

Глобальные рынки. Российский рынок акций и облигаций

Все неплохо: тормозим



Сценарии и прогнозы на 2019г.

Мировая экономика

Монетарная политика и глобальные рынки капитала

Товарные рынки

Российская экономика

Российский рынок акций и облигаций

В один слайд: наш взгляд на 2019 год

Мировая экономика. Наш базовый (консервативный) сценарий предполагает снижение темпов роста ключевых регионов, а не переход к спаду. Так, мы ожидаем торможения роста ВВП США в 2019 г. до 1,6% г/г. в условиях «ухода» разовых факторов (налоговые новации Д. Трампа), инфляционного характера «торговых войн» и ужесточения политики ФРС. Китайский ВВП, вероятнее всего, замедлится до 6%-6,2% г/г (с 6,6% в 2018г.): мы учитываем обещанное США повышение торговых тарифов. Риски нахождения/погружения в рецессию, по нашему мнению, высоки в 2019 г. для стран ЕМ с уязвимыми к ухудшению финансовых условий показателями (в первую очередь, с «двойным дефицитом»).

Политика ведущих ЦБ и глобальные рынки. В 2019 г. рынки продолжают трудную адаптацию к более низким темпам глобального роста. Данные факторы способны стать поводом для новых всплесков волатильности и волн оттока капитала из ЕМ уже к 3-4 кв. 2019г. Впрочем, начавшаяся в этом году коррекционная фаза на мировых рынках не выглядит точно отражающей текущие экономические реалии: относительные и фундаментальные оценки ряда активов представляются нам отражающими лишь охлаждение глобального экономического роста. Мы рассчитываем на возвращение мировых рынков к росту в 1П2019г., но достаточно консервативны во взглядах на вторую половину 2019г. Схожий взгляд у нас и на рынок нефти: мы ждем, что средняя цена на нефть марки Brent в 2019г. составит 60 долл./барр., однако пессимистичны относительно 2П2019, опасаясь ухода котировок к 50 долл./барр. на фоне замедления роста спроса вслед за мировой экономикой и профицита предложения на рынке.

Российская экономика. Наш консервативный прогноз роста ВВП в 2019 году составляет 1,3%. Слабость внешних товарных рынков, по нашему мнению, будет ограничивать потенциал экономического роста. Инвестиции станут определяющим фактором поддержания роста ВВП в 2019 году. Рост потребления домохозяйств несколько замедлится на фоне высокой инфляции, повышения кредитных ставок и снижения прироста з/п.

Российский рынок акций. Мы считаем, что позитивная динамика денежных потоков ключевых «фишек», высокая дивидендная доходность и точечный характер санкционного давления будут способствовать временному возобновлению роста индекса МосБиржи. Целевой ориентир по индексу МосБиржи на 2019 год мы устанавливаем на отметке в 2640 пунктов, причем считаем, что достижение его вероятно именно в течение года.

А вот на конец 2019 года у нас сформирован, в первую очередь, по внешним причинам, достаточно негативный взгляд. С осторожностью мы смотрим и на позиции рубля по отношению к доллару: в начале года видим некоторый потенциал для локального укрепления российской валюты, но в базовом сценарии со 2-го кв. мы ожидаем начала постепенного возвращения давления на рубль с целью на уровне >70 руб./долл. к концу года.

Базовые сценарные предположения на 2019 г.

Мировая экономика: США

ВВП, %, г/г	1,6
ИПЦ, %, г/г (на конец периода)	2,1
Ставка ФРС (на конец периода)	2,50-2,75

Мировая экономика: Китай

ВВП, %, г/г	6,0-6,2
-------------	---------

Российская экономика

ВВП, %, г/г	1,3
ИПЦ, %, г/г (на конец периода)	5,2
Ключевая ставка ЦБ, % (на конец периода)	7,75

Товарные рынки (средние за период)

Нефть Brent, долл./барр.	60
Медь, долл./т	6000
Алюминий (all-in), долл./т	2000
Никель, долл./т	12000
Золото, долл./унцию	1280

Ключевые валютные пары (на конец периода)

USDRUB	70
EURUSD	1,17

Источник: PSB Research&Strategy

Сценарии и прогнозы на 2019г.

Мировая экономика

Монетарная политика и глобальные рынки капитала

Товарные рынки

Российская экономика

Российский рынок акций и облигаций

PMI дают основания ожидать ослабления экономической активности в мире

Индексы деловой активности в промышленности							
	окт-18	ноя-18	дек-18*	ср. за 1й кв.	ср. за 2й кв.	ср. за 3й кв.	ср. за 4й кв.**
Глобальный	52,0	52,0		53,9	53,2	52,5	52,0
развитые страны	53,2	52,8		55,6	54,7	53,8	53,0
США	57,7	59,3	57,9	59,7	58,7	59,7	58,3
еврозоны	52,0	51,8	51,4	58,3	55,5	54,3	51,7
ФРГ	52,2	51,8	51,5	60,0	57,0	55,5	51,8
Франция	51,2	50,8	49,7	56,0	53,6	53,1	50,6
страны ЕМ	50,5	50,8		51,7	51,2	50,7	50,7
Китай	50,2	50,0		51,0	51,6	51,1	50,1
Индия	53,1	54,0		51,8	52,0	52,1	53,6
Россия	51,3	52,6		51,0	50,2	49,0	52,0
Бразилия	51,1	52,7		52,6	50,9	50,8	51,9
Турция	44,3	44,7		54,4	47,4	46,0	44,5
Мексика	50,7	49,7		52,2	51,6	51,5	50,2

