



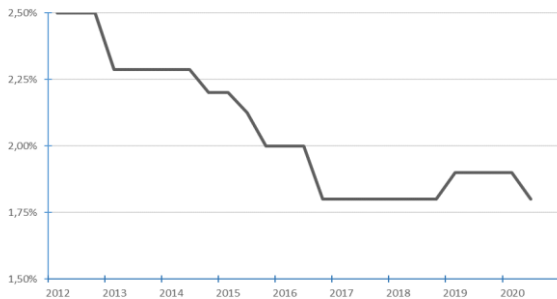
## Обзор экономики

### Мировые рынки и валюты

Заявление ФРС о планах смягчить цель по инфляции, перейдя к таргетированию среднего показателя инфляции, дало сигнал на коррекцию рынков, которая совпала с коррекцией индекса высокотехнологических акций FANG+. Попытки воспользоваться коррекцией для нового раунда роста не удалось, настрой инвесторов стал более пессимистичным. В случае победы Д. Байдена можно уверенно ждать новогоднего ралли и укрепления евро до 1,25 к доллару; но отыгрывать такой сценарий заранее рынки точно не торопятся, и девизом инвесторов на ближайший месяц будет осторожность.

**Глава ФРС анонсировал изменение монетарной политики:** 27-28 августа прошел ежегодный симпозиум Центробанков в Джексон-Хоуле, на котором глава ФРС выступил с заявлением по поводу проведенного анализа монетарной политики ФРС, которого рынок с нетерпением ждал. Дж. Пауэлл обозначил четыре важных изменения контекста монетарной политики, которые потребуют от ФРС нового подхода к принятию своих решений в будущем. В первую очередь речь идет о значительном сокращении оценок темпов потенциального роста экономики - по данным ФРС, потенциальный рост экономики США с 2012 года сошел с 2,5% до 1,8% (см Рис. 1). Помимо ожидаемых факторов такого замедления (таких, как старение населения), проявились и неожиданные причины, в частности, снижение производительности труда. Следствием этого стало очень сильное снижение оценки нейтральной процентной ставки с 4,25% до 2,5% за этот же период (см Рис. 2). Изменилась и ситуация на рынке труда - естественный уровень безработицы снизился с 5,5% до 4,1% с 2012 года (см Рис. 3), опровергая опасения, что период низкого экономического роста приведет к структурным ухудшениям на рынке труда. Наконец, снижение уровня безработицы не привело к ускорению темпов инфляции, и темпы роста расходов д/х в последние годы систематически оказывались ниже 2%-го ориентира ФРС (см Рис. 4), создавая давление на инфляционные ожидания и загоняя экономику в дезинфляционную ловушку. В итоге, глава ФРС обозначил растущее беспокойство низким уровнем инфляционных ожиданий и заявил о том, что отходит от простого принципа таргетирования инфляции на уровне 2% в год в пользу таргетирования 2%-ной инфляции как среднего значения. Больших деталей с конца августа ФРС не предоставила - на данный момент остается неясным, на каком горизонте будет рассчитан средний показатель инфляции. Тем не менее, пока ясно одно - поскольку в предыдущие годы уровень инфляции в среднем оказался ниже 2% уровня, то теперь ФРС позволит инфляции выйти выше 2%-го значения; твердый настрой добиться более высокой инфляции означает, что после периода низких ставок ФРС настроена перейти к их повышению.

