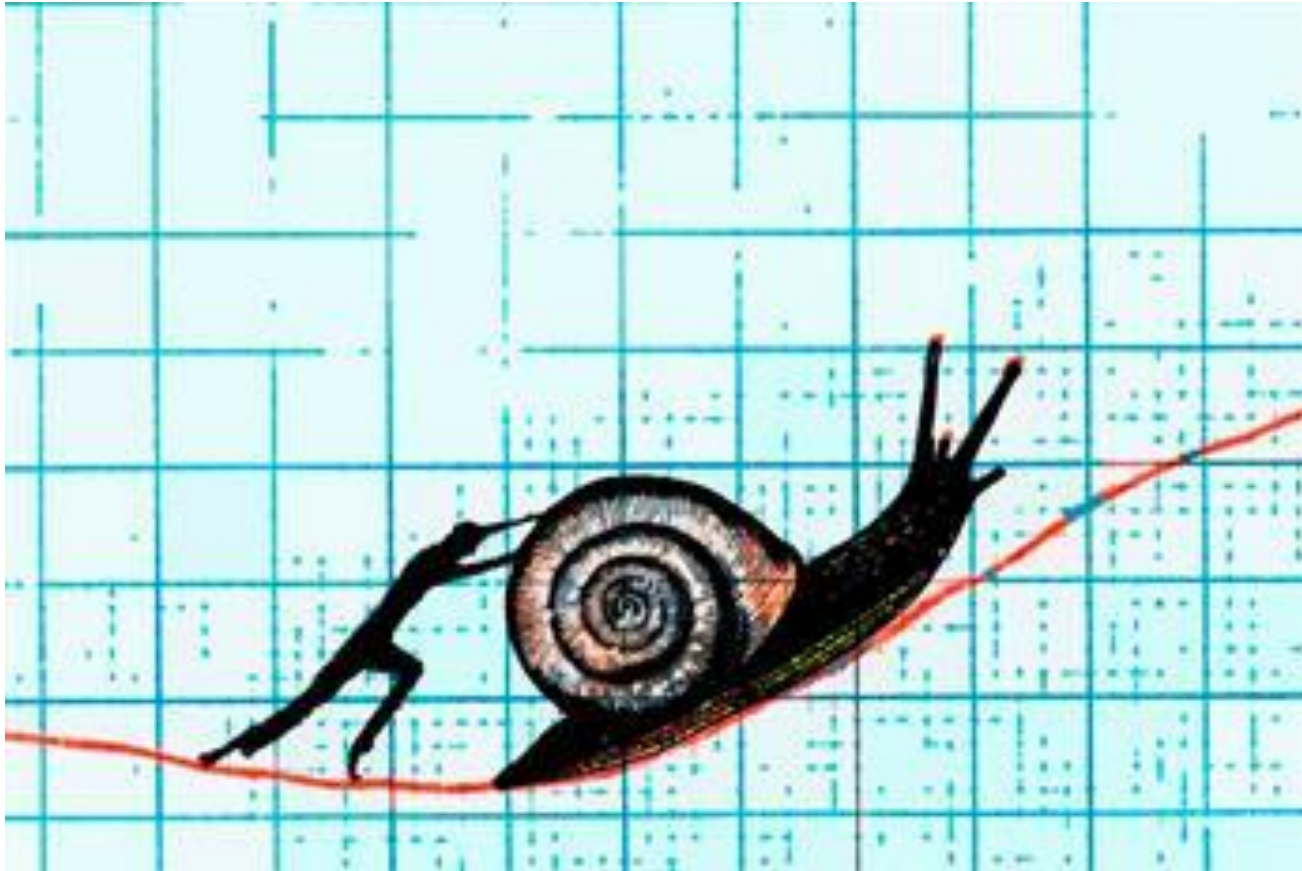


## Глобальные рынки. Российский рынок акций и облигаций.

2020 год. На пороге глобального замедления или...?



декабрь 2019 г.

## Сценарии и прогнозы на 2020г.

Мировая экономика

Монетарная политика и глобальные рынки капитала

Товарные рынки

Российская экономика

Российский рынок акций и облигаций

# В один слайд: наш взгляд на 2020 год

**Мировая экономика.** В 2020 г. ждем небольшого восстановления темпов роста мировой экономики до 3,2% г/г. При этом восстановление будет неоднородным и хрупким. **Развитые страны традиционно будут показывать темпы роста похуже, чем развивающиеся (1,5% против 3,8%).**

**Политика ведущих ЦБ и глобальные рынки.** ФРС сохранит проактивную политику в 2020 г. и вынуждена будет пойти на одно снижение ставки, чтобы сохранить комфортную ситуацию на рынках. **Цены на нефть в 2020 г. будут относительно стабильны на уровне 60-65 долл./барр.**

**Российская экономика.** В 2020 году реальный рост ВВП по базовому сценарию составит 1,9%. **Драйверами роста будут финансовый сектор, торговля, строительство.** Основной вклад в рост ВВП снова обеспечит конечное потребление - рост доходов населения, низкая инфляция, дальнейшее расширение розничного кредитования. **Мы прогнозируем восстановление роста инвестиций (около +2,5%).** В 2020 году вклад в рост ВВП от эффективной и полной реализации национальных и инфраструктурных проектов мы оцениваем в 0,4 - 0,5 п.п. Вклад чистого экспорта останется минимальным.

**Российские рынки.** Мы считаем, что **в 2020г. фактор дивидендов по-прежнему будет оказывать ключевую поддержку российскому рынку.** Внешний фон, учитывая санкционную угрозу и не до конца решенный конфликт США-Китай, окажет давление, но внутренние факторы, в том числе в виде корпоративных событий, способны нивелировать негатив. В базовом сценарии мы видим **потенциал роста индекса МосБиржи в 2020 году до 3310 пунктов.** При выборе конкретных бумаг на следующий год мы делаем акцент на более консервативных идеях с ограниченным риском и высокой дивидендной доходностью, которыми могут стать отдельные бумаги из нефтегазового (**Газпром**), финансового (**Сбербанк п**) и внутренних секторов (**ЛСР, МТС, Магнит**), а также привлекательный сектор электроэнергетики (**РусГидро**).

## Базовые сценарные предположения на 2020 г.

### Мировая экономика: США

ВВП, %, г/г	1,0
ИПЦ, %, г/г (на конец периода)	2,0
Ставка ФРС (на конец периода)	1,25-1,5

### Мировая экономика: Еврозона

ВВП, %, г/г	0,8-1
-------------	-------

### Мировая экономика: Китай

ВВП, %, г/г	5,5-5,8
-------------	---------

### Российская экономика

ВВП, %, г/г	1,9
ИПЦ, %, г/г (на конец периода)	3,4
Ключевая ставка ЦБ, % (на конец пер)	6,0

## Товарные рынки (средние за период)

Нефть Brent, долл./барр.	60
Медь, долл./т	6432
Алюминий, долл./т	1800
Никель, долл./т	14500
Золото, долл./унцию	1490

## Ключевые валютные пары (средние за период)

USDRUB	64,8
EURUSD	1,1

Источник: ПСБ Аналитика & Стратегия

Сценарии и прогнозы на 2019г.

**Мировая экономика**

Монетарная политика и глобальные рынки капитала

Товарные рынки

Российская экономика

Российский рынок акций и облигаций

# Деловая активность слабеет

Темпы мировой экономической активности, резко замедлившись в последние три квартала 2018 года, остались низкими и в течение 2019 года. Особенно **существенно ослабла динамика в обрабатывающей промышленности** — до уровней, не наблюдавшихся со времени мирового финансового кризиса. Существенно ухудшилась ситуация относительно начала года в Америке и Германии — из развитых стран, из развивающихся стран слабым звеном выступает Россия.

**В сфере услуг** традиционно ситуация выглядит заметно лучше, хотя **в развитых странах к концу года тоже наблюдается ухудшение** — особенно в США, а во Франции — напротив — заметное улучшение. В развивающихся странах в целом показатель превышает пороговый уровень в 50 пунктов и отмечается восстановление в Индии и Бразилии.

**Экономика США уже в значительной степени «впитала» стимулирующий эффект политики ФРС.** Ждем роста ВВП в 2020 г. на уровне 1%.

Еврозона будет расти безыдейно на уровне 0,8-1% в год. **Потребление останется ключевым фактором, поддерживающим минимальный рост экономики.**

Китай продолжит контролируемо снижаться, ждем 5,5-5,8%. Внутренний спрос останется вялым, **экономику поддержат стимулами**, но масштабной «помощи» не будет.

**Россия в 2020 г. покажет рост экономики на уровне 1,9% г/г.** Драйверами роста будут финансовый сектор, торговля, строительство.

## Индексы деловой активности в промышленности

	1 кв. ср.	2 кв. ср.	3 кв. ср.	окт-19	ноя-19	дек-19
<b>Глобальный</b>	50,6	50,0	49,5	49,8	50,3	50,3
<b>развитые страны</b>	50,7	49,6	48,7	48,6	49,6	49,6
США	55,4	52,4	49,4	48,3	48,1	48,1
еврозона	49,1	47,8	46,4	45,9	46,9	45,9
ФРГ	47,1	44,5	42,8	42,1	44,1	43,4
Франция	50,8	50,6	50,3	50,7	51,7	50,3
<b>страны ЕМ</b>	50,4	50,3	50,5	51,0	51,0	51,0
Китай	49,7	49,8	49,7	49,3	50,2	50,2
Индия	53,6	52,1	51,8	50,6	51,2	51,2
Россия	51,3	50,5	48,2	47,2	45,6	45,6
Бразилия	53,0	51,1	51,9	52,2	52,9	52,9

Источник: Bloomberg, ПСБ Аналитика & Стратегия

## Индексы деловой активности в сфере услуг

	1 кв. ср.	2 кв. ср.	3 кв. ср.	окт-19	ноя-19	дек-19
<b>Глобальный</b>	53,2	52,1	51,9	51,0	51,6	51,6
<b>развитые страны</b>	53,3	52,0	51,8	50,7	51,1	51,1
США	57,5	55,8	54,2	54,7	53,9	53,9
еврозона	52,4	53,1	52,8	52,2	51,9	52,4
ФРГ	54,6	55,6	53,6	51,6	51,7	52,0
Франция	49,0	51,6	52,4	52,9	52,2	52,4
<b>страны ЕМ</b>	52,9	52,1	52,1	51,8	53,2	53,2
Китай	54,6	54,3	53,7	52,8	54,4	54,4
Индия	52,2	50,3	51,6	49,2	52,7	52,7
Россия	54,9	51,4	52,0	55,8	55,6	55,6
Бразилия	52,3	48,6	51,8	51,2	50,9	50,9

Источник: Bloomberg, ПСБ Аналитика & Стратегия

# Мировая экономика на спаде

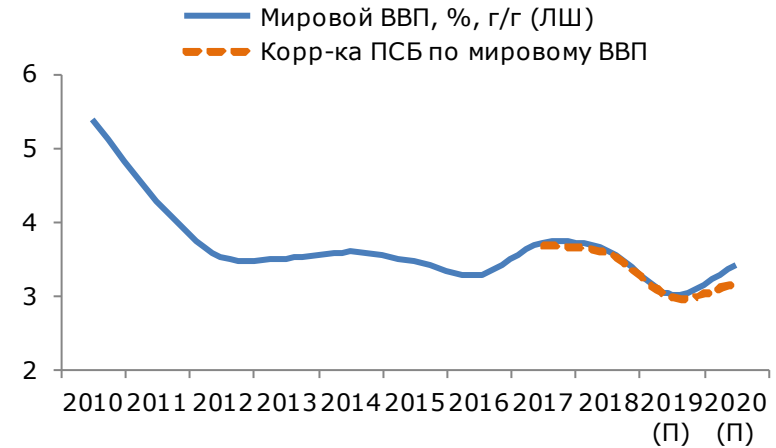
**МВФ сильно скорректировал прогноз** по темпам роста мировой экономики на текущий год, **совпав с нашим прогнозом**, который мы давали еще в начале текущего года – 3%. Очевидно, что в мировой экономике мы наблюдаем синхронное замедление, и **3% роста – это минимальный уровень с момента мирового финкризиса**. Столь низкие темпы роста мировой экономики – это следствие не только специфических факторов – таких как торговая война между США и КНР или Brexit, но и структурных – таких как низкие темпы роста производительности и старение населения в странах с развитой экономикой, замедление внутреннего спроса в развивающихся странах.

**В 2020 г. мы ждем небольшого восстановления темпов роста мировой экономики до 3,2% г/г** против 3,4% - у МВФ. При этом восстановление будет неоднородным и хрупким. **Развитые страны традиционно будут показывать темпы роста похуже, чем развивающиеся (1,5% против 3,8%).**

**Мировая торговля вслед за мировой экономикой демонстрирует нисходящее движение.** Мы прогнозировали замедление до 1,5% г/г в 2019 году против 3,4% у МВФ. В последнем обновленном прогнозе МВФ скорректировал прогноз до 1,1% г/г, мы в свою очередь тоже **вынуждены понизить прогноз до вовсе отрицательных темпов в -0,5% г/г.**

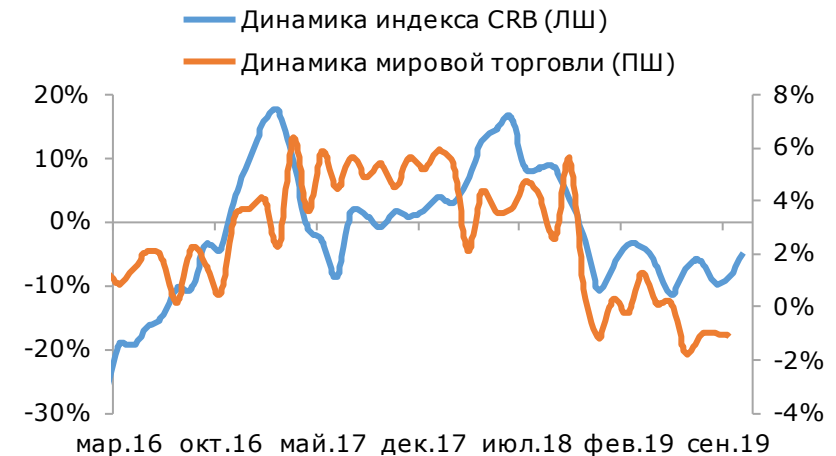
В 2020 г. МВФ вновь ждет восстановления мировой торговли до 3,2% г/г, однако **мы все же сохраняем скептический взгляд, не рассчитывая увидеть темпы выше 0,8-1% г/г.**

## Темпы роста мировой экономики



Источник: МВФ, ПСБ Аналитика & Стратегия

## Мировая торговля на низах



Источник: Reuters, CPB, ПСБ Аналитика & Стратегия

# Торговая война: чего ждать в 2020?

Детали **промежуточного торгового соглашения**, анонсированного, но не заключенного, 13 декабря 2019 года, между США и Китаем **в рамках «1 фазы»** достаточно расплывчаты. Так, предполагается, что США снизят с 15% до 7,5% тарифы на 100 млрд долл. китайского импорта. При этом 25% тарифов на 250 млрд долл. китайского импорта останутся в силе. В ответ Китай помимо прочего должен обеспечить закупки сельхозпродукции из США на 40 млрд долл. в год.

**Мы не верим в то, что в январе 2020 года стороны заключат соглашение.** Более вероятным сценарием нам представляется **затягивание переговоров до середины года.** США скорее всего действительно снизят тарифы до 7,5% на 100 млрд долл. китайского импорта.

А вот **условия для Китая нереальны** (для выполнения условия необходим рост экспорта сельхозпродукции из США более, чем в 2 раза). Даже если соглашение будет достигнуто, выполнить его Китай не сможет.

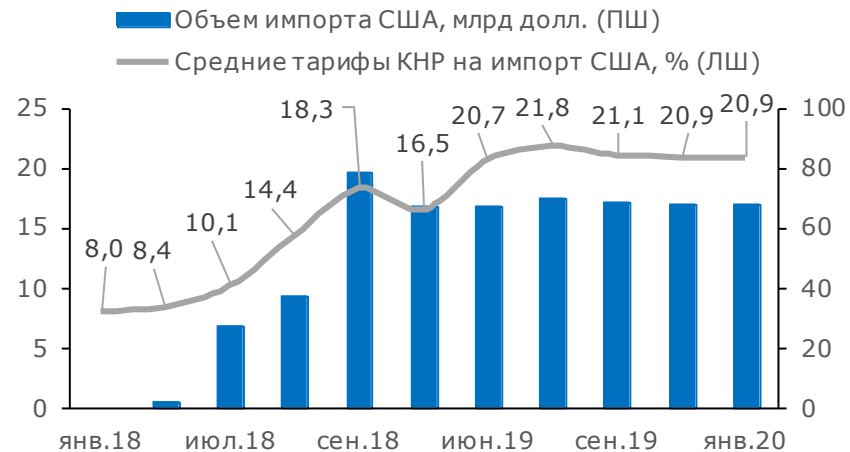
В любом случае, **как полной отмены тарифов, так и наоборот – ужесточения – мы не ждем до выборов президента в США в ноябре 2020 года.**

## Тарифы США на китайский импорт



Источник: ПИЕ, ПСБ Аналитика & Стратегия

## Тарифы Китая на американский импорт



Источник: ПИЕ, ПСБ Аналитика & Стратегия

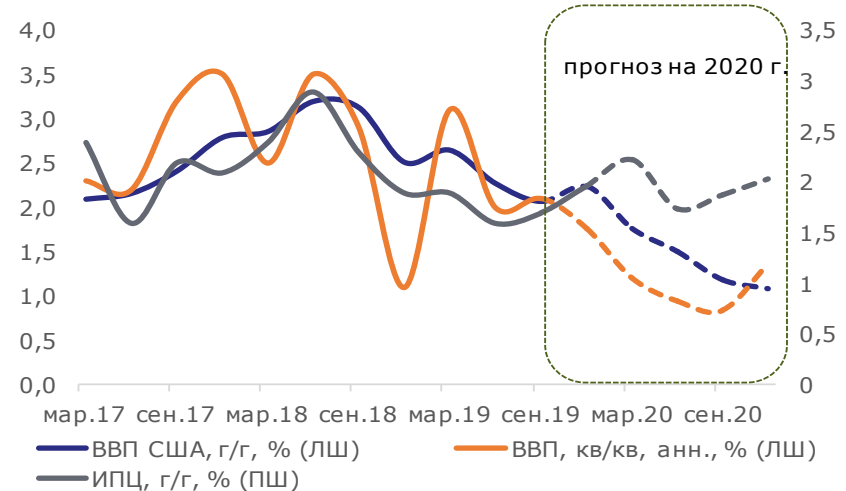
# ВВП США в 2020 г. будет заметно ниже

ВВП США и индекс опережающих индикаторов



Источник: Reuters, ПСБ Аналитика & Стратегия

Прогноз по ВВП и ИПЦ в США



Источник: Reuters, ПСБ Аналитика & Стратегия

**Начавшаяся фаза замедления экономического роста в США продлится в 2020 году.** Стимулирующий эффект смягчения политики ФРС, сумевший сгладить начальную фазу торможения, как и налоговых реформ и других мер Д. Трампа, уже в значительной степени «впитан» экономикой. Перед президентскими выборами (ноябрь 2020 г.), ввиду ожидаемого обострения политического противостояния элит, вряд ли возможно ожидать, что государство сможет более активно, чем запланировано бюджетом, поддерживать экономику. По нашему мнению, перед выборами принципиально не изменится в лучшую сторону и позиция США по торговле. Предвыборный фактор заставляет нас смотреть негативно на перспективы промышленности, уже находящейся в сложной ситуации. И весьма консервативно, в условиях ожиданий ограниченности потенциала снижения ставок, - на потребителя и инвестиционную активность, да и на американскую экономику в целом.

**Поэтому в базовом сценарии мы ожидаем замедления темпа роста ВВП США до 1% г/г (с ожидаемых 2,3% - в 2019 г.). Ускорение инфляции в начале 2020 года вряд ли будет устойчивым – мы ждем, что ИПЦ в середине года просядет, но к концу следующего года вновь вернется к 2%.**

Отметим, что мы пока не видим достаточных оснований для наступления в 2020 году шоков в мировой экономике и на финансовых рынках (дисбалансы на рынках США, по нашей оценке, пока носят контролируемый характер). В их отсутствие потенциал сильного ухудшения рынка труда в США, особенно в условиях грядущей переписи и жесткости иммиграционного контроля, а также торможения спроса домохозяйств в США, кредитные метрики которых неплохи по историческим меркам, представляется ограниченным. Соответственно, и вероятность **экономического спада США в 2020г. мы оцениваем как невысокую.**



# Безыдейная еврозона

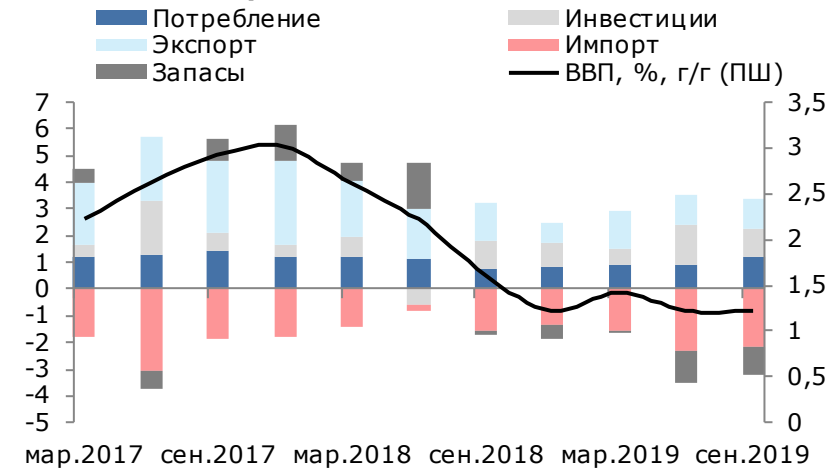
В еврозоне замедление внешнего спроса и уменьшение запасов (вследствие слабого промпроизводства) оказывали сдерживающее влияние на рост ВВП с середины 2018 года. В итоге, в 2019 году ждем замедления темпов роста экономики еврозоны до 1,2% г/г. Аутсайдер – Германия, наиболее зависимая от внешнего спроса. В 2020 г. ждем роста еврозоны на уровне 0,8-1% г/г.

То есть, так называемый анемичный и безыдейный рост – это то, что ждет экономику региона в ближайший год, на наш взгляд. Мы не прогнозируем ни рецессии, ни бурного роста. С одной стороны, поддержать рост должна мягкая денежно-кредитная политика ЕЦБ и надежда на заключение промежуточного торгового соглашения между США и Китаем. С другой стороны, это будет нивелироваться опасениями по поводу нового витка торговой напряженности и замедлением темпов экономики Китая.

Промышленный сектор в еврозоне остается выражено слабым, но худшее, видимо, позади в связи с затуханием временных факторов – таких, как введение новых норм в отношении выхлопных газов, ударивших по производству автомобилей в Германии. В 2020 г. можно ожидать некоторого восстановления пром.производства до околонулевых значений.

А потребление останется ключевым фактором, поддерживающим минимальный рост экономики еврозоны.

Вклад в ВВП еврозоны по компонентам, %



Источник: Bloomberg, ПСБ Аналитика & Стратегия

Пром.сектор еврозоны "чувствует" себя неважно



Источник: Bloomberg, ПСБ Аналитика & Стратегия

## Китай контролируемо тормозит

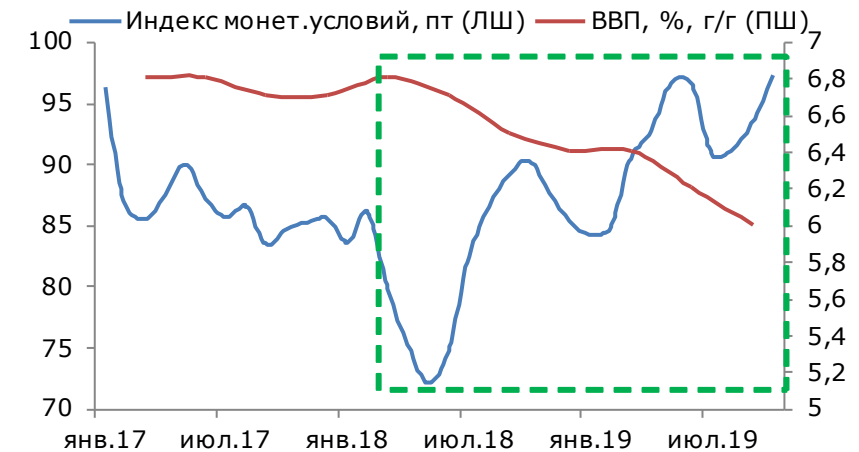
По Китаю в целом экономическая картина не особо меняется, даже при условии некоторого улучшения внешнего фона (в части торговой войны в США).