Источник: Bloomberg, PSB Research&Strategy

Индексы деловой активности в сфере услуг							
	окт-18	ноя-18	дек-18*	ср. за 1й кв.	ср. за 2й кв.	ср. за 3й кв.	ср. за 4й кв.**
Глобальный	53,4	53,7		54,1	54,2	53,5	53,6
развитые страны	53,9	53,7		54,3	54,8	53,9	53,8
США	60,3	60,7	59,4	59,4	58,2	58,6	60,1
еврозоны	53,7	53,4	51,4	56,4	54,6	54,4	52,8
ФРГ	54,7	53,3	52,5	55,5	53,2	55,0	53,5
Франция	55,3	55,1	49,6	57,8	55,9	55,0	53,3
страны ЕМ	52,0	53,7		53,2	52,6	52,2	52,9
Китай	53,9	53,4		54,8	54,9	54,4	53,7
Индия	52,2	53,7		49,9	51,2	52,2	53,0
Россия	56,9	55,6		55,1	54,0	53,6	56,3
Бразилия	50,5	51,3		51,0	48,8	47,9	50,9

Источник: Bloomberg, PSB Research&Strategy

* - предварительные данные (по США - оценка исходя из данных Markit)

** - данные за 3 мес. только по Европе и США, по остальным - за 2 мес.

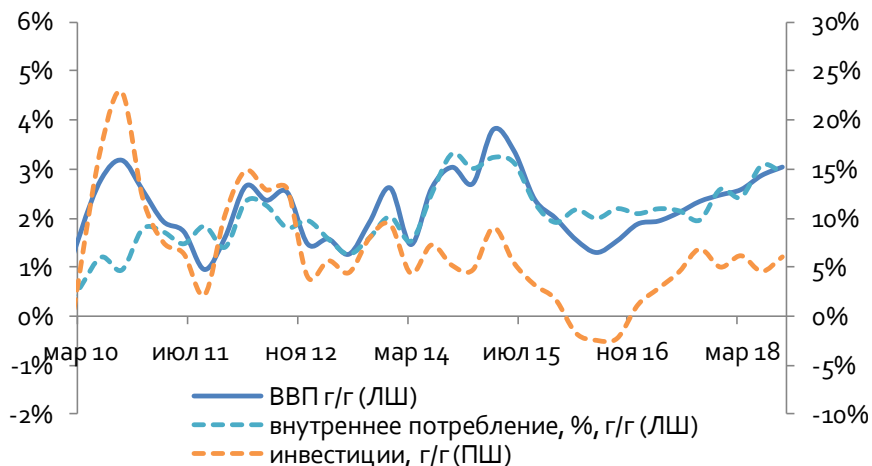
PMI, ключевые индикаторы деловой активности в мире, и в 4-ом квартале продолжили указывать на **все более явные перспективы дальнейшего торможения роста мировой экономики (см нашу Стратегию на 4 кв2018г.)**, заставляя нас принять этот сценарий в качестве базового на 2019 год. Так, среди страновых PMI в промышленности в конце года стоит отметить разочаровывающие предварительные декабрьские данные по США и Европе: **охлаждение деловой активности именно в развитых странах, как и по КНР, смотрится на данном этапе вполне логичным** - эти регионы находятся в эпицентрах разворачивающегося отката глобализации («торговые войны», Brexit). Настораживающим смотрится резкое падение PMI Франции, страны, достаточно уязвимой по ряду экономических и финансовых метрик, таких, как счет текущих операций, состояние госфинансов, а также долговая нагрузка и раздутость банковской системы. А вот **развивающиеся страны, уже перешедшие на более низкую траекторию роста, смотрятся, скорее, нейтрально**. Среди ЕМ в явных аутсайдерах по-прежнему Турция, а Индия, напротив, смотрится особенно сильно по ряду причин. **В секторе услуг ситуация выглядит лучше, но не принципиально**, повторяя тренды, промышленного сектора.

Мы исходим из того, что переход на более низкие темпы роста экономики США и инициируемое этой страной торговое давление на партнеров, а также вновь встающие перед еврозоной бюджетные проблемы (во Франции, Италии) и трудный брекзит в условиях ужесточения политики ФРС и ЕЦБ негативно скажутся на мировой торговле и приведут к усилению дисбалансов в «слабых» ЕМ.