Рис. 1: Оценка потенциального роста США, %



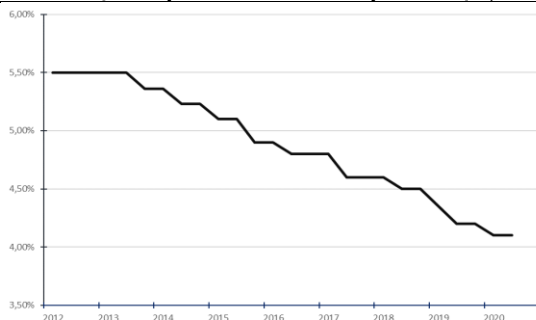
Источники: ФРС, Альфа-Банк

Рис. 2: Оценка нейтральной ставки, %



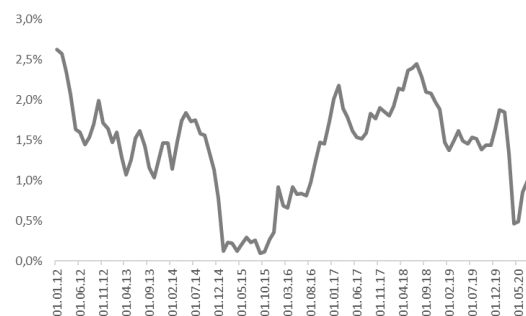
Источники: ФРС, Альфа-Банк

Рис. 3: Оценка равновесной безработицы, %



Источники: ФРС, Альфа-Банк

Рис. 4: Динамика индекса расходов д/х, % г/г



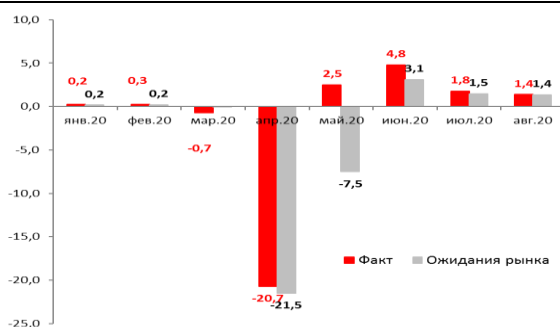
Источники: ФРС, Альфа-Банк

Аналитический отдел [research@alfabank.ru](mailto:research@alfabank.ru)

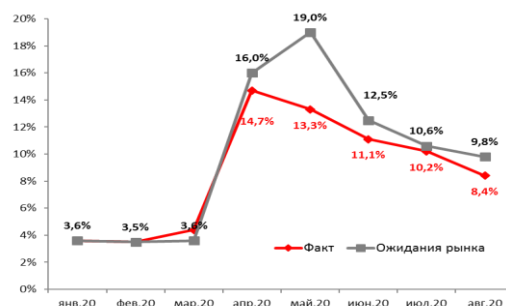
Альфа Групп и (или) ее аффилированные лица ведут и намерены далее вести бизнес с компаниями, деятельность которых освещена в настоящем отчете. Инвесторы должны осознавать, что Альфа-Групп и (или) ее аффилированные лица могут иметь конфликт интересов, который может повлиять на объективность данного отчета.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

**Сентябрь принес коррекцию на рынки:** Как это часто бывает, реализация долгожданных событий провоцирует инвесторов фиксировать прибыль. Заявление Дж.Пауэлла стало сигналом того, что дополнительных положительных новостей от ФРС ждать уже не следует, и рынки настроились на коррекцию, которая и произошла в начале сентября на фоне нескольких обстоятельств. Во-первых, долгожданные обсуждения нового пакета стимулирующих мер на \$1,0-1,5 трлн в Конгрессе США опять забуксовали, что разочаровало инвесторов. Политический расклад в США выглядит все более противоречивым, явных преимуществ ни у одного из кандидатов в президенты не наблюдается. Во-вторых, данные по рынку труда за август (см. Рис. 5-6) оказались лучше прогнозов – уровень безработицы в США уже вернулся к отметке 8,4%, что оказалось лучше ожиданий рынка (9,8%), и в августе экономика США создала 1,4 млн новых рабочих мест; это улучшение инвесторы также восприняли как сигнал того, что вероятность дополнительной государственной поддержки снижается. Наконец, с начала сентября началась серьезная коррекция в сегменте акций высокотехнологических компаний, вызванная в частности, несбывшимися ожиданиями, что акции компании Tesla будут включены в индекс S&P500 – на этом индекс FANG+ потерял около 10% за неделю с 2-го по 9-е сентября (см Рис. 7). Попытки отыграть коррекцию пока завершились неудачей – после быстрого отскока рынка в последние дни фондовые индексы опять оказываются под давлением (см. Рис 8), а настрой инвесторов в целом остается осторожным. Институциональные инвесторы сохраняют высокое предпочтение к кэшу в структуре своих вложений, и большую обеспокоенность профессиональных инвесторов вызывает рост инвестиций в рынки розничных инвесторов, рост активности которых часто воспринимается рынками как сигнал приближающейся коррекции. В целом, аппетит к риску в сентябре оказался не таким значительным, как можно было предполагать.