**Продолжается трудная и затяжная переориентация экономики на развитие за счет внутренних, а не внешних рычагов (спроса, технологий и т.д.). При этом сам внутренний спрос продолжает оставаться объективно вялым на фоне ограниченного потенциала внутреннего рынка:** невысоких доходов населения и исключительном сосредоточении стимулов в производственном секторе.

**Ориентир по темпам роста экономики на этот год – 6,1%, на 2020 год – 5,5-5,8%.** Не критичные уровни, но однако рекордно низкая величина для КНР после начала рыночных реформ.

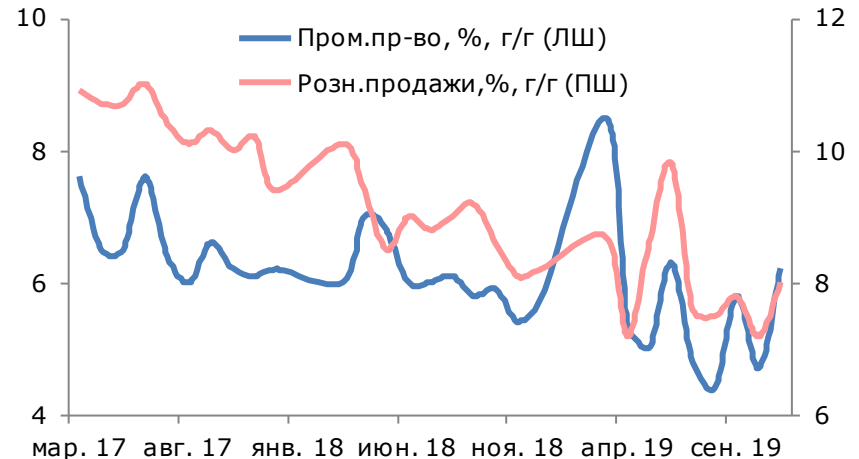
**Стимулы останутся в качестве одного из инструментов поддержки государства,** но они лишь смягчают торможение экономики. Вливать еще больше денег в экономику нецелесообразно ввиду изменения стратегии развития в пользу качественного роста, а не кредитной экспансии. **Мы прогнозируем пакет стимулов в 2020 г. на уровне 0,3 млрд долл.**

### Темпы экономики замедляются, нужно больше денег...



Источник: Bloomberg, ПСБ Аналитика & Стратегия

### Внутренний спрос вялый



Источник: Bloomberg, ПСБ Аналитика & Стратегия

Сценарии и прогнозы на 2019г.

Мировая экономика

Монетарная политика и глобальные рынки  
капитала

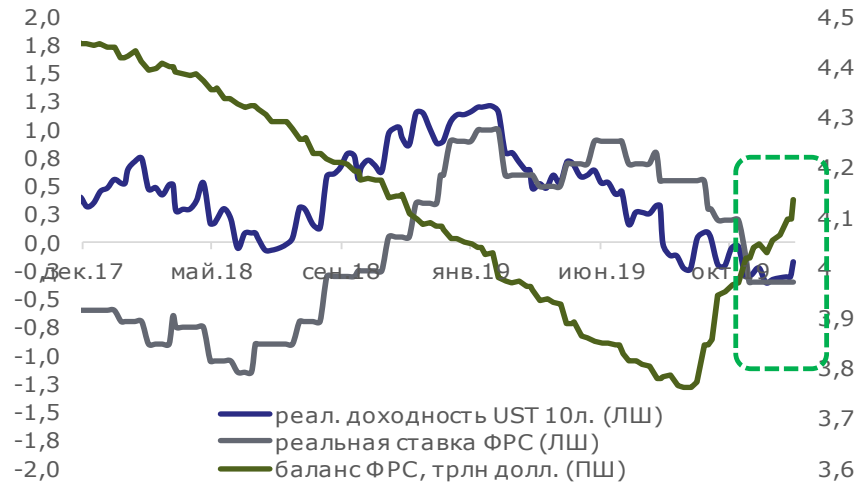
Товарные рынки

Российская экономика

Российский рынок акций и облигаций

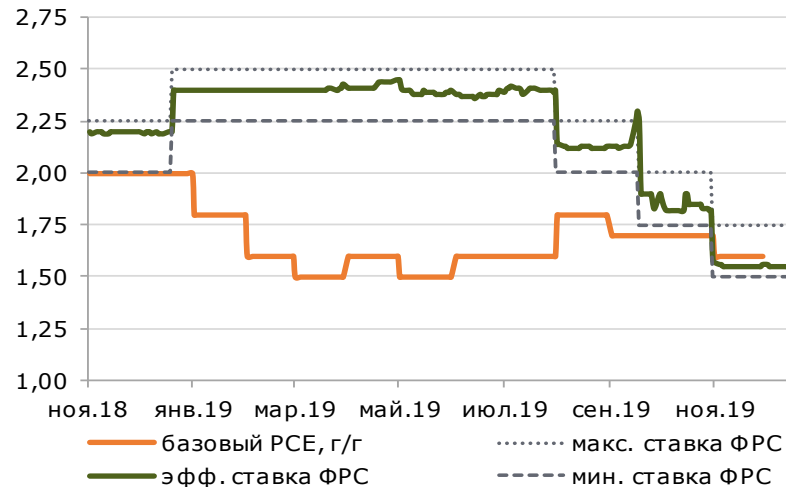
# ФРС продолжит стимулирование в 2020 г....

## ФРС де-факто перешла к стимулирующей политике



Источник: Reuters, ПСБ Аналитика & Стратегия

## Инфляция ограничит снижение ставки ФРС



Источник: Reuters, ПСБ Аналитика & Стратегия

**ФРС с конца осени фактически перешла к стимулирующей политике, реагируя на рост напряженности на денежных рынках.**

Так, регулятор продолжил наращивать валюту баланса, предоставляя банкам дополнительную ликвидность. С минимумов сентября баланс ФРС вырос почти на 400 млрд долл.

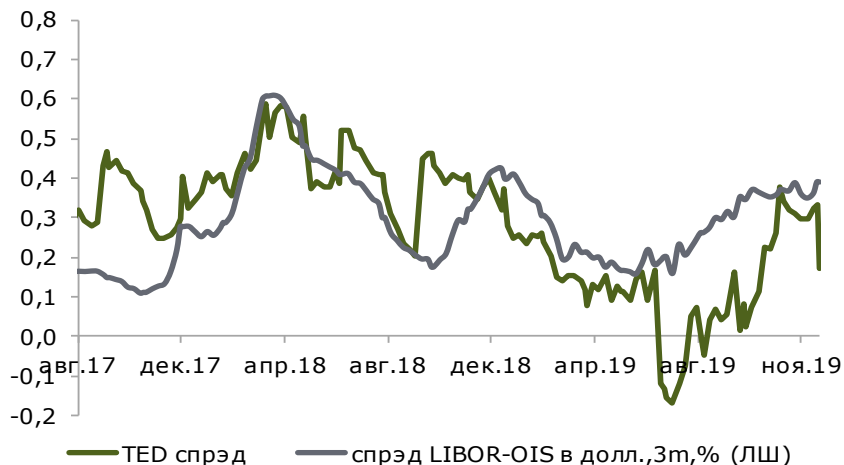
В октябре Федрезерв третий раз в этом году снизил ключевую ставку, опустив ее ниже ключевого ценового ориентира, годовой динамики базового PCE (в конце года в районе 1,6% г/г-1,7% г/г). Таким образом, ФРС обеспечила отрицательные реальные ставки, как ключевую, так и долгосрочную (по спрэду с UST 10yr).

На декабрьском заседании ФРС приняла решение воздержаться от снижения ставки, сформировав консолидированную позицию, что ключевая ставка останется в текущем диапазоне (1,5%-1,75%). Данный прогноз зиждется на прогнозе, что американская экономика покажет лишь небольшое торможение в 2020 году (ВВП вырастет на 1,9%), а инфляционное давление, - чуть подрастет (до 1,9% г/г по базовому PCE). В целом, до дальнейшей деградации экономики или появления шоков на финансовых рынках, регулятору действительно будет крайне сложно решиться на снижение ставки. Скорее, дальнейшие меры поддержки будут реализовываться через предоставление ликвидности.

**Мы, исходя из нашего более консервативного взгляда на экономику, считаем, что ФРС сохранит проактивную политику в 2020 г. и вынуждена будет пойти на одно снижение ставки (скорее, во 2-м квартале) и расширить баланс до уровней 2015-2017 гг. (до 4,5 трлн долл.)**

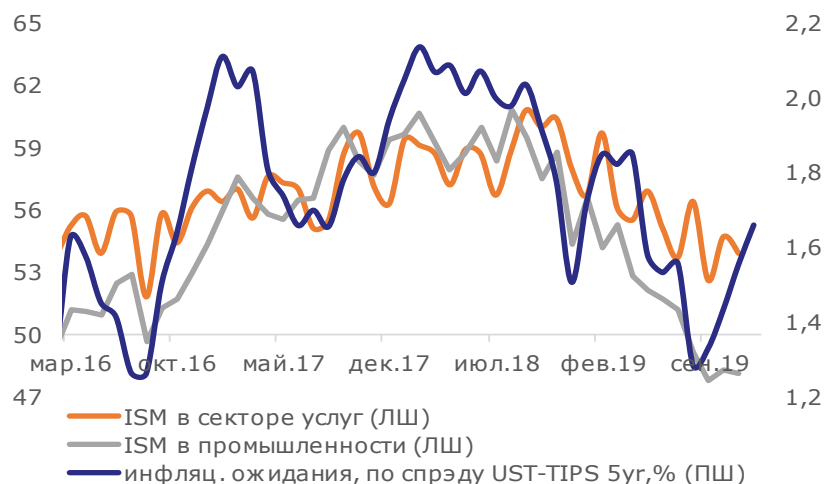
## ... чтобы сохранить комфортную ситуацию на рынках

### Меры ФРС удерживают под контролем денежные рынки



Источник: Reuters, ПСБ Аналитика & Стратегия

### Инфляц. ожидания по США и индексы ISM



Источник: Reuters, ПСБ Аналитика & Стратегия

### Меры по активному предоставлению ликвидности крупным банкам со стороны ФРС к самому концу года возымели эффект.

Ситуация на денежных рынках стабилизировалась. Спред LIBOR-OIS в долларах, отражающий степень недоверия на межбанковском рынке перестал расти, остановившись на уровнях конца 2018 года, а TED спред – заметно снизился.

В целом ситуацию на рынках мы оцениваем как контролируруемую со стороны регуляторов, хотя и уязвимую. Несколько настораживает, что причины роста напряженности, отразившиеся в росте рисков на денежных рынках и заставившие ФРС действовать, неясны. Впрочем, текущие уровни рисков выглядят невысокими.

Подросли к концу года и инфляционные ожидания по США, согласно спреду доходности UST-TIPS 5yr., придавливаемые в течение года ослаблением импульса к росту деловой активности в секторе услуг и потерей – в промышленности. Впрочем, данный показатель инфляционных ожиданий находится заметно ниже зоны комфорта (1,8%-2,0%), указывая на консервативный настрой участников финрынка.

**Уязвимость финансовых рынков поддерживает наше мнение о том, что ФРС продолжит предоставлять ликвидность в 2020 г. и наращивать баланс. Но мы пока исходим из того, что шоков на рынках ФРС удастся избежать.**

# Евро в 2020 году будет лишен сильных триггеров

**Доллар чуть ослабел к концу года.** Основным фактором отката в долларе стало снятие сценария «жесткого» Brexit и впоследствии – ключевой части неопределенности относительно выхода Великобритании из ЕС после победы консерваторов на декабрьских выборах. На этом фоне мы увидели бурное ралли в фунте стерлингов; поддержку получил и евро.

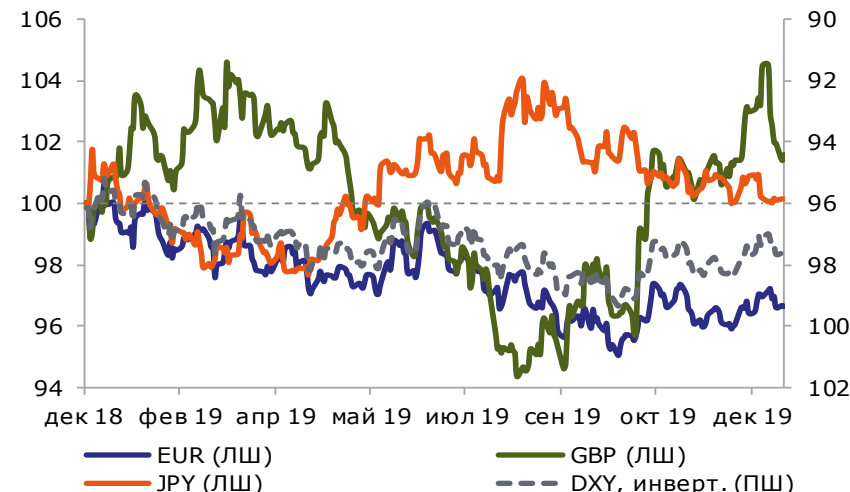
Постепенное ухудшение статистики по США также оказало поддержку европейским валютам. Важной тенденцией стала и планомерная игра на понижение курса японской йены, вызванная сильным ухудшением ситуации в экономике.

**Наш взгляд на мировую экономику и рынки предполагает не очень высокую волатильность ведущих мировых валют в следующем году.**

Наиболее резко может колебаться фунт стерлингов, способный провести большую часть 2020 г. в зоне 1,20-1,30 к доллару. По нашему мнению, текущий курс фунта учитывает упорядоченность Brexit с политической точки зрения, но недоучитывает экономические риски (мы ждем торможения ВВП страны в 2020 г.), да и Brexit сам по себе негативен для экономики и в нем много неясностей.

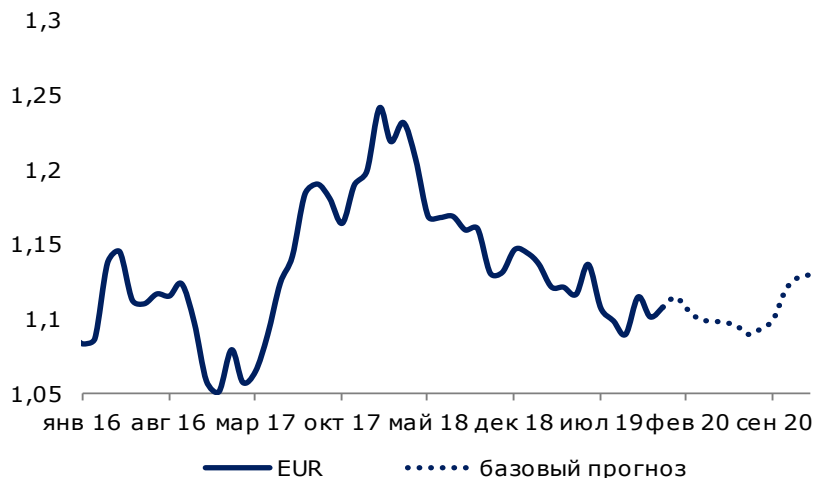
Наш базовый сценарий предполагает, что пара евро-доллар в 2020 г. останется в основном в рамках 1,10-1,15, с рисками локального отката чуть ниже в середине года. Экономика еврозоны останется достаточно вялой в следующем году, но торможение экономики США и постепенное расширение мер стимулирования со стороны ЕЦБ, который возглавила К. Лагард, в отсутствие финшоков способны оказать поддержку валюте еврозоны к концу года.

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



Источник: Reuters, ПСБ Аналитика & Стратегия

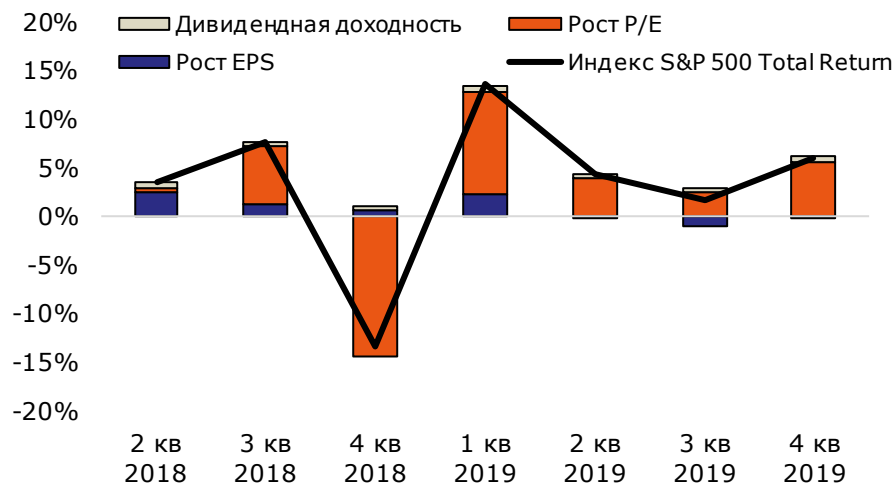
Ожидания по паре евро-доллар



Источник: ПСБ Аналитика & Стратегия

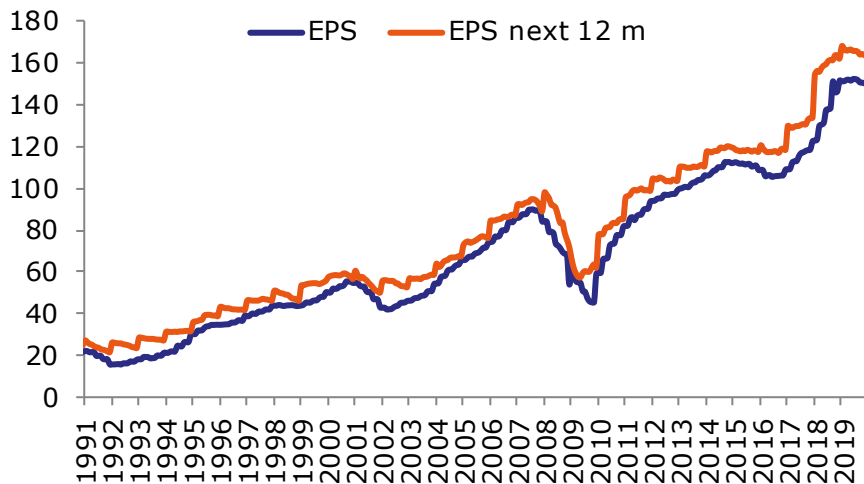
# Прибыль на акцию не растет уже год

## Динамика индекса S&P 500 по компонентам



Источник: Bloomberg, ПСБ Аналитика & Стратегия

## Прибыль на акцию для S&P 500



Источник: Bloomberg, ПСБ Аналитика & Стратегия

**Весь рост американского рынка в 2019 г. – результат улучшения мультипликаторов, в то время как показатель прибыли на акцию не растет на протяжении последнего года.**

С декабря прошлого года по текущий момент средневзвешенный показатель EPS для индекса S&P 500 составляет 150-152 пункта, а в течение 2-3 кварталов наблюдалось даже символическое снижение этого показателя в квартальном выражении.

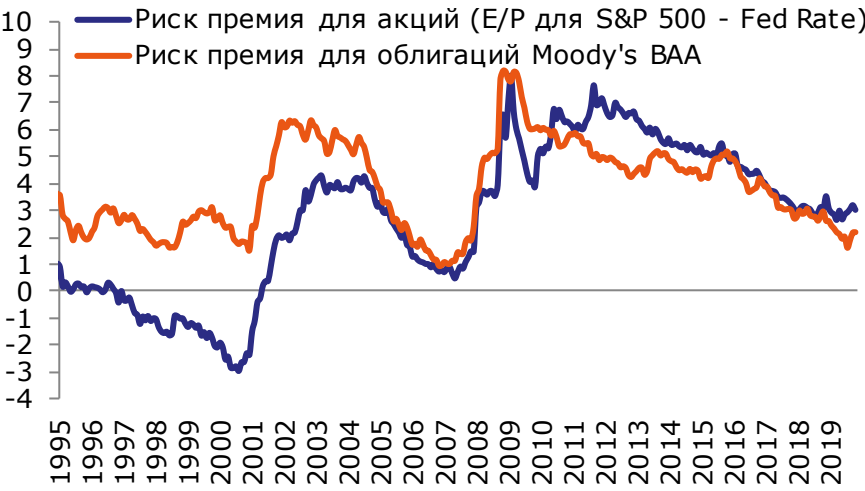
Консенсус-прогноз Bloomberg предполагает, что в следующие 12 месяцев показатель EPS для S&P 500 вырастет на 9%. Учитывая наш консервативный взгляд на динамику экономических показателей, мы полагаем, что эти оценки могут быть излишне оптимистичны. **Видим риски продолжения нейтральной динамики прибылей американских компаний.**

Обратим внимание, что, например, в период 2015-2016 г. даже без ухода американской экономики в рецессию, но при этом на фоне масштабного снижения цен на сырьевые товары, показатель EPS для S&P 500 снижался на 5% в годовом выражении. В базовом сценарии в следующем году мы не ожидаем столь сильного снижения прибыльности, поскольку не ждем ни ухода в рецессию, ни сопоставимого по масштабам с событиями 2014-2016 гг. снижения цен на сырьевые товары.

По оценке агентства Bloomberg, суммарный размер дивидендных выплат по акциям компаний, входящих в индекс S&P 500, по итогам 2019 г. превышает 500 млрд долл. В следующем году прогнозируется увеличение этой величины до 535,7 млрд долл.

# Риск-премии подросли, но...

Риск премии на американском рынке

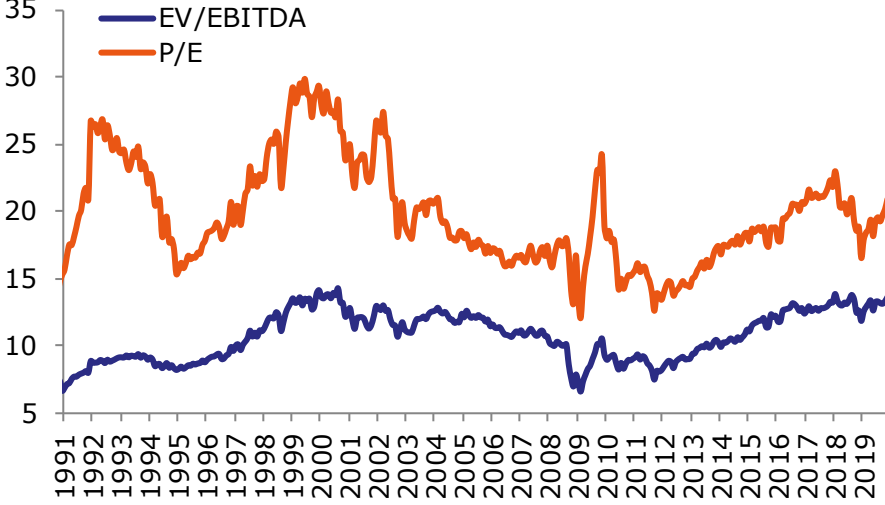


Источник: Bloomberg, ПСБ Аналитика & Стратегия

**Текущий уровень риск-премий для рынка акций свидетельствует о дороговизне рынка, но в то же время не говорит о чрезмерной перегретости, сравнимой с пиками предыдущих кредитных циклов.**

Рост цен на акции в первой половине года на фоне нейтральной динамики прибыльности американских компаний привел к снижению уровня риск-премии для индекса S&P 500 (которую мы определяем как разницу между E/P для индекса и уровнем ставки ФРС) до уровня в 2,7% (новые минимумы с 2008 г.). Однако ФРС после этого трижды понизил ставку, что способствовало нормализации уровня риск-премии, и на конец ноября ее значение составляло чуть более 3%.

