



22 декабря 2020 г.

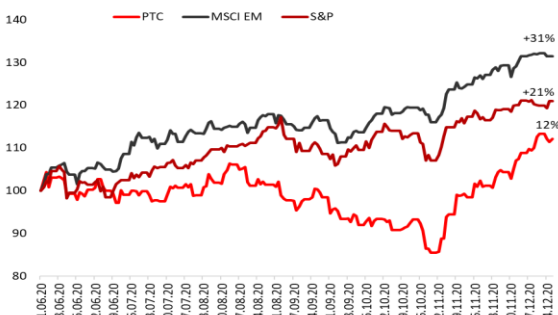
Обзор экономики

Мировые рынки и валюты

Нормализация политической ситуации в США и ускоренное начало вакцинации в развитых странах поддержали рынки, но горизонты 1кв21 не безоблачны. Дата 5 января, когда определится расклад сил в Сенате США, сейчас находится в центре внимания рынков. В странах формирующихся рынков ставка на приток капитала извне может не оправдаться – ведь в 2021 году развитые страны сохраняют высокие дефициты своих бюджетов. Рост спроса на риск (risk-on) будет скорее отыгрываться по линии укрепления евро и продолжающегося роста фондовых индексов развитых стран.

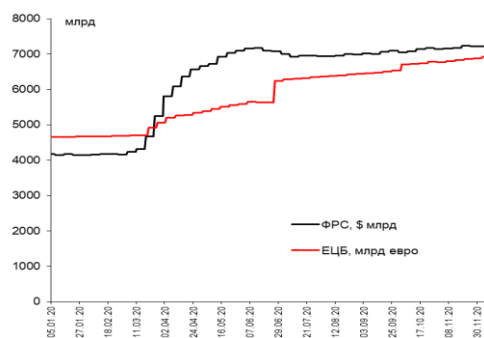
Новогоднее ралли состоялось: До последних дней мировые рынки оставались в состоянии избыточного оптимизма, и новогоднее ралли этого года можно считать состоявшимся. Цены на нефть, как многие аналитики и прогнозировали в течение первой волны пандемии, вернулись к уровню 50\$/барр. Индекс S&P за второе полугодие этого года по состоянию на прошлую неделю продемонстрировал 20%-й рост, а индекс MSCI EM показывал рост на 30% за этот же период (см. Рис 1). Залогом хороших настроений рынков в последние два месяца нужно, в первую очередь, считать развитие политической ситуации в США. Если в ноябре самые радикальные эксперты пугали сценариями гражданской войны в США и тем, что президента Трампа придется силой заставить покинуть Белый дом, по факту события складывались в совершенно приемлемом русле. Д.Трамп достаточно быстро согласился с результатами выборов, а назначения в правительственную команду нового президента США Байдена, которые уже на 2/3 объявлены, показали его настрой формировать кабинет из профессионалов или политиков центристской направленности, то есть максимально избегать внутренней политической конфронтации. Рынки положительно оценили идею назначить главой Минфина США Джанет Йеллен, которая уже высказалась за необходимость продолжать экспансивную бюджетную политику, которая будет сочетаться с продолжающимся количественным смягчением ФРС. Таким образом, рост баланса ФРС, а за ней и ЕЦБ (см. Рис 2) должен продолжиться и в следующем году. С другой стороны, решения о достаточно быстрой вакцинации, которые уже принял ряд стран, дали рынкам надежду на быстрое возобновление международного сообщения. Следующий 2021г. выглядит годом восстановительного роста, хотя скорость этого восстановления, вполне вероятно, и не будет такой высокой, какой она представлялась еще несколько недель назад: из-за ускоренного распространения эпидемии в Великобритании вопрос о новом раунде закрытия международного сообщения опять вернулся на повестку дня. Тем не менее, до последнего времени считалось, что к концу 2021 года в развитых странах может быть вакцинированы до 85% населения, что потенциально давало надежду на то, что тема эпидемии постепенно отойдет на второй план и уступит место более экономически обоснованным аргументам роста рынков. В целом, контекст мягкой монетарной политики на 2021 год означает, что мировые рынки в следующем году сохраняют настрой на рост.

