

Точка зрения

Главный экономист
(+7 495) 795-3677

Взгляд на повестку 2020 года

Хотя ожидания реализации национальных проектов поддерживают позитивный взгляд на рост российской экономики в 2020 году, следующий год не выглядит легким с точки зрения финансовых рынков. Инвесторы обеспокоены ростом политической нестабильности в ряде стран развивающихся рынков, а российский рынок выглядит уязвимым с точки зрения развития электорального цикла в США, что может помешать дальнейшему смягчению политики ЦБ РФ и усилит волатильность курса рубля.

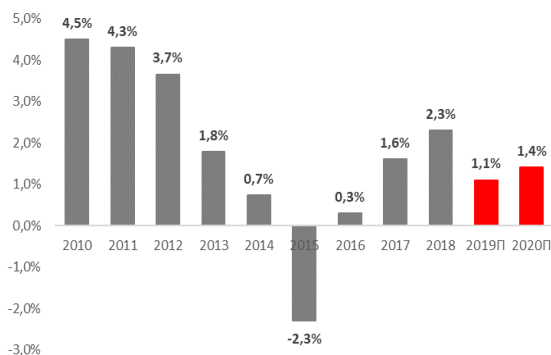
В основе российской повестки 2020 г. лежат ожидания догоняющего роста и обнадеживающий прогноз по динамике потребления: Конец года традиционно заставляет задуматься об ожиданиях на будущий год. Главная позитивная новость заключается в том, что перспективы роста на 2020 г. выглядят лучше, чем год назад выглядели перспективы 2019 года. (см Рис. 1). Во-первых, если годом ранее в экономической повестке дня преобладали опасения замедления роста после электорального цикла, сейчас и рынок, и международные организации смотрят позитивно на перспективы российской экономики в будущем году. Мы повысили свой прогноз роста ВВП на 2020 г. до 1,4% (см наш обзор *"Рост ВВП РФ: Оставляем прогноз роста ВВП на 2020 ниже консенсус"* от 31 октября). В большой степени эти ожидания опираются на эффект догоняющего роста, который будет компенсацией слабого результата 2019 года, однако позитивные ожидания важны сами по себе. Во-вторых, внутрироссийскую повестку дня 2019 г. определяли опасения негативных последствий пенсионной реформы, повышения налогов (НДС) и мер ЦБ, направленных на охлаждение рынка розничного кредитования; однако рост частного потребления не замедлился в сравнении с 2018 г. и с учетом того, что безработица сейчас составляет 4,5%, перспективы потребления на 2020 год сейчас выглядят менее пессимистично. Безусловно, позитивные ожидания не являются гарантией улучшения ситуации в экономике, и прогнозируемые темпы роста все равно ниже уровня 2018 г.; тем не менее, позитивный внутренний настрой является важной компонентой российской экономической картины в 2020 г.

По прошествии пяти лет жесткой бюджетной политики теперь нацпроекты потребуют ее смягчения...: Экономические дискуссии предыдущих лет определял ЦБ, который двигался в направлении нейтральной ключевой процентной ставки. Благодаря активной коммуникации с рынком все награды за низкую инфляцию сейчас связывают с новой политикой инфляционного таргетирования, забывая о той роли, которую играла в этом достижении бюджетная политика. С 2014 по 2019 г. цена на нефть, балансирующая бюджет, снизилась с \$104/барр. до \$50/барр. на фоне сокращения бюджетных расходов в среднем на 2% в год в реальном выражении (против среднегодового роста на 2% в 2010-2013 гг.) и роста нефтегазовых доходов в среднем на 4% в год в реальном выражении (включая + 10% г/г в реальном выражении в 2018-2019 гг.). Однако запуск нацпроектов означает, что бюджетная политика должна измениться. Бюджетная консолидация выглядит законченной, и главным фактором для наблюдений в 2020 г. будет способность Минфина профинансировать совокупное увеличение бюджетных расходов на 6% г/г, индексацию зарплат госсектора на 5,4%, а также федеральные расходы в размере 2,0 трлн руб., запланированные по нацпроектам.

