 2020 г.** с сохранением прежних квот (1,2 млн барр./день). Тревожным моментом стало откладывание на сентябрьское заседание решения вопроса о том, как именно оценивать эффективность данного соглашения.

Ранее в качестве такой метрики использовался **уровень отклонения запасов нефти в странах ОЭСР от 5-летней средней**, за базу брались 2013-2017 годы. Но поскольку таргет был выполнен в прошлом году, поступило предложение изменить базу на 2010-2014 годы. Это как раз позволит исключить из расчетов избыточный рост запасов нефти в 2015-2017 гг. Теперь, если считать 5-летнюю среднюю как фиксированную, а не плавающую, то, получается, ключевым уровнем выступает 2702 млн барр./день. **Соответственно, до нового уровня необходимо будет сократить еще 220 млн барр.** То, что данный ориентир не был утвержден на саммите, для нас служит негативным сигналом: в его отсутствие **встает вопрос о том, как оценивать эффективность соглашения ОПЕК+.**

Если принять, что необходимо будет сократить еще 220 млн барр., то **текущих квот будет недостаточно – страны ОПЕК+ не смогут до такой степени снизить добычу**, особенно учитывая темпы роста добычи нефти в США, которые хоть и замедлились относительно начала года на фоне снижения числа буровых установок, но остаются двузначными.

Мы ждем, что в сентябре 2019 г. **страны ОПЕК+ согласуют целевой уровень**, а на саммите в начале декабря 2019 г. **пересмотрят квоты (увеличат объем необходимого сокращения, по нашим оценкам, до 1,7 млн барр./день).** И в целом мы ждем продления данного соглашения до конца 2020 года.

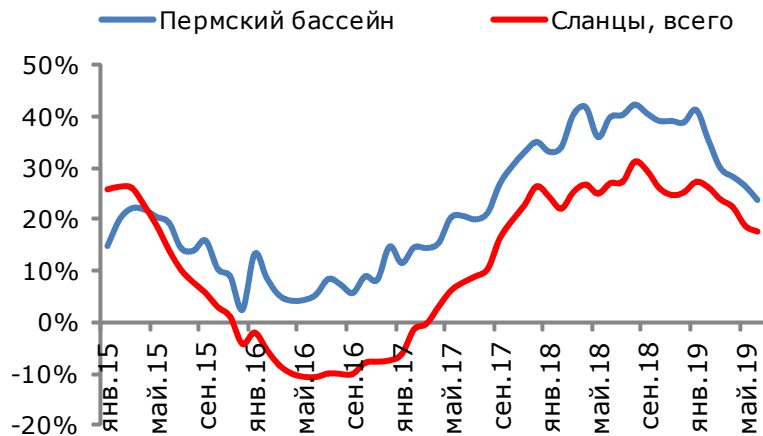
Нефть стремится к 55 долл./барр.

Цены на нефть и прогноз по спросу-предложению



Источник: EIA, ПСБ Аналитика & Стратегия

Динамика добычи в США и ОПЕК, %, г/г



Источник: EIA, Bloomberg, ПСБ Аналитика & Стратегия

Фундаментальная картина на рынке нефти в 1П2019 г. складывалась в пользу избытка спроса в 0,4 млн барр./день за счет сокращения добычи странами ОПЕК+, коллапсом добычи в Иране и Венесуэле ввиду санкций США. Однако мы считаем, что **в 3-4 кв. ситуация изменится в худшую сторону: мы ждем замедления мирового спроса на нефть** со стороны ключевых потребителей – Азии, Европы – на фоне экономических проблем, как внутренних, так и внешних (торговая война с Америкой), а также на фоне отмены льготного импорта иранской нефти США для ряда стран во главе с Китаем. Параллельно отметим, что низкая себестоимость добычи сланцевой нефти в Америке позволяет **производителям продолжать наращивать объемы, даже при цене нефти в 50 долл./барр.** Кроме того, в конце т.г. американские производители получат возможность еще более резко увеличить добычу и экспорт нефти, когда будут введены в эксплуатацию трубопроводы от Пермского бассейна к портам в Мексиканском заливе. Мы ждем, что **во втором полугодии 2019 г. фундаментальная картина на рынке нефти сместится в сторону навеса предложения в 0,6 млн барр./день.**

Мы скептически настроены в отношении перспектив нефти на вторую половину этого года из-за слабости мировой экономики и замедляющегося спроса на нефть. И тот факт, что возможно странам ОПЕК+ придется еще больше сокращать добычу, только подтверждает риски дальнейшего снижения цен на нефть.

На этом фоне **мы ждем снижения цен на нефть Brent во втором полугодии к 55-57 долл./барр. в терминах среднеквартальных значений.**

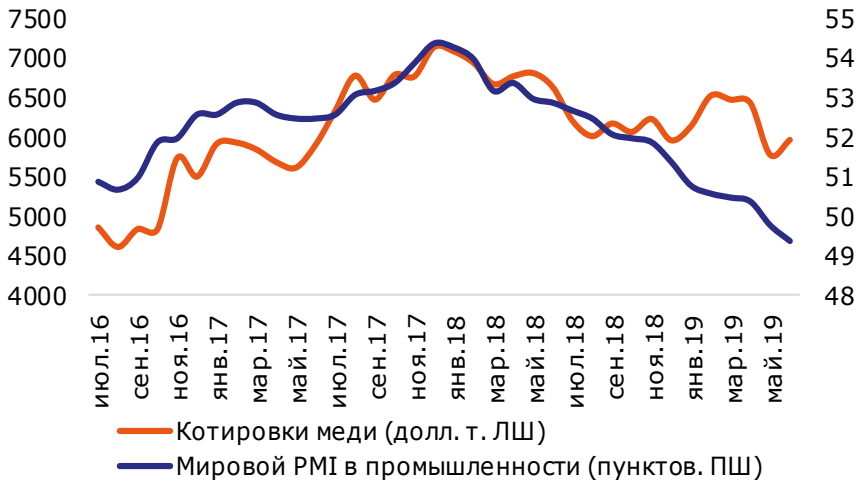
Промышленные металлы

Индикатор Медь / Золото и доходность UST 10



Источник: Bloomberg, ПСБ Аналитика & Стратегия

Мировой PMI в промышленности и цены на медь



Источник: Bloomberg, ПСБ Аналитика & Стратегия

Второй квартал для промышленных металлов оказался не таким благоприятным, как первый, что связано с обострением отношений между США и Китаем. Также макроэкономическая статистика все четче сигнализирует о замедлении мировой деловой активности в ключевых экономиках, что оказывает давление на цены металлов. Так, коэффициент медь/золото показывает наибольшее снижение в последний год, что выступает признаком приближающейся рецессии, но снижение цен не является критическим пока это позволяют издержки производителей и сохраняется спрос в Китае.

Медь

Средняя цена на 2П2019 \$5800 - 6200 / т

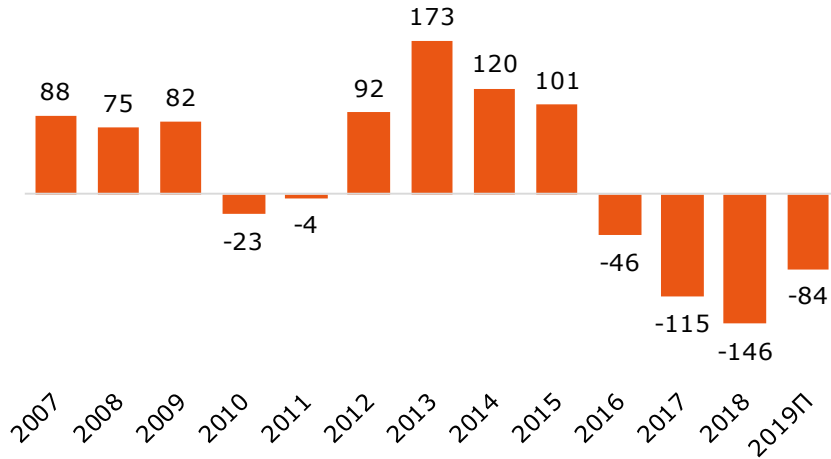
Если в 1 кв. 2019г. цены на медь росли благодаря притоку спекулятивного капитала, то ухудшение отношений между США и Китаем в мае привело к падению цен на медь ниже \$6000/т. При этом **спрос на медь поддерживают анонсированные ранее меры по стимулированию китайской экономики**, направленные на поддержание спроса на промышленные товары. Т. к. **электромобили** потребляют в четыре раза больше меди, чем автомобиль с ДВС – это по-прежнему мощный драйвер для роста **спроса на металл в долгосрочной перспективе.**

На динамику предложения оказывает влияние снижение содержания меди в руде на ключевых месторождениях Чили, что среднесрочно может стать фактором для роста котировок.

Ключевым же риском выступает уровень внебиржевых запасов меди в Китае доступных для поставки на рынок, а также **деловая активность в промышленном секторе**, что заставляет нас довольно сдержанно оценивать перспективы цен на медь во второй половине года.

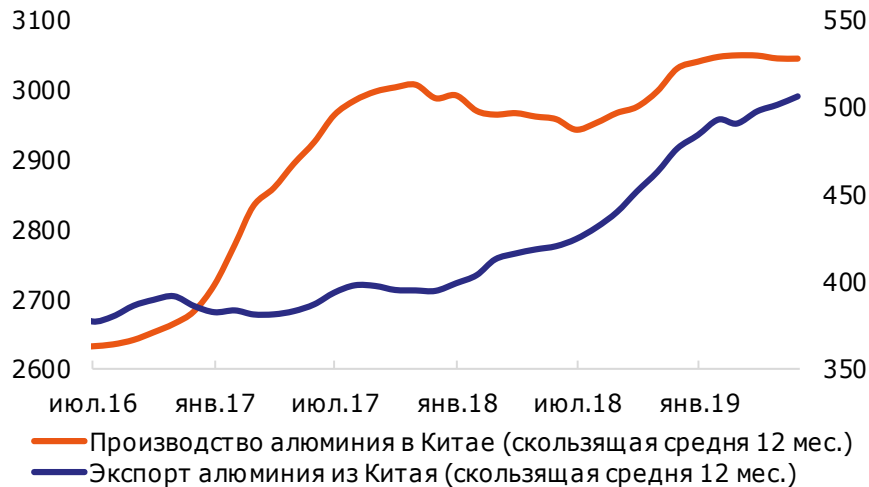
Промышленные металлы

Дефицит и вера в электромобили поддерживают никель



Источник: INSG, ПСБ Аналитика & Стратегия

Динамика пр-ва и экспорта алюминия из Китая (тыс. т)



Источник: INSG, ПСБ Аналитика & Стратегия

Никель

Средняя цена на 2П2019 \$12000-12500 / т

Никель бросает вызов макроэкономическим проблемам, влияющим на другие промметаллы, и признакам того, что его внутренние факторы поддержки ослабевают.

По данным INSG, за янв.-апр. 2019 г. дефицит рафинированного никеля составил 27 тыс. т. (59 тыс. т. за АППГ) и он может сократиться во 2П2019. Со стороны предложения также существует риск увеличения поставок рафинированного и сульфата никеля из Индонезии.

Нержавеющая сталь остается движущей силой использования никеля, а Китай - ключевым драйвером ее производства, при нулевой динамике в остальном мире. Тем не менее, в связи с сокращением маржи и с наращиванием запасов нержавеющей стали Китай в ближайшие месяцы может столкнуться с замедлением ее производства, что негативно скажется на котировках никеля.

Негатив в виде сильного производства (добыча никеля выросла на 7,7% г/г) и слабость в крупнейшем секторе использования, во 2П может перевесить сохраняющаяся вера инвесторов в будущие перспективы металла в качестве ключевого сырья для производства электромобилей и литий-ионных аккумуляторов, но резкого роста котировок до конца года мы не ждем.

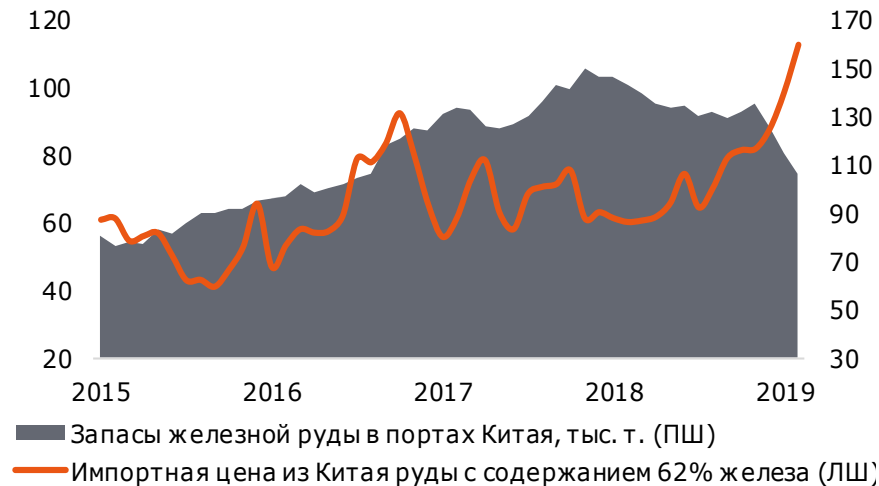
Алюминий

Средняя цена на 2П2019 \$1700-1900 / т

Производство алюминия в Китае за янв.-май растет на 0,3% за счет выхода на рынок новых производственных мощностей, тем самым нивелируя выбытие неэффективных предприятий. При этом, дефицит алюминия вне Китая в 2019г. может быть меньше, чем ожидалось из-за снижения спроса. Цены на алюминий находятся под давлением в июне за счет стагнирующего спроса на автомобили и растущего экспорта из Китая, что подогревает опасения по перепроизводству. Во втором полугодии цену будут определять все те же факторы: макростатистика и торговые ограничения.

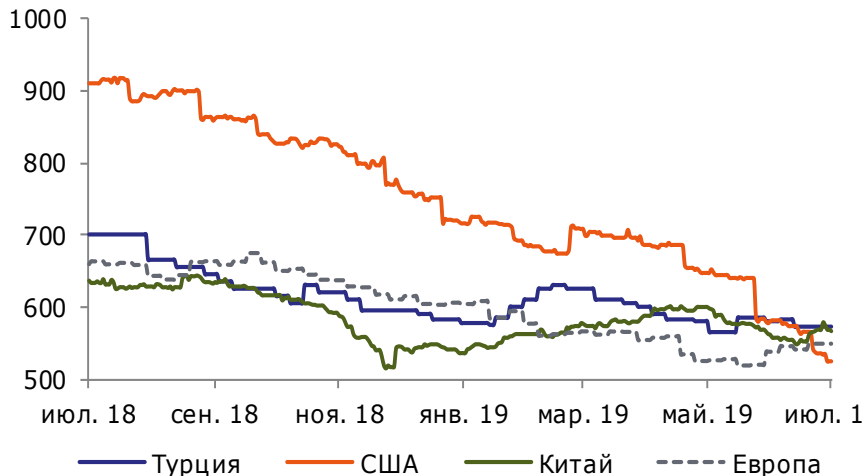
Сталь и сырье для ее производства

Цены на железную руду, долл/т



Источник: Bloomberg, ПСБ Аналитика & Стратегия

Цены на г/к прокат на ключевых рынках, \$/т



Источник: Bloomberg, ПСБ Аналитика & Стратегия

Железная руда

Ситуация на рынке сырья для производства стали с начала текущего года развивается драматично. Это связано с шоками со стороны предложения железной руды. Авария на крупнейшем месторождении Vale в Бразилии в январе и циклон у берегов Австралии привели к растущим опасениям по дефициту сырья и, как следствие, скачку мировых цен на руду выше \$100/тонна. Несмотря на восстановление работы рудника Vale (треть мощностей), опасения вызывает резкое падение запасов руды в портах Китая до многолетних минимумов, что влияет на рентабельность производителей стали - рост издержек превышает темпы роста цен на сталь.