**Рис. 5: Создание рабочих мест в США, млн чел**



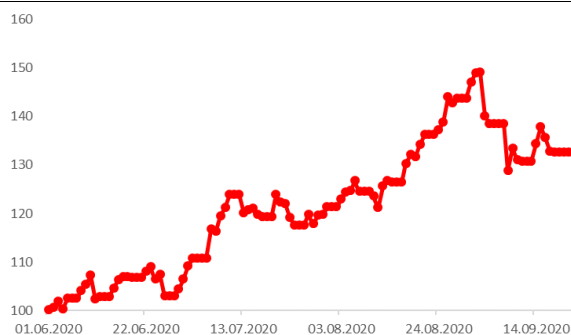
**Рис. 6: Уровень безработицы в США, %**



Источники: Блумберг, Альфа-Банк

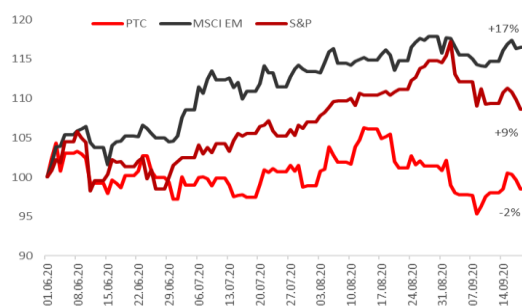
Источники: Блумберг, Альфа-Банк

**Рис. 7: Индекс FANG+, 1 июня =100**



Источники: Блумберг, Альфа-Банк

**Рис. 8: S&P, MSCI EM и PTC, 1 июня = 100**



Источники: Блумберг, Альфа-Банк

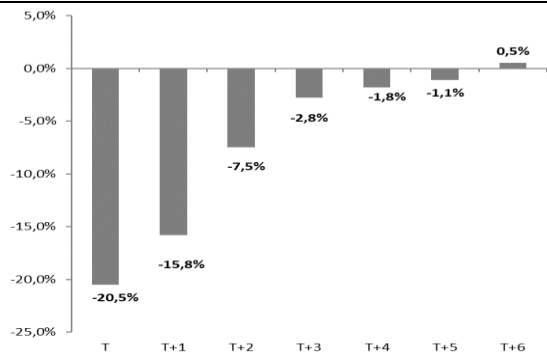
**Рынки сохраняют позитивный взгляд на положение дел в Европе:** Несмотря на то что американский электоральный цикл уже достаточно плотно влияет на настрой рынков, позитивный взгляд инвесторов по Европе сохраняется. Продолжающийся рост баланса ЕЦБ обещает поддержку европейским экономикам, кроме того, если при Трампе рынки беспокоились по поводу возможной торговой войны между США и ЕС, то в случае победы Байдена этот риск уйдет с повестки дня, и евро, вероятно, будет главным бенефициаром такого политического расклада. На конец года пара евро/доллар имеет хорошие шансы остаться на уровнях 1,2 и, возможно, даже пойти на 1,25, если Д. Трамп проиграет выборы.

**Рост потребления в Китае выходит в плюс:** Хотя больше всего результаты выборов в США важны Китаю, нужно сказать, что положение дел китайской экономики выглядит опять впечатляющим. В августе, на шестой месяц после пика спада, оборот розничной торговли КНР впервые после пандемии вышел в положительную плоскость и вырос на 0,5% г/г (см. Рис 9); промышленность сохраняет высокие темпы роста (см Рис. 10), и на горизонте 2021 года власти КНР уже нацелились на амбициозное ускорение экономики, чтобы вернуть среднее значение за 2020-2021 гг. на уровень 6%-го роста. В целом можно говорить о том, что экономисты уже склонны перевернуть страницу кризиса 2К20, и динамика рынка уже определяется горизонтами 2021 года. Правда, из этого не следует, что



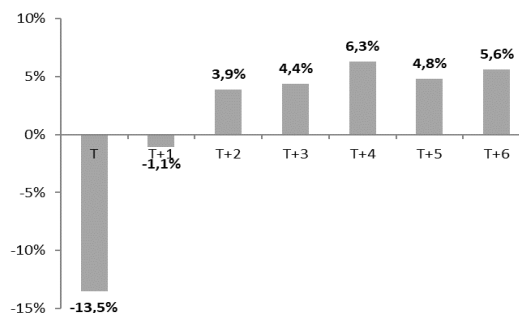
склонность брать риски у инвесторов высока: если этот год и закончится ралли, то произойдет это только после ноября 2020 – многие аналитики еще предсказывают появление «черных» лебедей в связи с американскими выборами, поэтому осторожность видимо будет основным девизом приближающихся месяцев.