Рис. 1: S&P, MSCI EM и PTC, 1 июня = 100



Источники: Блумберг, Альфа-Банк

Рис. 2: Балансы ФРС и ЕЦБ, млрд \$ и евро



Источники: Блумберг, Альфа-Банк

Фондовые рынки выглядят переоцененными, но останутся в этой зоне пока ставки на нуле: В поддержку позитивного настроения фондовых индексов говорит и недавно опубликованная статья известного экономиста Роберта Шиллера (R.Shiller, L.Black, F.Jivraj, *CAPE and the COVID-19 pandemic effect*), в которой разбираются причины текущих высоких котировок рынков акций. Быстрое восстановление рынков в 2020 году вызывает удивление – например, индикатор P/E американских компаний, сглаженный на фазу цикла (Cyclically-adjusted Price-to-Earnings или CAPE), в начале 2020 года составлял 31, потом упал до 23, но уже в сентябре восстановился до уровня 32. Рынки ЕС, Японии и Китая следовали такой же траектории быстрого спада и восстановления. Несколько выделяется из этой группы Великобритания, в которой индикатор CAPE сейчас остается на уровне 14, который наблюдался в марте 2020г. Кроме того, что рынки быстро восстановились, в ряде стран они выглядят переоцененными – например, в США индикатор CAPE на уровне 32 значительно превышает не только среднее значение наблюдений с 1881 г. (CAPE 17),

Аналитический отдел research@alfabank.ru

Альфа Групп и (или) ее аффилированные лица ведут и намерены далее вести бизнес с компаниями, деятельность которых освещена в настоящем отчете. Инвесторы должны осознавать, что Альфа-Групп и (или) ее аффилированные лица могут иметь конфликт интересов, который может повлиять на объективность данного отчета. Инвесторы должны рассматривать данный отчет только как один из факторов при принятии своего инвестиционного решения. Для получения дополнительной информации об инвестиционно-банковских отношениях Альфа Групп и (или) ее аффилированных лиц, если таковые имеются, с компаниями, упомянутыми в настоящем отчете и относящейся к рейтинговой системе, методам оценки, сертификации аналитиков и потенциальному конфликту интересов Альфа Групп и (или) ее аффилированных лиц обратитесь к разделу «Информация» в конце данного отчета.



но и среднее значение за последние 20 лет (CAPE 26). Это же соображение относится и к рынкам ЕС – для них индикатор CAPE составляет 22 против среднего значения 20 за весь период наблюдений. Отчасти эта переоцененность может быть объяснена изменением структуры рынка во времени и вариативностью этого показателя от страны к стране. Например, доля компаний высоких технологий в индексе США – 29%, в Японии – 12%, а в ЕС – только около 8%. Тем не менее, данные исследования свидетельствуют о том, что главный вклад в быстрое восстановление рынков все же внесли низкие процентные ставки – они сделали рынок акций более привлекательным по сравнению с доходностями облигационных рынков, и это значит, что дальнейшая динамика стоимости компаний будет не столько зависеть от состояния экономики, сколько от траектории процентных ставок и действий монетарных властей. Обещания ФРС сохранить ставки на текущем уровне до 2023 заставляют крупных долгосрочных инвесторов менять структуру своих портфелей и отдавать приоритет вложениям в акции – в частности, в последние несколько месяцев пенсионные фонды США стали увеличивать долю своих портфелей в инструментах фондового рынка, и, видимо, продолжат производить эту ротацию в следующей квартал.

5 января 2021г. остается важной датой, которая может изменить настрой рынков: Хотя пока нет причин сомневаться в сохранении мягкой монетарной политики, этот фактор не может застраховать рынок от коррекций. Важной датой для рынков будет 5 января, когда определится состав Сената США после второго тура выборов в штате Джорджия – если республиканцы одержат победу и получат небольшой перевес в Сенате, то рынки воспримут это нейтрально, зато если выборы выиграют демократы, это существенно увеличит шансы на проведение непопулярного у инвесторов повышения налогообложения компаний. Кроме того, после официального вступления в должность 20 января президент Д.Байден может детализировать свою экономическую повестку, которая также пока воспринимается рынками избыточно позитивно. В частности, рынки исходят из ожиданий, что новая администрация США отменит введенные Д.Трампом ограничительные мера на китайские товары и активизирует международную торговлю; но вполне возможно, что планы Д.Байдена строятся на предположении, что уже введенные ограничения стали вмененными издержками, пересматривать которые нет необходимости.