Мультипликаторы американского рынка (для S&P 500)



Источник: Bloomberg, ПСБ Аналитика & Стратегия

**Исторически подобному значению уровня риск-премии на горизонте следующих трех лет соответствовала невысокая среднегодовая доходность – около 3-4%.** При этом текущие уровни риск-премии пока еще заметно выше уровней, соответствующих пикам предыдущих кредитных циклов.

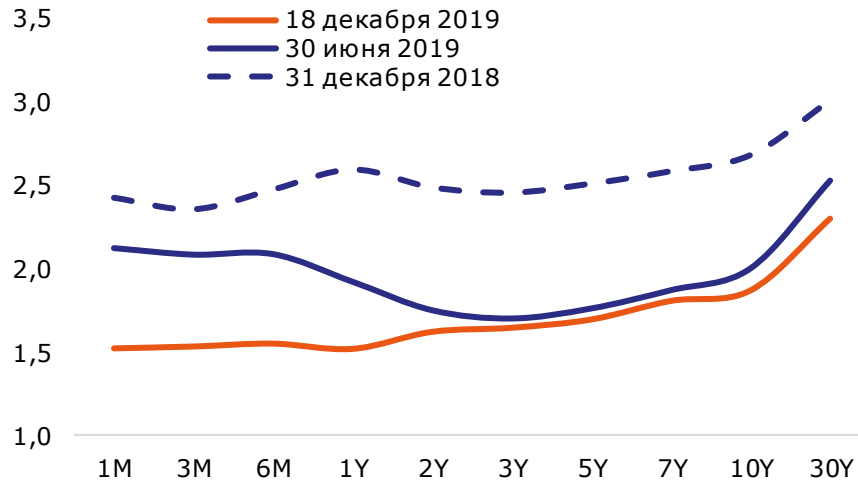
Риск-премия для облигаций Moody's BAA летом опускалась до 1,6%, что примерно соответствует минимумам предыдущих кредитных циклов. Снижение ставки ФРС способствовало локальному росту риск-премии для облигаций чуть выше 2%, но текущие уровни все равно сравнительно низки.

По мультипликатору EV/EBITDA американский рынок торгуется на уровне 13,7х, что близко к многолетним максимумам. По соотношению P/E (после вычета разовых статей) американский рынок торгуется на уровне 20,9х, что на 14% выше среднего уровня с 2001 г.



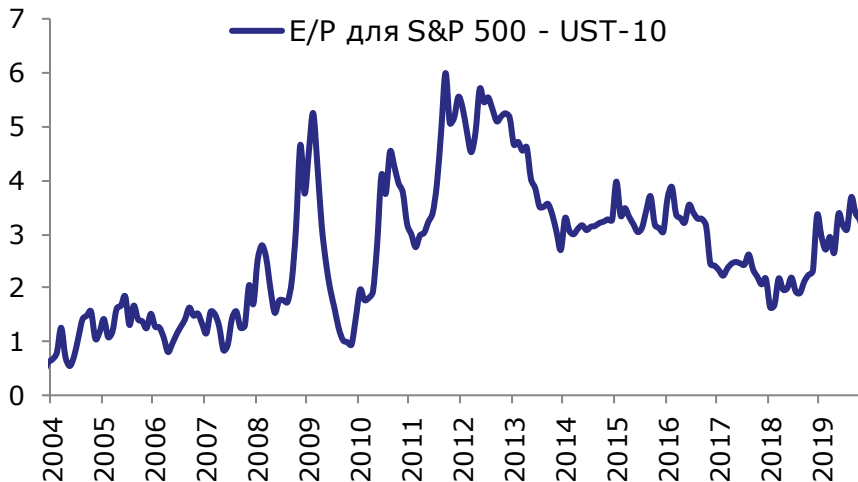
# При этом акции относительно облигаций смотрятся позитивно

Кривая доходностей treasuries



Источник: Bloomberg, ПСБ Аналитика & Стратегия

Премия за риск акций относительно облигаций



Источник: Bloomberg, ПСБ Аналитика & Стратегия

## Три снижения процентной ставки ФРС способствуют нормализации наклона кривой treasuries.

В первом полугодии пересмотр ожиданий по дальнейшей монетарной политике регулятора и заметное снижение инфляционных ожиданий, которое более значимо именно для дальнего конца облигаций, способствовали достижению состояния инверсии между коротким концом и доходностью десятилетних бумаг. Кривая на протяжении нескольких месяцев имела инвертированный вид на горизонте до пяти лет.

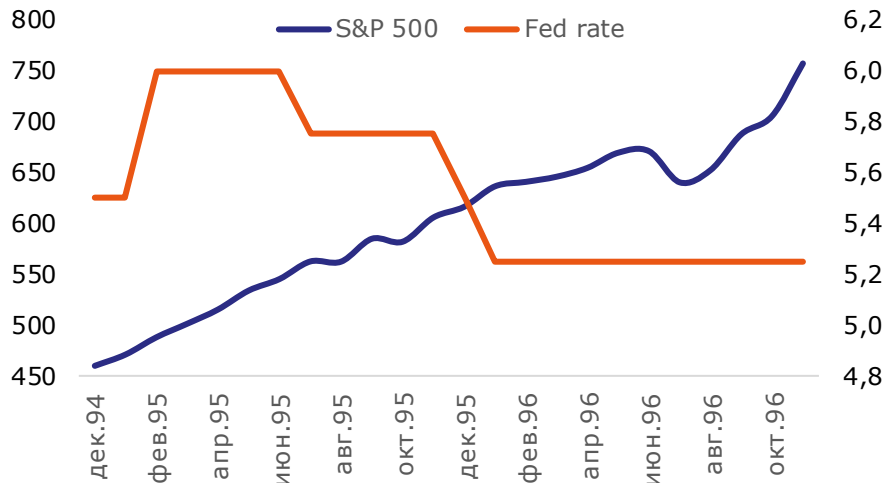
Снижение ставки ФРС во втором полугодии и отсутствие выраженных ожиданий по дальнейшему снижению ставки в следующем году способствовали снижению доходностей на коротком конце при практически неизменном уровне доходностей на среднем и длинном участке.

Учитывая ограниченный в базовом сценарии потенциал дальнейшего снижения ставки ФРС, мы считаем, что при отсутствии новой волны ухода от риска на глобальных рынках потенциал роста цен на облигации (снижения доходности) ограничен.

Что касается привлекательности акций относительно облигаций на американском рынке, то обратим внимание, что **уровень премии за риск инвестиций в акции относительно UST-10 держится вблизи максимумов за последние три года.**

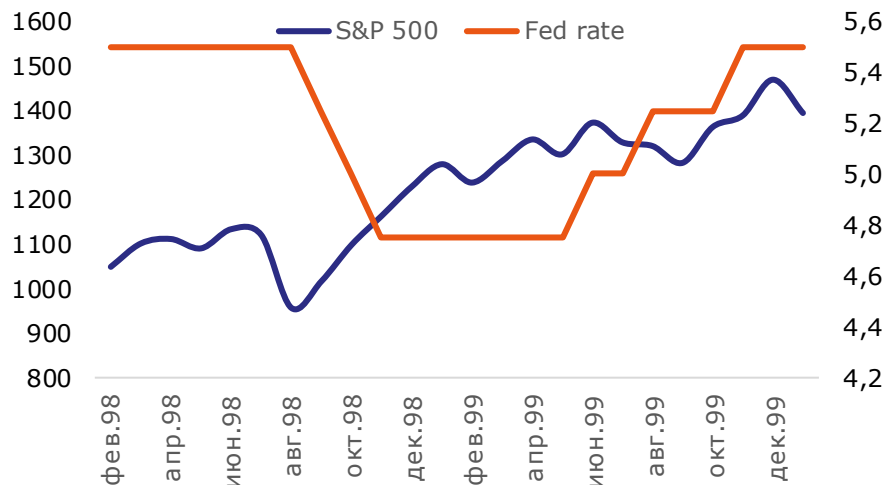
# Текущая ситуация, возможно, напоминает периоды 1995-1996 г. или 1998-1999 г.

**Ставка ФРС и динамика S&P 500 в 1995-1996 г.**



Источник: Bloomberg, ПСБ Аналитика & Стратегия

**Ставка ФРС и динамика S&P 500 в 1998-1999 г.**

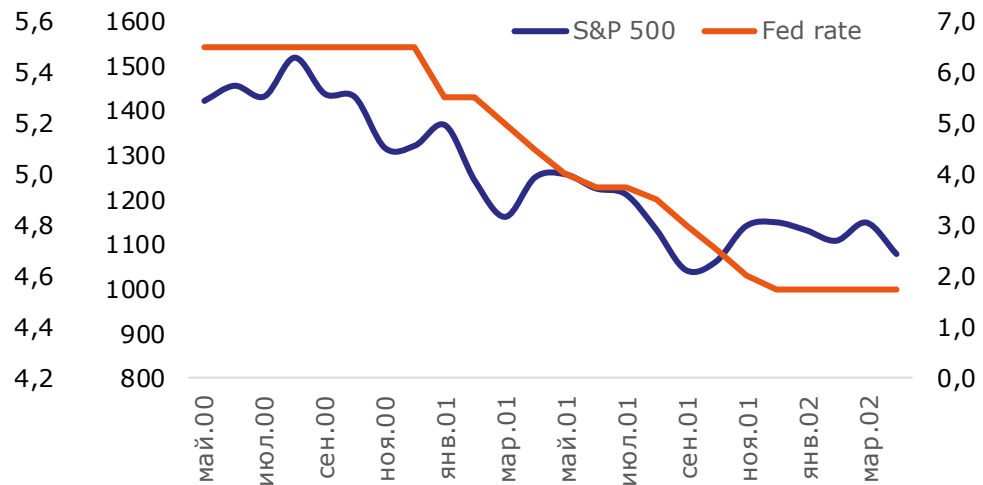


Источник: Bloomberg, ПСБ Аналитика & Стратегия

Во второй половине 90-х годов было два периода, когда ФРС осуществляла снижение ставок как корректировку в середине цикла: в 1995 г. и 1998 г. наблюдалось по три снижения ставки на 25 пунктов, что позволяло продлить экономический цикл и оказывало поддержку рынку, создавая условия для возникновения перегрева. **Теоретически подобный сценарий нельзя исключать и в ближайшем будущем, но для нас это не является базовым вариантом.**

В 2001 г. снижение ставки ФРС уже не смогло удержать рынок от входа в рецессию. На этом фоне индекс S&P 500 за следующие два года продемонстрировал коррекцию на 50%.

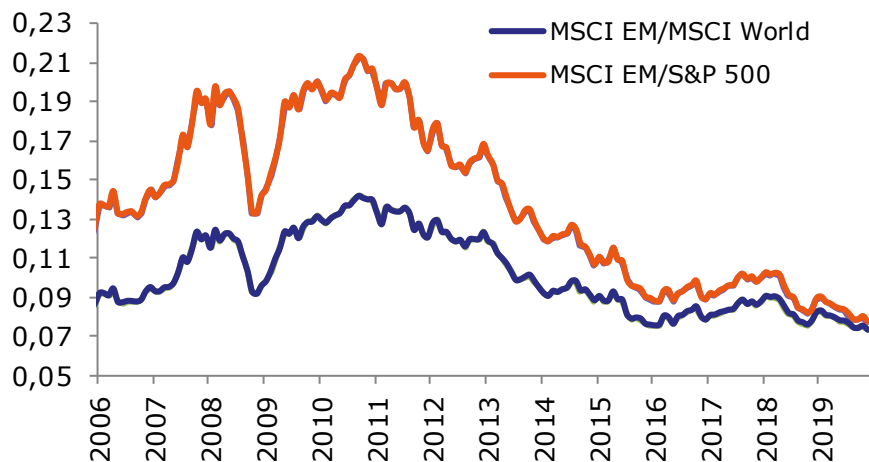
**Ставка ФРС и динамика S&P 500 в 2000-2001 г.**



Источник: Bloomberg, ПСБ Аналитика & Стратегия

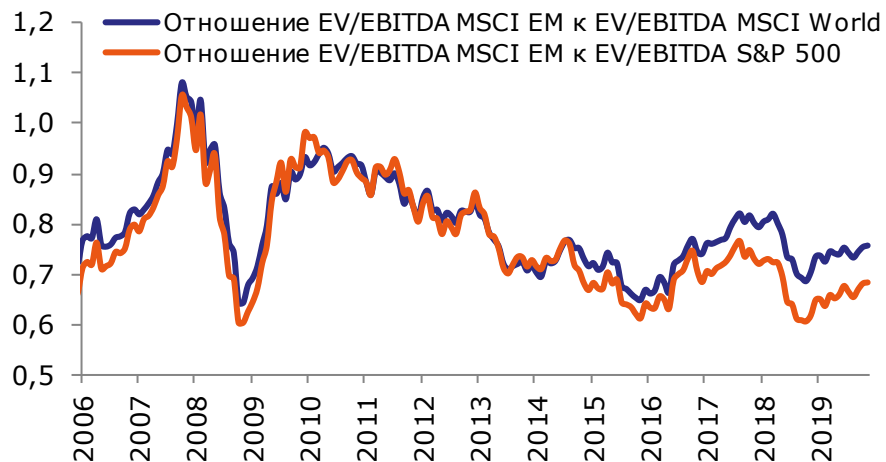
# Развивающиеся рынки дешевле по сравнению с развитыми

## 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 на протяжении последних лет.** По итогам первых 11 мес. 2019 г. индекс MSCI EM с учетом дивидендов принес инвесторам 7,7% при росте MSCI World на 21,7% и индекса S&P 500 на 25,3%. Отношение индекса MSCI EM к MSCI World и S&P 500 находится на многолетних минимумах.

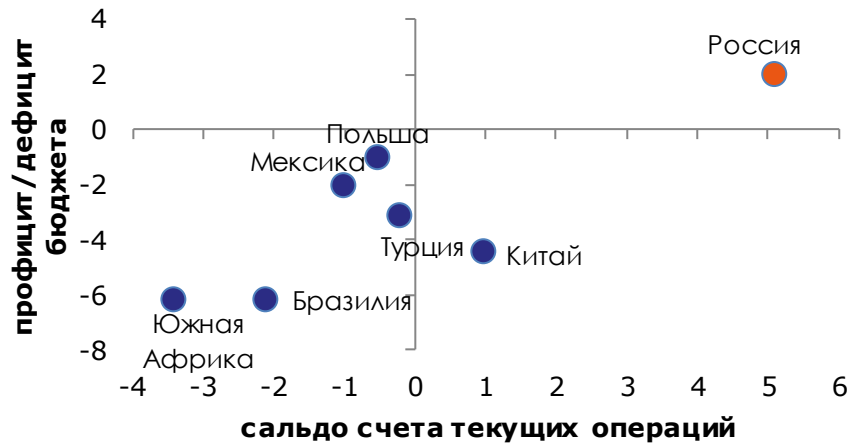
**Развивающиеся рынки выглядят дешевыми относительно развитых.** Оценивая сравнительную стоимость на основании текущего уровня мультипликаторов, видим, что по показателю EV/EBITDA отношение EM к MSCI World по-прежнему держится сравнительно недалеко от минимумов с 2016 г. Отношение EV/EBITDA EM к S&P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

Учитывая наш консервативный взгляд на перспективы глобального экономического роста, вероятно, делать агрессивную ставку на развивающиеся рынки (с учетом их более высокой волатильности) в текущих условиях слишком рискованно. Однако текущие сравнительно привлекательные уровни мультипликаторов, вероятно, свидетельствуют о том, что как минимум частично данные риски дисконтированы в текущие цены. Отметим также, что консенсус-прогноз Bloomberg предполагает некоторое ускорение в следующем году усредненных темпов роста для развивающихся экономик с 4,4% до 4,5%.

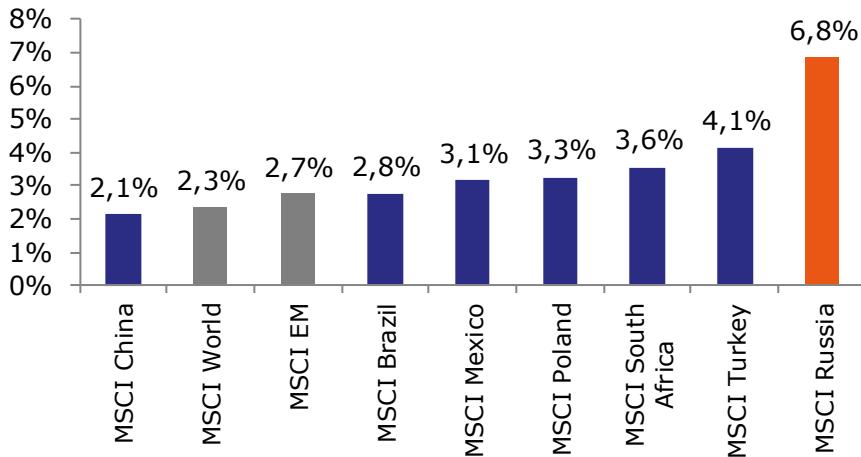
**В базовом сценарии в следующем году ожидаем опережающей динамики развивающихся рынков по отношению к развитым.**

# Внутри EM активы значительно дифференцированы

## Двойные балансы (прогнозы Bloomberg на 2020 г.)



## 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 в этом ключе 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 оказывать поддержку российскому рынку в условиях возможного возобновления оттока капитала в следующем году.

Что касается фондовых рынков, то 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%.

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

В условиях негативной динамики сырьевых рынков дивиденды ряда компаний могут начать снижаться. Тем не менее, фактор высоких текущих дивидендов, на наш взгляд, делает российский рынок более устойчивым по сравнению с конкурентами из других emerging markets при развитии негативного сценария.

## Развитые рынки:

- В то время как инвесторы ожидают роста показателя прибыли на акцию для индекса S&P 500 в следующие 12 месяцев на 9%, мы, учитывая более консервативный взгляд на перспективы экономического роста, считаем, что нейтральная динамика EPS, которая наблюдалась на протяжении всего 2019 г., может сохраняться и в следующем году.
- Текущий уровень риск-премии для американского рынка акций исторически соответствует слабому росту (в рамках 3-4%) на ближайшем трехлетнем горизонте (на более коротком временном горизонте уровень премии за риск не оказывает большого влияния на рынок).
- На истории были примеры, когда снижение процентных ставок со стороны ФРС при удержании положительных темпов экономического роста приводило к появлению условий для создания перегрева на рынках (рассмотренный нами пример 1998 г.). Однако считаем, что закладываться на такой сценарий консервативному инвестору слишком рискованно.
- Ожидаем роста волатильности на рынках. За посткризисный период коррекции индекса S&P 500 размером не менее 7% встречаются почти каждый год. На наш взгляд, с учетом нашего консервативного взгляда на экономическую картину высока вероятность продолжения этой тенденции и в следующем году.

## Развивающиеся рынки:

- Развивающиеся рынки смотрятся дешево по сравнению с развитыми по фундаментальным метрикам. При реализации наших базовых экономических предпосылок ожидаем опережающей динамики EM по отношению к DM в следующем году.
- Внутри EM активы дифференцированы. На наш взгляд, наиболее предпочтительно смотрятся страны, лишенные 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

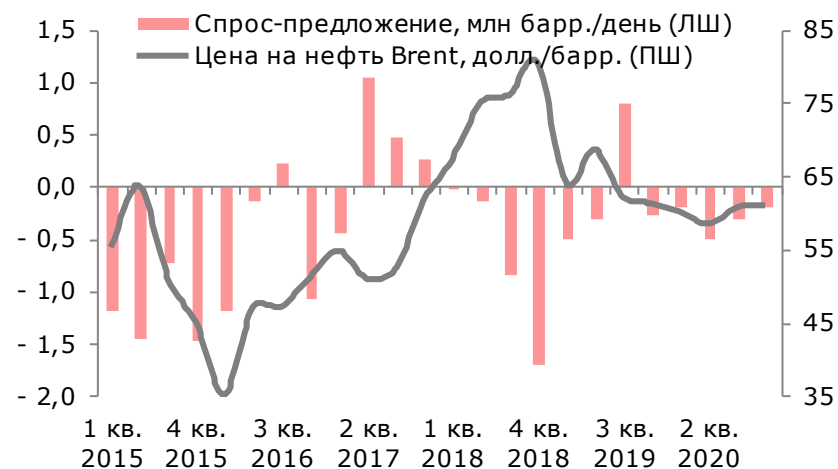
# Нефть стабильна на уровне 60-65 долл./барр.

По итогам 2019 года на глобальном рынке нефти прогнозируем баланс спроса-предложения за счет летнего избытка спроса и частичного выпадения добычи в Штатах из-за погодного фактора и в Саудовской Аравии – из-за геополитики. **А в 2020 г. мы наоборот - ждем навеса предложения в 0,3-0,4 млн барр./день** в среднем в основном за счет продолжающейся активности сланцевиков США - **низкая себестоимость добычи позволяет продолжать наращивать объемы**, даже при цене нефти в 50 долл./барр. Мы ждем, что добыча в США в 2020 г. составит 13,3 млн барр./день ( ).

**Цены на нефть в 2020 г. будут относительно стабильны на уровне 60-65 долл./барр.** Циклическое замедление темпов роста мировой экономики обусловит пониженный спрос на нефть. **А продолжение роста добычи сланцевиками США сформирует избыток предложения на рынке, что не сможет нивелировать ОПЕК+.**

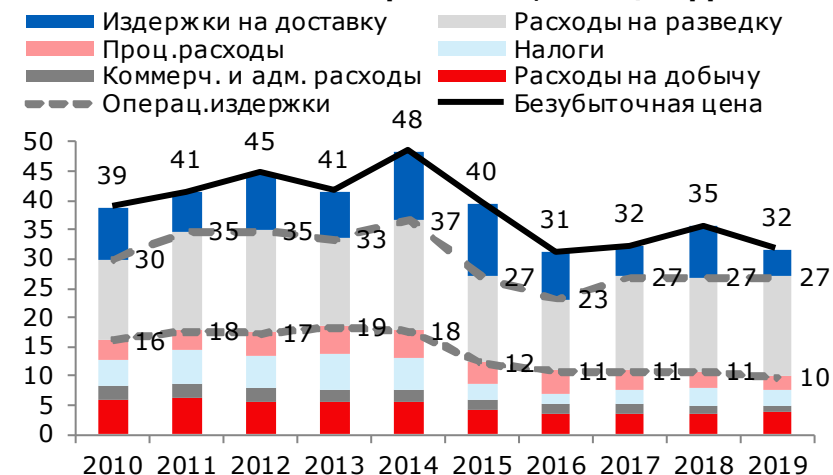
Повышательные риски прогнозу возможны в случае геополитической нестабильности, влекущей за собой срыв поставок нефти. **Риски низких цен на нефть мы видим в случае более резкого замедления темпов мировой экономики с отсутствием продвижения в торговой сделке США-КНР.**

Цены на нефть и прогноз по спросу-предложению



Источник: EIA, ПСБ Аналитика & Стратегия

Себестоимость цены нефти в США, долл./барр.