...хотя оно вряд ли будет радикальным: В то же время, у нас есть все основания считать, что контроль над бюджетными рисками останется главным приоритетом правительства, что скорее может на длинном горизонте привести к недофинансированию нацпроектов в сравнении с первоначальным планом. Подтверждением этого мнения стала дискуссия по поводу использования средств ФНБ для стимулирования экономического роста. По самой последней информации, участие государства в нацпроектах будет ограничено максимум 20% совокупного финансирования отобранных проектов, а расходы ФНБ составят примерно 300 млрд руб. в год против 1 трлн руб., как ожидалось изначально. Хорошая новость заключается в том, что такой подход позволит России сохранить умеренные инфляционные риски, однако поскольку сейчас надежды на рост ассоциируются с госрасходами, жесткий подход к бюджетным расходам может сдерживать перспективы роста. И если выполнение Минфином социальных обязательств на 2020 г. у нас не вызывает сомнений, наш взгляд на финансирование нацпроектов более осторожен.

Инфляция составит 2,7-3,0% г/г в 1К20 и восстановится до 4,0% к концу 2020 г.: Бюджетная политика, судя по всему, предполагает улучшение тренда роста реальных располагаемых доходов. Исходя из индексации зарплат сотрудников госсектора на 5,4%, мы ожидаем, что реальные зарплаты в экономике вырастут на 4% г/г в 2020 г. против 3,0% г/г в этом году, а реальные располагаемые расходы увеличатся на 1,5% г/г против 0,5% г/г в 2019 г. Важным последствием такой динамики будет восстановление темпов инфляции. Хотя траектория роста цен указывает на замедление их годового роста до 2,7-3,0% г/г в 1К20, мы ожидаем, что инфляция начнет восстанавливаться до своего годового ориентира 4%. Важную роль в дефляционном тренде этого года играл факт резкого замедления продовольственной инфляции с 6,4% г/г в мае 2019 г. до нынешних 4,3% г/г; этот показатель может замедлиться до 3,0% к концу этого года и до 2,0% г/г в 1К20. Тем не менее, сельскохозяйственный цикл будущего года может оказаться менее благоприятным, кроме того, динамика цен на сельхозпродукцию не должна влиять на монетарную политику. Что касается динамики цен в непродовольственном сегменте, мы ожидаем, что в этом сегменте этот показатель сохранится на уровне 3-4% г/г в ближайшие 6-9 месяцев.

Рис. 1: Рост ВВП: фактический и ожидаемый, % г/г



Источники: Росстат, Альфа-Банк

Рис. 2: Динамика расходов и несырьевых доходов федерального бюджета в реальном выражении, % г/г



Источники: Росстат, Альфа-Банк



Рынок может преувеличивать потенциал понижения ключевой ставки со стороны ЦБ: Усиление роли бюджетной политики в стимулировании роста в 2020 г. станет вызовом для ЦБ. В предыдущие годы благодаря жесткой бюджетной политике ЦБ смог создать более мягкие монетарные условия для российской экономики. Тем не менее, сейчас, когда ключевая ставка достигла своего нейтрального уровня, потенциал ее дальнейшего понижения с текущих уровней может быть весьма ограниченным. В то же время рынок по целому ряду причин не перестает ожидать ее дальнейшего понижения. Во-первых, некоторые участники рынка ожидают, что центробанки других стран продолжат смягчать монетарную политику, создавая таким образом дополнительные возможности для действий центробанков развивающихся рынков, в том числе и для России. Дополнительным аргументом в пользу понижения ставки является и ожидание того, что ЦБ пересчитает уровень нейтральной реальной ставки и понизит его с изначальной оценки 2-3%. Мы считаем, что к обоим аргументам следует отнестись с определенной долей осторожности. Во-первых, продолжение смягчения монетарной политики в мире совсем не гарантировано и даже если оно и произойдет, то может быть сопряжено со сценарием глобальной рецессии, и тогда непонятно, до какой степени Россия смогла бы выиграть от подобного сценария. Что касается сценария пересмотра нейтральной ставки, мы считаем, что режим инфляционного таргетирования в России не достиг достаточной степени зрелости – пока он не располагает той глубиной статистической информации, которая бы сделала пересмотр нейтральной ставки обоснованным. В любом случае учитывая недавнее возвращение недельной инфляции к уровню 0,1% и ожидания роста социальных бюджетных расходов, мы считаем, что ключевая ставка вряд ли снизится ниже уровня 6,0%, и наш базовый сценарий по ставке на конец 2020 г. составляет 6,5%.