Хотя мы считаем текущий консенсус и прогнозы большинства экспертов по мировой экономике на 2019 год слишком оптимистичными, мы все же, так сказать, консерваторы, а не пессимисты: **наш базовый сценарий предполагает снижение темпов роста в ключевых регионах (США, Европа, КНР – это 62% мирового ВВП), а не переход к спаду**. Риски рецессии, по нашему мнению, наиболее высоки в 2019 г. в основном для стран ЕМ с уязвимыми к ухудшению финансовых условий метриками (в первую очередь, с «двойным дефицитом»). Они занимают небольшую долю в мировом ВВП и торговле.

Триггеров ускорения экономики США в 2019 г. не видно

Экономика США находится в фазе активного роста



Источник: Reuters, PSB Research&Strategy

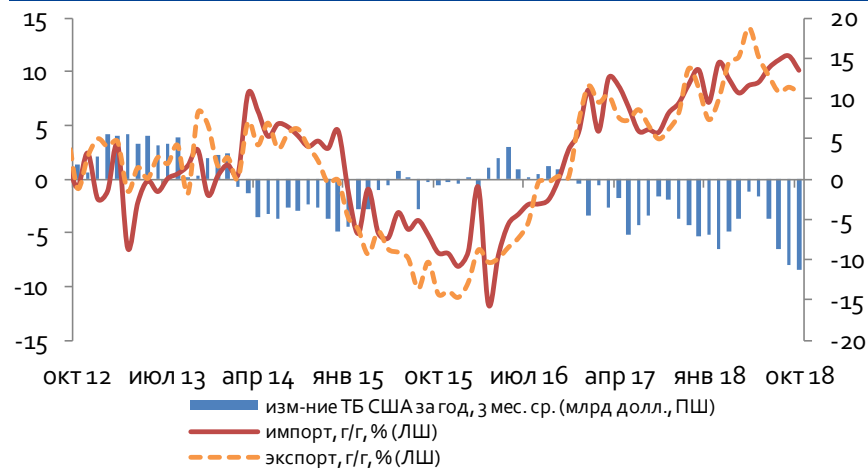
2018 год для экономики США оказался удачным. ВВП США ускорился, превысив в 3 кв. т.г. 3% г/г, - драйвером роста оставались потребление и инвестиции. Продолжению и так долгой фазы роста способствовали эффект налоговых реформ и внешняя конъюнктура.

Торговый баланс, однако, ухудшался: в октябре торговый дефицит превысил 90 млрд долл., обновив антирекорд 2008 года на фоне крепкого внутреннего спроса и на факторе «торговых войн», обеспечившем спад экспорта (КНР снизил поставки из США на 30% г/г на фоне инспирированного США торгового конфликта).

Со 2П2018г. ВВП США, тем не менее, в квартальном сопоставлении начинает тормозить (до 3,5%, аннуализир., в 3 кв. против 4,2% - во 2 кв.), как на фоне ухудшения ситуации в мире, так и исчерпания внутренних драйверов роста.

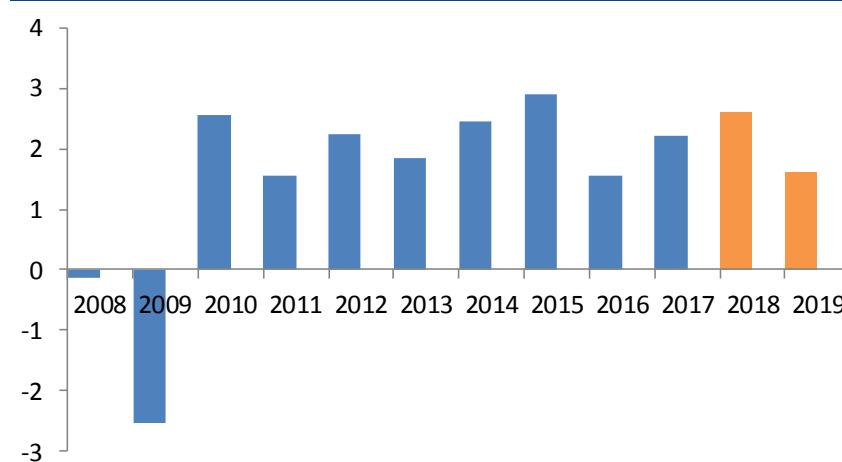
Мы склонны оценивать текущую фазу роста экономики США как близкую к завершению: высокая загрузка произв. мощностей, пиковые уровни потребления и доходов населения в условиях «ухода» разовых факторов (налоговые новации Д. Трампа), проинфляционный и дестимулирующий инвестиции характер «торговой войны» и ужесточение политики ФРС заставляют нас ждать торможения ВВП в 2019 г. до 1,6%. В 4-м кв 2018. – 1-м кв 2019 года надеемся на удержание достигнутых темпов роста (2,8%-3,1% г/г) с сильным торможением в середине 2019 г.