Источник: данные компаний, ПСБ Аналитика & Стратегия

# Нефть: соглашение ОПЕК+ неэффективно

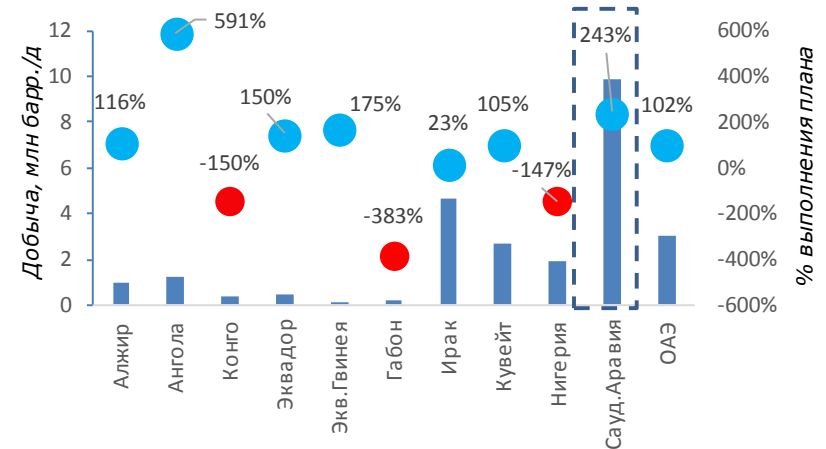
5-6 декабря состоялся саммит ОПЕК+, где стороны решили увеличить квоты сокращения добычи еще на 0,5 млн барр./день до марта 2020 г. Таким образом, **всего необходимо будет сократить добычу нефти на 1,7 млн барр./день.**

Если взглянуть на цифры по добыче по итогам октября, то мы видим, что **страны ОПЕК (те, на которые распространяются квоты) на 152% (!) превышают** необходимые в рамках соглашения: 1,24 млн барр./день против 814 тыс. барр./день. Даже с учетом новых 372 тыс. барр./день они уже выполняют (и даже чуть перевыполняют) данный таргет.

Таким образом, с учетом постоянного перевыполнения планов **эффективность соглашения ОПЕК+ с целью недопущения появления на рынке навеса предложения и снижения цен на нефть – сомнительна.**

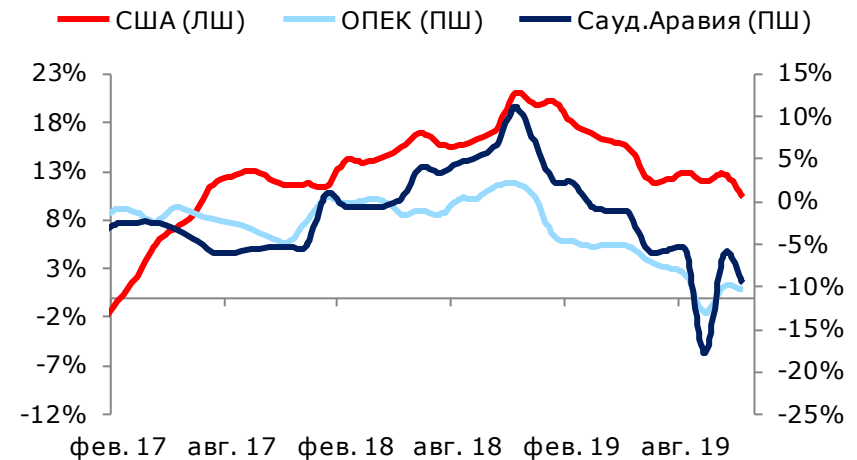
На наш взгляд, выбранная стратегия странами ОПЕК – попытка вернуться в прошлое, когда картель занимался оперативными сильными сокращениями добычи. Однако то, что это рассчитано только до конца 1 кв. 2020 г. говорит скорее о неуверенности ОПЕК и Ко в ее эффективности.

**ОПЕК перевыполняет планы**



Источник: ОПЕК, ПСБ Аналитика & Стратегия

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



Источник: Bloomberg, ПСБ Аналитика & Стратегия



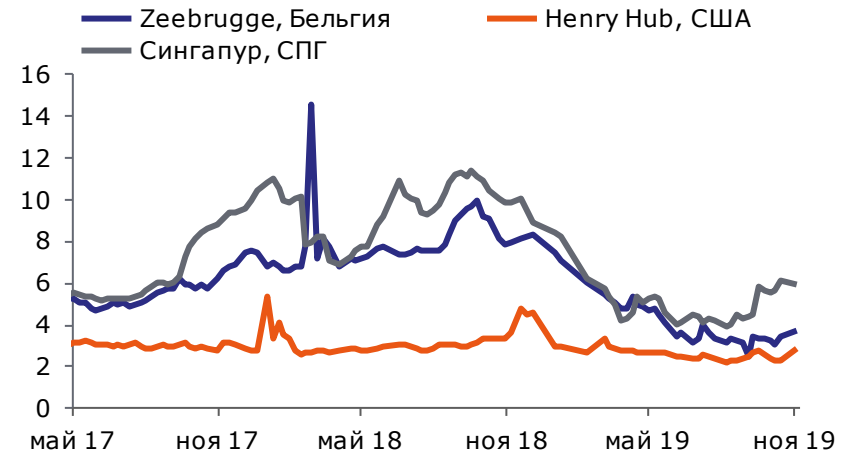
## Ценовая ситуация на рынках газа слабая

**Перенасыщенность мирового газового рынка в связи с избыточной добычей на сланцах в США и бумом СПГ,** а также отчасти более низкими ценами на нефть, спровоцировали **падение цен на газ во всех регионах начиная с этого года.** Под конец текущего года ценовая динамика несколько улучшилась ввиду близости зимнего периода и надежды на холодную зиму, а также до недавнего времени в связи с непонятной ситуацией с поставками российского газа через Украину (заканчивался транзитный договор между Нафтогазом и Газпромом). Тем не менее, **среднегодовые цены и на природный газ, и на СПГ в 2 раза дешевле, чем в 2018 г.** В течение года цены на газ в Европе опускались и до минимумов с 2016 года, аналогичную динамику показывал и спотовый бенчмарк для поставок СПГ на азиатские рынки.

**С учетом плана продолжения добычи на сланцах в США и ввода новых мощностей СПГ** (в 2020 году ожидается завершение строительства заводов суммарной мощностью 15 млн т, из которых 10,5 млн т - это расширение американских заводов) **рынок будет оставаться профицитным по предложению и в следующем году.** Соответственно, о восстановлении до уровней 2018 года цен на газ пока речи не идет.

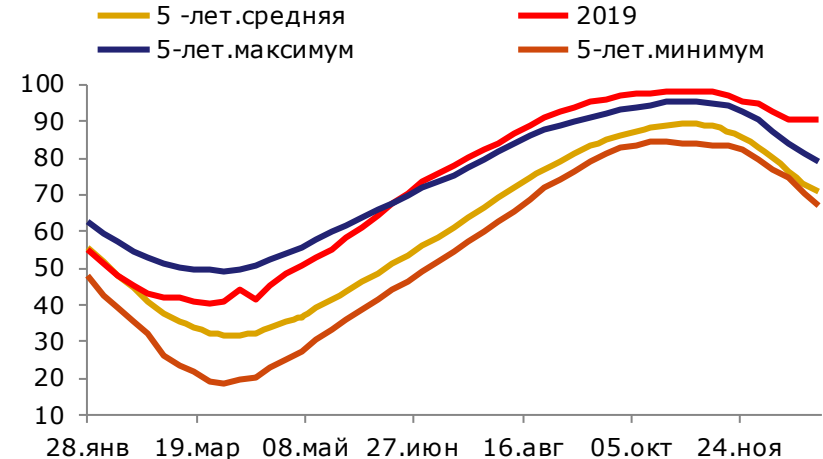
**Цены на газ в 2020 г. останутся на низком уровне.** В США на хабе Генри Хаб газ ожидается по цене около 3 долл./млн БТЕ, в Европе на хабе Зебрюгге – 4-5 долл./млн БТЕ, азиатский бенчмарк СПГ 6-7 долл./млн БТЕ.

Динамика мировых цен на газ, долл./МБТЕ



Источник: Bloomberg, ПСБ Аналитика & Стратегия

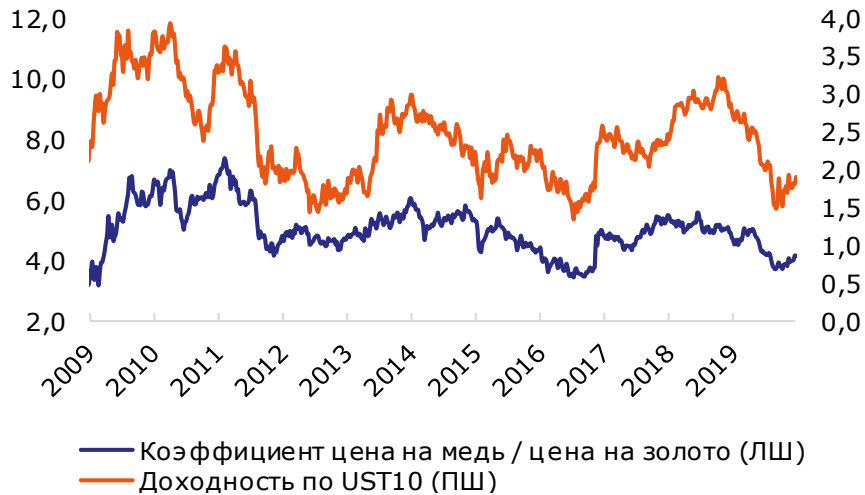
Заполненность запасов газа в хранилищах ЕС, %



Источник: Bloomberg, ПСБ Аналитика & Стратегия

# Медь

Индикатор Медь / Золото и доходность UST 10



Источник: Bloomberg, ПСБ Аналитика & Стратегия

**Фактор США-Китай, замедление темпов роста мировой экономики и падение деловой активности в промышленном секторе негативно сказались на ценовой динамике всей группы промметаллов.** Коэффициент медь/золото показал наибольшее снижение в последний год, что ассоциируется с приближающейся рецессией, но снижение цен пока не является критическим.

## Медь

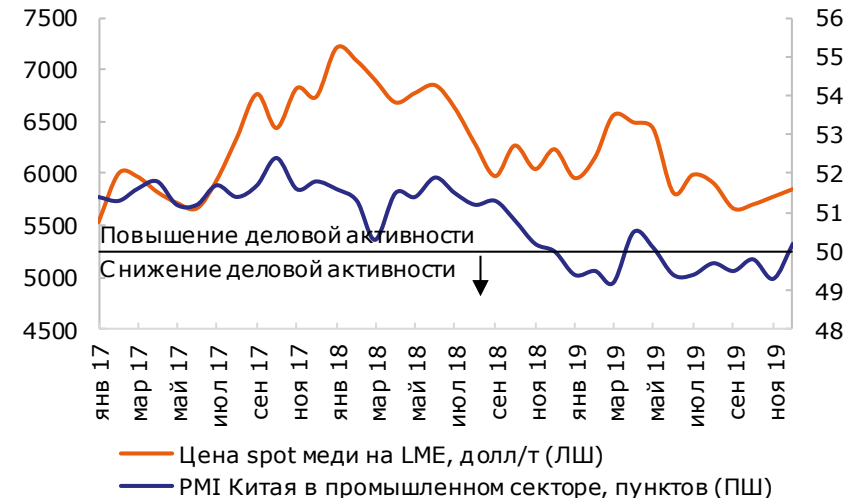
Средняя цена на 2020г. **\$6432/т**

В условиях неблагоприятной ценовой конъюнктуры добыча меди в Китае смогла выйти на многолетние максимумы, а потребление оставалось стабильным.

Только в декабре цена смогла вернуться к максимумам за последние семь месяцев, а год медь завершает в небольшом плюсе.

- Улучшение рыночного сантимерта снижает риски замедления мировой экономики и будет поддерживать спрос на металл в краткосрочной перспективе.
- В условиях снижения содержания металла в руде и недоинвестирования в отрасль создаются предпосылки для давления на предложение, что приведет к расширению дефицита на рынке и росту цен.
- Долгосрочно на фоне ужесточения экологических стандартов стоит ожидать повышения спроса на медь в производстве электромобилей.

Цены на медь и индекс PMI в пром-ти КНР

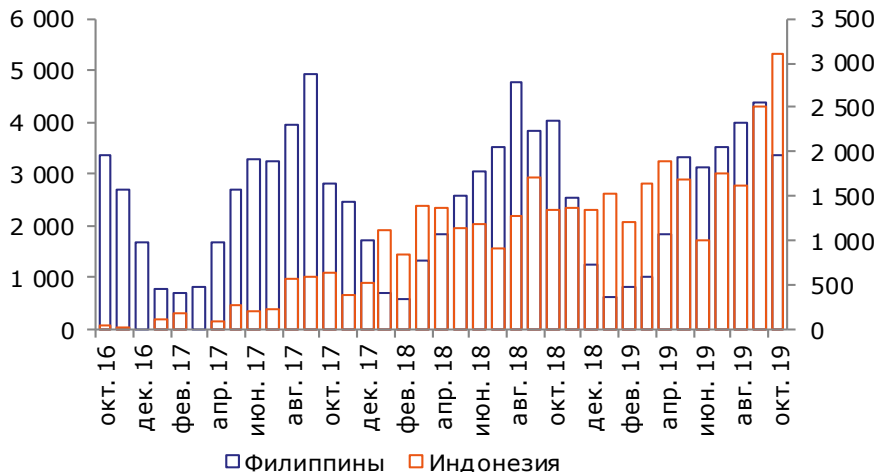


Источник: Bloomberg, ПСБ Аналитика & Стратегия

## Чего опасаться?

- Рискм выступает уровень внебиржевых запасов меди в Азии, доступных для поставки на рынок.
- Определять конъюнктуру рынка будет ситуация в китайской экономике, которая продолжит замедляться.

## Импорт никелевой руды Китаем, тыс. т



Источник: Bloomberg, ПСБ Аналитика & Стратегия

## Динамика пр-ва алюминия в Китае и остальном мире



Источник: Bloomberg, IAI, ПСБ Аналитика & Стратегия

## Никель

Средняя цена в 2020г. **\$14-15 тыс./т**

Эффект от объявления Индонезией бана на экспортные поставки никелевой руды с 1 января 2020г. был практически отыгран. Тем не менее мы видим потенциал для благоприятной ценовой конъюнктуры в 2020г. т.к.:

- Экспорт из Индонезии составляет около 12% мирового предложения никеля. Выпадение подобного объема скажется на увеличении дефицита.
- Спрос на нержавеющую сталь со стороны китайских производителей, вероятно, будет оставаться относительно стабильным.

Долгосрочные перспективы никеля в качестве источника металла для производства электромобилей и электрических батарей делают его одним из самых привлекательных металлов

### Чего опасаться?

- Рост биржевых запасов никеля
- Снижение цен на нержавеющую сталь в Китае
- Увеличение поставок ферроникеля

## Алюминий

Средняя цена в 2020г. **\$1800/т**

В сравнении со всеми прочими промышленными металлами, алюминий провел неудачный год, снизившись на 4,4%.

Со стороны КНР продолжится политика по ограничению нового предложения металла и борьба с неэффективными / нелегальными мощностями, но ключевые предприятия вне Китая не готовы сокращать выпуск, поэтому вероятность снижения цен остается высокой.

### Чего опасаться?

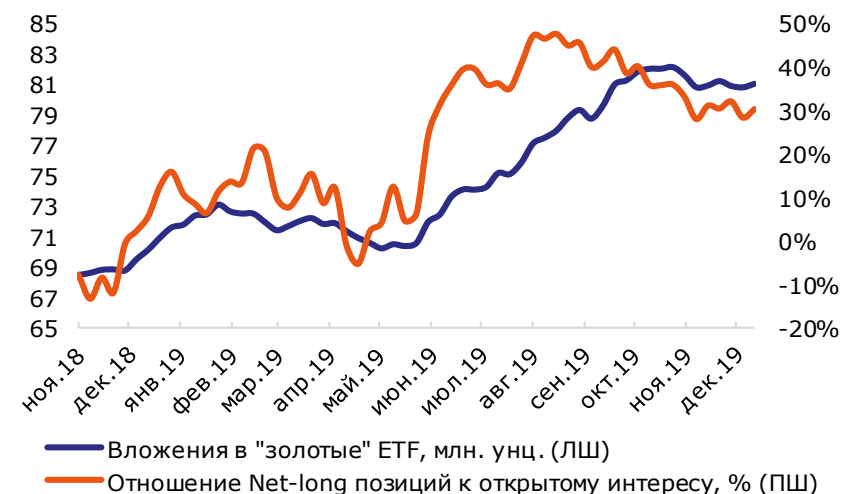
- Превышение предложения над спросом
- Падение спроса и премий на мировых рынках
- Рост запасов

## Золото и реальные процентные ставки в США



Источник: Bloomberg, ПСБ Аналитика & Стратегия

## Вложения в ETF и позиции участников рынка



Источник: Bloomberg, CFTC, ПСБ Аналитика & Стратегия

## Золото

Средняя цена в 2020г. **\$1490 / унц**

Политическая напряженность, опасения рецессии и снижение процентных ставок ключевыми ЦБ вернули цены на золото к максимальным с 2013 года уровням. По нашему мнению и в 2020г. золото не утратит своей привлекательности благодаря:

- Спросу со стороны инвесторов и ETF фондов.
- Неопределенности на рынках.
- Действиям ФРС. Регулятор с высокой долей вероятности оставит ставку без изменения или снизит один раз.
- В плюс сыграет и растущие инфляционные ожидания.

## Серебро

Средняя цена в 2020г. **\$17,5 / унц**

В выгодном положении находится и серебро. С одной стороны, металл покупают ETF фонды, рассматривая его в качестве защиты инвестиций, с другой – надежды на восстановление мировой экономики позволяют металлу расти.

## Палладий

Ориентир на 2020г. **\$2300 - 2400 / унц**

С начала года цена палладия увеличилась в 1,5 раза, причем рост в первом полугодии происходил за счет спекулятивного фактора. Тогда на рынке наблюдалось резкое снижение физических запасов в ETF фондах. Сейчас рост стоимости обусловлен фундаментальной составляющей.

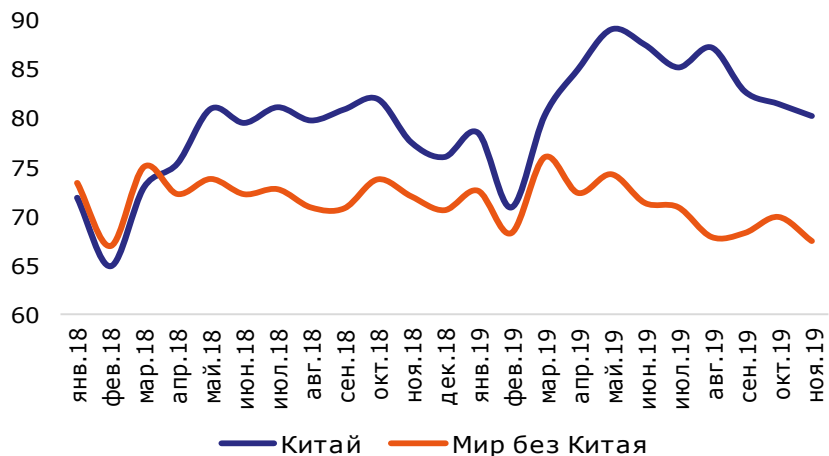
Спрос на металл растет быстрее предложения, что связано с мерами Китая улучшать экологическую обстановку и недостатком инвестиций в горную инфраструктуру Южной Африки для разработки новых месторождений.

### В минус палладию может сыграть:

- Падение продаж автомобилей в Китае
- Снижение интереса инвесторов через рост ETF и сокращение длинных позиций участниками рынка

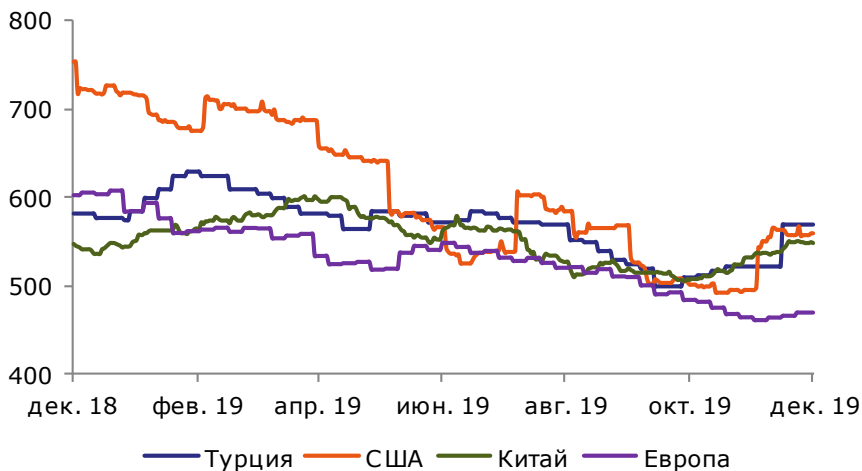
Платина выглядит не так уверенно, но общая добывающая база с палладием и возможные трудности в ЮАР могут поддержать цены.

Производство стали в Китае и вне его, тыс. т/мес.



Источник: WSA, ПСБ Аналитика & Стратегия

Цены на г/к прокат на ключевых рынках, долл./т.



Источник: Bloomberg, ПСБ Аналитика & Стратегия

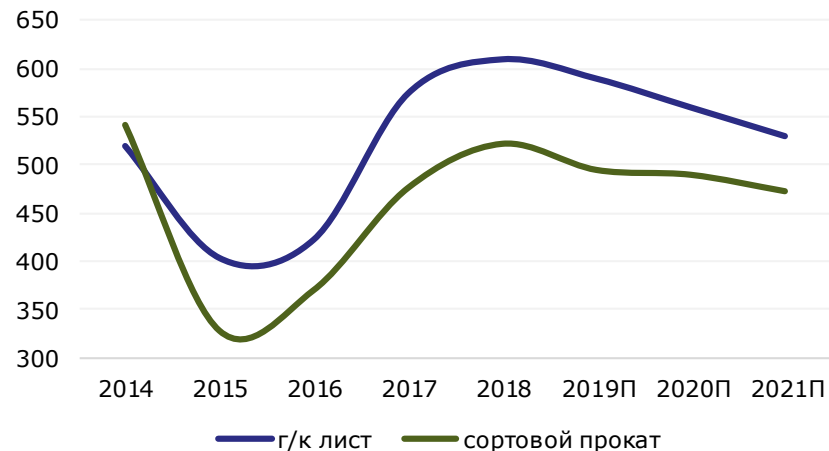
Цены на сталь на мировом рынке начиная с конца 2018г. находились под влиянием ожидания замедления китайской экономики и падения производства. Некоторое восстановление ценовой конъюнктуры намечилось только в ноябре-декабре.

**Мы ожидаем замедления мировой выплавки стали** в ближайшие месяцы, что связано с вялым спросом в первую очередь в инфраструктурном строительстве в Китае и анонсированными сокращениями мощностей.

**Взгляд на перспективы цен на сталь мы сохраняем умеренно негативным**, что связано с напряженной внешней конъюнктурой и замедлением экономики Китая.

**Цены на сырье ожидаемо перейдут к снижению**, этот тренд намечился в ценах на железную руду после сильного роста в начале года после восстановления производственных мощностей в Бразилии.

Прогноз цен на сортовой и г/к прокат, долл. т



Источник: ПСБ Аналитика & Стратегия

Сценарии и прогнозы на 2019г.

Мировая экономика

Монетарная политика и глобальные рынки капитала

Товарные рынки

**Российская экономика**

Российский рынок акций и облигаций

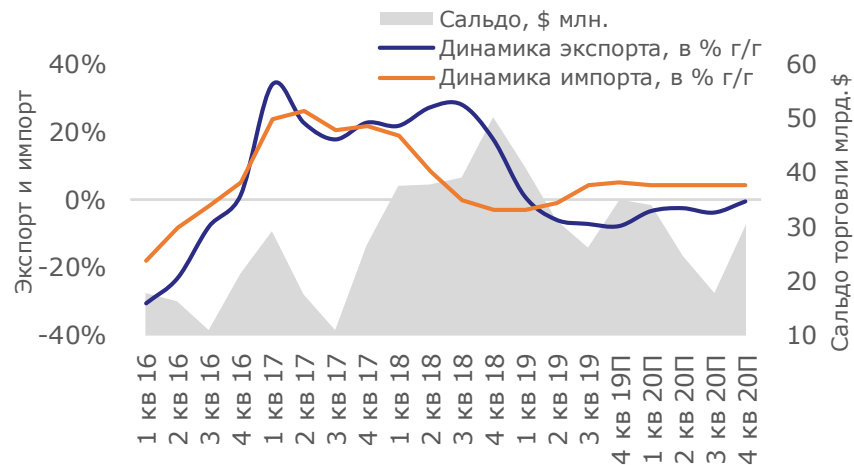
# Внешний сектор – приток ресурсов снизится

В 2019 году реализовался сценарий **прекращения положительного вклада внешнего сектора в рост экономики России**. Спад цен на сырьевых рынках привел к фиксации отрицательной динамики стоимостных объемов экспорта. Рост импорта усилился к концу года на фоне активизации национальных проектов. За счет относительно высоких цен на нефть, снижения оттока частного капитала и притока нерезидентов на рынок ОФЗ, денежным властям удалось максимально трансформировать положительное сальдо счета текущих операций в прирост валютных резервов. В результате **был сформирован излишек ФНБ, который планируется начать инвестировать в экономику с 2020 года**.