Во 2П ситуация может измениться: запасы руды в портах Австралии начали восстанавливаться после продолжительного снижения, что может сигнализировать о снижении цен на железную руду, которые тем не менее остаются выше уровня 2018г.

Сталь

Цены на сталь на мировом рынке начиная с конца 2018г. находятся под влиянием ожидания замедления китайской экономики и падения производства. Однако судя по данным World Steel этого не происходит. За янв – май производство сырой стали в Китае растет опережающими темпами: +10,2% г/г, как и в США – рост на 6,2%, в Индии на 1,1%. В остальных странах мира ситуация иная – там явно намечается тренд на снижение объемов пр-ва: -5,2% в Германии, -4,3% в Японии, -2% в Италии, -0,7% в РФ. Таким образом, учитывая наш негативный взгляд на ситуацию в ключевых экономиках во 2П не исключаем ухудшение ситуации в секторе производства стали.

Цена на золото и реальные ставки



Источник: Bloomberg, ПСБ Аналитика & Стратегия

Динамика физ. объема палладия в фондах ETF и стоимость



Источник: Bloomberg, ПСБ Аналитика & Стратегия

Золото

Ориентир на 2П2019 \$1350-1450 / унц

Цены на золото во 2 кв. достигли максимального значения с начала 2013г. Этому способствовал ряд фундаментальных факторов, долгосрочно главным из которых выступает **замедление мировой экономики и торговли**, что выражается в ухудшении макроэкономических показателей. По нашему мнению, **фактор торговых войн не является первопричиной, а лишь добавляет волатильности**. В июне решение **ФРС США о готовности перейти к стимулирующей монетарной политике** и, в связи с этим, **снижение реальных процентных ставок выступили ключевым триггером** для роста котировок золота. Во 2П2019 мы ожидаем, что рост рисков для мировой экономики и смягчение политики ведущих центральных банков поддержат спрос и цены на золото.

Палладий

Ориентир на 2П2019 \$1450 - 1550 / унц

Во 2 кв. принципиально ситуация на рынке палладия не изменилась: сохраняется структурный дефицит металла и по итогам года он может только возрасти. Экологические и фискальные инициативы Китая стимулируют спрос на безопасные бензиновые и гибридные автомобили, а ранее успешно компенсировавшие недостаток металла физические запасы в ETF фондах сокращаются. Поводов для резкого обвала цен на палладий во втором полугодии пока нет. В долгосрочной перспективе снижение предложения металла при растущем спросе будет поддерживать цены на палладий.

Платина

Ориентир на 2П2019 \$750 - 850 / унц

Рынок остается профицитным, но забастовки и истощение ключевых месторождений в ЮАР представляют риск для предложения, что скажется на росте цен на металл. С другой стороны, - стагнирующие продажи автомобилей в мире не позволят им резко возрасти.

Сценарии и прогнозы на 2019г.

Мировая экономика

Монетарная политика и глобальные рынки капитала

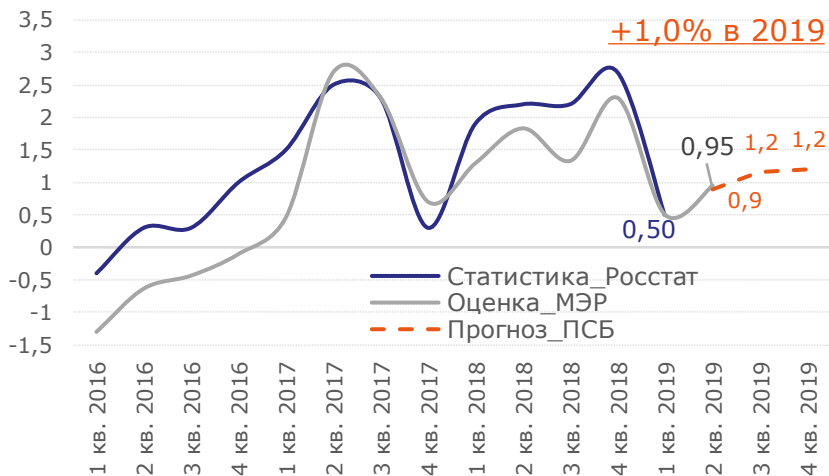
Товарные рынки

Российская экономика

Российский рынок акций и облигаций

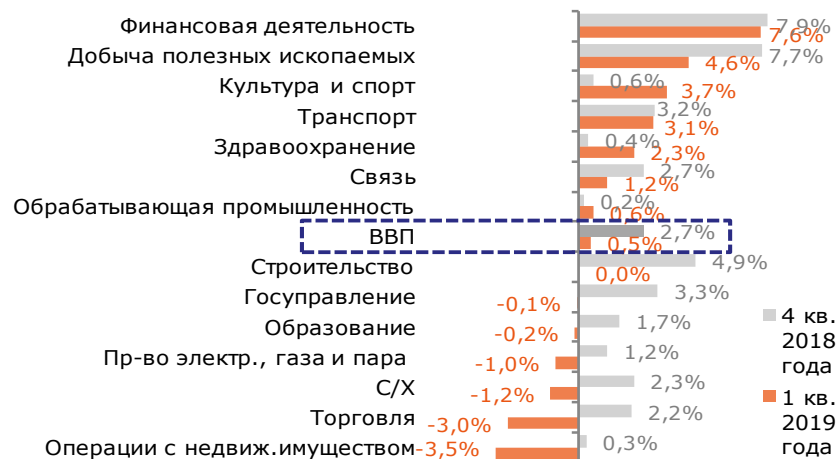
Общее охлаждение активности затянулось

Динамика реального ВВП, %, г/г



Источник: Росстат, ПСБ Аналитика & Стратегия

Динамика реального ВВП по отраслям, %, г/г



Источник: Росстат, ПСБ Аналитика & Стратегия

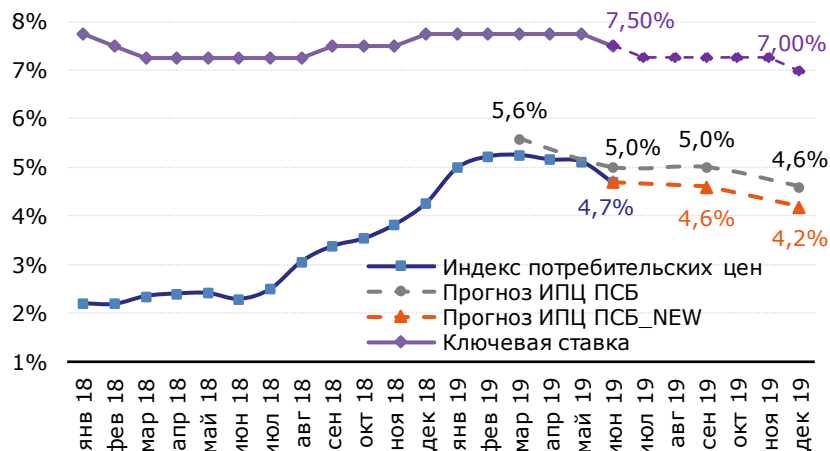
В 1П2019 активность в экономике снизилась. Кроме эффекта высокой базы 2018 года, слабую динамику ВВП обеспечило замедление внутреннего спроса (падение реальных доходов населения и спад инвестиционной активности), а также ухудшение финансовых условий (повышение ставок и налогов).

В отраслевой разбивке замедление ВВП произошло из-за спада в оптовой торговле и операциях с недвижимостью. Остановился рост в строительстве и госуправлении (несмотря на профицит бюджета). Зафиксирован спад в с/х (последствия слабости урожая 2018г.) и в пр-ве электроэнергии, газа и пара (ранняя весна). Замедлился рост в добыче полезных ископаемых.

Статистика ВВП методом использования также не радует – валовое накопление основного капитала сократилось в 1 кв. на 2,6% (тренд вероятно продолжился во 2 кв. - нет роста в строительстве). Рост чистого экспорта замедлился (+4% в 1 кв. 2019г против +25% в 4 кв. 2018г.) за счет торможения экспорта. Главным фактором роста ВВП было конечное потребление физлиц (+1,6% в 1 кв.), поддерживаемое ростом их кредитования.

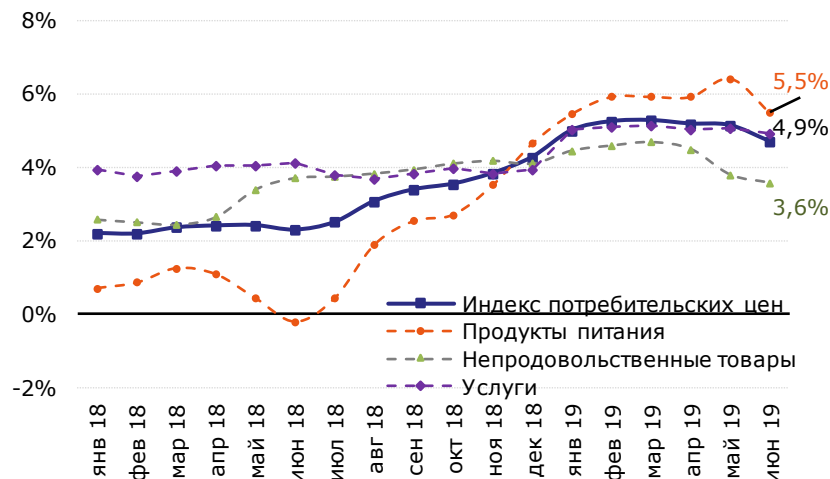
Спад экономической активности привел к быстрому исчерпанию инфляционных процессов, вызванных повышением НДС. Банк России перешел к циклу понижению ключевой ставки. **Учитывая слабость экономики в 1П2019 мы понизили прогноз роста ВВП на 2019 год (с 1,3% до 1%).** До конца года мы сохраняем прогноз умеренного ускорения роста ВВП за счет устойчивого роста потребления физлиц и активизации бюджетных расходов.

Потребительская инфляция и ключевая ставка ЦБ



Источник: Банк России, Росстат, ПСБ Аналитика & Стратегия

Динамика потребительской инфляции, в % г/г



Источник: Росстат, ПСБ Аналитика & Стратегия

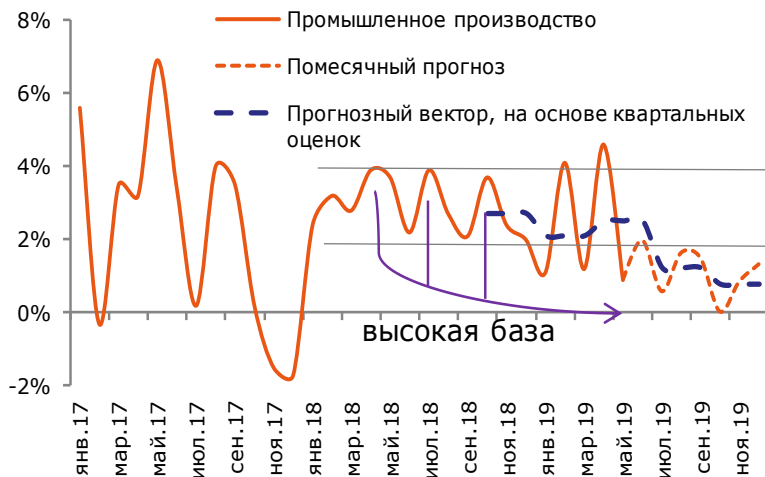
Уже к концу 1 квартала стало понятно, что прогнозы инфляции в 2019 году были завышены. Влияние роста ставки НДС на рост потребительских цен оказалось умеренным. Пик инфляции был достигнут в марте. **В июне торможение инфляции заметно ускорилось** (4,7% против 5,1% в мае). Июньская инфляция оказалась нулевой - рекордно низкий уровень за всю историю наблюдений (ранняя дефляция на продовольствие).

В результате, Банк России в июне перешел к циклу снижения ключевой ставки (с 7,75% до 7,5%) и второй раз с начала года понизил прогноз по инфляции (с 4,7%-5,2% в марте до 4,2%-4,7%). В то же время, МЭР опасается снижения инфляции к концу года ниже 4% (его актуальный прогноз остается 4,3%).

ЦБ дал ряд сильных сигналов об агрессивном снижении ключевой ставки. Важным аргументом смягчения процентной политики стала необходимость стимулирования экономической активности.

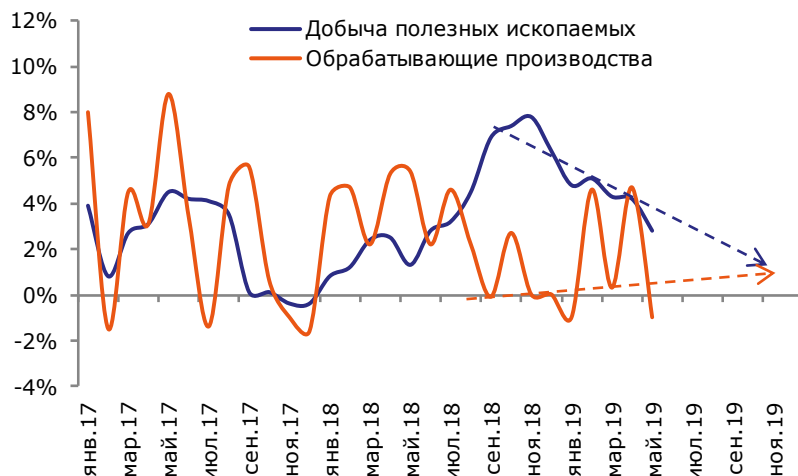
Мы понизили прогноз инфляции на конец года с 4,6% до 4,2%. Базовый прогноз по ключевой ставке также пересмотрен. До конца года мы ожидаем еще двух понижений ставки (до 7%). Если понимание необходимости использования мер процентной политики для стимулирования экономики сохранится, то регулятору целесообразно реализовать снижение ключевой ставки до 7% уже в 3 квартале. Наш базовый прогноз консервативен и предполагает поступательный подход к снижению ставки (раз в квартал). Аргументация данного прогноза - сохранение высокой вероятности реализации внешних и геополитических рисков, а также повышение инфляционных рисков во втором полугодии на фоне роста бюджетных расходов.