Страны с формирующимися рынками смогут рассчитывать на приток капитала?: Важной темой 2021 года будет вопрос проявления спроса на риск вне США, в частности на активы стран формирующихся рынков (СФР). На данный момент аналитики рассчитывают, что по аналогии с предыдущими периодами бума на финансовых рынках, капиталы пойдут на поиск повышенных доходностей в те группы активов, которые готовы обеспечивать повышенную доходность. Однако, возможно, что контекст нынешнего момента не совсем сопоставим с предыдущими эпизодами. Например, если с 2008 года программы монетарного смягчения предполагали выкуп активов с рынка на фоне попыток ужесточить бюджетную политику, то теперь увеличение балансов Центральным банком в большей степени связано с потребностями финансирования бюджетных дефицитов, и уровень дефицитов стал более значительным. В США, например, чистые заимствования (за вычетом привлечений от ФРС) правительства с рынка в 2021 году ожидаются на уровне около 2 трлн дол., максимальное значение за последние 10 лет; дефицит бюджета планируется на уровне 9% ВВП, что соответствует пиковым значениям в кризис 2008 года. Это может означать, что в этот раз мягкая монетарная политика развитых стран будет иметь гораздо более ограниченное воздействие на увеличение притока капитала в страны СФР. Кроме того, уровень рисков в СФР сейчас значительно выше, чем раньше – некоторые из этих стран сталкиваются с внешними санкциями (как Турция), некоторые находятся в состоянии внутреннего экономического кризиса (как Аргентина). В этой связи больше шансов, что risk-on будет проявляться через спрос на активы развитых стран; таким образом, курс евро имеет серьезные шансы пойти не только на 1,25, но даже к 1,3, а фунт может выровнять свои позиции, тем более что британские рынки выглядят существенно недооцененными по сравнению с другими развитыми рынками.

Новые технологии в центре внимания – изменение реальности пищевой индустрии: Кроме правительств, которые теперь увеличили спрос на заимствования, капиталы будут активно задействованы в сегментах, развивающих новые технологии. Напомним, что пандемия существенно активизировала борьбу с климатическими изменениями, которые считаются неизбежно связанными с возникновением эпидемий на подобие COVID-19. И пока финансовые рынки сфокусированы на производстве вакцины, в индустриях происходят новации, которые остаются мало замеченными. Например, в ноябре регулятор рынка продовольствия Сингапура (Singapore Food Agency) впервые в мире дал разрешение на розничную продажу товаров из мяса, выращенного искусственным путем. Технологии выращивания искусственного мяса являются важной составляющей борьбы с климатическими изменениями: в настоящий момент 60% всех живущих на земле животных используется для производственных целей, 36% животных являются домашними и только 4% животных живут в дикой природе. Ежедневно в мире на бойню отправляется 130 млн кур и 4 млн свиней. 70% живущих на земле птиц также используются для производственных целей, только 30% живут в дикой природе. Таким образом, пока инвесторы заняты обсуждением перехода на удаленную работу на постоянной основе, в сфере производства продуктов питания уже происходят крайне важные трансформации, которые в будущем будут влиять как на связанные отрасли (с/х), так и на качество жизни домохозяйств, и через них на такие сегменты как торговля, маркетинг и т.д.



Альфа-Банк Рынок акций

Ул. Каланчевская, 27
+7 (495)

Москва, Россия 107078
795-3712

Начальник дирекции Ценных бумаг
+7 (495) 7857404

Михаил Грачев
mgrachev@alfabank.ru

Начальник управления Акции
+7 (495) 228 8828

Константин Шашаров
kshapsharov@alfabank.ru

Аналитический отдел

Начальник отдела

Борис Красноженов bkrasnozhenov@alfabank.ru
+7 (495) 795-3612

Макроэкономика

Наталья Орлова, Ph.D. norlova@alfabank.ru
+7 (495) 795-3677

Анна Киюцевская AKiyutsevskaya@alfabank.ru
+7 (499) 923-6697 (доб. 3071)

Стратегия

Джон Волш jjwalsh@alfabank.ru
+7 (499) 923-6697 (доб. 8238)

Металлы и горная добыча

Борис Красноженов bkrasnozhenov@alfabank.ru
+7 (495) 795-3612

Юля Толстых yatolstyh@alfabank.ru
+7 (499) 923-6697 (доб. 8681)

Радмир Фаттахов rifattakhov@alfabank.ru
+7 (499) 923 6697 (доб. 8380)

Нефть и Газ

Никита Блохин NBlokhin2@alfabank.ru
+7 (499) 923 6697 (доб. 8037)