**В 2020 году снижение профицита внешней торговли продолжится за счет слабости глобальных рынков.** В реальном выражении экспорт возобновит рост, но стоимостные его объемы продолжат умеренное снижение. Динамика импорта будет опережающей, на фоне роста инвестиций и крепкого рубля в первом полугодии. Спекулятивный интерес нерезидентов к ОФЗ постепенно снизится, на фоне завершения цикла снижения ключевой ставки. Во второй половине года отток частного капитала усилится на фоне умеренного ослабления рубля. Объемы оттока будут не критичными и не ослабят макроэкономическую стабильность. Накопление валютных резервов заметно замедлится, но будет продолжено.

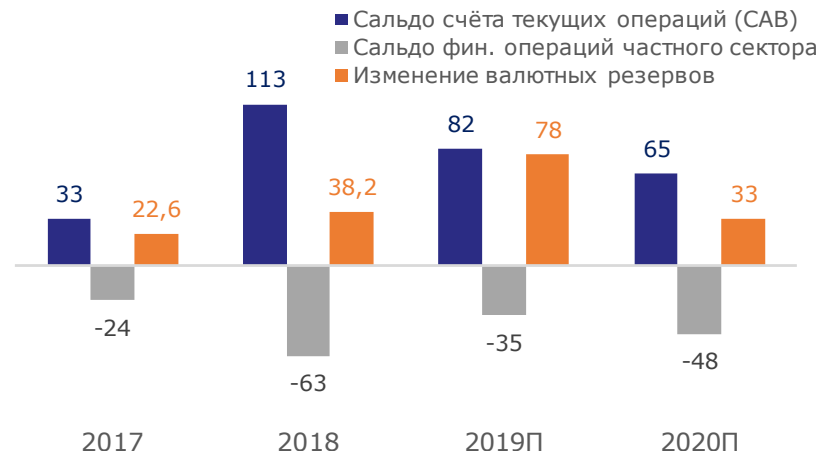
Таким образом, **внешний сектор экономики в целом останется сбалансированным**, но его значение, как источника ресурсов для экономического роста, продолжит снижаться.

## Внешняя торговля



Источник: Банк России, ПСБ Аналитика & Стратегия

## Платежный баланс, млрд долл.



Источник: Банк России, ПСБ Аналитика & Стратегия

# Прогнозируем ускорение роста ВВП

**Экономическая активность в 2019 году прогнозируемо замедлилась.** Среди факторов роста только конечное потребление показало относительно ощутимый рост за счет снижения инфляции и бума розничного кредитования. Чистый экспорт оказал отрицательное влияние, на фоне ухудшения внешнеэкономической среды и ускорения импорта в конце года. Инвестиционная активность оставалась «угнетенной», и только запуск национальных проектов смог несколько улучшить ее динамику. Рост инвестиций продолжает зависеть от реализации крупных инфраструктурных и промышленных проектов с заметным участием государства (Крымский мост, газопроводы, дороги т.д.). Системной активизации инвестиционной деятельности достигнуто не было.

**В 2020 году реальный рост ВВП по базовому сценарию составит 1,9%. Драйверами роста будут финансовый сектор, торговля, строительство.**

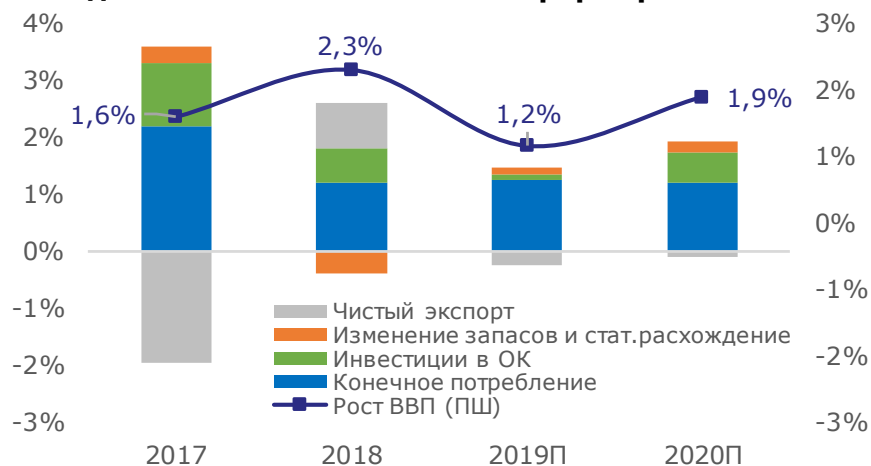
Анализ факторов роста ВВП методом использования показывает, что ускорение будет обеспечено за счет упрощения доступа к кредитным ресурсам (снижение ставки, регуляторное смягчение), усиления роста инвестиций и снижения инфляции. Основной вклад в рост ВВП снова обеспечит конечное потребление - рост доходов населения, низкая инфляция, дальнейшее расширение розничного кредитования. Мы прогнозируем восстановление роста инвестиций (около +2,5%). В 2020 году **вклад в рост ВВП от эффективной и полной реализации национальных и инфраструктурных проектов мы оцениваем в 0,4 - 0,5 п.п.** Реализация риска медленного выполнения госпрограмм, по нашим оценкам, приведет к снижению темпов роста ВВП до 1,4%-1,5%. Вклад чистого экспорта в рост ВВП останется минимальным.

## Валовый внутренний продукт



Источник: Росстат, ПСБ Аналитика & Стратегия

## Вклад основных компонентов в формирование ВВП



Источник: Росстат, ПСБ Аналитика & Стратегия



# Доходы населения и рост кредита обеспечат спрос

В 2019 году несмотря на более динамичный рост реальных располагаемых доходов **рост розничных продаж замедлился**. Отчасти это следствие повышения НДС и ускорения инфляции в начале года. Кроме того, определенное негативное влияние оказало поступательное регуляторное ужесточение Банком России необеспеченного потребительского кредитования.

**В 2020 году по нашим прогнозам ситуация в секторе домохозяйств должна улучшиться.** Снижение инфляции до локальных минимумов обеспечит техническое повышение реальной динамики доходов, а также поддержит платежеспособный спрос.

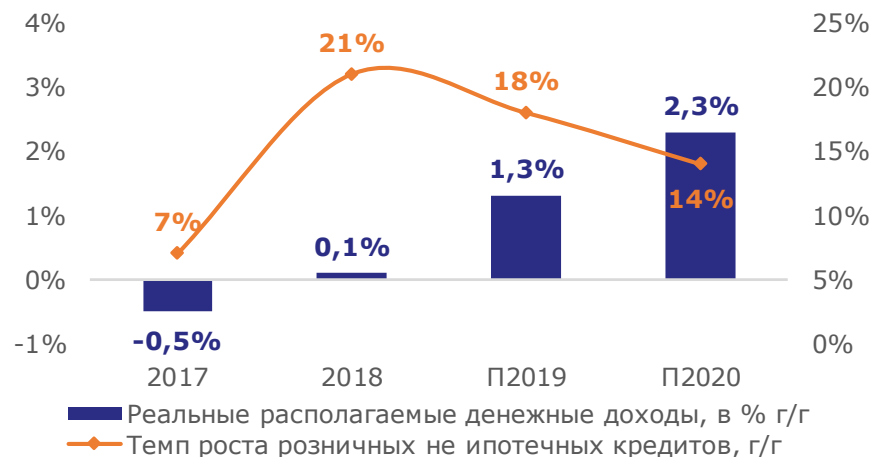
Индексация зарплат бюджетников в конце 2019 года, запланированный реальный рост пенсий, а также значимое повышение минимальной оплаты труда обеспечат довольно высокие уровни роста доходов населения. Реальный рост начисленных зарплат составит 2,3%, а пенсий – около 3%.

При снижении процентной ставки и охлаждении кредитования физлиц рост обязательных выплат будет умеренным и обеспечен, в основном, улучшением администрирования налогов и наличного оборота. Это не позволит существенно снизить уровень роста реальных располагаемых доходов населения (как это было в 2018 году, когда сильный рост з/п сопровождался нулевым ростом располагаемых доходов).

Снижение процентной ставки поддержит динамику потребительского кредитования, которое в последние годы выступает важным фактором роста потребления.

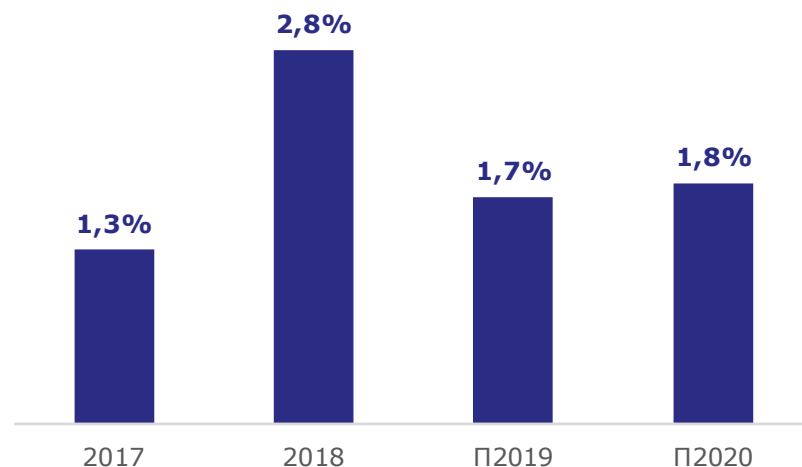
По нашим оценкам, **ускорение роста реальных доходов населения при замедлении кредитования обеспечит расширение конечного потребления в 2020 году.**

**Динамика денежных ресурсов населения**



Источник: Росстат, FrankRG, ПСБ Аналитика & Стратегия

**Динамика розничных продаж, в % г/г**



Источник: Росстат, ПСБ Аналитика & Стратегия

# Риски слабого роста остаются значимыми

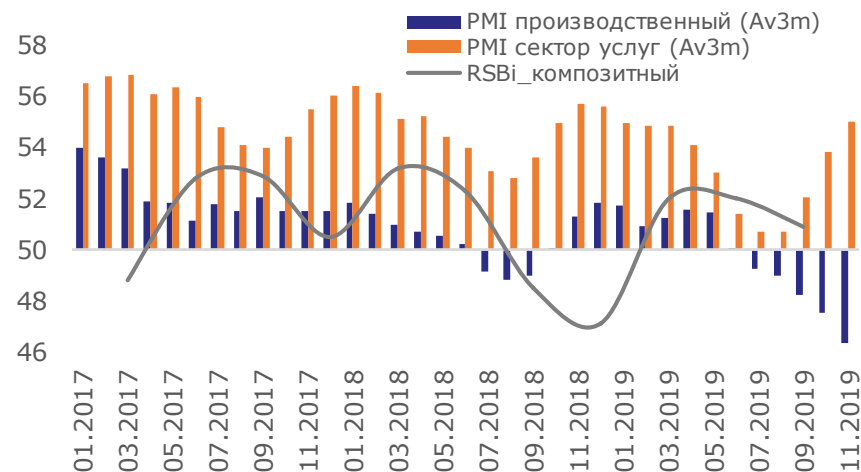
**В начале 2020 года риск низких темпов роста экономики наиболее высок.** Кроме сезонного охлаждения экономической активности, высока вероятность стагнации в промышленности. Наблюдаемые значения индекса PMI сигнализировали с середины 2019 года о возможности потери роста промышленного выпуска. В конце 2019 года этот сигнал отразился в фактических статданных.

**Торможение в промышленности** произошло отчасти из-за эффекта высокой статистической базы в добыче полезных ископаемых. Но, одновременно, несмотря на рост бюджетных трат и розничных продаж, был утерян динамизм и в обработке. **Основные причины – слабость внешнего спроса и недостаточная активность внутреннего.** Очевидно, что ситуация с внешним спросом быстро не нормализуется. Поэтому, поддержание роста в начале года будет зависеть от активности внутренних факторов и сохранения роста в секторе услуг (опережающие индикаторы указывают на высокую вероятность реализации последнего фактора).

**Внутренний спрос, по нашим оценкам, будет расти.** Но, существует риск повторения сценария начала 2019 года, когда низкая ритмичность бюджетных расходов привела к консолидации финансовых ресурсов на бюджетных счетах, что ограничило внутренний спрос (особенно инвестиционного).

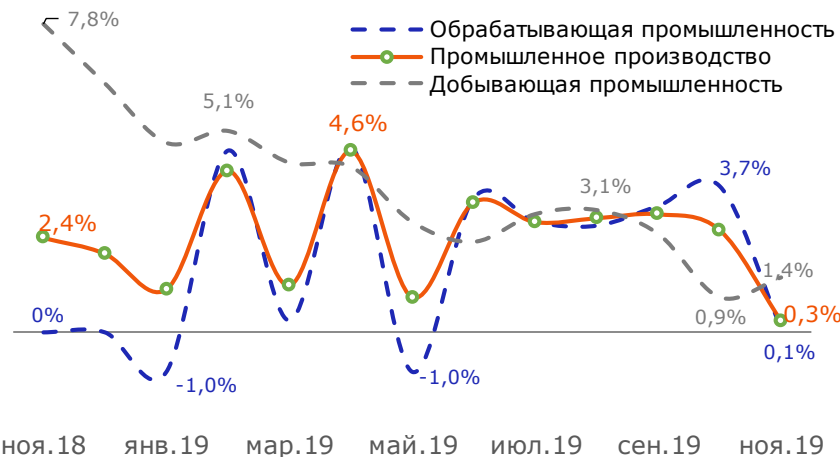
**Меры монетарного стимулирования должны поддержать внутренний спрос** - за последние полгода процентные ставки были заметно снижены; смягчены регуляторные условия для кредитования корпораций. Кроме того, мы ждем устранения проблем с ритмичностью госрасходов. Таким образом мы прогнозируем, что **рост в промышленности сохранится, но замедлится (в 2020 году +1,7%, после +2,2% в 2019 году).**

## Опережающие индикаторы экономической активности



Источник: Refinitiv, ПСБ Аналитика & Стратегия

## Динамика основных компонентов промпроизводства



Источник: Росстат, ПСБ Аналитика & Стратегия

# Ценовой фактор позволяет использовать стимулы

Слабость внешнего и внутреннего спроса привела к снижению уровня инфляции в России в 2019 году.

**Инфляция заметно отклонилась от базового прогноза и таргета ЦБ.** В значительной мере, слабость спроса была обусловлена затянувшейся политикой бюджетной консолидации. Для стимулирования экономической активности Банк России в середине года запустил цикл снижения ключевой ставки. С июня по декабрь 2019 года ставка была снижена на 1,5 п.п. до 6,25%. Только в конце 2019 года был констатирован переход бюджета к стимулирующей политике. Несмотря на принятые меры, на конец года уровень потребительской инфляции останется значительно ниже таргета ЦБ – по прогнозу около 3,1%.

Индекс цен производителей с середины года находится в отрицательной зоне. Дефляция на глобальных сырьевых рынках привела к снижению внутренних цен экспортеров, а затем распространилась на отрасли ориентированные на внутренний рынок. **Дефляционный сценарий в промышленности распространится на большую часть 2020 года.**

В потребительском сегменте также прогнозируются низкие показатели инфляции в 2020 году. В 1 квартале инфляция опустится ниже 2,5%, а все первое полугодие – ниже 3%. На конец 2020 года инфляция составит 3,4%.

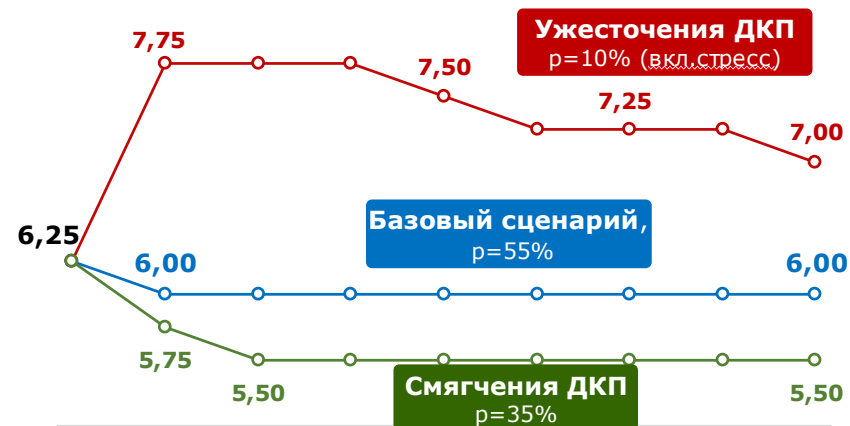
В этих условиях **Банк России, с высокой вероятностью, продолжит снижение ключевой ставки.** По нашим оценкам, есть потенциал снижения ставки до **6%-5,5%**. Стимулирующая бюджетная политика, которая по плану властей будет набирать обороты (в т.ч. «распечатка» ФНБ), также уместна и не создаст риски для макроэкономической стабильности. Бюджетный и монетарный стимулы должны способствовать ускорению роста ВВП в 2020 году.

## Динамика инфляции



Источник: Росстат, ПСБ Аналитика & Стратегия

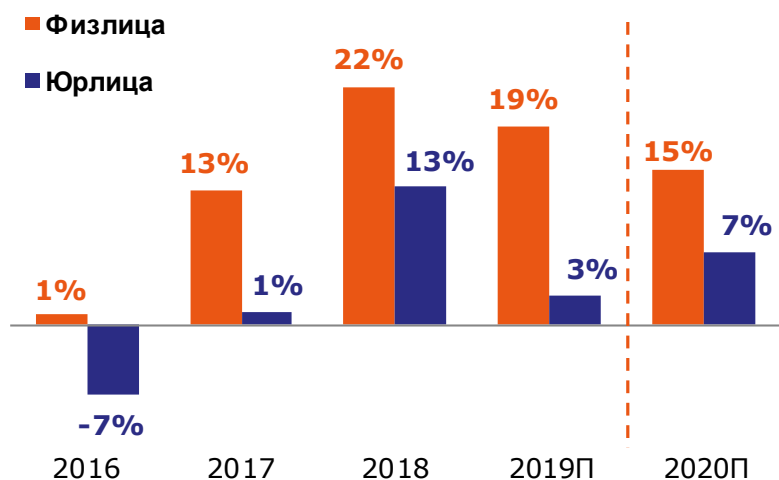
## Сценарный прогноз ключевой ставки



янв 20 апр 20 июл 20 окт 20 янв 21 апр 21 июл 21 окт 21 янв 22  
Источник: ПСБ Аналитика & Стратегия

# Банковская система 2020: ускорение роста портфелей ЮЛ и торможение – ФЛ

## Рост кредитного портфеля г/г, %



Источник: ЦБ РФ, Прогноз ПСБ Аналитика & Стратегия

## Рост клиентских средств г/г, %



Источник: ЦБ РФ, Прогноз ПСБ Аналитика & Стратегия

**Кредитование ЮЛ** в 2019 году замедлилось до 3%, как на фоне рекордных размещений на долговом рынке, так и за счет переоценки валютных портфелей. **В 2020 г. ждем ускорения кредитования ЮЛ до 7%** за счет более комфортных условий (снижение ставки ЦБ до 6%, коэффициентов риска по ссудам с 01.01.2020 г.).

**Рост кредитного портфеля ФЛ** по итогам 2019 г. также замедлился – до 19% за счет регуляторных мер ЦБ, а также сделкам секьюритизации. В 2020 г. торможение продолжится до 15% на фоне высокой базы, а также сохранения эффекта повышенных коэффициентов риска по необеспеченным ссудам и предельного уровня долга заемщиков.

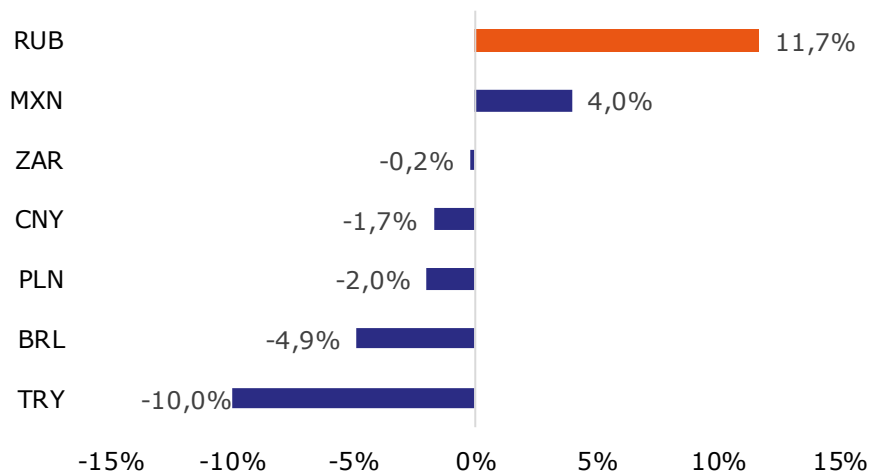
**Рост средств ЮЛ** в 2019 г. снизился до 10% на фоне сдерживания госрасходов и валютной переоценки. При этом продолжилась тенденция замещения пассивов клиентов средствами Росказны. **В 2020 г. ждем некоторого ускорения роста пассивов ЮЛ – 11%**, однако рост бюджетных расходов (в т.ч. по нацпроектам) будет сдерживаться снижением привлечения от Минфина.

**Прирост средств ФЛ** в 2019 г. замедлится до 8%; по итогам 2020 г. ждем дальнейшего замедления роста до 5,0%. Основными факторами торможения выступает опережающее снижение ставок по рублевым депозитам и еще более агрессивное снижение – по валютным (особенно в евро), а также частичный отток средств ФЛ на фондовый рынок.

**Прибыль по системе за 11М19 г. составила 1,87 трлн. руб.**, в т.ч. 1,6 трлн. руб. без учета корректировок МСФО9. По итогам 2019 г. прибыль (без учета корректировок) составит порядка 1,7 трлн. руб. (+30% г/г). В 2020 г. рост прибыли замедлится до 10%–15% на фоне охлаждения рынка розничного кредитования и сужения маржи банков.

# В 1П ждем умеренного укрепления рубля, во 2П - ослабления

Динамика валют ЕМ с начала года по 17 дек., %



Источник: Bloomberg, ПСБ Аналитика & Стратегия

Прогноз динамики пары доллар/рубль



Источник: Bloomberg, ПСБ Аналитика & Стратегия

С начала года по состоянию на 17 дек. 2019 г. российский рубль прибавил против доллара **11,7%**, 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 и уходу санкционных рисков.

При ценах на нефть марки Brent вблизи 65 долл./барр. и текущем уровне ключевых макропоказателей равновесным курсом для рубля считаем диапазон 64-65 руб./долл. Соответственно, **на конец 2019 года, с нашей точки зрения, курс рубля переоценен.**

В 1П следующего года видим перспективу продолжения укрепления рубля на фоне сезонно сильного счета текущих операций. К середине второго квартала ожидаем ухода пары доллар/рубль к нижней границе диапазона 60-62 руб./долл. в среднемесячных значениях. В середине года сезонность текущего счета может начинать оказывать негативное влияние на рубль, и на этом фоне ожидаем возобновления ослабления рубля.

**В 2020 г. ожидаем среднегодовой курс доллар/рубль на уровне 64-65 руб./долл.**

**Размер санкционной премии в рубле на декабрь 2019 г. оцениваем близким к нулю**, что может привести к росту волатильности в случае возобновления актуальности санкционной истории. В базовом сценарии не закладываем введение жестких санкций (санкций на рублевый госдолг РФ или внесения в SDN-список крупнейших российских банков) в следующем году.

Сценарии и прогнозы на 2019г.