Динамика промышленного производства, %, г/г



Источник: Росстат, ПСБ Аналитика & Стратегия

Динамика ключевых отраслей промышленности, %, г/г



Источник: Росстат, ПСБ Аналитика & Стратегия

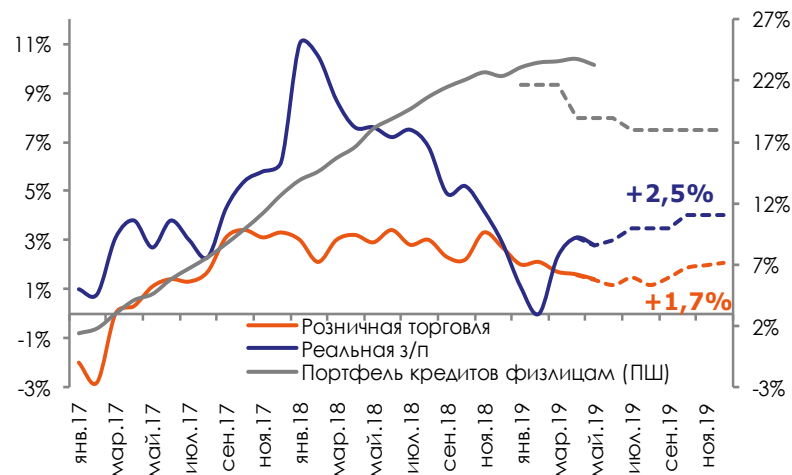
Во втором квартале динамика промышленного выпуска оставалась нестабильной. Основной причиной были колебания производства в обрабатывающей промышленности, которые происходили под влиянием факторов высокой базы, а также слабости внутреннего и внешнего спроса. Кроме того, постепенно снижались темпы роста добывающей промышленности, что было ожидаемо на фоне высоких показателей 2018 года.

Определенное ускорение торможения роста в добыче полезных ископаемых было обеспечено проблемами с экспортом нефти через нефтепровод «Дружба». **Наши прогнозы по динамике добыче полезных ископаемых существенно не изменились.** В краткосрочной перспективе мы ожидаем дальнейшего, но уже более умеренного замедления темпов роста на фоне пролонгации договора ОПЕК+ и фактора высокой базы.

В обработке в мае были зафиксированы отрицательные темпы роста. Продолжался сильный спад в отраслях машиностроения, что связано с низкой инвестиционной активностью. На фоне слабости внешнего спроса ухудшилась динамика металлургии. Слабый внутренний спрос также оказывает негативное влияние – из отрицательной динамики не могут выйти отрасли легкой промышленности, наблюдается стагнация производства легковых автомобилей и переработки нефти. Волатильный рост демонстрируют: пищевая промышленность, химия, производство строительных материалов и конструкций. Прогнозы выпуска продукции обрабатывающей промышленности в течение 2019 года незначительно ухудшены.

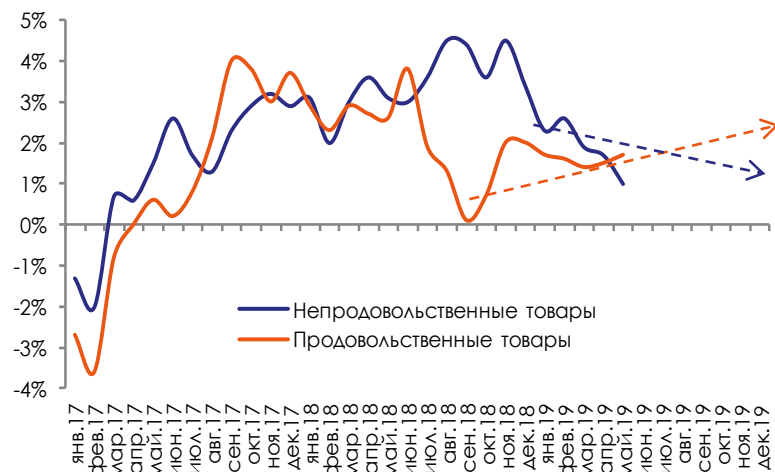
Прогноз роста промышленного выпуска в 2019 году снижен с 1,9% до 1,5%.

Динамика розничной торговли и з/п, %, г/г



Источник: Банк России, Росстат, ПСБ Аналитика & Стратегия

Розничные продажи по товарным группам, %, г/г



Источник: Росстат, ПСБ Аналитика & Стратегия

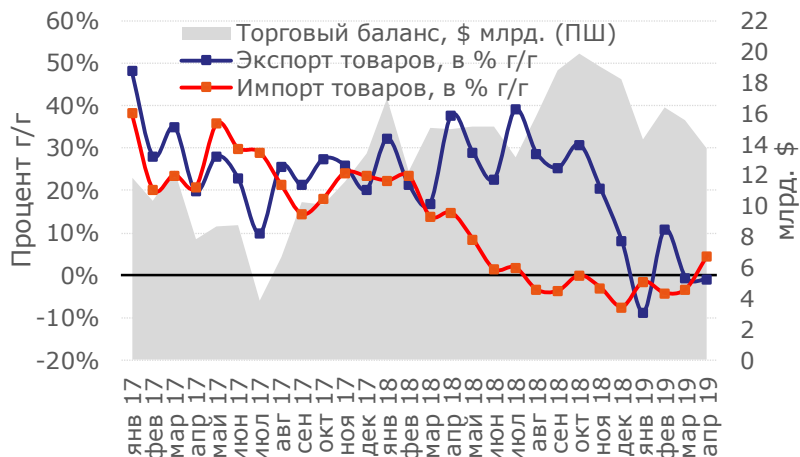
Во 2 кв. рост **реальной заработной платы** неожиданно усилился. Причина – рост прибыли корпораций и снижение инфляции. С учетом того, что база 2018 года во втором полугодии будет снижаться, а тренд к спаду инфляции крепнет, мы **повысили прогноз роста реальных зарплат в 2019 году с 1,9% до 2,5%**. Рост зарплат поддержит конечное потребление домохозяйств. Тем не менее, стимулирующее влияние от роста зарплат будет ограничено расширением обязательных платежей из-за более быстрого, чем прогнозировалось, расширения розничного кредитования.

В результате мы **незначительно повысили прогноз роста оборота розничной торговли с 1,5% до 1,7%**. Кроме указанных выше факторов, переоценка прогноза произошла вследствие пересмотра Росстатом данных по динамике оборота розничной торговли за январь-апрель в сторону повышения (с 1,2% до 1,6%).

В структуре розничной торговли ожидается смена драйверов роста. Высокая база 2018 года, а также усиление регуляторных ограничений для потребительского кредитования обеспечат постепенное замедление роста торговли непродовольственными товарами. В то же время, эффект низкой базы, рост зарплат и замедление инфляции будут способствовать росту торговли продовольственными товарами.

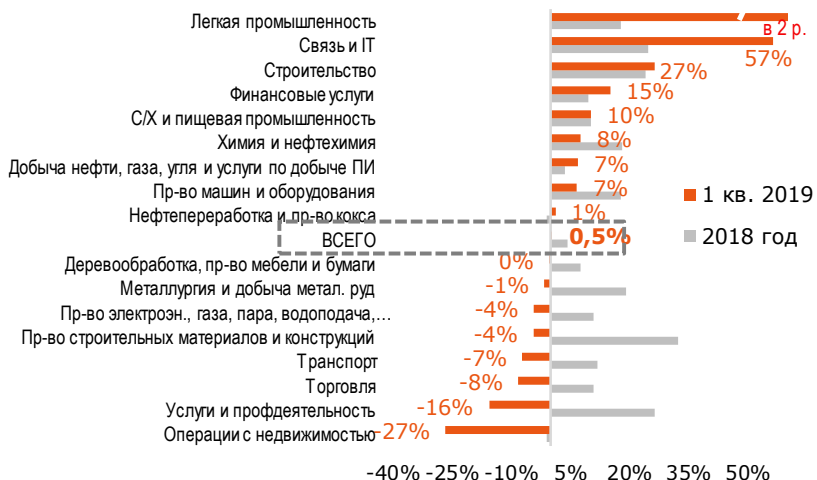
Ускорение потребительской активности во втором полугодии поддержит рост ВВП.

Внешняя торговля товарами



Источник: Банк России, ПСБ Аналитика & Стратегия

Инвестиции по видам экономической деятельности



Источник: Росстат, ПСБ Аналитика & Стратегия

Затянувшаяся стагнация инвестиционной активности и снижение положительного сальдо внешней торговли продолжали ограничивать экономическую активность во 2 кв. 2019 года.

В апреле динамика импорта товаров перешла в положительную зону, а экспорт продолжал снижаться. Положительное сальдо внешней торговли сократилось до минимального объема с лета 2018 года. Рост чистого экспорта, как фактора расширения ВВП, замедлился и угрожает смениться спадом. Запас положительного сальдо торгового баланса пока существенный и макроэкономической стабильности в этих условиях ничего не угрожает.

Оперативная информация по инвестициям также отсутствует. Тем не менее, данные за 1 кв. и косвенные факты (стагнация строительства, низкий уровень бюджетных расходов, слабая динамика выпуска товаров инвестиционного назначения) указывают на высокую вероятность отсутствия роста инвестиций во 2 кв. 2019 года.

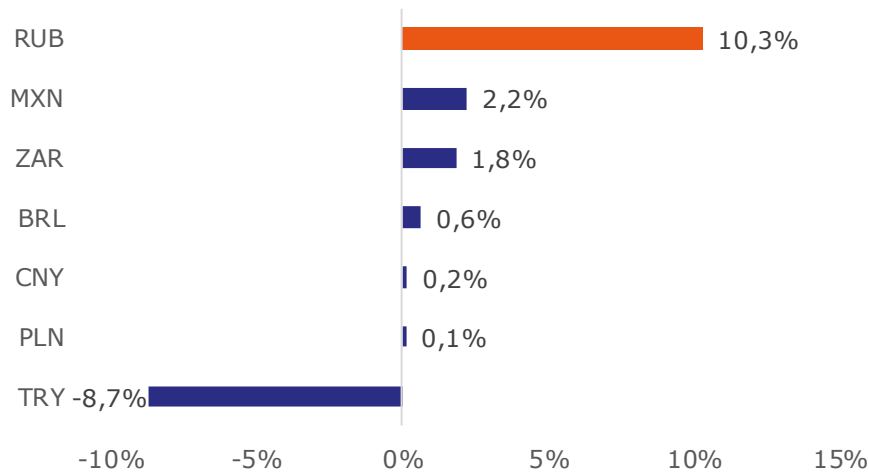
В результате указанных процессов мы понизили прогноз роста инвестиций с 2,7% до 1,8%. Ожидание ускорения роста инвестиций во втором полугодии сохраняются.

Ситуация в секторе внешней торговли развивается в рамках ожиданий.

С середины полугодия давление на рубль

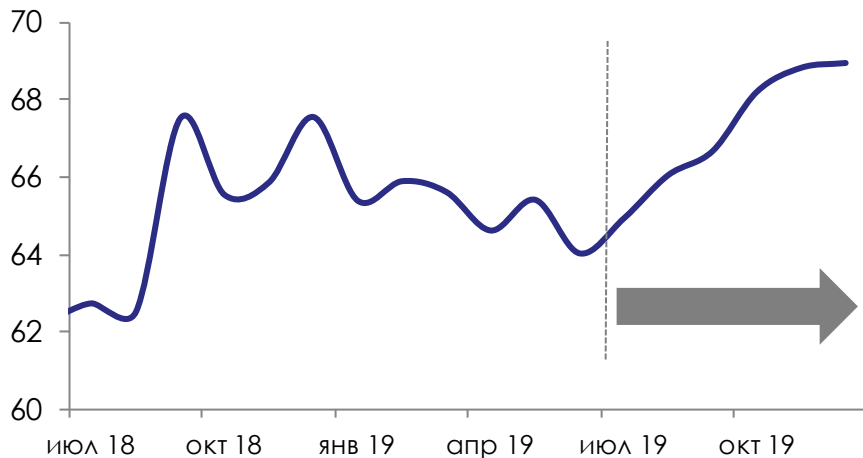
МОЖЕТ ВОЗОБНОВИТЬСЯ

Динамика валют ЕМ в 1п. 2019 г., %



Источник: Bloomberg, ПСБ Аналитика & Стратегия

Прогноз динамики пары доллар/рубль



Источник: Bloomberg, ПСБ Аналитика & Стратегия

По итогам 1П2019 российский рубль прибавил против доллара 10,3%, продемонстрировав лучшую динамику среди основных конкурентов в группе валют ЕМ. Такой сильный рост рубля обусловлен фундаментальной недооцененностью российской валюты на конец прошлого года, улучшением риск-аппетита на глобальных рынках, позитивной сезонностью счета текущих операций и увеличением лимитов (и даже в отдельных случаях отказа от них) на аукционах по размещению ОФЗ.

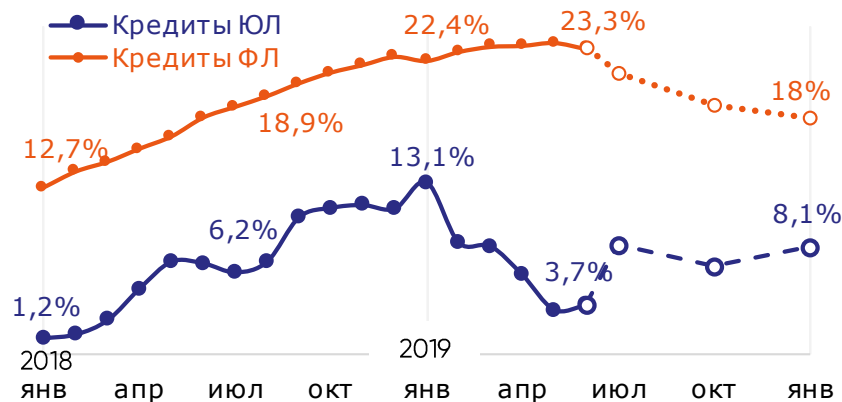
К середине года основные факторы, поддерживающие рубль в последние месяцы, исчерпали себя. Сезонность текущего счета начинает играть против рубля, на аукционах ОФЗ устанавливаются сравнительно небольшие лимиты, а фундаментальной недооцененности рубля, согласно нашей модели, практически не наблюдается.

Мы считаем, что при текущих ценах на нефть курс рубля близок к равновесному. Наш консервативный взгляд на второе полугодие в части динамики нефтяных котировок и риск новой волны оттока с развивающихся рынков заставляют ожидать возобновления давления на валютный курс. Санкционные риски (в американском Конгрессе по-прежнему находятся законопроекты, предполагающие ужесточение санкций к РФ) пока еще сохраняют актуальность. К текущему моменту считаем, что санкционная премия в рубле практически нивелирована, но при возвращении рассмотрения санкционных законопроектов на повестку дня премия (в среднем размере около 5%) может вернуться.

На горизонте до конца года в базовом сценарии ожидаем роста пары доллар/рубль в район отметки в 69 руб./долл. в среднемесячных значениях.

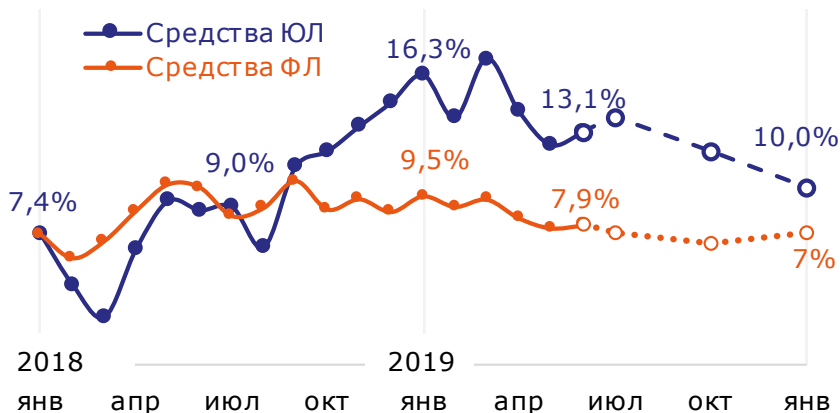
Банковский сектор: кредитование и привлечение средств клиентов

Динамика кредитного портфеля, г/г



Источник: ЦБ РФ, ПСБ Аналитика & Стратегия

Динамика средств клиентов, г/г



Источник: ЦБ РФ, ПСБ Аналитика & Стратегия

Розничное кредитование продолжает расти высокими темпами. Портфель кредитов физлицам вырос на 1 июня до 16,1 трлн руб. (+1,2 трлн руб. с начала года). Максимальные годовые темпы роста были зафиксированы в конце апреля (+23,8%). В мае уже наметилось замедление до 23,3%. По нашим прогнозам, рост портфеля кредитов физлицам замедлится до **18% в конце года**. Это будет обусловлено эффектом высокой базы прошлого года, сокращением числа потенциальных качественных заёмщиков (долги населения поселения последние 3 года растут быстрее доходов), ужесточением регулирования. С 1 октября ЦБ РФ повышает к-ты риска по кредитам заемщикам с высокой долговой нагрузкой.