Дефицит торгового баланса США продолжает расширяться



Источник: Reuters, PSB Research&Strategy

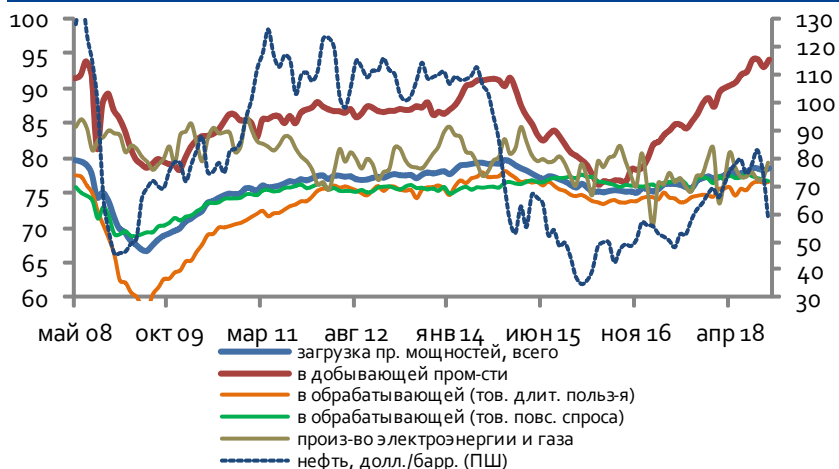
ВВП США: Уход "фактора Трампа" ослабит рост в 2019 г.



Источник: Reuters, PSB Research&Strategy

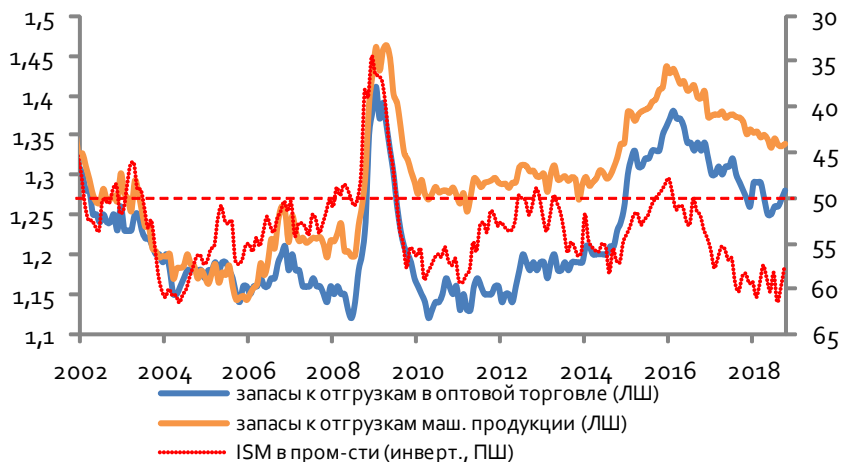
Промышленность США: все основания ждать охлаждения

Цены на нефть и загрузка мощностей в отраслях США, %



Источник: Reuters, PSB Research&Strategy

Обеспеченность запасами в промышленности США и ISM



Источник: Reuters, PSB Research&Strategy

Промышленность получила дополнительный импульс к росту благодаря налоговым стимулам, снизившим в этом году ставку корпналога до 7%. Добывающая пром-сть была поддержана также ростом цен на сырье, что привело к росту загрузки мощностей отрасли до исторических максимумов. В целом, в промышленности загрузка мощностей достигла в конце лета – начале осени уровней начала 2008 года и почти - пиков предыдущего цикла (сейчас 78,5%; в 2007-2008 г. - 80-81%). Схожая ситуация в обрабатывающей промышленности, ориентированной на товары повседневного спроса. Загрузка мощностей в производстве товаров длительного пользования несколько уступает, что вызвано «аутсорсингом» за рубежом, что вряд ли быстро изменится из-за повышения импортных пошлин.

Потенциал роста загрузки мощностей весьма ограничен, и в базовом сценарии в 2019г. ждем начала торможения пром. производства (до 1%-1,5%) и роста складских запасов, естественных в условиях крепкого доллара и более низких ценовых уровней по сырью, невысокой способности обрабатывающих производств найти рынки сбыта (при слабом росте внутреннего) и «торговых войн». Свою роль играет и рост процентных ставок, ограничивающий, ввиду высокого уровня долга, инвестиционный потенциал бизнеса в целом и строительного сектора, в частности. Тем не менее, при нейтральной политической ситуации и адекватных действиях ФРС, на фоне крепких финансовых и операционных характеристик экономических субъектов кризис в промышленности в 2019 г. не столь вероятен.

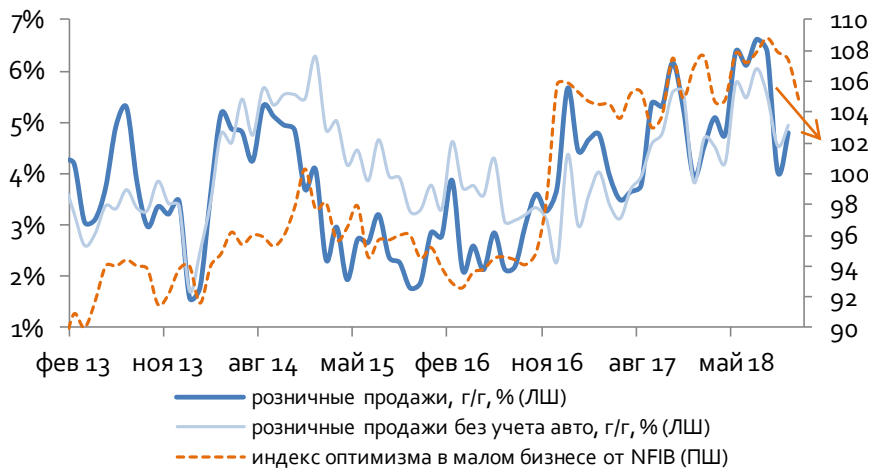
Динамика расходов на строительство в США