Мировая экономика

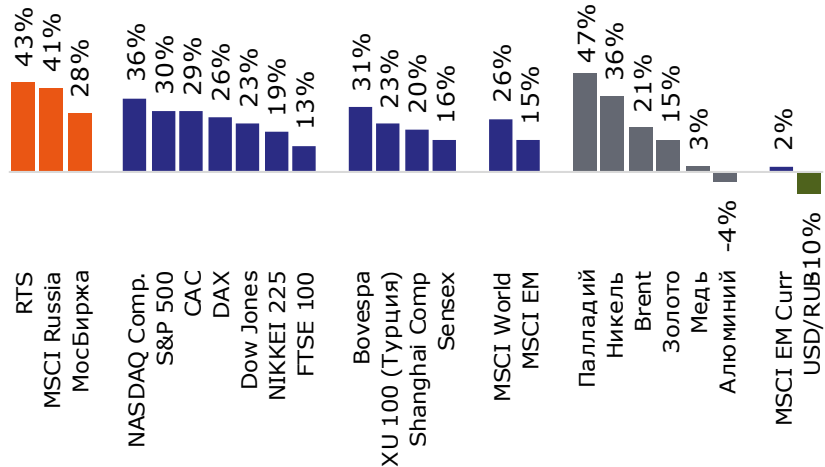
Монетарная политика и глобальные рынки капитала

Товарные рынки

Российская экономика

**Российский рынок акций и облигаций**

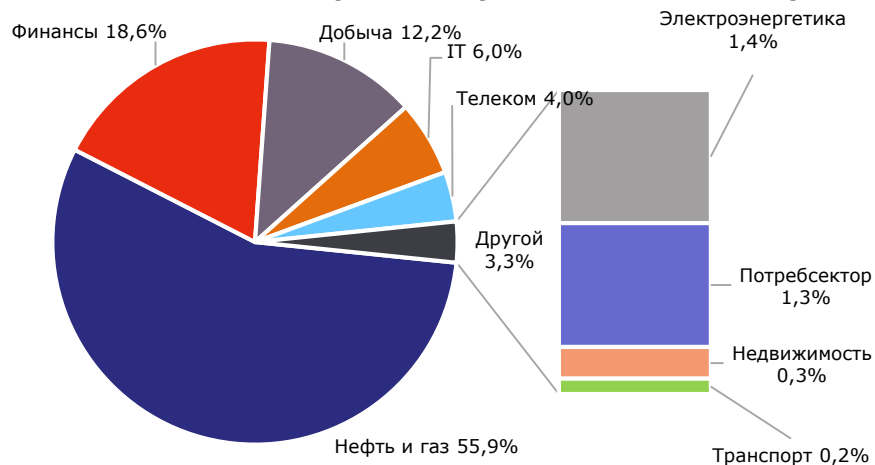
## Динамика мировых индексов и сырья в 2019г.



Источник: Bloomberg, ПСБ Аналитика & Стратегия

\* Данные по состоянию на 20 декабря 2019г.

## Вклад отдельных отраслей в рост индекса МосБиржи



Источник: ПСБ Аналитика & Стратегия

Прошедший год для российского фондового рынка выдался успешным. Индекс МосБиржи проявил устойчивость перед внешними шоками, а внутренние события позволили достичь новых исторических максимумов.

Учитывая структуру индекса МосБиржи, **наибольший вклад в результат внес нефтегазовый и финансовый сектор, а также добыча**. 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, как и сектор телекоммуникаций и ИТ. В аутсайдерах – транспорт, недвижимость и завершивший год снижением сектор металлургии.

## Динамика отраслевых индексов РФ

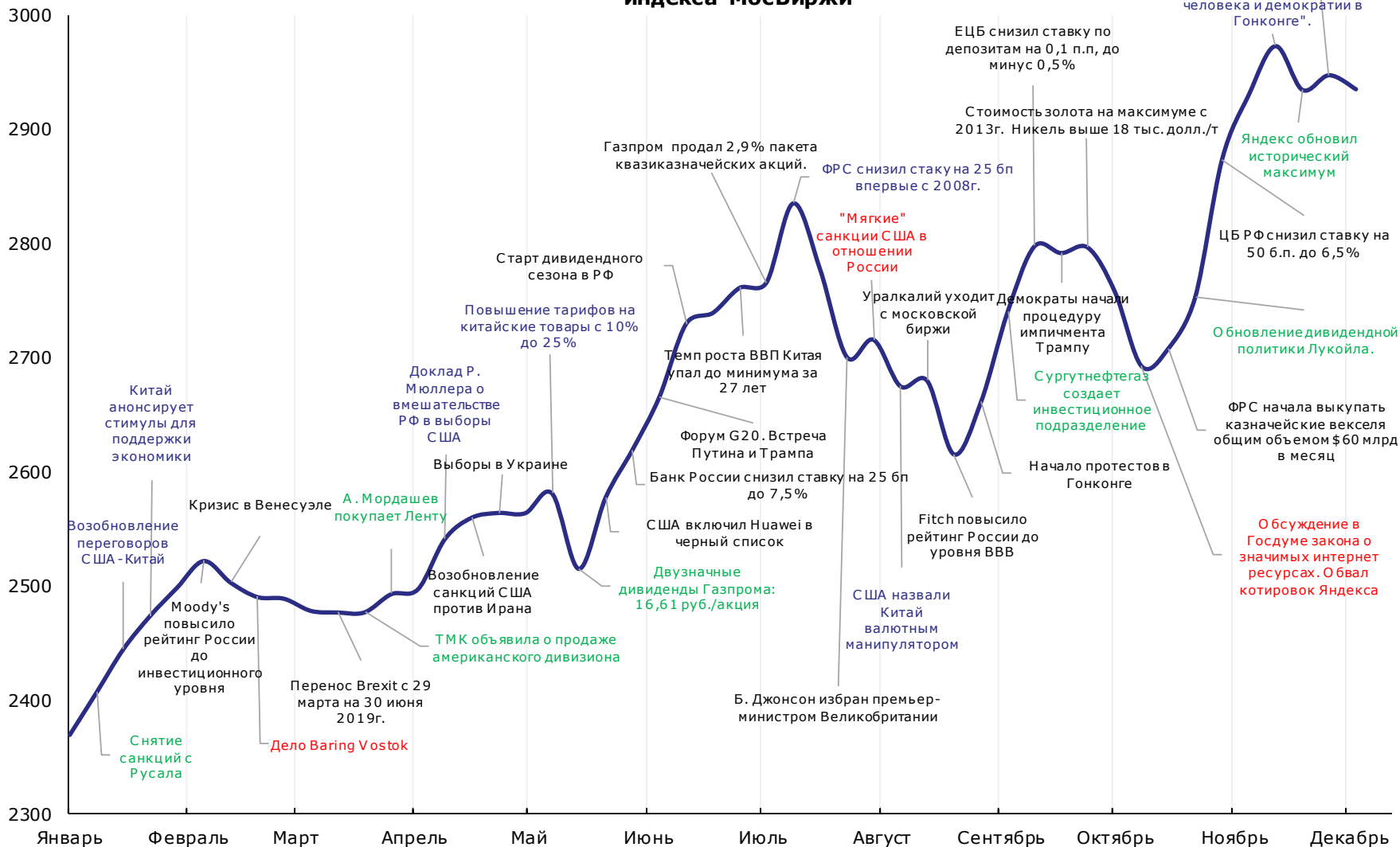


Источник: Bloomberg, ПСБ Аналитика & Стратегия

# Ключевые события российского рынка акций

В 2019г. индекс МосБиржи реагировал главным образом на внутренние события, где наиболее значимыми стали высокие дивиденды Газпрома. Внешние шоки касались темы антироссийских санкций и торгового противостояния между США и Китаем. При этом позитива добавил курс ключевых центральных банков на смягчение монетарной политики, поддержанный и Банком России.

Ключевые внешние и внутренние события на российском рынке акций и динамика индекса МосБиржи





	Лидеры		Аутсайдеры	
Нефть и газ	Сургутнефтегаз, о	78%	ТМК	-4%
	Газпром	63%	Башнефть, п	-4%
	Татнефть, п	45%	Сургутнефтегаз, п	-4%
Металлургия и добыча	Норникель	48%	Распадская	-19%
	Полиметалл	33%	Алроса	-18%
	Полюс	30%	Мечел, о	-15%
Финансы	QIWI	39%	Сафмар	-14%
	Мосбиржа	37%	МКБ	16%
	ВТБ	36%	БСПБ	17%
Электроэнергетика	ОГК-2	105%	Энел Россия	-10%
	Россети, о	69%	Иркутскэнерго	-3%
	ТГК-1	69%	МРСК Центра	5%
	Ленэнерго	32%	Юнипро	6%
Потребсектор	М. Видео	44%	Соллерс	-33%
	X5	28%	Русагро	-21%
Прочие	АФК Система	88%		
	Яндекс	38%		
	МТС	28%		

Источник: Bloomberg

\* Данные по состоянию на 20 декабря 2019г.

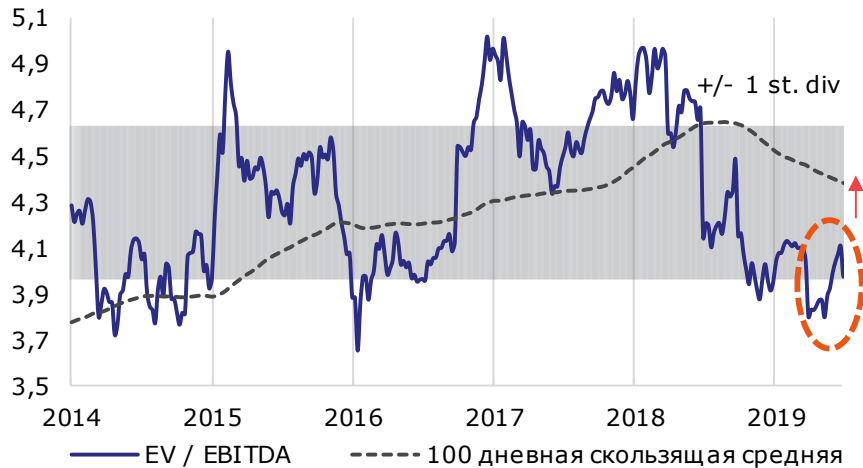
- Мы считаем, что в 2020г. фактор дивидендов по-прежнему будет оказывать поддержку российскому рынку и делаем ставку на сегмент электроэнергетики.
- В выгодном положении на фоне неплохой конъюнктуры рынка сырья будет находиться Норникель.
- Внешний фон, учитывая санкционную угрозу и не решенный конфликт США-Китай, окажет давление, но внутренние факторы в том числе в виде корпоративных событий способны нивелировать негатив.

Мы выделяем несколько ключевых факторов, которые двигали котировки российских бумаг в течение года.

- Сообщения о росте дивидендных выплат.** Этот фактор позволил взлететь Газпрому, вытянувшему за собой и весь рынок. При относительно крепком курсе рубля «выстрелили» акции из сектора электроэнергетики. Здесь стоит также отметить Лукойл, МТС, ВТБ и М. Видео. Обратную ситуацию мы наблюдали в привилегированных акциях Башнефти, которые разочаровали инвесторов.
- Конъюнктура сырьевых рынков.** Золотодобытчики воспользовались скачком цен на ключевой актив. Из сектора цветной металлургии на фоне роста котировок никеля и палладия выстрелить смог Норникель. Нефтяные котировки оказались стабильными, что поддержало фишки нефтегазового сектора. Однако снижение цен на сталь и уголь при замедлении китайской экономики не способствовали покупкам акций сталелитейных компаний.
- Динамика внешних рынков.** Благодаря в том числе росту индекса Nasdaq и несмотря на обсуждения в Госдуме ограничительных законодательных актов хорошо себя чувствовали Яндекс и QIWI. Ослабление санкционной угрозы сыграло в плюс акциям финсектора (Сбербанк).
- Сильный финансовый результат и корпоративные события.** Здесь отметим X5 Retail Group, а также активную фазу восстановления в акциях АФК Система. Особняком стоит Сургутнефтегаз, который отреагировал на вероятность создания инвестиционного подразделения. В ожидании финализации сделки при слабых финрезультатах провел год ТМК.

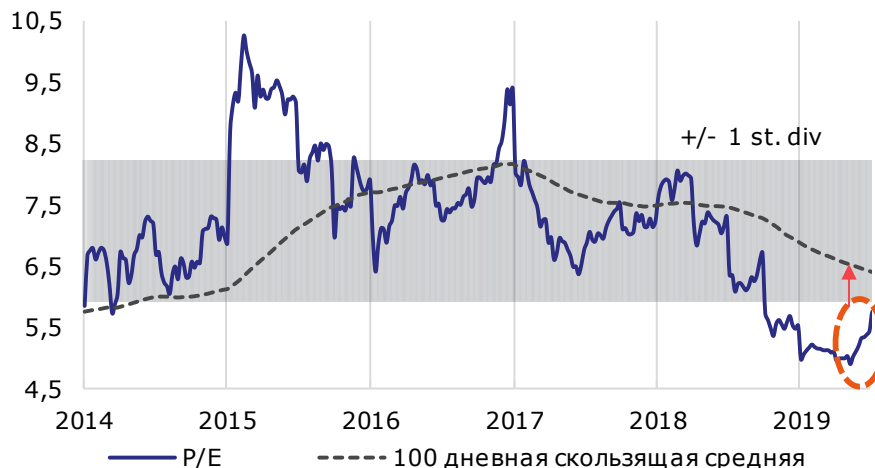
# Рыночные метрики

**Индекс МосБиржи по EV/EBITDA стремится к среднему**



Источник: Bloomberg, ПСБ Аналитика & Стратегия

**Индекс Мосбиржи по P/E ниже своих исторических оценок**



Источник: Bloomberg, ПСБ Аналитика & Стратегия

**Российский фондовый рынок по-прежнему выглядит дешево** относительно своих же оценок в прошлом, что при отсутствии избыточной премии за риск указывает на его фундаментальную недооцененность. Недооценка в свою очередь обусловлена низкими темпами роста прибыльности компаний и превалярованием в структуре индекса МосБиржи циклических компаний.

В 2019г. рост рынка был достигнут за счет улучшения финансовых показателей, которые могут замедлиться, что приведет возвращение оценок к средним уровням. Таким образом, исходя из наших прогнозов динамики валютного курса и вероятного снижения EPS в 2020г. **видим потенциал для роста мультипликатора P/E к 6,5х.**

При этом сравнительный мультипликатор EV/EBITDA по отраслевым индексам российского рынка за исключением финансов и транспорта, вероятно, приблизится к своим максимальным за пять лет уровням.

**Прогнозный мультипликатор EV/EBITDA\* по отраслям в РФ**  
значение на декабрь 2019



Источник: Bloomberg, ПСБ Аналитика & Стратегия

## Спред доходности облигаций и див. доходности акций



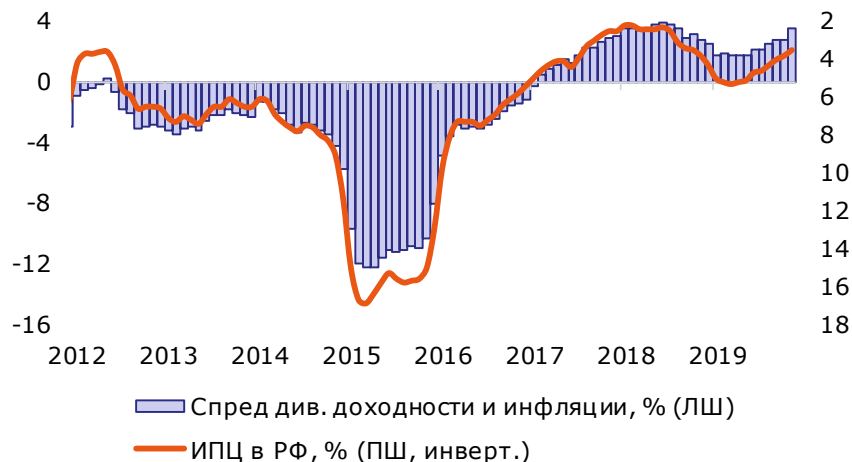
Источник: Bloomberg, ПСБ Аналитика & Стратегия

Сравнивая дивидендную доходность и доходность облигаций различной длины, **рынок акций в текущих условиях являются более привлекательным инструментом для инвесторов.** Так, на конец 3 кв. ожидаемая дивидендная доходность индекса Мосбиржи, согласно консенсусу Bloomberg, составляет около 6,38%, что на 63 б.п. превышает доходность 2-х летних ОФЗ. Учитывая наши ожидания по снижению доходности ОФЗ и восстановление див. доходности в район 7% годовых, спред будет расширяться.

Также отметим существенное снижение уровня инфляции с 2017г., которое позволяет получать более высокий чистый процентный доход.

За 2019 год показатель доходности прибыли (Earnings Yield) российского рынка по индексу Мосбиржи снизился и остается вблизи средних значений.

## Спред дивидендной доходности и инфляции в РФ



Источник: Bloomberg, ПСБ Аналитика & Стратегия

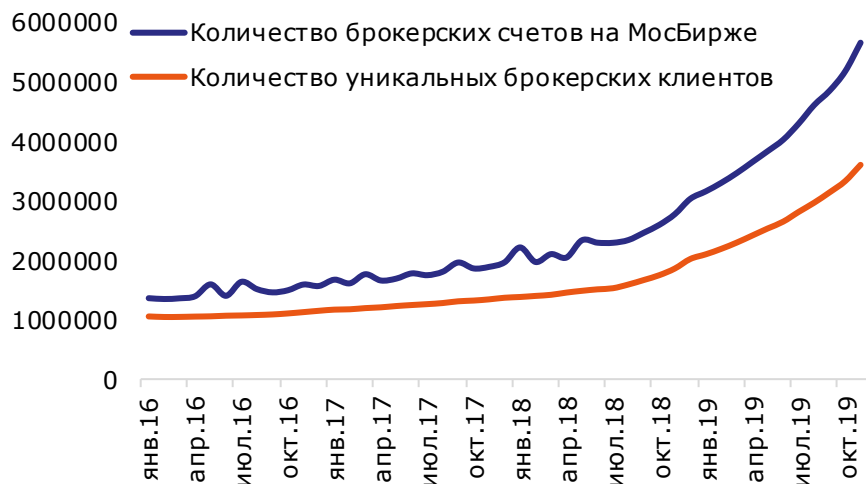
## Российский рынок сокращает потенциал по Earnings yield



Источник: Bloomberg, ПСБ Аналитика & Стратегия

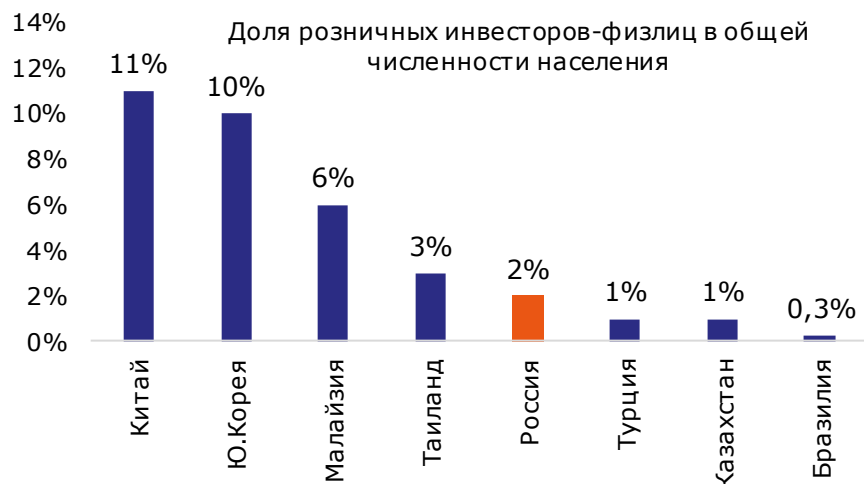
# Приток физлиц на рынок может оказывать дополнительную поддержку

## Количество брокерских счетов на МосБирже



Источник: Московская биржа, ПСБ Аналитика & Стратегия

## Популярность финрынка среди населения



Источник: ПСБ Аналитика & Стратегия

**Тенденция к снижению общего уровня ставок в экономике способствует росту притока физлиц на финансовый рынок.** На конец ноября 2019 г. общее число брокерских счетов на Московской бирже составляло 5,66 млн (98% из которых – физлица), из них 3,59 млн. – уникальные клиенты. Рост общего количества брокерских счетов и уникальных счетов за первые 11 мес. 2019 г. составил 86% и 79% соответственно.

**Отдельно росту интереса граждан к финансовому рынку способствует функционирование системы ИИС.** В декабре 2019 г. Московская биржа сообщила об открытии 1,5-миллионного ИИС. По данным Банка России, на конец 3 кв. 2019 г. объем активов граждан на ИИС составлял 144 млрд руб.

При этом текущая доля розничных инвесторов в общей численности населения в РФ находится на сравнительно невысоком уровне - чуть более 2%, что заметно уступает ряду других развивающихся стран. Потенциал увеличения популярности финансовых рынков среди населения РФ сохраняется.

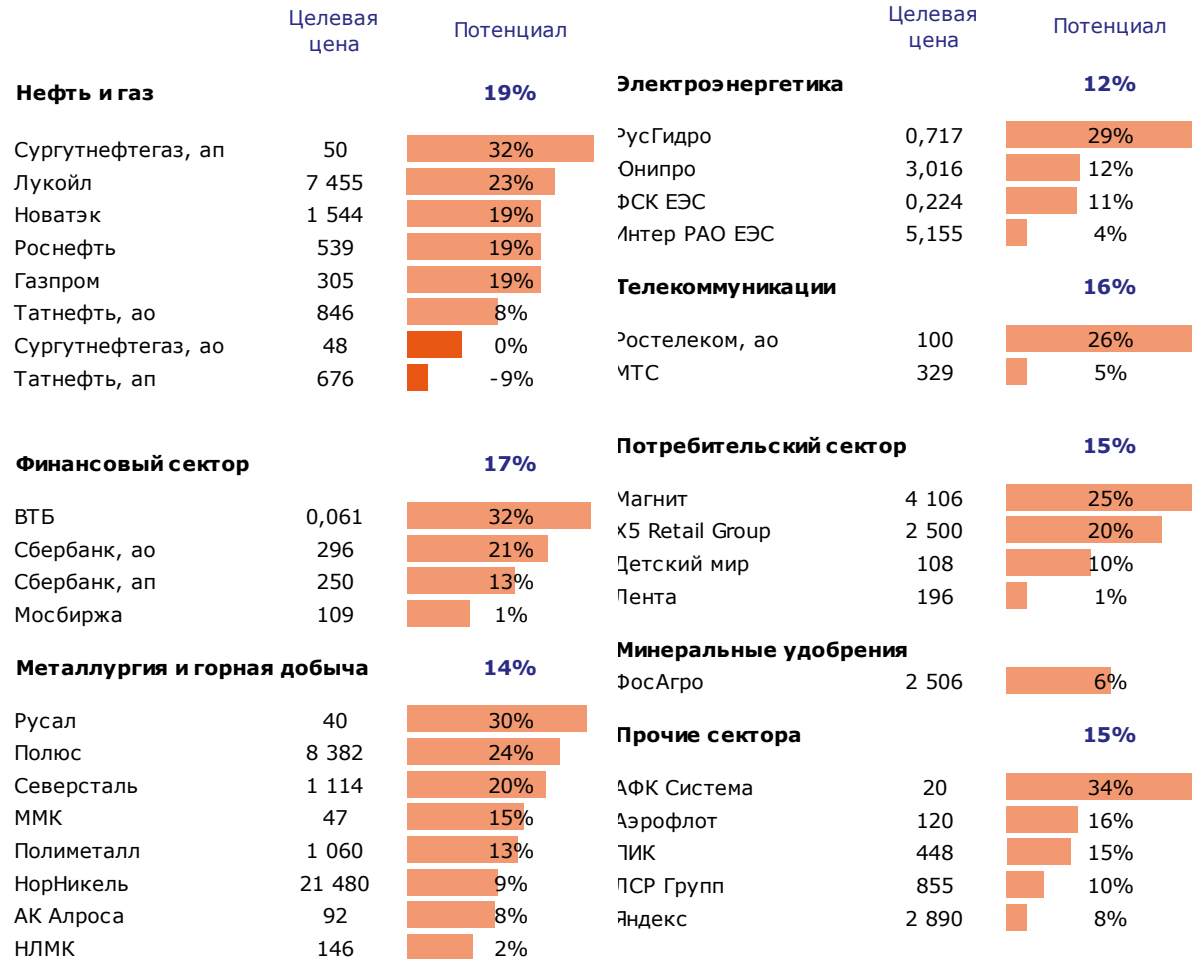
**Мы полагаем, что по мере снижения ключевой ставки в РФ и ставок по депозитам тенденция к притоку физлиц на финансовый рынок будет сохраняться.** В среднесрочной перспективе приток новых участников – позитивный фактор для рынка.