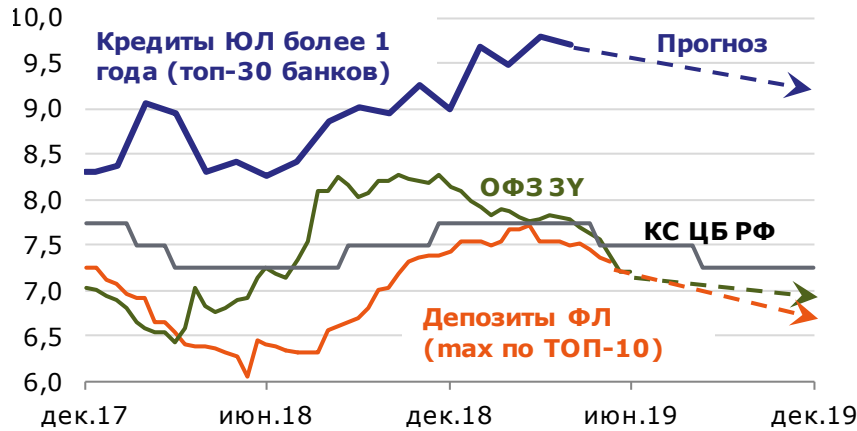
Рост кредитного портфеля юрлиц за 5м2019 г. замедлился до 3,7%. Объяснение такой динамики мы видим в снижении инвестиций на фоне замедления российской экономики и ожиданий по снижению ставок. Также сказывается укрепление рубля, которое приводит к сокращению портфеля валютных кредитов. Кредитование юрлиц во втором полугодии может ускориться до 8,1%. Спрос на кредиты будет стимулировать снижение ставок и реализация нацпроектов.

Приток средств физлиц в банки отстает от динамики кредитования. На 1 июня вклады выросли на 7,9% г/г (+0,3 трлн руб. с начала года). С учетом снижения ставок и роста расходов населения на обслуживание долга ожидаем замедления притока вкладов во втором полугодии до 7,0%.

Остатки юрлиц на счетах в банках на 1 июня выросли на 13,1% г/г (+0,7 трлн руб.). Приток средств по этому каналу обусловлен ростом прибыли в корпоративном секторе и слабыми инвестициями. В следующем полугодии ожидаем замедления притока средств юрлиц до 10% из-за роста инвестиций и снижения ставок.

Динамика ставок по кредитам и депозитам

Динамика рыночных и банковских ставок



Источник: Bloomberg, ПСБ Аналитика & Стратегия

Прибыль и рентабельность капитала



Источник: ЦБ РФ, ПСБ Аналитика & Стратегия

Ставки по вкладам населения в банках достигли пика в марте текущего года. После чего начался тренд на снижение. Максимальная ставка в топ-10 банков снизилась во 2 кв. на 36 б.п. - до 7,36%.

Снижение ставок по рублевым вкладам происходило на фоне замедления инфляции и на ожиданиях перехода ЦБ РФ к циклу снижения ключевой ставки.

В 1П2019 спрэд между ключевой ставкой и максимальной ставкой в топ-10 банков сократился до 20 б.п. против 80 б.п. в первом полугодии прошлого года. Такую динамику мы связываем с потребностью банков в ликвидности (для роста кредитования и улучшения ПКЛ по Basel-III).

По нашим прогнозам, смягчение ДКП не полностью учтено в ставках. **Во 2П2019 потенциал возможного снижения ставок по рублевым вкладам оцениваем в размере 50 б.п.**

Прибыль банков за 5м2019 г. составила 0,9 трлн руб. (+65% г/г). Средний по системе показатель рентабельности капитала вырос до 16,9%. На улучшении результатов сектора сказывается сокращение потерь убыточных банков (включая saniруемые). Кроме того, улучшается качество ссудного портфеля и увеличивается доля кредитов физлицам, имеющих большую доходность. Доля просроченной задолженности в кредитном портфеле физлиц на 1 июня составляла 5,0% (6,3% годов ранее).

Капитализация прибыли поддерживает комфортные показатели достаточности собственных средств. Норматив Н1.0 в первые 5 месяцев 2019 г. сохранился на уровне 12,2%. По оценкам ЦБ РФ, запас капитала банков для наращивания кредитования превышает 1,5 трлн руб.

Сценарии и прогнозы на 2019г.

Мировая экономика

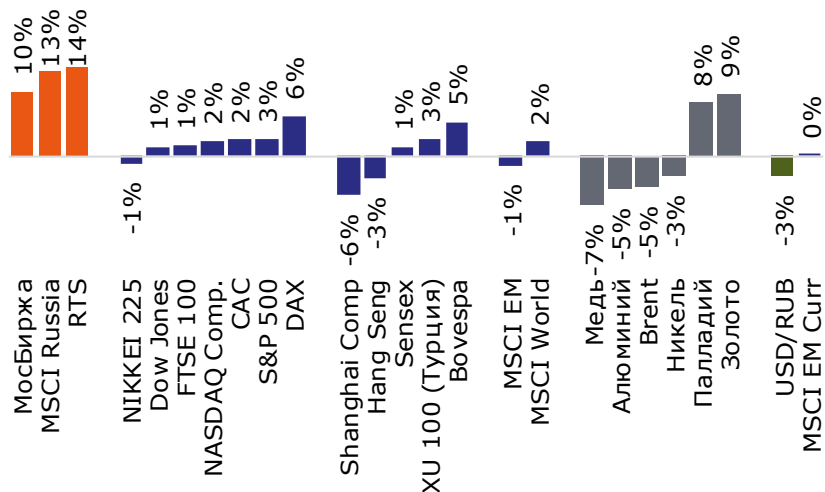
Монетарная политика и глобальные рынки капитала

Товарные рынки

Российская экономика

Российский рынок акций и облигаций

Динамика мировых индексов и сырья во 2 кв. 2019г.

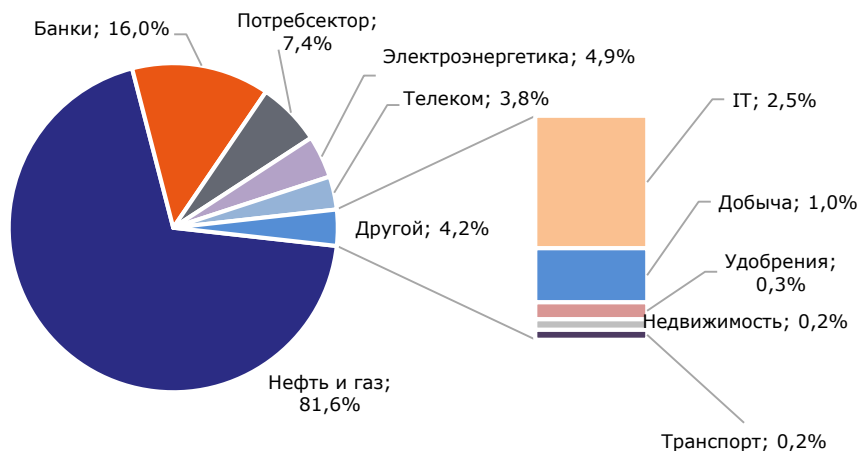


Источник: Bloomberg, ПСБ Аналитика & Стратегия

2 квартал для российского фондового рынка выдался очень успешным. Индекс МосБиржи проявил устойчивость перед внешними шоками, а внутренние события позволили достичь новых исторических максимумов. Сказалось и приближение дивидендного сезона.

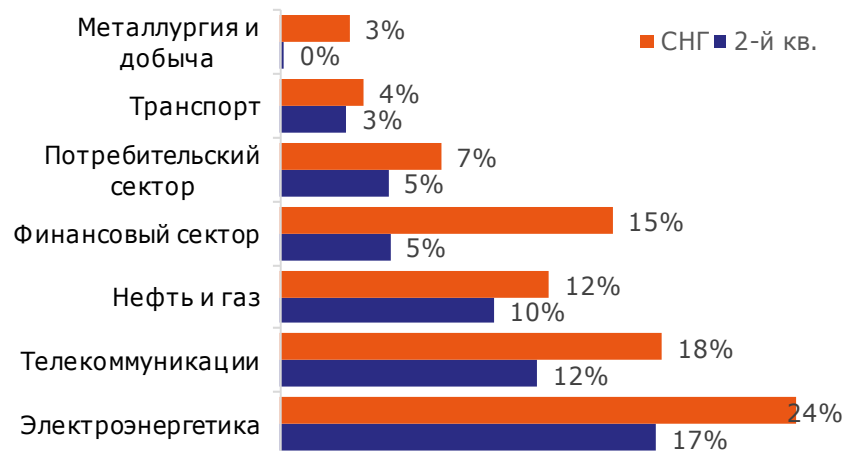
Учитывая структуру индекса МосБиржи, наибольший вклад в результат квартала внес нефтегазовый и финансовый сектор. Прочие отрасли не могут похвастаться такой динамикой, хотя здесь стоит выделить электроэнергетику – бумаги сектора постепенно нивелируют свою недооцененность к аналогам, а сам отраслевой индекс показывает сильные результаты с начала года, как и сектор телекоммуникаций. В аутсайдерах – металлургия и транспорт.

Вклад отдельных отраслей в рост индекса МосБиржи



Источник: ПСБ Аналитика & Стратегия

Динамика отраслевых индексов РФ



Источник: Bloomberg, ПСБ Аналитика & Стратегия

	Лидеры		Аутсайдеры	
Нефть и газ	Газпром	51%	Башнефть па	-10%
	Новатэк	26%	Лукойл	-10%
	Татнефть па	14%	Транснефть	-7%
Металлургия и добыча	Мечел па	25%	Русал	-8%
	Полиметалл	9%	Алроса	-8%
	Полюс	7%	НЛМК	-7%
Финансы	QIWI	32%	БСПБ	-6%
	ВТБ	10%	Мосбиржа	-2%
	Сбербанк	10%		
Электроэнергетика	Россети	42%	Юнипро	2%
	ОГК-2	42%	Мосэнерго	6%
	ФСК ЕЭС	23%	Энел Россия	10%
	Интер РАО	22%		
Потребсектор	X5 Retail Group	32%	Лента	-7%
			Магнит	1%
Прочие	МТС	12%		
	Яндекс	7%		
	АФК Система	6%		

Источник: Bloomberg

В середине года мы в большей степени отдаем предпочтение бумагам из внутренних секторов, которые при ухудшении внешней конъюнктуры способны сохранить импульс к росту благодаря стабильным финансовым потокам и приемлемой дивидендной доходности.

Если говорить об отдельных акциях, то главная история роста здесь – Газпром. Бумага реагировала на сообщения о дивидендах и подросла на фоне несколько ослабшей санкционной угрозы (сюда также стоит отнести и Сбербанк). В целом, мы выделяем три фактора, которые двигали котировки российских бумаг во 2 кв.:

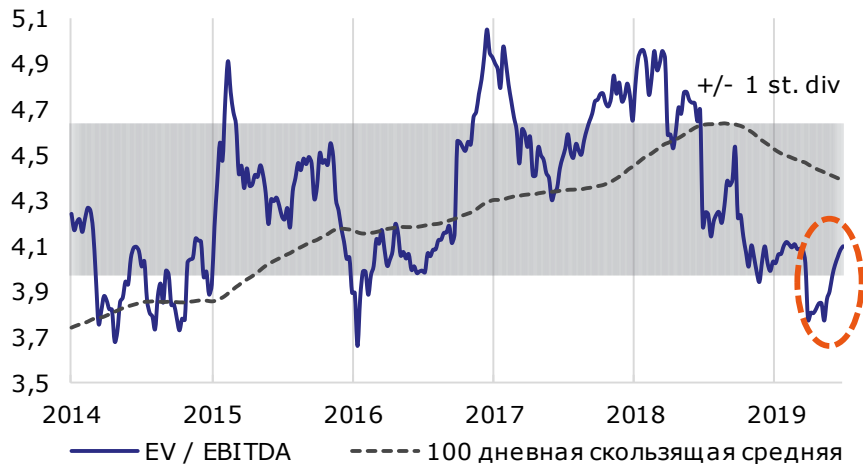
1 – сообщения о росте дивидендных выплат; При относительно крепком курсе рубля это позволило «выстрелить» акциям из сектора электроэнергетики, где даже аутсайдеры показали позитивную динамику, а также в «префах» Мечела. Обратную ситуацию мы наблюдали в акциях Башнефти (па), которые разочаровали инвесторов будущими выплатами. Во 2П внимание инвесторов будет связано с тем, способны ли финансовые показатели подтвердить предпосылки о росте дивидендов при ожиданиях замедляющейся экономики РФ и внешних рынков.

2 – конъюнктура на рынке золота; В последний месяц квартала золотодобытчики воспользовались скачком цен на ключевой актив, чего нельзя сказать о секторе цветной и черной металлургии, где рыночная конъюнктура не способствовала покупкам этих бумаг.

3 – динамика внешних рынков, сильный финансовый результат; Здесь, благодаря в том числе росту индекса NASDAQ, хорошо себя чувствовали компании из IT сегмента: Яндекс и QIWI. Особняком стоит потребительский сектор, который в этом квартале отличался высокой волатильностью: X5 смогли показать рост из-за неплохих финпоказателей, чем пока не может похвастаться Магнит; Ленту, скорее всего, с новым владельцем ждет трансформация бизнеса и новая стратегия. Активную фазу восстановления мы увидели в акциях АФК Система, которая может вернуться к выплате дивидендов в сентябре.

Рыночные метрики остаются низкими

Индекс МосБиржи по EV/EBITDA стремится к среднему



Источник: Bloomberg, ПСБ Аналитика & Стратегия

Несмотря на резкий рост индекса МосБиржи во 2 кв., российский фондовый рынок по-прежнему выглядит дешево относительно своих же оценок в прошлом при отсутствии избыточной премии за риск, что указывает на его фундаментальную недооцененность. Так, текущее соотношение P/E 5,4х, ниже средних показателей 2014-2019гг., мультипликатор EV/EBITDA близок к средним значениям, его текущее значение составляет 4,1х.

При этом, если обратить внимание на сравнительный мультипликатор EV/EBITDA по отраслевым индексам российского рынка, то оценки, за исключением финансов и транспорта, приближаются к своим максимальным за пять лет уровням.