Источник: Reuters, PSB Research&Strategy

Потребитель: склонность к потреблению снизится

Розничные продажи и настроения в малом бизнесе в США



Источник: Reuters, PSB Research&Strategy

Текущая потребительская активность весьма высока по циклическим меркам. Способствовали этому, в первую очередь, налоговые стимулы, обеспечившие сильный рынок труда и, как следствие, в итоге - рост зарплат в реальном выражении.

В базовом сценарии мы ожидаем в 2019 г. плавного торможения потребления и постепенного ухудшения ситуации в малом бизнесе. Разовость эффекта от стимулов Д. Трампа (они уже отразились на прибылях компаний и финансах населения, и в 2019 году их динамику уже не поддержат), а также рост ставок заставляют нас ожидать ослабления роста потребления в 2019 г. и ухудшения ситуации на ключевых потреб. рынках. Так, рост ставок по ипотеке и потребкредитам в условиях медленного роста реальных зарплат (менее 1% вот уже почти два года), по нашим оценкам, приведет к торможению роста розничных продаж в 2019г. до +1,5%+2% г/г (против текущих 4%+). Кроме того, на рынок жилья мы также смотрим осторожно: на фоне роста ипотеки, он уже вошел в фазу спада продаж (на первичном рынке в ноябре: минус 12% г/г, на вторичном: минус 7%). Настораживает и рост запасов нераспроданных домов на первичке. Но говорить о кризисе жилья пока рано, на это может уйти - при аккуратной политике ФРС - 10-14 мес.

Складские запасы новых домов начали расти, цены - припадать



Источник: Reuters, PSB Research&Strategy

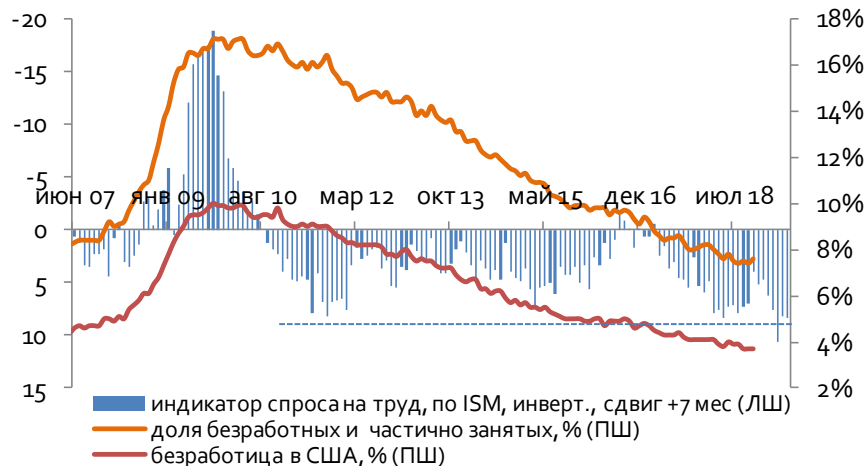
Ставка по ипотеке по отношению к росту ЗП в США высока



Источник: Reuters, PSB Research&Strategy

По инфляции в США становимся консервативнее

Спрос на труд в США сохраняется



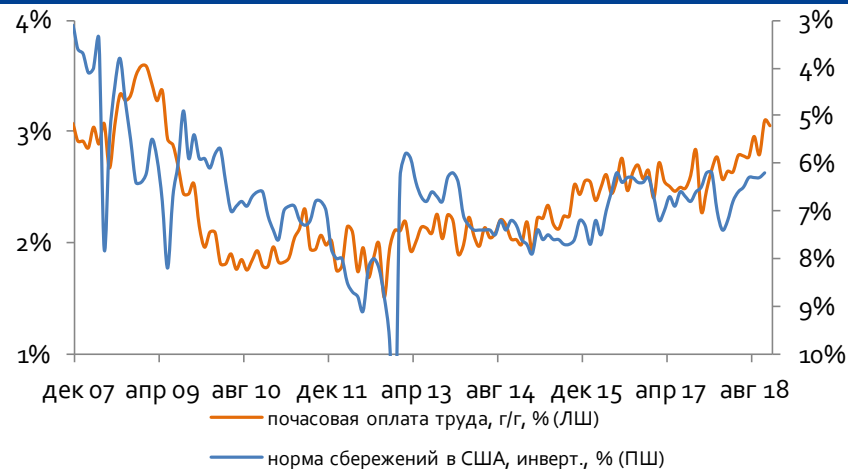
Источник: Reuters, PSB Research&Strategy

Спрос на трудовые ресурсы остается высоким, стимулируя, наряду с ростом зарплат, ожидания повышения инфляции. Уровень безработицы в США находится на минимальных уровнях за несколько последних циклов (3,7% - минимум с 1969 г.), доля частично занятых – на минимумах с прошлого цикла. Индикатор спроса на труд указывает на возможность некоторого дополнительного, хотя и ограниченного по амплитуде и продолжительности, снижения безработицы. Кроме того, этот индекс указывает на невысокую (последние 2 года - 6%-6,3%) норму сбережений.