**Рис. 9: Оборот розничной торговли в Китае, % г/г**



Источники: Блумберг, Альфа-Банк

**Рис. 10: Рост промпроизводства в Китае, % г/г**



Источники: Блумберг, Альфа-Банк



## Альфа-Банк Рынок акций

Проспект Академика Сахарова 12  
+7 (495)

Москва, Россия 107078  
795-3712

**Начальник дирекции Ценных бумаг**  
+7 (495) 7857404

Михаил Грачев  
[mgrachev@alfabank.ru](mailto:mgrachev@alfabank.ru)

**Начальник управления Акции**  
+7 (495) 228 8828

Константин Шапшаров  
[kshapsharov@alfabank.ru](mailto:kshapsharov@alfabank.ru)

### Аналитический отдел

**+7 (495) 795-3676**

#### Начальник отдела

Борис Красноженов  
[bkrasnozhenov@alfabank.ru](mailto:bkrasnozhenov@alfabank.ru)  
+7 (495) 795-3612

#### Макроэкономика

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

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

#### Стратегия

Джон Волш  
[jwalsh@alfabank.ru](mailto:jwalsh@alfabank.ru)  
+7 (499) 923-6697 (доб. 8238)

#### Металлы и горная добыча

Борис Красноженов  
[bkrasnozhenov@alfabank.ru](mailto:bkrasnozhenov@alfabank.ru)  
+7 (495) 795-3612

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

#### Радмир Фаттахов

[rifattakhov@alfabank.ru](mailto:rifattakhov@alfabank.ru)  
+7 (499) 923 6697 (доб. 8380)

### Торговые операции и продажи (Москва)

**+7 (495) 223-5500**

#### Международные продажи

Александр Зоров  
[azorov@alfabank.ru](mailto:azorov@alfabank.ru)  
+7 (495) 745-5621

Светлана Голодинкина  
[sgolodinkina@alfabank.ru](mailto:sgolodinkina@alfabank.ru)  
+7 (495) 785-7416

#### Торговые операции

Артем Белобров  
[abelobrov@alfabank.ru](mailto:abelobrov@alfabank.ru)  
+7 (495) 785-7414

#### РЕПО

Вячеслав Савицкий  
[vsavitskiy@alfabank.ru](mailto:vsavitskiy@alfabank.ru)

#### Олег Морозов

[omorozov@alfabank.ru](mailto:omorozov@alfabank.ru)  
+7 (495) 783-5101

#### Потребительский

Евгений Кипнис  
[ekipnis@alfabank.ru](mailto:ekipnis@alfabank.ru)  
+7 (495) 795-3713

Олеся Воробьева  
[ooovorobyeva@alfabank.ru](mailto:ooovorobyeva@alfabank.ru)  
+7 (499) 681-3075

#### Финансы

Евгений Кипнис  
[ekipnis@alfabank.ru](mailto:ekipnis@alfabank.ru)  
+7 (495) 795-3713

#### TMT, Сельское хоз-во

Анна Курбатова  
[akurbatova@alfabank.ru](mailto:akurbatova@alfabank.ru)  
+7 (495) 795-3740

Олеся Воробьева  
[ooovorobyeva@alfabank.ru](mailto:ooovorobyeva@alfabank.ru)  
+7 (499) 681-3075

#### Перевод

Анна Мартынова  
[amartynova@alfabank.ru](mailto:amartynova@alfabank.ru)  
+7 (495) 795-3676

#### Спец. по данным/Аналитик

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

### Альфа Директ

**+7 (495) 795-3680**

#### Директор

Сергей Рыбаков  
[srybakov@alfabank.ru](mailto:srybakov@alfabank.ru)  
+7 (495) 795-3680

#### Аналитический отдел

Алан Казиев  
[akaziev@alfabank.ru](mailto:akaziev@alfabank.ru)  
+7 (495) 974-2515 (доб. 8568)

Елизавета Наумова  
[enaumova@alfabank.ru](mailto:enaumova@alfabank.ru)  
+7 (495) 795-3680 (доб. 8806)

#### Продажи

Ирина Фадеева  
[ikfadeeva@alfabank.ru](mailto:ikfadeeva@alfabank.ru)  
+7 (495) 974-2515 (доб. 8328)

Валерий Кремнев  
[vkremnev@alfabank.ru](mailto:vkremnev@alfabank.ru)  
+7 (499) 215-9009

Ольга Бабина  
[obabina@alfabank.ru](mailto:obabina@alfabank.ru)  
+7 (495) 974-2515 (доб. 4092)

© Альфа-Банк, 2019 г. Все права защищены. Генеральная лицензия ЦБ РФ № 1326 от 16 01 2016 г.

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

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