...но по P/E находится ниже своих исторических оценок



Источник: Bloomberg, ПСБ Аналитика & Стратегия

Прогнозный мультипликатор EV/EBITDA* по отраслям в РФ



Источник: Bloomberg, ПСБ Аналитика & Стратегия

Спред дох-ти 1Y гос. облигаций и див. дох-ти на рынке РФ

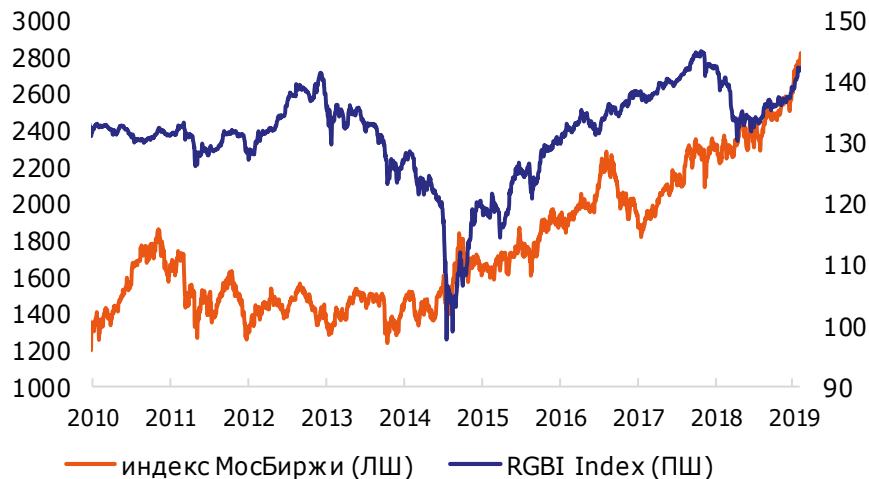


Источник: Bloomberg, ПСБ Аналитика & Стратегия

Сравнивая дивидендную доходность на рынке акций и доходность облигаций, мы видим, основываясь на спреде доходностей, что для российского рынка в текущих условиях за последние несколько лет акции являются более привлекательным инструментом для инвесторов.

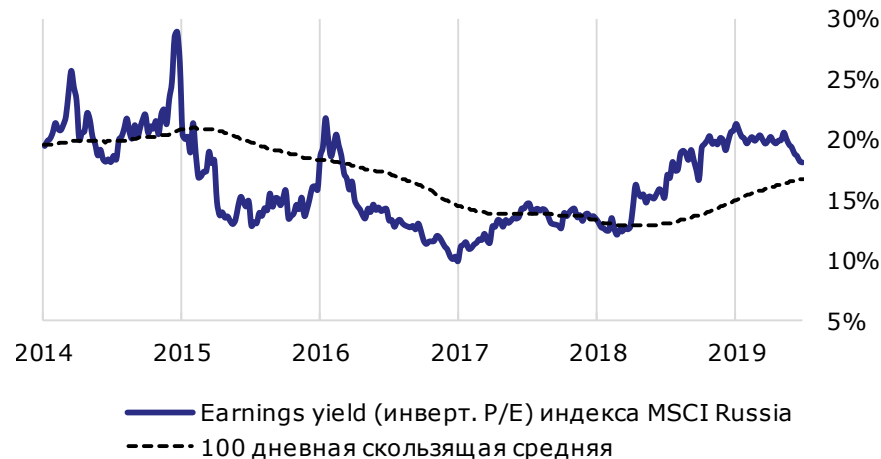
За минувший год показатель доходности прибыли (Earnings Yield) российского рынка по индексу MSCI Russia существенно вырос, но остается выше среднего исторического уровня и имеет умеренный потенциал для дальнейшего сужения.

Сравнение динамики индексов акций и облигаций в РФ



Источник: Bloomberg, ПСБ Аналитика & Стратегия

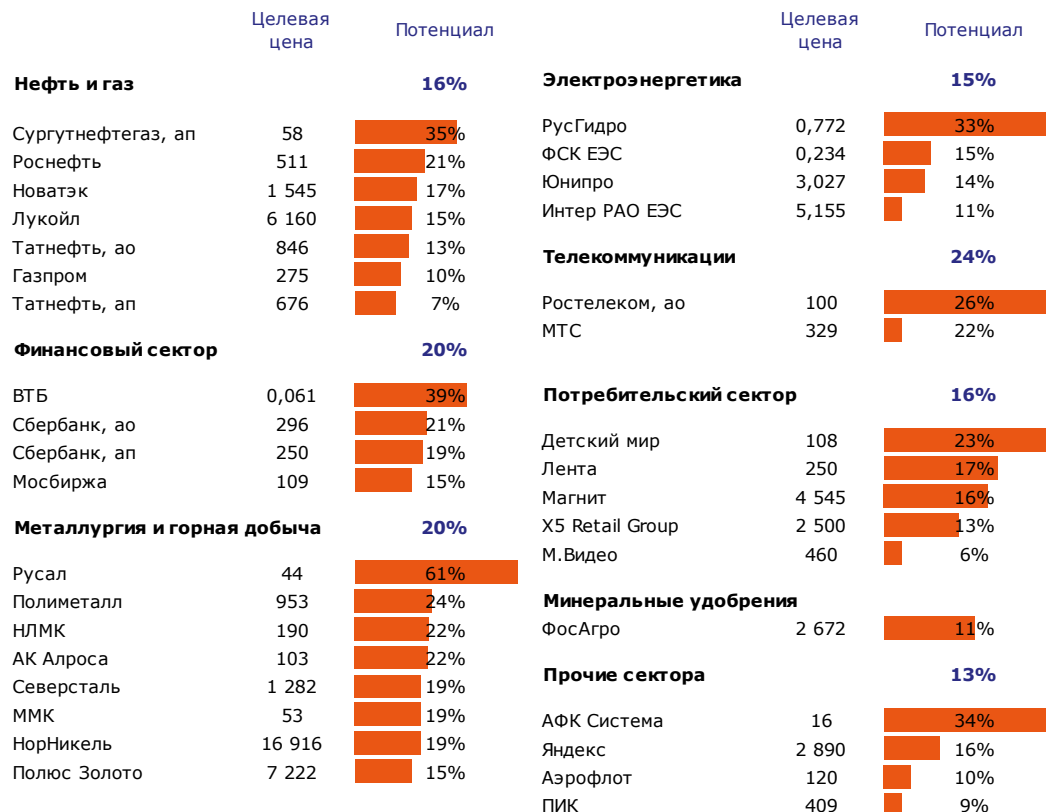
Российский рынок сокращает потенциал по Earnings yield



Источник: Bloomberg, ПСБ Аналитика & Стратегия

Фундаментальный потенциал роста сохраняется

Индекс МосБиржи **3294 пунктов** **+17%**



* Потенциал роста рассчитан на основании оценок ПСБ Аналитика & Стратегия по состоянию на 10 июля 2019г.

С фундаментальной точки зрения индекс МосБиржи по-прежнему сохраняет потенциал для роста, несмотря на резкий рост стоимости отдельных бумаг во 2 кв. Мы пересмотрели вверх целевые уровни сильно подросших акций: Газпром - текущая рекомендация «держаться»; РусГидро, Новатэк, Полус, Полиметалл - «покупать».

Нашими фаворитами по потенциалу фундаментального роста остаются: Полус, Сбербанк, ВТБ, АФК Система, РусАл.

Слабая динамика алмазного рынка в текущем году, по нашему мнению, будет оказывать давление на акции Алроса, поэтому целевая цена была снижена, хотя благодаря дивидендной доходности бумага по-прежнему привлекательна.

Если смотреть на отраслевой разрез индекса МосБиржи, то в нашем сценарии ухудшения текущих внешних и внутренних условий наибольшие шансы на рост стоимости имеют бумаги внутренних секторов. Из-за волатильности цен на сырье уязвимо выглядят акции металлургических компаний.

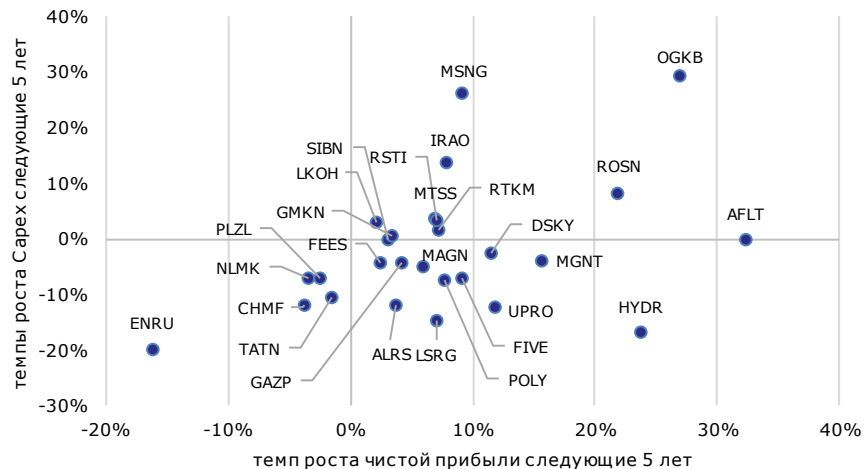
Фактор дивидендов остается ключевым

Дивидендная доходность индекса на максимумах



Источник: Bloomberg, ПСБ Аналитика & Стратегия

Динамика финпоказателей определит уровень дивдоходности



Источник: Bloomberg, ПСБ Аналитика & Стратегия

Дивидендный фактор для российского рынка акций по-прежнему ключевым

и привлекает инвесторов, что транслируется в рост курсовой стоимости акций. Нельзя однозначно сказать, пройден ли пик дивидендной доходности российского рынка. В секторальном разрезе различие в уровнях дивидендной доходности, как правило, зависит от фазы инвестиционного цикла: снижение коэффициента $\text{Сарех}/\text{ЕВITDA}$ для отдельных компаний транслируется в рост дивидендной доходности. Мы сделали разбивку по отраслям, где сравнили прогнозные значения данного коэффициента и ожидаемой дивидендной доходности на горизонте ближайших пяти лет (см. подробно следующий слайд). Общий посыл заключается в следующем: в идеальной модели подход компаний в секторах «мигрируют» по мере движения по инвестиционному циклу – снижение инвестиций ведет к росту дивдоходности, но это не всегда соблюдается ввиду особенностей бизнес-модели и динамики операционной прибыли.

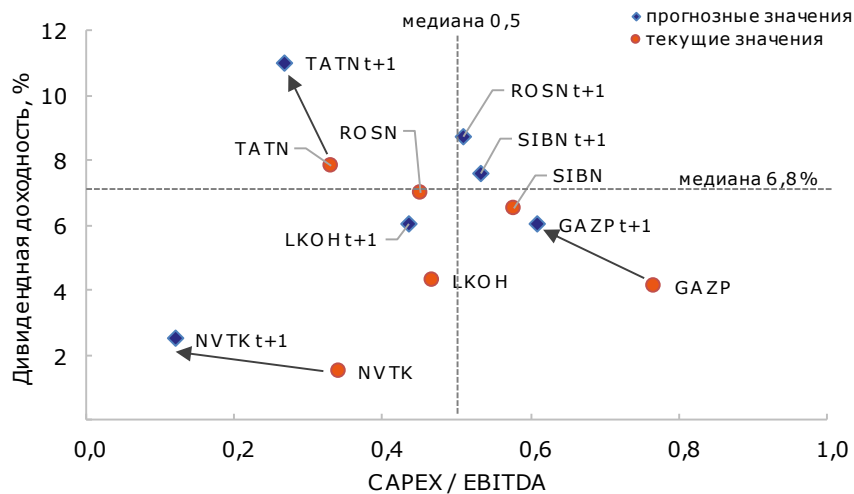
Во 2П2019 внимание инвесторов будет связано с тем, способны ли финансовые показатели подтвердить предпосылки о росте дивидендов при ожиданиях замедляющейся экономики РФ и внешних рынков.

Учитывая наши ожидания по замедлению российской экономики и накапливающийся негатив на внешних рынках, из дивидендных историй мы предпочитаем бумаги, которые отличаются стабильными денежными потоками и высокими дивидендами. Искать их, на наш взгляд, следует во внутренних секторах, где, например, долгосрочно привлекательно выглядят МТС и ЛСР.

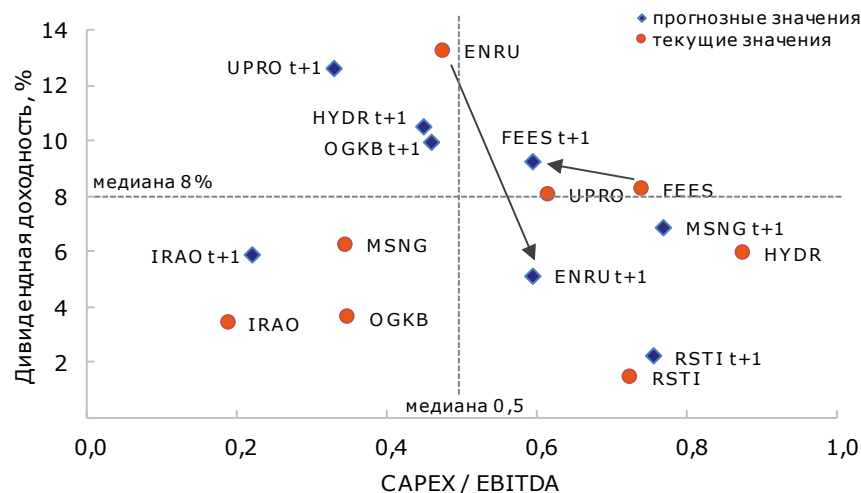
На горизонте ближайших лет также будут интересны бумаги эмитентов, которые временно прекратили выплату дивидендов из-за высокой долговой нагрузки, но вскоре могут их возобновить (АФК Система), либо благодаря росту операционных показателей и рыночной доли стремятся увеличить выплаты (Детский мир).