Рост розничного кредитования может превзойти ожидания – мы прогнозируем рост этого рынка на 10% г/г в 2020 г., но не исключаем, что он может составить 12-14% г/г: Стабилизация ключевой процентной ставки может иметь целый ряд последствий для банковского сектора. Во-первых, в условиях сохранения ставки ЦБ в нейтральном коридоре 6-7%, мы ожидаем, что предпочтение домохозяйств к расходам сохранится; и в этом случае рост розничных депозитов, вероятно, останется на уровне 6% г/г в 2020 г. Что касается розничного кредитования, то стабилизация ставки, вероятно, устранил часть спроса, связанного с рефинансированием кредитов под более низкую ставку, и это будет способствовать замедлению роста этого рынка. С другой стороны, поскольку макропруденциальные инструменты ЦБ пока выглядят не очень эффективными, и темпы роста сегмента розничных кредитов составят 18% г/г в 2019 г., мы не исключаем, что наш прогноз роста розничного кредитования на 10% г/г на 2020 г. может оказаться консервативным, и фактический рост может составить примерно 12-14% г/г. Что касается корпоративного кредитования, в 2019 г. российские компании продолжали снижать долю кредитов в валюте; таким образом, этот тренд будет поддерживать рост этого рынка на весьма умеренном уровне 7% г/г.

Российские финансовые рынки в 2020 году выглядят подверженными влиянию политический цикл в США,...: Ставка российского корпоративного сектора на снижение долга проистекает из сохраняющейся неопределенности мировой повестки. С одной стороны, ситуация с внешнеполитическими рисками для России в 2019 г. изменилась в лучшую сторону: опасения санкций снизились после публикации отчета Мюллера в марте 2019 г., тогда как выборы в Украине в апреле 2019 г. открыли дорогу к улучшению диалога России со странами G7. В то же время позитивные ожидания в отношении российской геополитики опираются на предпосылку, что Дональд Трамп будет переизбран на второй срок, что означает сильную зависимость России от сценария президентских выборов в США в ноябре 2020 г. С этой точки зрения перспективы России на 1П20 явно выглядят гораздо лучше, чем на 2П20; правда, нельзя исключать и сценария, что уже с момента праймериз, назначенных на 3 февраля, российский рынок может почувствовать влияние «американского» фактора.

...и рубль может коснуться значения в 70руб/\$: Главный сюрприз 2019 г. связан с тем, что курс рубля оказался слабее наших ожиданий (мы прогнозировали 67 руб./\$ на конец этого года, и на этот уровень рубль вышел уже в августе), тогда как конъюнктура рынка оказалась намного лучше наших ожиданий. Во-первых, с повестки дня рынка исчезли опасения дополнительных санкций. Во-вторых, ЦБ начал этот год с высокой номинальной процентной ставки, благодаря чему Россия была привлекательной для иностранных инвесторов. В-третьих, в последние месяцы появились признаки возобновления диалога с Украиной, и отношения между странами имеют шансы на нормализацию после саммита Нормандской четверки в Париже 9 декабря. И хотя все эти факторы могут позитивно влиять на ситуацию в ближайшие месяцы, на горизонте уже появляются новые риски. Во-первых, иностранные инвесторы увеличили свое присутствие в российских активах с 24% в январе 2019 г. до 32% в ноябре 2019 г. Этот уровень выглядит рискованным с точки зрения стабильности рынка в случае негативного развития событий. Во-вторых, недавнее усиление политической нестабильности в Латинской Америке может ослабить расположенность инвесторов к активам развивающихся рынков и до некоторой степени спровоцировать отток иностранного капитала. Таким образом, хотя мы придерживаемся весьма позитивных ожиданий в части цен на нефть, прогнозируя их на уровне \$65/барр. в 2020 г., мы считаем, что высока вероятность движения курса рубля до 70 руб./\$, особенно в 2П20.