На таком фоне мы сохраняем прогноз роста базовой инфляции – главного фактора за решениями ФРС. Однако теперь мы вынуждены оценивать инфляционные процессы в США более осторожно: мы ждем, что **базовый ИПЦ выйдет в 1П2019г. в 2,3% -2,4% г/г и вернется к 2% к концу 2019 г..** По общему ИПЦ ждем провала к 1,5% г/г, с плавным ростом к концу года ввиду рисков в области цен на продовольствие и ожидаемого роста пошлин на весь импорт из КНР.

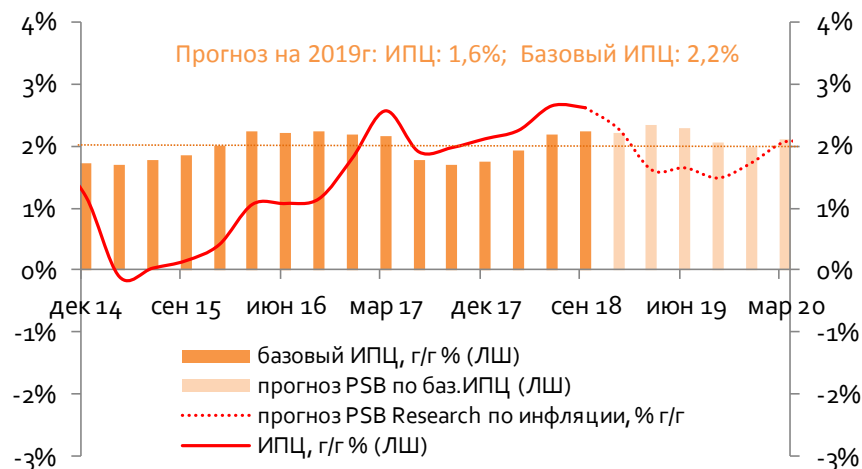
Основанием для снижения прогноза по инфляции выступает ослабление влияния стимулов Д. Трампа и развитие «торговых войн», угрожающих экономике и уже способствовавших более раннему, чем ожидалось, спаду цен на сырье. Кроме того, играет свою роль рост ставок, «съедающий» увеличение зарплат и ослабляющий решающее влияние зарплат на инфляционные процессы.

Норма сбережений в США - у 6%, рост ЗП - на максимумах с 2007 г.



Источник: Reuters, PSB Research&Strategy

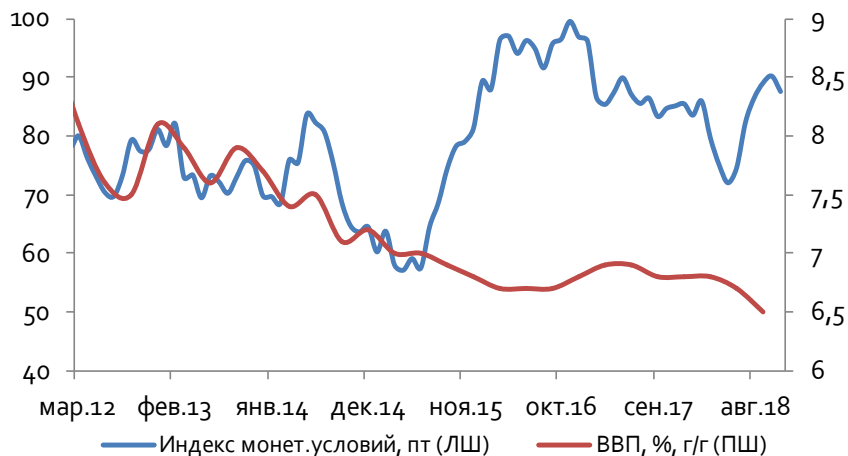
Прогноз по инфляции в США на 2019 г.