Фактор дивидендов остается ключевым

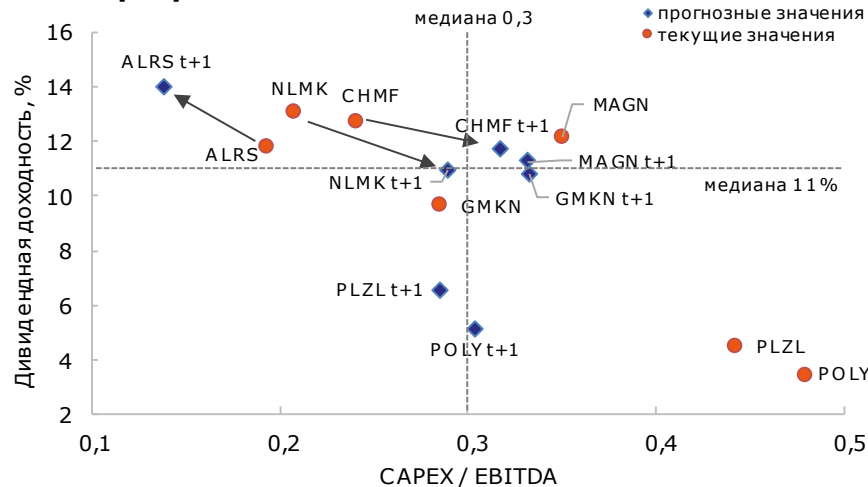
Снижение инвестпрограмм в нефтегазе на горизонте пяти лет транслируется в рост див. доходности



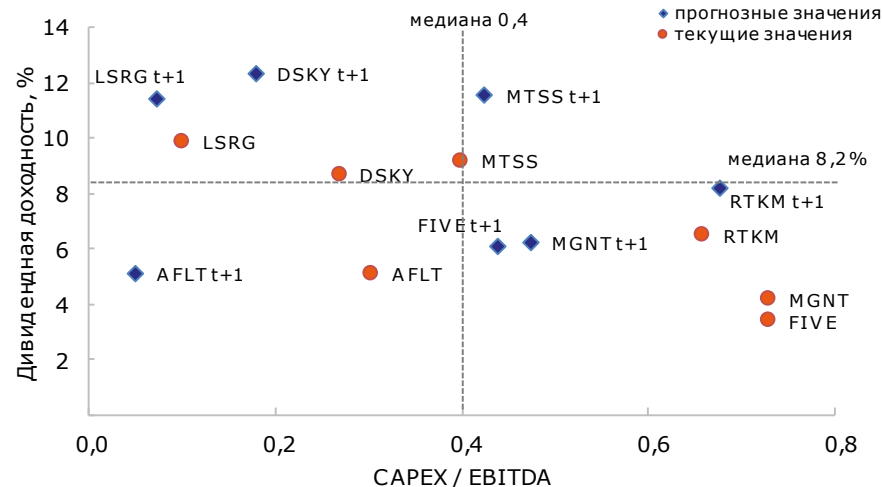
В электроэнергетике CAPEX остается высоким, ухудшение финпоказателей отдельных компаний может привести к снижению дивидендных выплат



На горизонте пяти лет не исключаем снижение див. доходности металлургов из-за роста инвестпрограмм



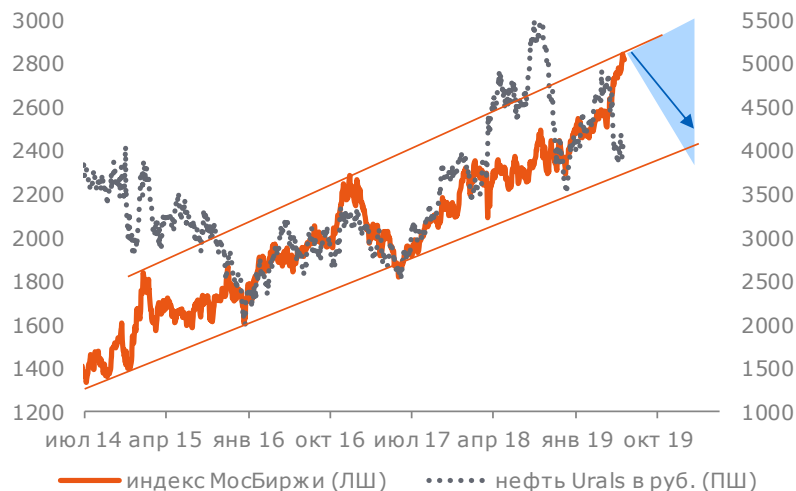
Наиболее стабильные финпоказатели у компаний из внутренних секторов, где в перспективе можно рассчитывать на сохранение высоких дивидендов



Источник: Bloomberg, ПСБ Аналитика & Стратегия

Индекс МосБиржи: видим риски отката к концу года

Опасаемся отката индекса МосБиржи в конце года



Источник: Reuters, ПСБ Аналитика & Стратегия

CDS России, вслед за EM, могут подрасти к концу года



Источник: Reuters, ПСБ Аналитика & Стратегия

Индекс МосБиржи в первой половине года уверенно обновлял исторические максимумы, несколько превысив наш целевой уровень на этот год (2750 пунктов). Привлекательный дивидендный профиль, улучшению которого способствовало неожиданное повышение дивидендов Газпромом, - ключевой поддерживающий рынок фактор. Причем рынок даже имеет, учитывая завершение (или близость к завершению) инвестициклов в ряде секторов, потенциал для некоторого увеличения дивидендных выплат.

Несмотря на ценовые рекорды, российский рынок акций остается недооцененным (полная фундаментальная оцененность индекса МосБиржи, согласно нашим моделям, составляет 3294 пункта).

Однако мы, по внешним причинам, оцениваем потенциал дальнейшего роста рынка как весьма ограниченный и опасаемся развития коррекции во 2П2019. В настоящее время мировые рынки не учитывают рисков торможения мировой экономики, что является нашим базовым сценарием. Мы ждем повышения волатильности рынков и снижения нефтяных котировок во 2П2019, что заставляет нас ждать расширения спрэдов и оттока капиталов с EM и, как следствие, страновой премии РФ. Негативом для рынка может стать и возобновление обсуждения антироссийских санкций в Конгрессе США к концу года, логичное ввиду приближения президентских выборов в США 2020 года.

На фоне ожидаемого нами ухудшения внешней конъюнктуры и возврата рублевой стоимости Urals к уровню в 3500 руб./барр. **индекс МосБиржи может откатиться к 2450 пунктам к концу года.** В этой связи на рынке акций мы рекомендуем начать фокусироваться на инвестициях в наиболее крепкие дивидендные идеи и акции компаний, способных существенно улучшить бизнес-метрики за счет внутренних факторов.

Инвестиционные идеи

Новатэк

NVTK

Нефть и газ

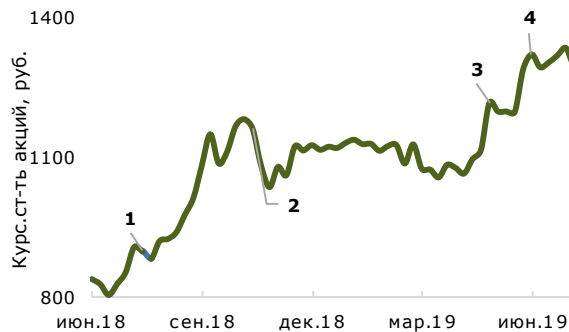
Целевая цена

1 545
руб. / акция

*Потенциал роста
+17%**

Новатэк — крупнейший независимый производитель природного газа в России. Входит в тройку крупнейших в мире компаний по объему доказанных запасов природного газа - по стандарту SEC 15 789 млн баррелей нефтяного эквивалента, в том числе 2 177 млрд куб. м газа и 181 млн т жидких углеводородов. Новатэк реализует весь добываемый газ на территории России и обеспечивает около 20% поставок газа на российский рынок.

Динамика стоимости акций Новатэка на Московской бирже и ключевые события



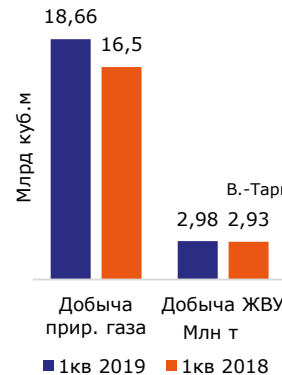
Ключевые даты:

- 1 - Рост фин. и операц. показателей, позитивный прогноз на конец 2018г.
- 2 - Просадка на фоне слабой мировой конъюнктуры.
- 3 - Публикация финрезультатов за 1 кв. 2019; подробности продажи доли в Арктик СПГ-2 Total.
- 4 - Продажа долей в Арктик СПГ-2 китайским CNOOC и CNPC.

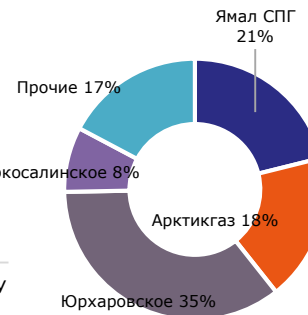
* - по состоянию на 10 июля 2019г

Операционные показатели

Добыча газа и ЖВУ

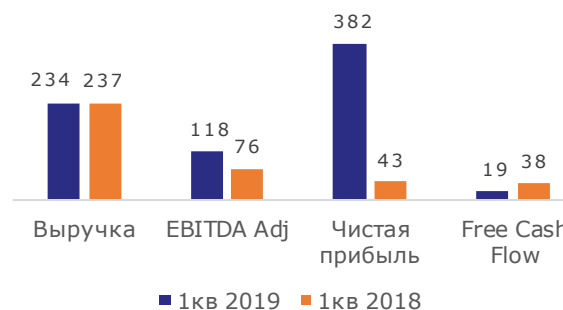


Структура добычи по месторождениям в 1 кв. '19



Финансовые результаты

Ключевые финансовые показатели, млн. долл.



0,5x
Net Debt/ Adj.Ebitda
в 1 кв. 2019г.

26,06
руб./акция - див-ды
за 2018г.

1,9%
Годовая
доходность див.

Торговая идея

Несмотря на то, что Новатэк по мультипликаторам весьма дорог по сравнению с аналогами из сектора, тем не менее, у него еще есть **существенный потенциал для роста в долгосрочной перспективе**, если оценивать его по проектам – ведь по сути, речь идет о целой серии СПГ-проектов, которые запускаются каждые несколько лет с расчетом на то, чтобы к 2030 г. производить около 75 млн т в год (на уровне текущего производства Катара). А дополнительной поддержкой будут служить собственная ресурсная база, плюс помощь государства в части налоговых льгот и создания инфраструктуры, плюс сопутствующая добыча газового конденсата, чья продажа окупает затраты на добычу и сжижение газа.

Сравнительные мультипликаторы

	EV / EBITDA	P / E	EBITDA margin, %	Net margin, %	CAGR2019-2023E, %		
					Rev	EBITDA	NI
Новатэк	12,9	10,4	37%	45%	2%	3%	19%
DM	5,6	16,3	35%	8%	1%	3%	0%
EM	4,4	9,4	20%	6%	4%	4%	6%

Риски

Ключевым риском для компании является **колебания цен на нефть (долгосрочные контракты на поставку СПГ привязаны к цене нефти)**.

Также риском является и возможное отклонение от заявленных топ-менеджментом планов по росту добычи и капвложениям.

Инвестиционные идеи

Полюс

PLZL

Металлы и добыча

Целевая цена

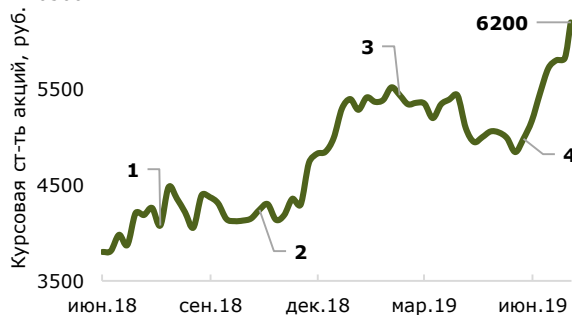
7 222

руб. / акция

*Потенциал роста
+15%**

Полюс — крупнейший производитель золота в России. На долю компании приходится свыше 20% всего объема добычи в стране. В мире Полюс является пятым по объемам добычи и одной из десяти ведущих мировых золотодобывающих компаний с самой низкой себестоимостью производства. Полюс также занимает третье место в мире по запасам золота. Доказанные и вероятные запасы составляют 64 млн. унций.

Динамика стоимости акций Полюс на Московской бирже и ключевые события



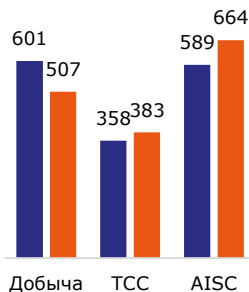
Ключевые даты:

- 1 - рост операционных показателей, позитивный прогноз на конец 2018г.
- 2 - начало коммерческого использования Наталкинского месторождения
- 3 - публикация финрезультатов за 2018г., рост финансовых показателей и добычи
- 4 - начало волны активного роста цен на золото

* - по состоянию на 10 июля 2019г

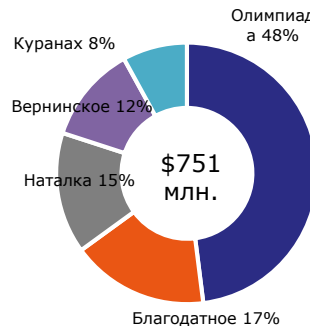
Операционные показатели

Добыча золота (тыс. унц) и издержки (долл./унц)



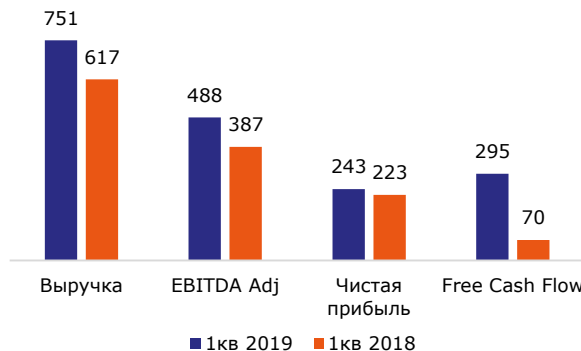
■ 1 кв 2019 ■ 1 кв 2018

Структура выручки по месторождениям в 1 кв. '19



Финансовые результаты

Ключевые финансовые показатели, млн. долл.



■ 1 кв 2019 ■ 1 кв 2018

1,5x
Net Debt/ Adj.Ebitda в 1 кв. 2019г.

143,62
руб./акция - див-ды за 2018г.

4,6%
Годовая доходность див.

Торговая идея

Полюс, по нашему мнению, одна из привлекательных инвестиционных идей в горнодобывающем секторе благодаря комбинации сильных производственных и финансовых результатов, которые будут достигнуты в краткосрочной перспективе за счет развития Наталкинского месторождения, а в долгосрочной - за счет Сухого Лога, что обеспечит рост курсовой стоимости к фундаментальным значениям. К тому же Полюс среди мировых аналогов обеспечивает высокую див. доходность.

В условиях ожидаемого ухудшения экономической конъюнктуры во 2П мы делаем ставку на сильные финансовые результаты компании и ее устойчивость перед внешними шоками, которые будут поддерживаться растущими ценами на золото и низкими издержками.

Сравнительные мультипликаторы

	EV / EBITDA	P / E	EBITDA margin, %	Net margin, %	CAGR2019-2023E, %		
					Rev	EBITDA	NI
Полюс	6,4	8,5	64%	39%	6%	6%	3%
DM	8,8	32,4	39%	10%	5%	5%	22%
EM	6,0	24,0	31%	7%	4%	8%	6%

Риски

Ключевым риском для компании является **динамика цен на золото**. С другой стороны статус лидера по издержкам, делает Полюс менее уязвимым к волатильности цен на золото по сравнению с конкурентами. Другой риск - это **укрепление рубля**, что негативно скажется на динамике выручки и операционной рентабельности.

Инвестиционные идеи

Сбербанк, па

SBERP

Финансы

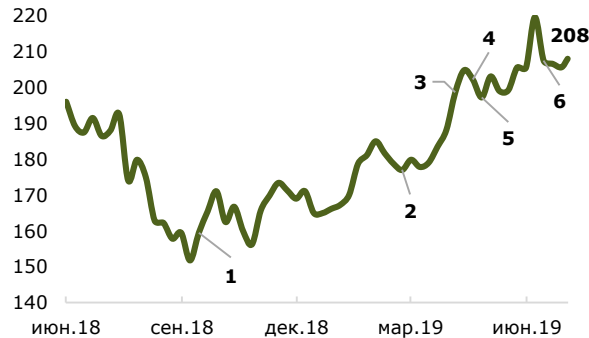
Целевая цена

250
руб. / акция

Потенциал роста
+19%*

Сбербанк — крупнейший банк в России. Активы Сбербанка превышают 31 трлн руб., что составляет 30% от активов всей банковской системы страны. Доминирующие позиции на рынке депозитов ФЛ (45%), развитая инфраструктура и реализация масштабной программы цифровой трансформации позволяют банку удерживать лидирующие позиции в стране на рынках кредитования (по ФЗ: 41%; ЮЛ: 32%) и в большинстве профильных подсегментов.