Торговые операции и продажи (Москва)

Международные продажи

Александр Зоров azorov@alfabank.ru
+7 (495) 745-5621

Светлана Голодинкина sgolodinkina@alfabank.ru
+7 (495) 785-7416

Торговые операции

Артем Белобров abelobrov@alfabank.ru
+7 (495) 785-7414

Потребительский

Евгений Кипнис ekipnis@alfabank.ru
+7 (495) 795-3713

Олеся Воробьева oovorobyeva@alfabank.ru
+7 (499) 681-3075

Финансы

Евгений Кипнис ekipnis@alfabank.ru
+7 (495) 795-3713

TMT, Сельское хоз-во

Анна Курбатова akurbatova@alfabank.ru
+7 (495) 795-3740

Олеся Воробьева oovorobyeva@alfabank.ru
+7 (499) 681-3075

София Сыроватская SSyrovatskaya@alfabank.ru
+7 (499) 681-3075

Перевод

Анна Мартынова amartynova@alfabank.ru
+7 (495) 795-3676

Спец. по данным/Аналитик

Денис Дорофеев didorofeev@alfabank.ru
+7 (499) 923-6697 (доб. 8086)

РЕПО

Вячеслав Савицкий vsavitskiy@alfabank.ru
+7 (495) 783-510

Олег Морозов omorozov@alfabank.ru
+7 (499) 923 6697 (доб. 6972)

Альфа Директ +7 (495) 786-4886

© Альфа-Банк, 2020 г. Все права защищены. Генеральная лицензия ЦБ РФ № 1326 от 16 01 2015 г.

Настоящий отчет и содержащаяся в нем информация являются исключительной собственностью Альфа-Банка. Несанкционированное копирование, воспроизводство и распространение настоящего материала, частично или полностью, в отсутствие разрешения Альфа-Банка в письменной форме строго запрещено.

Данный материал предназначен АО «Альфа-Банк» (далее – «Альфа-Банк») для распространения в Российской Федерации. Он не предназначен для распространения среди частных инвесторов. Несмотря на то, что приведенная в данном материале информация получена из публичных источников, которые по мнению Альфа-Банка, являются надежными, Альфа-Банк, его руководящие и прочие сотрудники не делают заявлений и не дают заверений ни в прямой, ни в косвенной форме, относительно своей ответственности за точность, полноту такой информации и отсутствие в данном материале каких-либо важных сведений. Любая информация и любые суждения, приведенные в данном материале, могут быть изменены без предупреждения. Альфа-Банк не дает заверений и не заявляет, что упомянутые в данном материале ценные бумаги и/или суждения предназначены для всех его получателей. Данный материал распространяется исключительно для информационных целей. Распространение данного материала не является деятельностью по инвестиционному консультированию. Информация, приведенная в данном материале, не является индивидуальной инвестиционной рекомендацией. Альфа-Банк и связанные с ним компании, руководящие сотрудники и прочие сотрудники всех этих структур, в т.ч. лица, участвующие в подготовке и издании данного материала, могут иметь отношения с маркет-мейкерами, а иногда и выступать в качестве таковых, а также в качестве консультантов, брокеров или представителей коммерческого, или инвестиционного банка в отношении ценных бумаг, финансовых инструментов или компаний, упомянутых в данном материале, либо входить в органы управления таких компаний. Ценные бумаги с номиналом в иностранной валюте подвержены колебаниям валютного курса, которые могут привести к снижению их стоимости, цены или дохода от вложений в них. Кроме того, инвесторы, вкладывающие средства в ценные бумаги типа АДР, стоимость которых изменяется в зависимости от курса иностранных валют, принимают на себя валютный риск. Инвестиции в России и в российские ценные бумаги сопряжены со значительным риском, поэтому инвесторы, прежде чем вкладывать средства в такие бумаги, должны провести собственное исследование и изучить экономические и финансовые показатели самостоятельно. Инвесторы должны обсудить со своими финансовыми консультантами риски, связанные с таким приобретением. Альфа-Банк и их дочерние компании могут публиковать данный материал в других странах. Поскольку распространение данной публикации на территории других государств может быть ограничено законом, лица, в чьем распоряжении окажется данный материал, должны быть информированы о таких ограничениях и соблюдать их. Любые случаи несоблюдения указанных ограничений могут рассматриваться как нарушение закона о ценных бумагах и других соответствующих законов, действующих в той или иной стране.