Источник: Reuters, PSB Research&Strategy

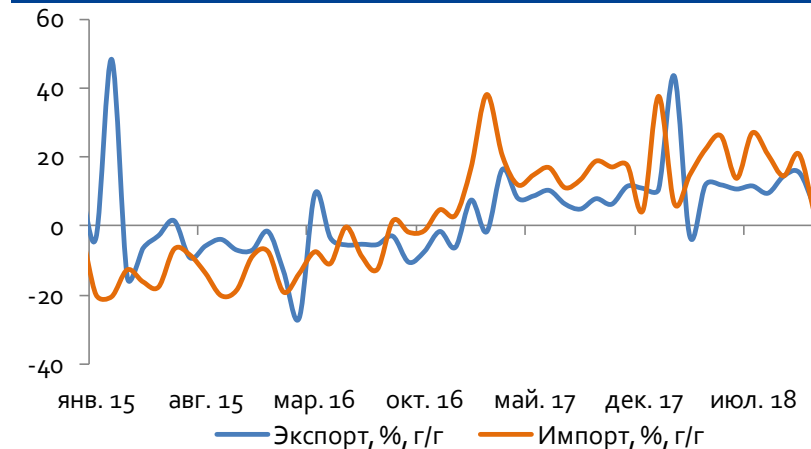
КНР: плавное снижение темпов роста продолжится

ВВП КНР продолжает "тормозить", несмотря на усилия властей



Источник: Bloomberg, PSB Research&Research

Внешняя торговля КНР хорошо смотрелась большую часть 2018г.



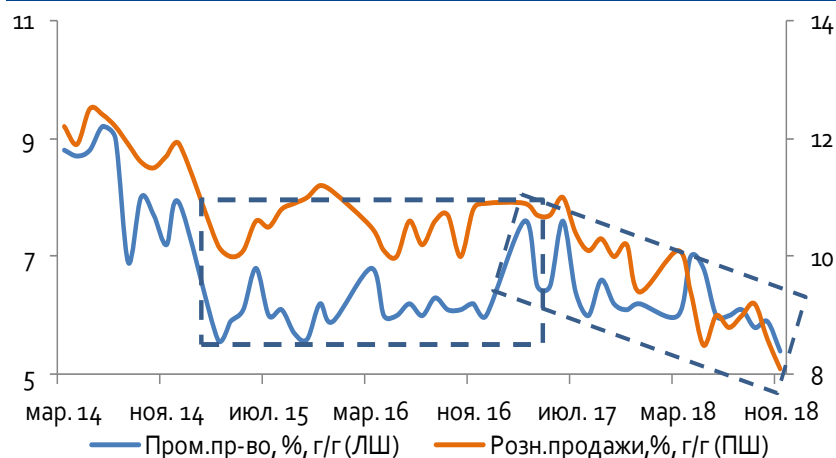
Источник: Bloomberg, PSB Research&Strategy

Рост ВВП КНР, как мы и опасались, к 3 кварталу снизился до 6,5% г/г. Несмотря на меры Народного банка Китая по поддержанию благоприятной ситуации в финансовом секторе (предоставление банкам ликвидности; снижение нормы резервирования с 17% до 14,5%), реальный сектор продолжил замедление. Позитивным сюрпризом стала внешняя торговля, сохранявшая большую часть года хорошую динамику благодаря росту в США, высоким ценам на сырье и «предварительному эффекту» начального этапа тарифной войны с США, ожидание которой дало импульс экспорту для создания запасов.

Ослабление темпов роста промышленного производства и розничных продаж длится с лета 2017 года и, по нашему мнению, продолжится и в 2019 году. Основными причинами замедления роста промышленной и инвестиционной активности остаются как борьба с теневым кредитованием и неэффективными производствами, а также все более избирательное стимулирование экономики, так и внешние факторы (снижение инвестиционной привлекательности страны для внешнего капитала, риск торговой войны с США). Ограниченность потенциала внутреннего рынка, невысокие доходы населения и фокусирование стимулов на пром. секторе ведут к сдержанному росту розничных продаж и к вялости кредитования.

Мы ждем, что рост ВВП КНР в 4м квартале составит 6,4% г/г, а по итогам 2018г. 6,6%. В 2019г **китайский ВВП, вероятнее всего, замедлится до 6%-6,2% г/г.** мы учитываем обещанное США повышение тарифов, но ждем девальвации юаня и новых монетарных стимулов в КНР, призванных компенсировать таковое.

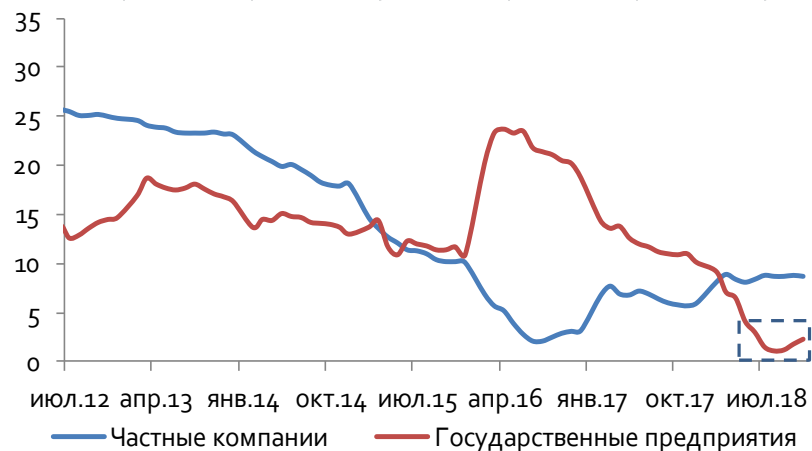
Рост промышленности и розничных продаж снижается с лета 2017 г.