Динамика стоимости «префов» Сбербанка на Московской бирже и ключевые события

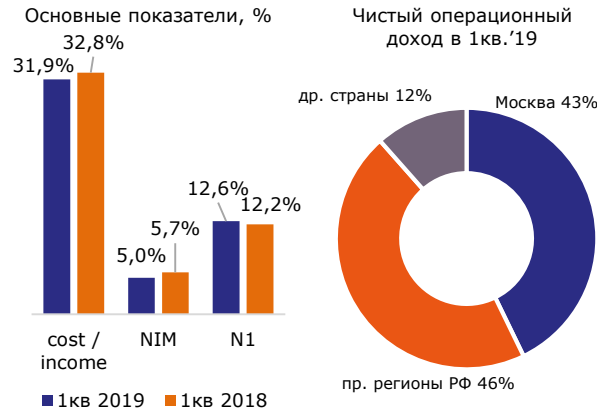


Ключевые даты:

- 1 – Пиковые уровни санкционных опасений; старт фазы снижения доходностей ОФЗ
- 2 – Слухи о переговорах по покупке Rambler
- 3 – Реструктуризация долга Agrosor; договоренность о продаже Deniz Bank
- 4 – Объявление о дивидендах
- 5 – Решение приобрести 46.5% акций Rambler Group
- 6 – Выплата дивидендов (16 руб. на акцию)

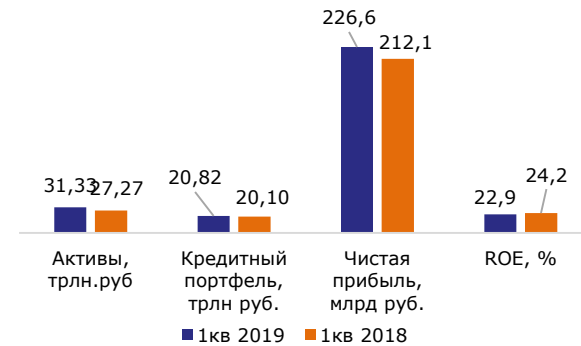
* – по состоянию на 10 июля 2019г

Ключевые бизнес-показатели



Финансовые результаты

Ключевые финансовые показатели, млрд руб.



1,4x
Book / Value в начале июля 2019г.

16
руб./акция – див-ды за 2018г.

7,7%
Годовая див. доходность

Торговая идея

Привилегированные акции Сбербанка, по нашему мнению, – одна из интереснейших дивидендных идей на рынке.

Текущая дивидендная доходность по «префам» Сбербанка составляет 7,7%, что выше, чем в среднем по ключевым ликвидным российским акциям (%) и выше инфляции.

Более того, крепкий бизнес Сбера и сохраняющийся потенциал роста доходов Банка в условиях перспективы увеличения дивидендных выплат до 50% от чистой прибыли по МСФО (текущий уровень выплат у Сбера составляет 43%) дают основания ожидать как минимум неухудшения дивидендного профиля данных бумаг в среднесрочной перспективе. Что способно нивелировать негативное влияние на котировки ожидаемого в ближайшие кварталы ухудшения экономической конъюнктуры.

Сравнительные мультипликаторы

	P / E	P / BV	ROE %	CAGR 18-22E, %
Сбербанк	5,7	1,38	22,1%	9%
DM	10,3	0,89	7,9%	4%
EM	8,0	1,12	13%	7%

Риски

Ключевым риском для Сбербанка на 2П2019 является **более заметное ухудшение внешней конъюнктуры, чем мы ожидаем, способное как усилить отток капитала, так и ухудшить перспективы экономики страны и, как следствие, банковского сектора. Значим риск введения антироссийских санкций** на операции с госдолгом со стороны США, способный привести к переоценке акций банков. А вот риск ужесточения санкционного режима непосредственно в отношении Сбербанка на данном этапе мы расцениваем как весьма низкий.

Инвестиционные идеи

ЛСР Групп

LSRG

Недвижимость и строительство

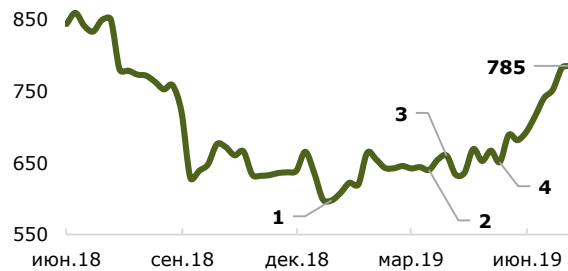
Целевая цена

930
руб. / акция

Потенциал роста
+22%*

ЛСР - одна из ведущих девелоперских и строительных компаний в России, специализирующаяся на рынках г. Санкт-Петербурга и г. Москвы. Предложение компании разнообразно и включает в себя недвижимость класса элит, бизнес и массового сегмента. У ЛСР один из крупнейших земельных банков в Москве. Дополнительно компания ведет свою деятельность в г. Екатеринбург и производит различные строительные материалы.

Динамика стоимости акций ЛСР на Московской бирже и ключевые события
950

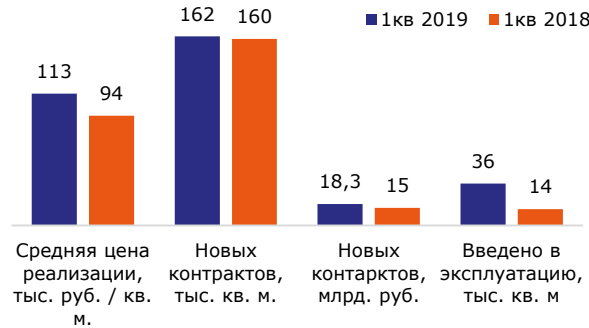


Ключевые даты:

- 1 - Компания завершила первую очередь строительства ключевого проекта «Зиларт» в Москве;
- 2 - Основной акционер А. Молчанов продал 9,7% компании по цене на 8,7% ниже рыночной;
- 3 - Публикация финансовых результатов за 2018г.;
- 4 - Совет директоров рекомендовал выплату дивидендов в размере 78 руб./акция;

* - по состоянию на 10 июля 2019г

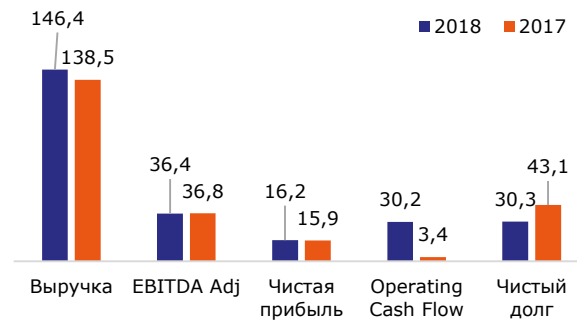
Операционные показатели



Ключевые проекты в Москве: «Зиларт», «Лучи», «Нахабино ясное»; в Санкт-Петербурге: «Цивилизация», «Новая Охта»; в Екатеринбурге: «Восход»

Финансовые результаты

Ключевые финансовые показатели, млрд. руб.



0,83x
Net Debt / Adj.Ebitda на конец 2018г.

78
руб./акция - див-ды за 2018г.

9,9%
Годовая див. доходность

Торговая идея

ЛСР Групп - привлекательная компания в секторе недвижимости, которая демонстрирует рост операционных и финансовых показателей. Так, цены на недвижимость в г. Москве и Санкт-Петербурге в 1 кв. 2019г. выросли на 11% г/г, что сказалось на росте операционных потоков. Законодательные инициативы (эскроу счета), по нашему мнению, не должны существенным образом повлиять на бизнес компании. В целом, учитывая наш взгляд на рынок и экономику мы предпочитаем бумаги, которые отличаются стабильными денежными потоками и высокими дивидендами, именной такой компанией является ЛСР, которая платит стабильно высокие дивиденды (рассчитываем на сохранение выплат на текущем уровне), что позволяет инвесторам получить двухзначную дивидендную доходность. На рост курсовой стоимости может повлиять и возможное включение в индекс MSCI.

Сравнительные мультипликаторы

	EV / EBITDA	P / E	EBITDA margin, %	Net margin, %	CAGR2019-2023E, %		
					Rev	EBITDA	NI
ЛСР	4,1	6,0	64%	20%	6%	6%	3%
DM	16,5	15,7	39%	41%	7%	11%	1%
EM	8,0	9,8	31%	17%	5%	4%	4%

Риски

Снижение ожидаемых объемов продаж, цен и маржинальности в бизнес-сегментах ЛСР, объявление о новых дорогостоящих проектах по расширению, которые могут ограничить генерацию FCF и возможность выплаты дивидендов. Сохраняющаяся слабость цен на сырьевые товары и экономики РФ являются основными центрами риска для компании.

MTC
MTSS

Телекоммуникации

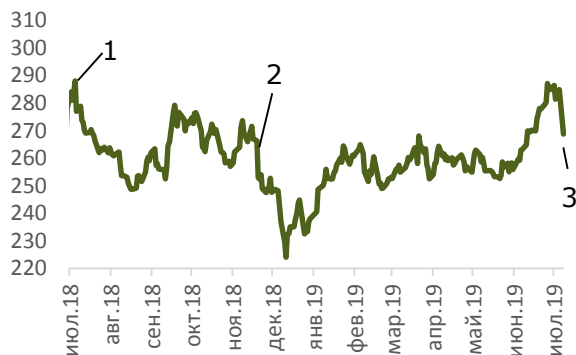
Целевая цена

329
руб. / акция

Потенциал роста
+22%*

MTC — российская телекоммуникационная компания. Оказывает услуги сотовой связи, проводной телефонной связи, широкополосного доступа в Интернет, мобильного, кабельного, спутникового, цифрового телевидения и услуги по продаже контента (доля «цифровых услуг» постепенно растет, и на данный момент составляет уже около 20% выручки).

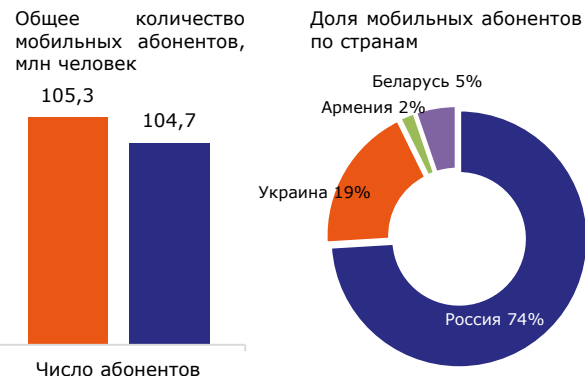
Динамика стоимости акций на Московской бирже и ключевые события



- 1 - дивидендные выплаты в размере 23,4 руб/акцию
- 2 - резервирование 55,8 млрд руб. по «Узбекскому делу».
- 3 - дивидендные выплаты в размере 19,98 руб/акцию

* - по состоянию на 10 июля 2019г

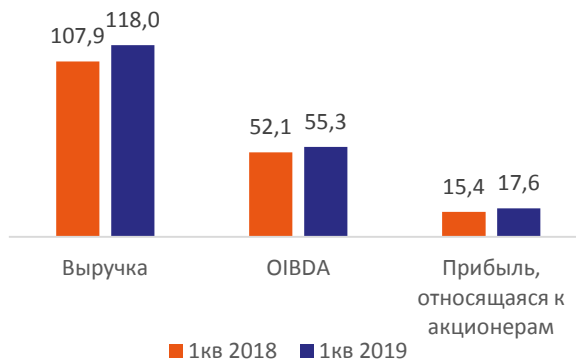
Операционные показатели



■ 1кв 2018 ■ 1кв 2019

Финансовые результаты

Ключевые финансовые показатели, млрд руб.



■ 1кв 2018 ■ 1кв 2019

1,3x
Net Debt/OIBDA в 1кв. 2019г.

28 руб./акция - ожидаемый размер див-дов за 2019г.

10,4%
Ожидаемая годовая доходность

Торговая идея

Высокая вероятность сохранения привлекательной дивидендной доходности (заинтересованность мажоритария АФК Системы в высоких дивидендах), сравнительно низкая корреляция с индексом Мосбиржи и стабильные позиции на рынке делают бумагу перспективным вариантом для включения в портфель. Ожидаемое снижение ключевой ставки в РФ на горизонте ближайших месяцев - аргумент в поддержку акций со сравнительно высокой дивидендной доходностью.

Сравнительные мультипликаторы

	EV / EBITDA	P / E	EBITDA margin, %	Net margin, %	CAGR2018-2022E, %		
					Rev	EBITDA	NI
MTC	4,4	9,4	44%	12%	4%	3%	5%
DM	6,2	11,8	35%	9%	0%	1%	5%
EM	10,4	14,1	22%	-17%	8%	14%	19%

Риски

Риском для компании является **возможность повышения ключевой ставки в РФ** при развитии негативного сценария, что в таком случае уменьшит привлекательность всей группы «дивидендных акций».

Второй фактор риска - это **более существенный рост CapEx** за счет исполнения требований по Закону Яровой и подготовки инфраструктуры для 5G-сетей.

Детский Мир

MTSS

Потребительский сектор

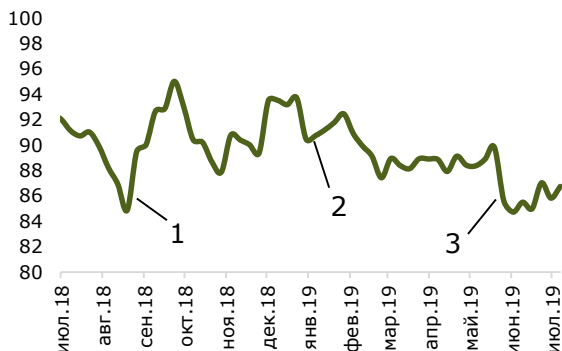
Целевая цена

108 руб. / акция

*Потенциал роста +23%**

Детский Мир — российская компания потребительского сектора, лидер на рынке товаров для детей. Помимо этого, в прошлом году запущены магазины товаров для животных под брендом «Зоозавр». На конец 1 кв. 2019 г. ГК Детский Мир представлена 748 магазинами. В 1 кв. 2019 г. компания открыла три магазина за пределами РФ и Казахстана – в республике Беларусь. 52,1% компании принадлежит АФК «Системе», 12,7% - Российскому фонду прямых инвестиций.