# Фундаментальный потенциал

Индекс МосБиржи

**3494 пункта**

**+16%**



\* Потенциал роста рассчитан на основт оценок ПСБ Аналитика & Стратегия по состоянию на 20 дек. 2019г.

За счет пересмотра целевых цен по «весовым» бумагам **Лукойлу** и **Газпрому** текущая полная фундаментальная стоимость индекса МосБиржи повышена с **3294 до 3494 пунктов.**

Мы также пересмотрели вверх целевые уровни по подросшим **АФК Система, Норильскому никелю** и **Ростелекому.**

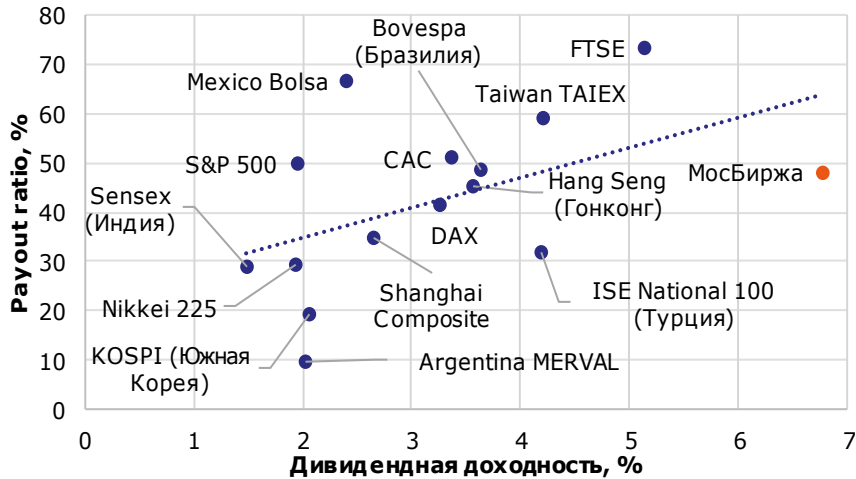
Нашими фаворитами по потенциалу роста остаются: **Полюс, Сбербанк, ВТБ, АФК Система, РусАл.**

Слабая динамика металлургического сектора сохранится, поэтому целевая цена по акциям сталелитейщиков была пересмотрена вниз.

Если смотреть на отраслевой разрез индекса МосБиржи, то в нашем сценарии потенциал роста сохраняет нефтегазовый сектор и отдельные бумаги из внутренних секторов и электроэнергетики. Растить могут и сильно недооцененные акции из потребительского сектора: **Магнит** и **X5 Retail Group.**

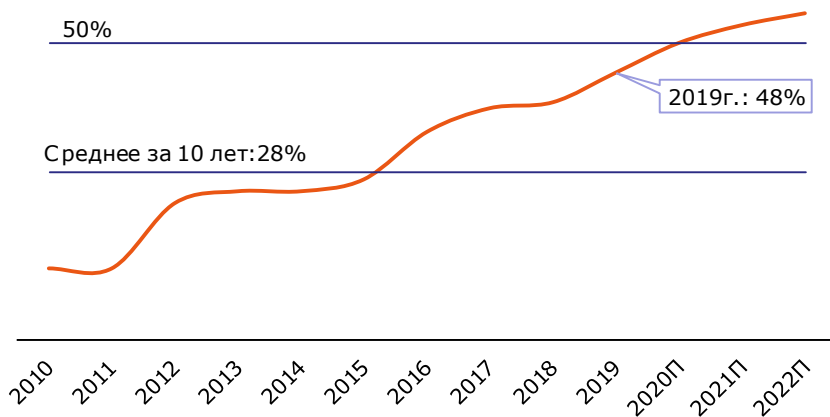
# Фактор дивидендов

Связь дивидендной доходности и Payout ratio на мировых рынках



Источник: Bloomberg, ПСБ Аналитика & Стратегия

Долгосрочный взгляд на динамику Payout ratio индекса МосБиржи



Источник: ПСБ Аналитика & Стратегия

**Российский рынок по уровню дивидендной доходности продолжает выглядеть привлекательно относительно развитых и развивающихся стран.** Этот фактор мы рассматриваем как важнейший для привлечения инвесторов и сдерживания негативных тенденций в случае масштабной коррекции на внешних рынках.

**По нашим оценкам, уровень дивидендной доходности будет оставаться стабильным** на горизонте ближайших лет (район 7% годовых). Также мы видим потенциал по росту доли выплат в качестве дивидендов, который на данный момент находится на максимальных исторических уровнях.

Основываясь на наших оценках по динамике чистой прибыли и FCF на 2020г. мы выделяем для себя ряд бумаг, которые способны обеспечить двухзначную дивидендную доходность. Среди них на первый план выходят акции из внутренних секторов, рост финансовых показателей которых транслируется в увеличение выплат акционерам. Из циклических бумаг выделяются Норникель и ММК, благодаря изменению политики и ценам на нефть привлекательным выглядит и Лукойл.

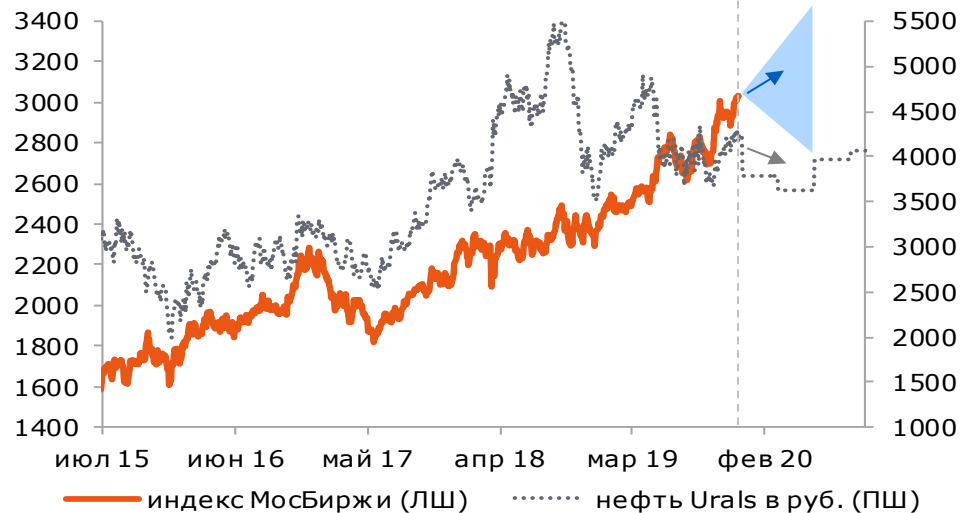
## Топ дивидендные идеи на 2020г.

Нефть и газ	Потребсектор
Лукойл	Детский мир
Татнефть	Металлургия и добыча
Газпром нефть	Норникель
Финансы	ММК
Сбербанк, п	Электроэнергетика
Телеком	Юнипро
МТС	Девелопмент
	ЛСР

\* Ожидаемая доходность более 10% по текущим котировкам бумаг

# Более позитивно смотрим на индекс МосБиржи

Прогноз по индексу МосБиржи и рублевой нефти



Источник: Reuters, ПСБ Аналитика & Стратегия

**Индекс МосБиржи в четвертом квартале сумел не только продолжить обновление исторических максимумов, но и преодолел отметку в 3000 пунктов.** Развитие позитивного сценария на российском рынке было подкреплено в первую очередь крайне позитивными настроениями на мировых рынках, выразившимися в уходе российских CDS на минимальные с 2007 года уровни, заметно более крепкой, чем мы ожидали, стоимостью нефти, а также корпоративными новостями, еще более укрепившими привлекательный дивидендный профиль рынка, выгодно отличающий Россию от большинства рынков EM.

**В базовом сценарии мы видим потенциал роста индекса МосБиржи в 2020 году до 3310 пунктов.** Во-первых, мы ждем ускорения роста экономики РФ, хотя и в условиях придавленности инфляционных процессов. Во-вторых, рынок остается заметно недооцененным (по нашей текущей оценке, справедливая стоимость рынка составляет 3494 пункта) и имеет потенциал для увеличения дивидендных выплат, в т.ч. за счет ряда «фишек» (Газпром, Сбербанк, Лукойл). В-третьих, мы рассчитываем, что замедление мировой экономики будет плавным и сегментным (будет происходить за счет развитых стран), а политика ведущих ЦБ позволит избежать финансовых шоков, что позволяет ожидать сохранения высокого интереса к развивающимся рынкам и российскому, в особенности. Причем дивидендный характер нашего рынка и корпоративные истории способны сфокусировать спрос в «голубых фишках» и дивидендных историях внутренних секторов.

**Негативный сценарий (цель по индексу МосБиржи: 2750 пунктов):**

Спад эйфории на мировых рынках и/или введение «жестких» санкций перед президентскими выборами в США приведет к росту страновой премии и доллара и спаду дивидендных ожиданий на 2021 г. Дисконт к справедливой оценке может превысить 20%.

**Позитивный сценарий (цель по индексу МосБиржи: 3580 пунктов):**

Более уверенный рост мировой и российской экономики, с сохранением эйфории на мировых рынках и заметно более крепким рублем, еще больше подчеркивающими привлекательность российского рынка, позволят рынку войти в зону эйфории.

## Тенденции в отрасли

Ключевые российские нефтегазовые компании смотрятся выгодно относительно аналогов с развитых и развивающихся рынков как на операционном, так и на финансовом уровнях.

Можно отметить и комфортную долговую нагрузку, высокую рентабельность, стабильный денежный поток, высокие дивиденды. Капзатраты сектора высокие, однако большая часть приходится на масштабную инвестпрограмму Газпрома, направленную в т.ч. на развитие ключевого проекта Сила Сибири.

2019 год сложился неблагоприятно с точки зрения долларовых цен на нефть и газ, однако компании смогли заработать на девальвации рубля и экономии на налогах за счет измененного демпфирующего механизма. Отдельно отметим сохраняющийся высокий уровень дивидендных выплат в отрасли.

## Ключевые события

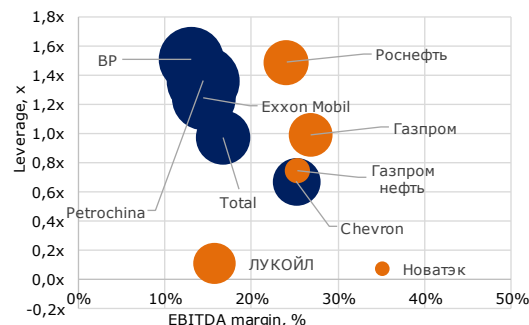
Введение обратного акциза на нефть (демпфирующий механизм) в начале года было сопряжено со сложностями адаптации к рыночным реалиям, однако корректировка позволила компаниям заработать.

Переход к новой дивидендной политике – Газпром (50% от прибыли по МСФО в 2021 г.) и ЛУКОЙЛ (приоритет дивидендам, а не выкупу своих акций).

## Риски

Основные риски отрасли сопряжены с возможным дальнейшим ухудшением ценовой конъюнктуры и изменениями в сфере налогообложения.

## Положение относительно конкурентов



Источник: Bloomberg; ПСБ Аналитика & Стратегия

Размер шара – Выручка, млрд. долл.

## Средние значения денежных потоков, млн долл.



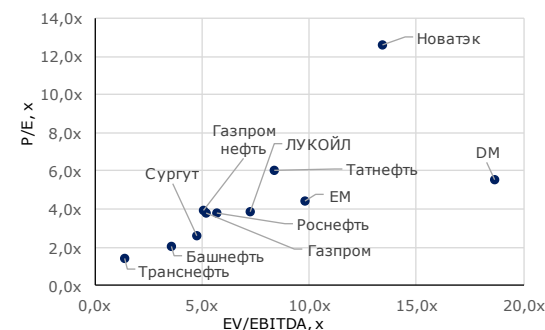
Источник: Bloomberg; ПСБ Аналитика & Стратегия

## Рекомендации

### Газпром

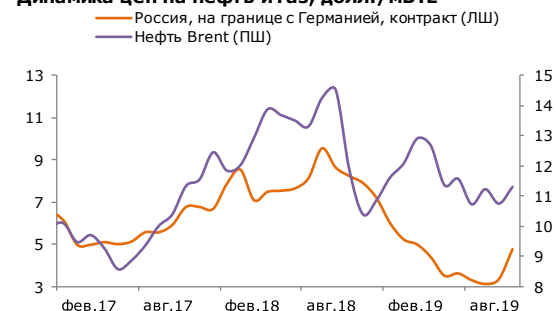
- Согласно новой дивидендной политике, Газпром планирует в течение 3 лет довести коэффициент дивидендных выплат до 50%, благодаря чему дивидендная доходность может превысить 10%.
- Комфортная долговая нагрузка, которая не будет препятствовать уменьшению дивидендных выплат.
- Достаточный для выплат дивидендов акционерам объем FCF и отсутствие дальнейшего наращивания инвестпрограммы.

## Мультипликаторы



Источник: Bloomberg; ПСБ Аналитика & Стратегия

## Динамика цен на нефть и газ, долл./МБТЕ



Источник: Bloomberg; ПСБ Аналитика & Стратегия



# Металлургия

## Тенденции в отрасли

Ключевые российские сталелитейные компании сохраняют конкурентоспособность на операционном и финансовом уровне относительно аналогов. Высокая рентабельность сочетается с низкой долговой нагрузкой, стабильными денежными потоками и высокой дивидендной доходностью.

Прошедший год был неблагоприятным с точки зрения ценовой конъюнктуры, но высокая премия на внутреннем рынке сыграла в плюс, поэтому существенно просел экспорт. Учитывая циклический характер развития отрасли и замедление промышленного производства, финансовые результаты остались на уровне прошлого года или ухудшились, что оказало давление на котировки.

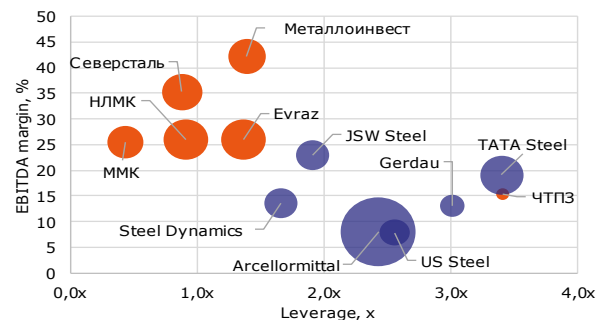
## Корпоративные события

Из отраслевых событий отметим введение пошлин на импорт г/к проката, а также запрет на экспорт лома. В период до 2023г. рост спроса на металлургическую продукцию должна обеспечить реализация Национальных проектов, которые позволят увеличить ежегодный выпуск стали на 4%. Угрозу дивидендам не несут инвест. программы компаний, которые остались без изменения. Из корпоративных событий центральной темой года стала сделка по продаже американского подразделения ТМК.

## Риски

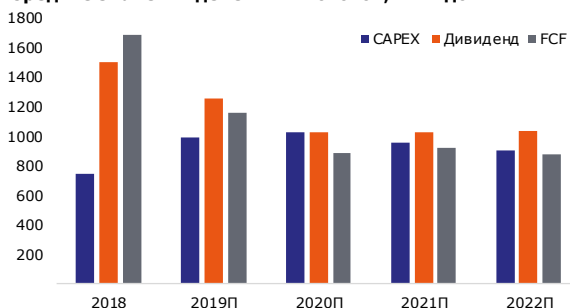
Условия на рынке сырья складываются неплохо, но сырьевой сегмент уже не способен перекрывать по рентабельности стальной. Внешние условия могут негативно повлиять на FCF и скажутся на снижении дивидендных выплат.

## Положение относительно конкурентов



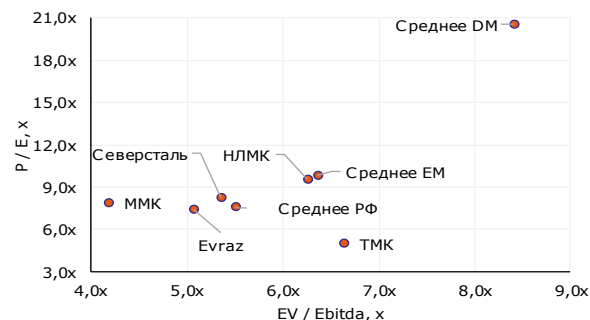
Источник: Bloomberg; ПСБ Аналитика & Стратегия  
Размер шара – Funds from Operation, млрд. долл.

## Средние значения денежных потоков, млн. долл



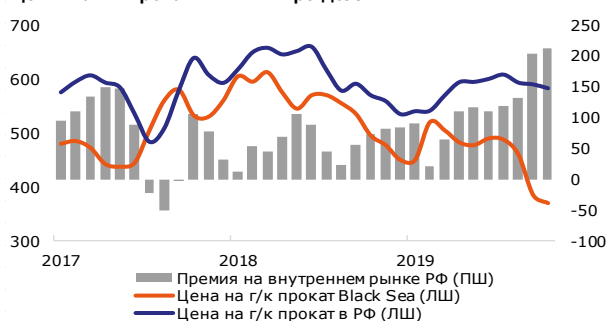
Источник: ММК, НЛМК, Северсталь, Evraz, ПСБ Аналитика&Стратегия

## Мультипликаторы



Источник: Bloomberg

## Цены на г/к прокат в РФ и мире долл./т.



Источник: Bloomberg, Росстат, ПСБ Аналитика & Стратегия

## Рекомендации

### ММК

- Долговая нагрузка самая низкая среди российских металлургов. Объем денежных средств полностью покрывает обязательства.
- Компания движется в направлении увеличения дивидендных выплат акционерам по новой дивидендной политике намереваясь выплачивать 100% FCF при чистый долг/Ebitda < 1,0x (сейчас отрицательный).
- В плюс при низких ценах сырья может сыграть и низкий уровень вертикальной интеграции.
- Выгодно отличает ММК и его высокая экспозиция на внутреннем рынке (90% продаж).

## Тенденции в отрасли

В текущем году Полюс и Полиметалл смогли воспользоваться благоприятной ценовой конъюнктурой на рынке золота, что вместе с выходом на проектные мощности ключевых проектов (Наталка и Кызыл соответственно) позволило повысить финансовые и операционные результаты. Динамика группы промышленных металлов весь год была негативной, за исключением никеля. Рынок алмазов также выглядел слабо, только к концу года нащупав признаки восстановления. Компании продолжают реализовывать программы по оптимизации издержек и повышению операционной эффективности. Сектор (кроме Русала) отличается невысокой долговой нагрузкой и высокой рентабельностью, но лидеры по сравнительным мультипликаторам находятся вблизи средних значений для EM и DM.

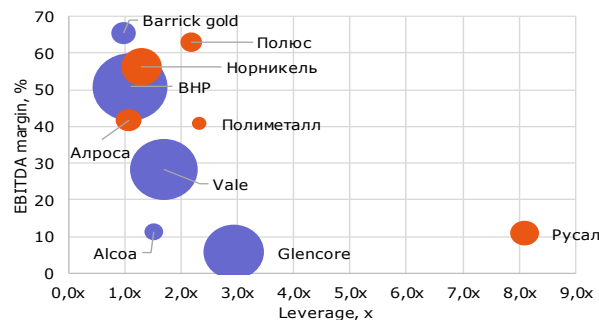
## Корпоративные события

Год был не богат на значимые корпоративные события. Стоит выделить снятие санкций с Русала в начале года и промежуточные дивиденды Норникеля.

## Риски

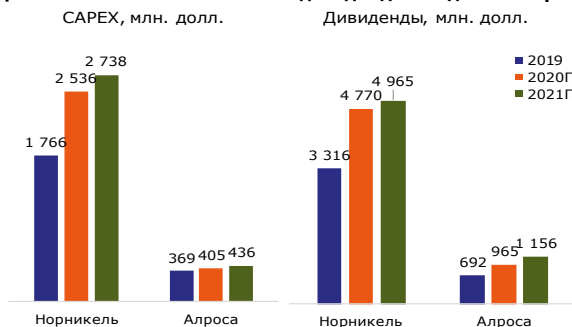
Зависимость от волатильности цен на металлы будет оказывать влияние на результаты компаний и в следующем году.

### Положение относительно конкурентов



Источник: Bloomberg; ПСБ Аналитика & Стратегия  
Размер шара – Funds from Operation, млрд. долл.

### Денежных потоков ключевых дивидендных идей сектора



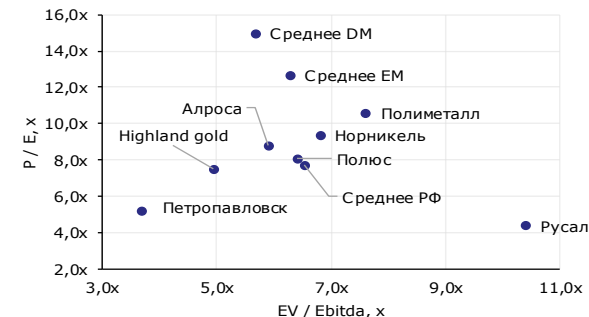
Источник: Bloomberg, ПСБ Аналитика&Стратегия

## Рекомендации

### Русал

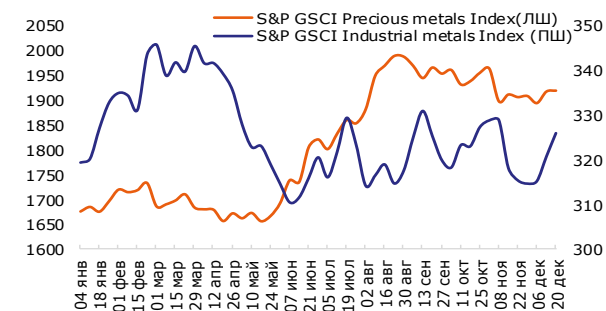
- Доля Русала в капитале Норникеля остается фактором, который обеспечивает финансовую поддержку компании.
- Но снижение цен на алюминий несет негативное воздействие на финрезультаты.
- Акции компании остаются недооцененными относительно масштабов бизнеса и имеют потенциал роста, чему может способствовать сокращение долговой нагрузки.

### Мультипликаторы



Источник: Bloomberg

### Динамика цен на драгоценные и промметаллы



Источник: Bloomberg, ПСБ Аналитика & Стратегия

### Норильский никель

- Диверсификации активов и уникальная сырьевая база.
- Сохранение повышательного тренда в ценах на палладий поддержит финрезультаты.
- Изменение дивидендной политики до 2023г., когда истекает акционерное соглашение, маловероятно.
- Ограничением выступает масштабная инвестиционная программа компании на 2022-2025гг.

## Тенденции в отрасли

Слабая динамика продуктовых розничных продаж вкупе с замедлением инфляционных показателей отчасти из-за стагнирующего спроса населения создают не самые благоприятные условия для сектора. Крупнейшие игроки (X5 Retail Group и Магнит) продолжают активную экспансию и поддерживают темпы роста торговых площадей на двухзначном уровне. При этом темпы роста выручки у обеих компаний растут медленнее темпов роста торговой площади.

В отличие от компаний продуктового ритейла Детскому Миру удается в последние кварталы демонстрировать темпы роста выручки превышающие темпы роста торговой площади, а также заметно более высокие уровни рентабельности по EBITDA.