Ключевые российские макроиндикаторы, 2017-2020П

	2017	2018	2019П	2020П
ВВП, % г/г	1,6%	2,3%	1,1%	1,4%
Частное потребление, % г/г	3,3%	2,3%	2,1%	1,8%
Инфляция	2,5%	4,3%	3,3%	4,0%
Ключевая процентная ставка	7,75%	7,75%	6,5%	6,5%
Курс рубля, руб./\$	57,6	69,7	65,0	70,0

Источники: Росстат, ЦБ РФ, Альфа-Банк

Альфа-Банк Рынок акций

Проспект Академика Сахарова 12 Москва, Россия 107078
+7 (495) 795-3712

Начальник дирекции Ценных бумаг Михаил Грачев
+7 (495) 7857404 mgrachev@alfabank.ru

Аналитический отдел	+7 (495) 795-3676	Потребительский	
Начальник отдела		Евгений Кипнис	ekipnis@alfabank.ru +7 (495) 795-3713
Борис Красноженов	bkrasnozhenov@alfabank.ru +7 (495) 795-3612	Олеся Воробьева	oovorobyeva@alfabank.ru +7 (499) 681-3075
Макроэкономика		Финансы	
Наталья Орлова, Ph.D.	norlova@alfabank.ru +7 (495) 795-3677	Евгений Кипнис	ekipnis@alfabank.ru +7 (495) 795-3713
Стратегия		TMT, Сельское хоз-во	
Джон Волш	jwalsh@alfabank.ru +7 (499) 923-6697 (доб. 8238)	Анна Курбатова	akurbatova@alfabank.ru +7 (495) 795-3740
Металлы и горная добыча		Олеся Воробьева	oovorobyeva@alfabank.ru +7 (499) 681-3075
Борис Красноженов	bkrasnozhenov@alfabank.ru +7 (495) 795-3612	Перевод	
Юля Толстых	yatolstyh@alfabank.ru +7 (499) 923-6697 (доб. 8681)	Анна Мартынова	amartynova@alfabank.ru +7 (495) 795-3676
Нефть и газ		Спец. по данным/Аналитик	
Антон Корыцко	akorytsko@alfabank.ru +7 (495) 795-3612	Денис Дорофеев	didorofeev@alfabank.ru +7 (499) 923-6697 (доб. 8086)
Торговые операции и продажи (Москва)	+7 (495) 223-5500	Альфа Директ	+7 (495) 795-3680
Начальник управления		Директор	
Константин Шашаров	kshapsharov@alfabank.ru +7 (495) 228 8828	Сергей Рыбаков	srybakov@alfabank.ru +7 (495) 795-3680
Международные продажи		Аналитический отдел	
Александр Зоров	azorov@alfabank.ru +7 (495) 745-5621	Алан Казиев	akaziev@alfabank.ru +7 (495) 974-2515 (доб. 8568)
Светлана Голодинкина	sgolodinkina@alfabank.ru +7 (495) 785-7416	Елизавета Наумова	enaumova@alfabank.ru +7 (495) 795-3680 (доб. 8806)
Торговые операции		Продажи	
Артем Белобров	abelobrov@alfabank.ru +7 (495) 785-7414	Ирина Фадеева	ikfadeeva@alfabank.ru +7 (495) 974-2515 (доб. 8328)
РЕПО		Валерий Кремнев	vkremnev@alfabank.ru +7 (499) 215-9009
Вячеслав Савицкий	vsavitskiy@alfabank.ru	Ольга Бабина	obabina@alfabank.ru +7 (495) 974-2515 (доб. 4092)
Олег Морозов	omorozov@alfabank.ru +7 (495) 783-5101		

© Альфа-Банк, 2019 г. Все права защищены. Генеральная лицензия ЦБ РФ № 1326 от 16 01 2015 г.

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

Данный материал предназначен АО «Альфа-Банк» (далее – «Альфа-Банк») для распространения в Российской Федерации. Он не предназначен для распространения среди частных инвесторов. Несмотря на то, что приведенная в данном материале информация получена из 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.