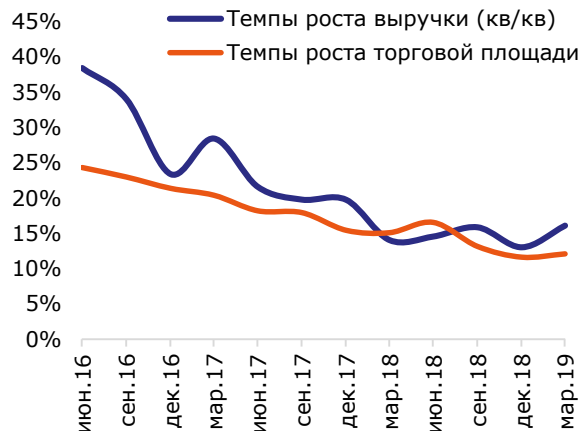
Динамика стоимости акций на Московской бирже и ключевые события



- 1 – Обещание менеджмента выплатить в качестве дивидендов всю чистую прибыль
- 2 – Выплата дивидендов в размере 4,39 руб./акцию
- 3 – Выплата дивидендов в размере 4,45 руб./акцию

* – по состоянию на 10 июля 2019г

Операционные показатели

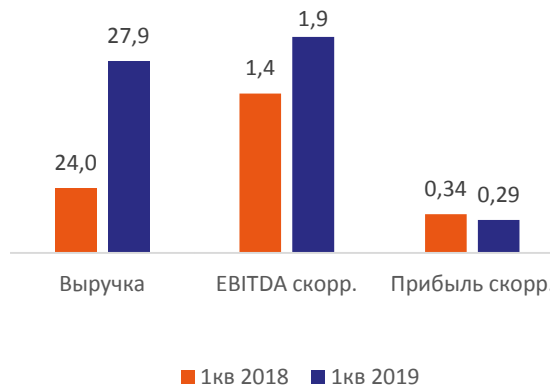


Торговая идея

Компания на текущий момент является одной из наиболее интересных историй роста на российском рынке. Темпы роста выручки держатся на уровне вблизи 15% и превышают темпы роста торговой площади. Показатели рентабельности стабильны. При этом компания выплачивает сравнительно высокие дивиденды (ожидаемая доходность составляет более 10%), а основной акционер (АФК Система) заинтересован в сохранении данной тенденции. Считаем, что, если мажоритарий будет сокращать свою долю в активе, за это будет требоваться определенная премия.

Финансовые результаты

Ключевые финансовые показатели, млрд руб.



1,8x
Net Debt/EBITDA в 1 кв. 2019г.

17%
Рост скорр. EBITDA по итогам 2018 г.

10,1%
Ожидаемая годовая доходность

Сравнительные мультипликаторы

	EV / EBITDA	P / E	EBITDA margin, %	Net margin, %	CAGR2018-2022E, %		
					Rev	EBITDA	NI
DSKY	7,2	10,1	11%	5%	11%	2%	10%
DM	12,7	21,2	10%	5%	4%	4%	5%
EM	10,9	20,6	7%	3%	9%	10%	15%

Риски

Ключевым риском для Детского Мира, как и в целом, всего потребительского сектора, мы считаем **возможность более негативной динамики реальных располагаемых доходов** по сравнению с заложенными в наши прогнозы. Второй фактор риска – **возможность повышения ключевой ставки в РФ** при развитии негативного сценария, что в таком случае уменьшит привлекательность всей группы «дивидендных акций».

АФК Система

AFKS

Многопрофильный
холдинг

Целевая цена

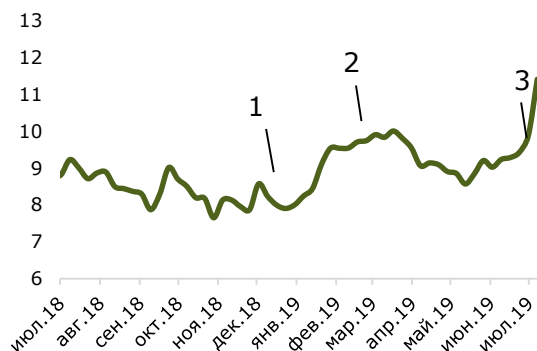
16

руб. / акция

Потенциал роста
+34%*

АФК Система — российская публичная финансовая корпорация. Инвестиционный портфель состоит преимущественно из российских компаний, представляющих различные секторы экономики, включая телекоммуникации, розничную торговлю, недвижимость, лесопереработку, сельское хозяйство, медицинские услуги. Компетенции компании сосредоточены в области повышения операционной эффективности приобретаемых активов.

Динамика стоимости акций на Московской бирже и ключевые события



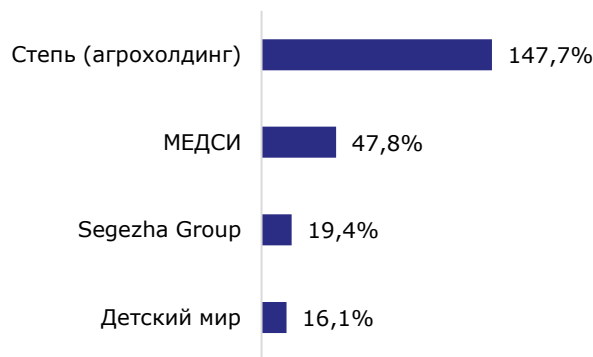
1 – Заявления менеджмента о возможности при необходимости снизить дивиденды от МТС из-за «Узбекского дела»

2 – Сделки по изменению структуры активов (Лидер-Инвест – Эталон и МТС – Ozon)

3 – Заявления менеджмента о возможности вернуться к дивидендной политике осенью

* – по состоянию на 10 июля 2019г

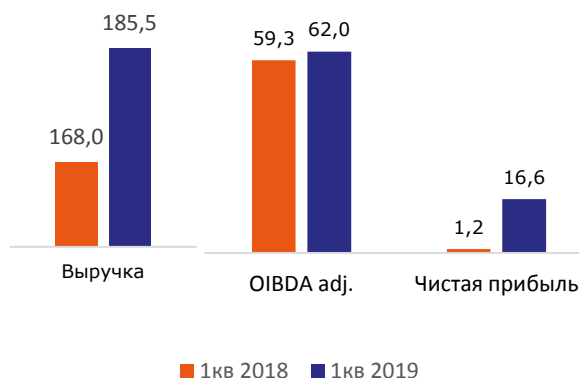
Активы – лидеры роста по выручке в 1 кв. 2019 г.



Торговая идея

АФК Система объединила растущие истории в различных отраслях экономики. Помимо ключевых активов (МТС, Детский Мир) к текущему моменту компания имеет уже ряд сильных непубличных бизнесов (Степь, Сегежа, МЕДСИ, Озон), и, согласно заявлениям менеджмента, некоторые из этих компаний в ближайшие пару лет могут выйти на IPO, что при приближении к этим событиям, на наш взгляд, может способствовать раскрытию фундаментальной стоимости холдинга. Проблема сравнительно большого долга на корпоративном центре может быть облегчена при сценарии снижения ключевой ставки в РФ, что является нашим базовым сценарием на горизонте ближайших кварталов. Недавние комментарии менеджмента о возможности осенью вернуться к дивидендной политике также выступают дополнительным драйвером для роста стоимости акций компании.

Финансовые результаты



218,3
Чистые финансовые обязательства корп. центра

2020 г.
Ожидаемый срок начала вывода непубличных компаний на IPO

1,19
Руб./акцию – размер дивиденда, согласно старой дивполитике

Риски

На наш взгляд, ключевой фактор риска для акций АФК Системы – **сравнительно большой долг на корпоративном центре** (218,3 млрд руб.), который пока не сокращается. При текущем уровне долга выплата сравнительно высоких дивидендов может быть проблематична.

Второй фактор риска – **санкционная составляющая**. Мы НЕ считаем, что вероятность включить главу компании в санкционный список высока, но, тем не менее, обострение санкционной истории может косвенно ударить и по компании.

Ралли на рынке ОФЗ продолжится

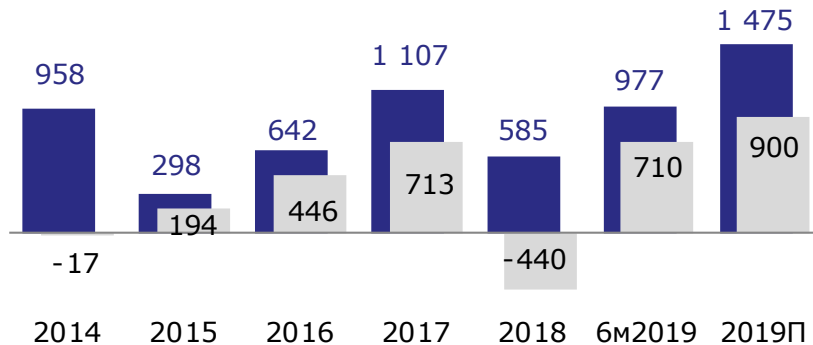
Доходность ОФЗ и ключевая ставка ЦБ РФ



Источник: Bloomberg, ПСБ Аналитика & Стратегия

Внутренний долг России

- Чистые внутренние заимствования за год, млрд руб.
- Чистые покупки ОФЗ нерезидентами, млрд руб. в год



Источник: Bloomberg, ПСБ Аналитика & Стратегия

Во 2 кв. 2019 г. на рынке рублевых облигаций продолжилось ралли. С начала года 10-летние ОФЗ обеспечили инвесторам **27% годовых** (переоценка + купон).

Рост цен российских облигаций происходил на фоне восстановления вложений нерезидентов в ОФЗ (более 700 млрд руб. за 6м2019 г.). Ожидания смягчения ДКП мировыми центробанками стимулировали **покупку российских облигаций** вместе с большинством EM. **Относительно высокие цены на нефть и укрепление рубля** также повысили привлекательность рублевых облигаций для инвесторов.

Федеральный бюджет за 5 мес. 2019 г. исполнен с рекордным профицитом 1,15 трлн руб. (2,7% ВВП). ЗВР России достигли 518 млрд долл. (максимум с 2013 г.). Усиление кредитных метрик и ослабление санкционной риторики привлекают глобальных инвесторов.

Еще одним драйвером стало **снижение ключевой ставки ЦБ РФ на 25 б.п. от 14 июня.**

Во 2П2019 мы ожидаем снижения кривой доходности ОФЗ вниз еще на 20 – 30 б.п. Спрос на российские облигации будет поддерживаться ожиданиями смягчения ДКП мировыми центробанками, а также потенциалом снижения ключевой ставки ЦБ РФ до 7% в 2020 г.

Основными рисками для рынка облигаций выступают снижение цен на нефть, ослабление рубля и санкционное давление со стороны США.

Спрэд между доходностью ОФЗ срочностью 2 и 10 лет сжался в июне до 20 б.п. Для снижения рисков отрицательной переоценки **рекомендуем постепенно сокращать дюрацию портфеля до 3 лет.**

ПАО «Промсвязьбанк»

114115, Москва, Дербеневская
набережная, д.7, стр.22

e-mail: RD@psbank.ru

Bloomberg: PSBF <GO>

http://www.psbank.ru

http://www.psbinvest.ru

ПСБ Аналитика & Стратегия

Управление аналитики и стратегического маркетинга

Николай Кашеев Начальник управления	KNI@psbank.ru	+7 (495) 777-10-20, доб. 77-47-39
-----------------------------------------------	---------------	--------------------------------------

Отдел экономического и отраслевого анализа

Евгений Локтюхов Начальник отдела	LoktyukhovEA@psbank.ru	+7 (495) 777-10-20, доб. 77-47-61
Игорь Нуждин	NuzhdinIA@psbank.ru	+7 (495) 777-10-20, доб. 77-70-11
Екатерина Крылова	KrylovaEA@psbank.ru	+7 (495) 777-10-20, доб. 77-67-31
Михаил Поддубский	PoddubskiyMM@psbank.ru	+7 (495) 777-10-20, доб. 77-78-69
Владимир Лящук	Lyaschukvv@psbank.ru	+7 (495) 777-10-20, доб. 77-47-86
Роман Антонов	Antonovrp@psbank.ru	+7 (495) 777-10-20, доб. 77-15-14
Андрей Тресорук	tresorukaа@psbank.ru	+7 (495) 777-10-20, доб. 81-18-93

Группа стратегического маркетинга

Андрей Бархота Руководитель группы	Barkhotaav@psbank.ru	+7 (495) 777-10-20, доб. 81-06-34
Богдан Зварич	Zvarichbv@psbank.ru	+7 (495) 777-10-20, доб. 81-06-18
Мария Морозова	Morozovama2@psbank.ru	+7 (495) 777-10-20, доб. 81-11-23

Отдел анализа банковского и финансового рынков

Илья Ильин Начальник отдела	ilinio@psbank.ru	+7 (495) 777-10-20, доб. 77-54-23
Дмитрий Грицкевич	Gritskevichda@psbank.ru	+7 (495) 777-10-20, доб. 81-10-36
Дмитрий Монастыршин	Monastyrshin@psbank.ru	+7 (495) 777-10-20, доб. 77-47-10
Денис Попов	Popovds1@psbank.ru	+7 (495) 777-10-20, доб. 81-09-13

ПАО «Промсвязьбанк». Все права защищены.

Настоящий информационно-аналитический обзор предоставляется исключительно в информационных целях. Содержащаяся в настоящем обзоре информация и выводы были получены и основаны на источниках, которые ПАО «Промсвязьбанк», в целом, считает надежными. Однако, ПАО «Промсвязьбанк» не дает никаких гарантий и не предоставляет никаких заверений, что такая информация является полной и достоверной, и, соответственно, она не должна рассматриваться как полная и достоверная. Выводы и заявления, сделанные в настоящем обзоре, являются лишь предположениями, которые могут существенно отличаться от фактических событий и результатов. ПАО «Промсвязьбанк» не берет на себя обязательство регулярно обновлять информацию, содержащуюся в настоящем обзоре, или исправлять неточности, и оставляет за собой право пересмотреть ее содержание в любой момент без предварительного уведомления.

Содержащаяся в обзоре информация и выводы не являются рекомендацией, офертой или приглашением делать оферты на покупку или продажу каких-либо ценных бумаг и других финансовых инструментов. Обзор не является рекомендацией в отношении инвестиций и не принимает во внимание какие-либо специальные, особые или индивидуальные инвестиционные цели, финансовые обстоятельства и требования какого-либо конкретного лица, которое может быть получателем настоящего обзора. Сделки, совершенные в прошлом и упомянутые в настоящем обзоре, не всегда являются индикативными для определения результатов будущих сделок.

Инвесторам необходимо принять во внимание, что доход от ценных бумаг или других инвестиций может меняться, и цена или стоимость ценных бумаг и инвестиций может как расти, так и падать, и, как следствие, результаты инвестирования могут оказаться меньше первоначально инвестированных средств. Результаты инвестирования в прошлом не гарантируют доходов в будущем. Множество факторов может привести к тому, что фактические результаты будут существенно отличаться от прогнозов и выводов, содержащихся в настоящем обзоре, включая, в частности, общие экономические условия, конкурентную среду, риски, связанные с осуществлением деятельности в Российской Федерации, стремительные технологические и рыночные изменения в отраслях, в которых действуют соответствующие эмитенты ценных бумаг, а также многие другие риски.

ПАО «Промсвязьбанк», его руководство и сотрудники не несут ответственности за инвестиционные решения получателей настоящего обзора, основанные на информации, содержащейся в нем, за прямые или косвенные потери и/или ущерб, возникшие в результате использования получателем настоящего обзора информации или какой-либо ее части при совершении операций с ценными бумагами и иными финансовыми инструментами. Прежде чем принять решение о приобретении ценных бумаг, потенциальный инвестор должен самостоятельно изучить и проанализировать все риски, связанные с такими инвестициями. Использование информации, представленной в настоящем обзоре, осуществляется потенциальным инвестором на свой собственный страх и риск.

Если прямо не указано обратное, настоящий обзор предназначен только для лиц, являющихся допустимыми получателями данного обзора в той юрисдикции, в которой находится или к которой принадлежит получатель обзора, и которые могут получать данный отчет без того, чтобы распространение данного отчета таким лицам нарушало или не соответствовало законодательным и регуляторным требованиям указанной юрисдикции. Соответственно, каждый получатель данного обзора вправе использовать обзор только в случае, если он является допустимым получателем.