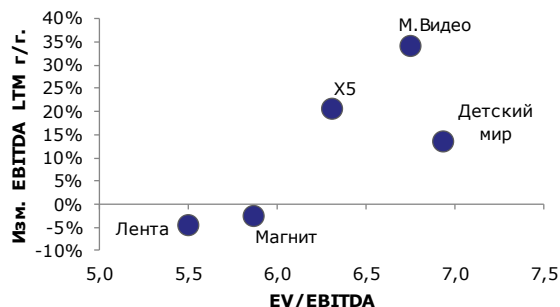
## Корпоративные события

Среди крупнейших компаний сектора в последние кварталы выделяется заметное снижение маржинальности Магнита. Сама компания объясняет это активной распродажей товарных запасов пассивной ассортиментной матрицы и заявляет о том, что большая часть работы в этом направлении уже проведена.

## Риски

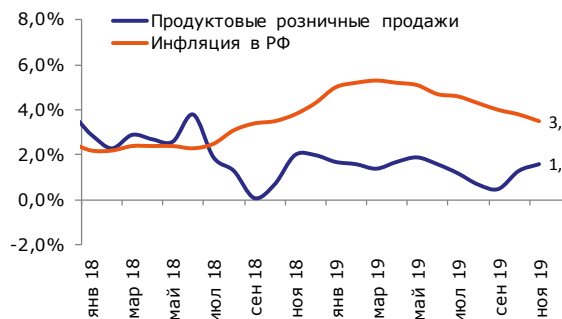
Ключевым риском для сектора остается продолжение стагнации реальных располагаемых доходов населения. Ожидаемое нами умеренное ослабление рубля в следующем году не должно оказывать негативный эффект на финансовые показатели компаний сектора, однако, в случае более сильных колебаний валютного курса условия для сектора могут еще несколько ухудшиться.

Мультипликаторы и темпы роста



Источник: данные компаний, ПСБ Аналитика & Стратегия

Макроусловия для сектора



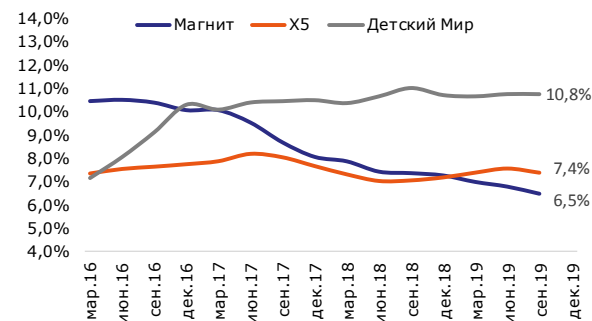
Источник: Росстат, ПСБ Аналитика & Стратегия

## Рекомендации

### Магнит

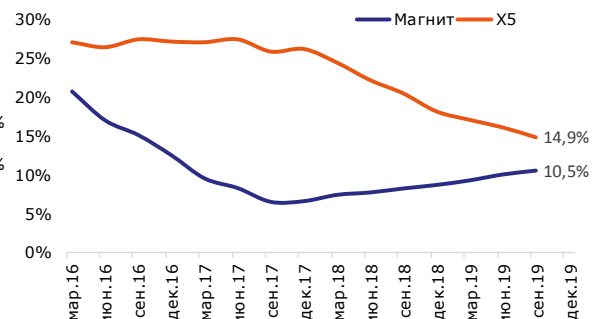
- На данный момент Магнит торгуется с заметным дисконтом по отношению к лидеру рынка (X5 Retail Group), что обусловлено более низкими темпами роста и показателями рентабельности.
- При этом темпы роста выручки компаний постепенно начинают сближаться и вполне могут сравняться в ближайшие кварталы. По словам менеджмента Магнита, большая часть работы по распродажам товарных запасов пассивной ассортиментной матрицы уже проведена, соответственно, ожидаем, что в следующем году рентабельность Магнита будет улучшаться. За счет этого дисконт по EV/EBITDA между компаниями может сокращаться.

EBITDA Margin ритейлеров за последние 12 мес.



Источник: данные компаний, ПСБ Аналитика & Стратегия

Темпы роста выручки лидеров рынка



Источник: данные компаний, ПСБ Аналитика & Стратегия

## Тенденции в отрасли

В 2019 г. Банк России повысил требования к нормативам достаточности собственных средств и ликвидности банков. Это позитивно отразилось на устойчивости сектора. Макроэкономическая конъюнктура позволила банкам в 2019 г. повысить прибыльность. Тем не менее акции крупнейших банков практически не отыграли данные позитивные изменения. В результате дивидендная доходность акций банков выросла.

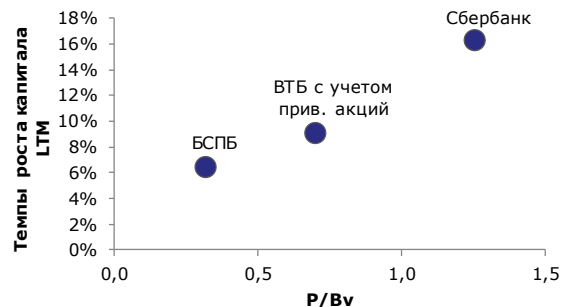
## Корпоративные события

Сбербанк выполняет ключевые показатели стратегии 2018 – 2020. Для юрлиц 100% услуг доступны в цифровых каналах, для физлиц – 83%. Около 40% обращений физлиц обрабатывается чат ботом. Рост кредитного портфеля и средств клиентов соответствует средним темпам в отрасли. Чистая прибыль Сбербанка за 9м2019 г. составила 633 млрд руб., ROE - 21%. Сбербанк сохраняет цель по прибыли на 2020 г. около 1 трлн руб.

ВТБ утвердил в 2019 г. новую 3-летнюю стратегию, которая нацелена на увеличение доли на рынке кредитов ФЛ с 18% до 22%, на рынке депозитов с 14% до 20%. ВТБ планирует сохранить лидерские позиции в корпоративно инвестиционном бизнесе. Запоздалый старт цифровой трансформации ВТБ стремится компенсировать привлечением опытных специалистов и покупкой показавших эффективность технологий. Цель по прибыли на 2022 г. – 300 млрд руб., ROE 15%.

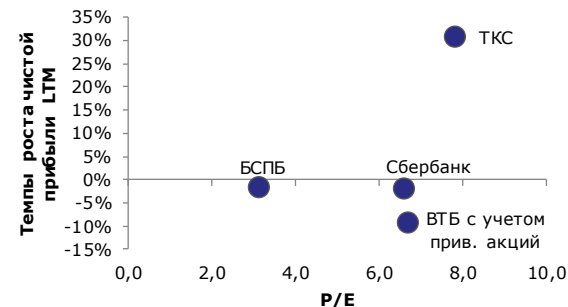
Отмечаем продолжение тенденции к росту доли чистой прибыли, выплачиваемой в качестве дивидендов акционерам Сбербанка и ВТБ. По итогам 2019 г. госбанки планируют направить 50% чистой прибыли на дивидендные выплаты. Данные изменения делают форвардную дивидендную доходность по акциям Сбербанка весьма привлекательной.

Цена и капитал



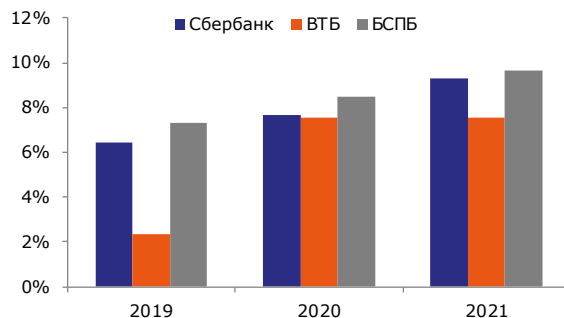
Источник: данные компаний, ПСБ Аналитика & Стратегия

Цена и чистая прибыль



Источник: данные компаний, ПСБ Аналитика & Стратегия

Дивидендность от текущей капитализации



Источник: данные компаний, ПСБ Аналитика & Стратегия

Мультипликаторы и дивидендность

	P/BV	P/E	Div yld
Сбербанк	1,3	6,6	7,7%
ВТБ	0,7	6,7	7,6%
БСПБ	0,3	3,1	8,5%

## Рекомендации

### Сбербанк

- Сбербанк демонстрирует более высокую эффективность и рентабельность по сравнению со средними показателями по российской банковской системе.
- Высокая дивидендная доходность создает базу для продолжения роста котировок акций в следующем году. Наш целевой ориентир по акциям Сбербанка составляет 290 руб.
- За счет более высокой дивидендной доходности мы отдаем предпочтение **привилегированным акциям**.

### ВТБ

- ВТБ в сравнении со Сбербанком с одной стороны смотрится недооцененным, однако его финансовые показатели характеризуются большей волатильностью, а методика расчета дивидендов на акцию вносит дополнительную неопределенность.

## Тенденции в отрасли

Электроэнергетика является консервативным сектором экономики. Мощности в отрасли избыточны, что необходимо для стабильной работы энергетической системы и удовлетворения пикового спроса потребителей. Спрос на электроэнергию обусловлен потребностями экономики и погодными условиями (температурой наружного воздуха). По итогам 2019 года потребление электроэнергии в целом по России вырастет на 0,4% г/г, что обусловлено слабой экономической динамикой.

Цены на электроэнергию на оптовом рынке (РСВ) в первой ценовой зоне в основном находились в диапазоне 1200-1400 руб./МВт\*ч, но во второй ценовой зоне во втором полугодии наблюдалось падение цен на электроэнергию от годовых максимумов на 65%, что связано со снижением цен на уголь и как следствие привело к снижению издержек ТЭС.

## Корпоративные события

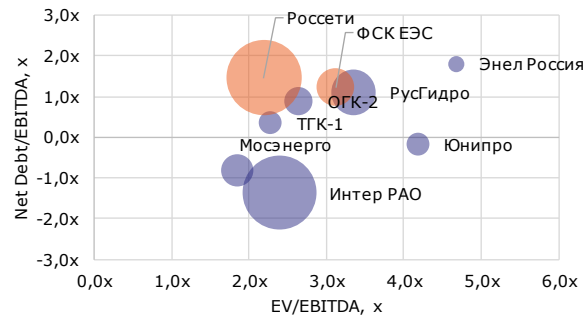
Основные корпоративные события связаны со сделками M&A. В секторе наблюдается консолидация угольных генерирующих активов Сибирской генерирующей компанией (СГК), которая приобрела Рефтинскую ГРЭС (Свердловская обл.) у Энел России. Собственники СГК также приобрели Приморскую ГРЭС (Приморский край) у РусГидро и Красноярскую ГРЭС у ОГК-2.

Отдельно отметим принятие новой дивидендной политики РусГидро, которая повысила предсказуемость дивидендных выплат (50% от чистой прибыли по МСФО, но не ниже среднего значения выплат за последние три года).

## Риски

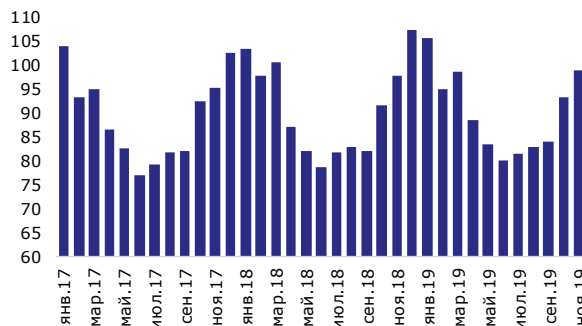
Основным макро риском является замедление темпов роста экономики и как следствие снижение потребности в электроэнергии.

Мультипликаторы



Источник: Bloomberg, ПСБ Аналитика & Стратегия  
Размер круга - выручка

Выработка э/э в России, млрд кВт\*ч



Источник: Bloomberg, ПСБ Аналитика & Стратегия

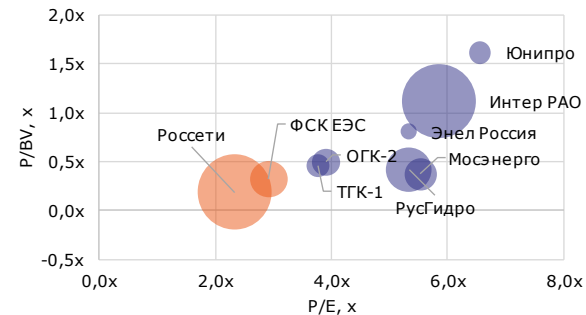
## Рекомендации РусГидро

- Операции на российском внутреннем рынке, что минимизирует риск санкций.
- Стабильные дивиденды. Дивидендная политика предполагает выплату дивидендов на уровне 50% от чистой прибыли по МСФО, но не ниже порога, который рассчитывается как среднее значение дивидендных выплат за последние три года. Дивидендная доходность около 6,5% годовых.

## Интер PAO

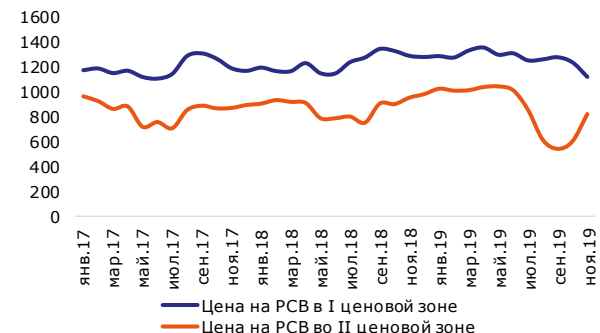
- Драйвером изменения курсовой стоимости акций может стать увеличение доли чистой прибыли, направляемой на дивиденды.
- Обновленную дивидендную политику могут представить в рамках новой стратегии развития компании, утверждение которой ожидается в мае 2020 года.
- Отрицательный чистый долг.

Мультипликаторы



Источник: Bloomberg, ПСБ Аналитика & Стратегия

Цены на э/э на оптовом рынке в России, руб./МВт\*ч



Источник: Bloomberg, ПСБ Аналитика & Стратегия

# Ключевые события, которые будут влиять на рынок облигаций в 2020 г.



Центральный банк  
Российской Федерации

## Заседания ЦБ РФ по ключевой ставке

- + 1 п/г 2020 - ждем снижения до 6,0%
- 2 п/г 2020 – ждем сохранения 6,0%. Однако растет вероятность пересмотра ЦБ РФ нейтрального диапазона ставки и ее снижения к концу 2020 года до 5,5% (вероятность данного сценария 30%).

## Прочие локальные факторы

- + Сезонное укрепление рубля в 1 п/г
- + Увеличение бюджетных расходов (приток ликвидности)
- Навес нового размещения ОФЗ на 1,7 трлн руб.
- Снижение притока средств нерезидентов



## Заседания ФРС и ЕЦБ

- + от ФРС ждем одно снижение базовой ставки до 1,25 - 1,50%
- + ЕЦБ сохранит отрицательные ставки по депозитам, продолжит вливание ликвидности на рынок через выкуп облигаций на 20 млрд евро в месяц

## Прочие внешние факторы

- Торговые противоречия США и Китая.
- Замедление мировой экономики.
- Выборы в США (рост волатильности рынков).

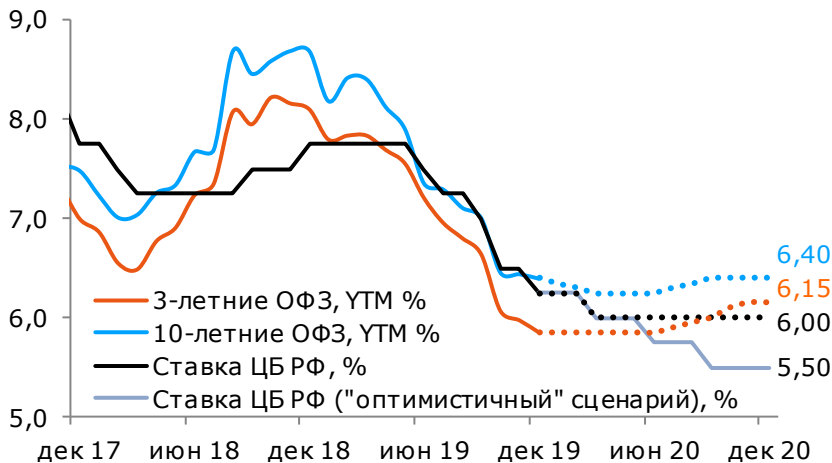
Главными факторами для рынка рублевых облигаций в 2020 г. будет денежно-кредитная политика ЦБ РФ и спрос со стороны нерезидентов.

По прогнозам Минэкономразвития РФ, инфляция в первой половине 2020 г. опустится ниже 3%, а по итогам года составит 3%. В 2021 г. прогнозируется ускорение инфляции до 4% (целевой таргет ЦБ РФ). При такой инфляции **мы ожидаем снижения ключевой ставки до 6% в первом квартале 2020 г. и сохранение на данном уровне до конца 2020 г.** В оптимистичном сценарии ЦБ РФ может снизить ключевую ставку до 5,5% в середине 2020 г. (если инфляция будет ниже 3%, бюджетные расходы на нацпроекты будут ниже плана, кредитование и рост экономики будут замедляться). Однако риски ускорения инфляции до 4% в 2021 г. могут стать причиной роста ожиданий последующего повышения ключевой ставки до 6%, что приведет к росту доходности ОФЗ в конце следующего года в диапазон 6,1 – 6,2% годовых.

За 10м2019 г. нерезиденты увеличили вложения в ОФЗ на 1,0 трлн руб., полностью восстановив сокращение позиций в 2018 г. **В следующем году мы ожидаем меньший спрос нерезидентов** из-за снижения доходности российских гособлигаций до исторического минимума и исчерпания потенциала роста цен. Отсутствие прогресса в торговых переговорах США и Китая, а также замедление мировой экономики и снижение цен на углеводороды будут формировать низкий аппетит глобальных инвесторов к риску развивающихся стран.

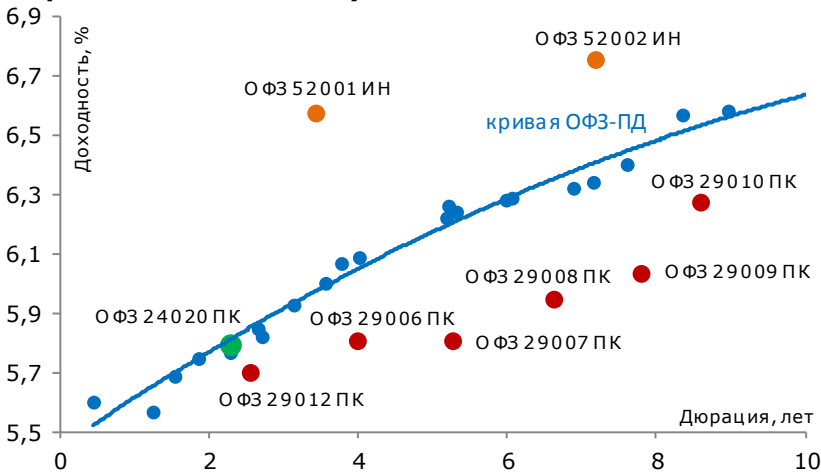
# На 2020 год рекомендуем сформировать диверсифицированный портфель ОФЗ

## Доходность ОФЗ и ключевая ставка ЦБ РФ



Источник: Bloomberg, ПСБ Аналитика & Стратегия

## Карта доходности выпусков ОФЗ



Источник: ПСБ Аналитика & Стратегия

Наш базовый прогноз на 2020 год – снижение ключевой ставки до 6% в начале 2020 года и сохранение данного уровня ставки продолжительное время. На текущий момент котировки ОФЗ уже закладывают ожидания снижения ключевой ставки до 5,75 – 6,00%.

После того, как ЦБ РФ даст сигнал о завершении цикла снижения ставки, рынок ОФЗ с высокой вероятностью скорректируется. Мы ждем, что во втором полугодии 2020 г. доходность 3-летних ОФЗ вырастет до 6,10 – 6,20% годовых, 10-летних – вернется к 6,4%, обновив минимум в первой половине года на уровне 6,25% годовых.

На фоне продолжающегося замедления инфляции растет вероятность реализации позитивного сценария – пересмотр регулятором нейтрального уровня ставки при ее снижении до 5,5% во второй половине 2020 года. В этом случае потенциал снижения доходностей ОФЗ на первичном рынке составит порядка 30-40 б.п.

Даже с учетом реализации оптимистичного сценария потенциал дальнейшего снижения ключевой ставки ограничен прогнозом ЦБ по инфляции в 2021 – 2022 годах на уровне 4%. В результате, на 2020 год рекомендуем сформировать диверсифицированный портфель госбумаг, включив в него помимо ОФЗ-ПД флоутеры и линкеры.

При базовом сценарии сохранения ключевой ставки в долгосрочной перспективе на уровне 6% практически все флоутеры лежат ниже кривой классических ОФЗ-ПД, кроме **нового выпуска ОФЗ 24020, который мы рекомендуем включить в портфель.**

**Также привлекательно выглядят инфляционные выпуски:** при прохождении минимумов инфляции в 1 кв. 2020 г. (2,3%) ожидаем ее плавный возврат к целевому уровню (4,0%) к 2022 году – в данном сценарии потенциальная премия ОФЗ-ИН к ОФЗ-ПД составляет порядка 37-58 б.п.

# Объем рынка корпоративных облигаций растет

## Рыночные выпуски корп. облигаций, трлн. руб.

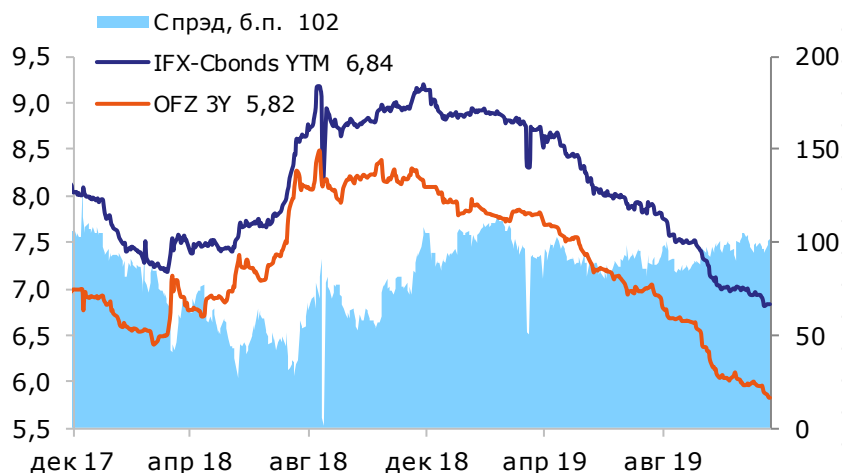


Источник: ПСБ Аналитика & Стратегия

По итогам 2019 г. объем размещения новых рыночных выпусков корпоративных облигаций составит порядка 1,8 трлн. руб., что является историческим максимумом (по данным Cbonds). Номинальный объем рыночных выпусков в обращении в 2019 г. составит порядка 6,9 трлн руб. (+23% г/г).

В 2020 г. предстоит погашение рыночных корпоративных облигаций на 0,8 трлн руб.: эмитенты будут стремиться рефинансировать выпуски на рынке. Однако при охлаждении ожиданий снижения ключевой ставки во 2 п/г 2020 года объем новых размещений может несколько снизиться. Вместе с тем, учитывая потребность в рефинансировании, **общий объем размещения в 2020 году, скорее всего, окажется близким к рекордному 2019 году (1,8 трлн. руб.),** что позволит рынку вырасти до 7,9 трлн. руб. (+15%).

## Спрэд между ОФЗ и корпоративными бондами



Источник: Bloomberg, ПСБ Аналитика & Стратегия

В течение всего года спрэд индексного портфеля корпоративных облигаций Cbonds к ОФЗ оставался в узком диапазоне 90-100 б.п. – доходность корпоративных выпусков и ОФЗ фактически снижалась с одной скоростью.

В следующем году при завершении Банком России цикла смягчения денежно-кредитной политики (цель по ставке 6%) не исключаем некоторого охлаждения на долговом рынке во 2 полугодии при коррекции доходности коротких и среднесрочных ОФЗ на 30-40 б.п. На этом фоне **доходность индексного портфеля к концу 2020 года вернется к 7,0% годовых.**



## 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

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

#### Отдел экономического и отраслевого анализа

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

#### Группа стратегического маркетинга

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

#### Отдел анализа банковского и финансового рынков

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