Источник: Bloomberg, PSB Research&Research

КНР: инвестиции и кредитование снижаются... по плану

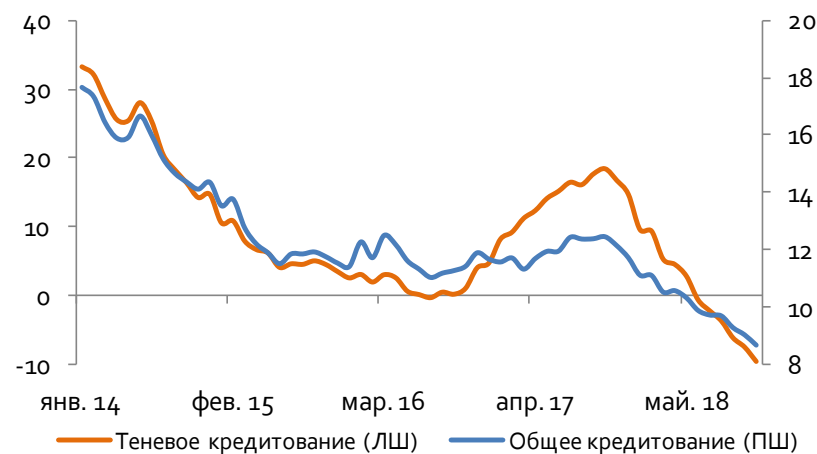
Темпы роста инвестиций, %, г/г



Источник: Bloomberg, PSB Research&Research

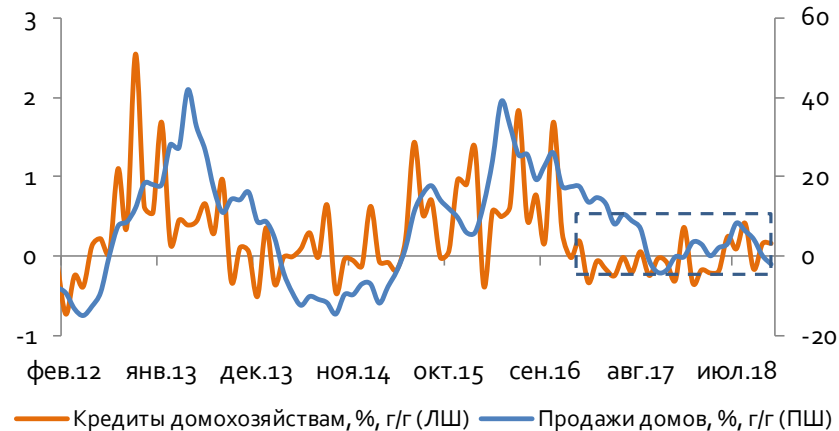
Последние данные показывают последовательность властей КНР в деле перехода, весьма непростого и отягощенного жесткой торговой политикой США, от инвестиционного роста к потребительскому: динамика инвестиций госсектора - вялая, усиливается делевердж в теневом секторе, зато стимулы ЦБ поддерживают строительный сектор. Это, в силу слабости потребления и фокуса стимулов на крупном бизнесе, подкрепляет наш консервативный - причем долгосрочно - взгляд на экономику Китая. Впрочем, ситуация в экономике КНР, по нашему мнению, выглядит контролируемой: угроза наступления экономического кризиса в стране в отсутствие сильных внешних шоков выглядит не столь высокой.

Темпы роста кредитования, %, г/г



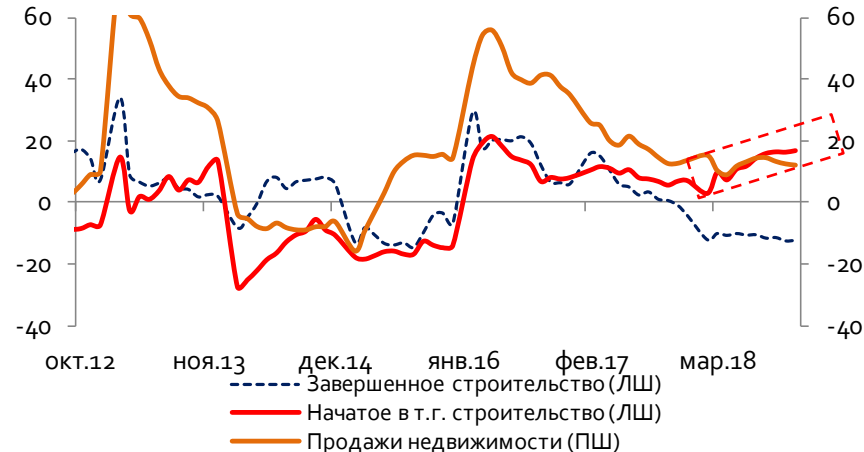
Источник: Bloomberg, PSB Research&Research

Динамика рынка жилья и кредитов домохозяйствам низка



Источник: Bloomberg, PSB Research&Research

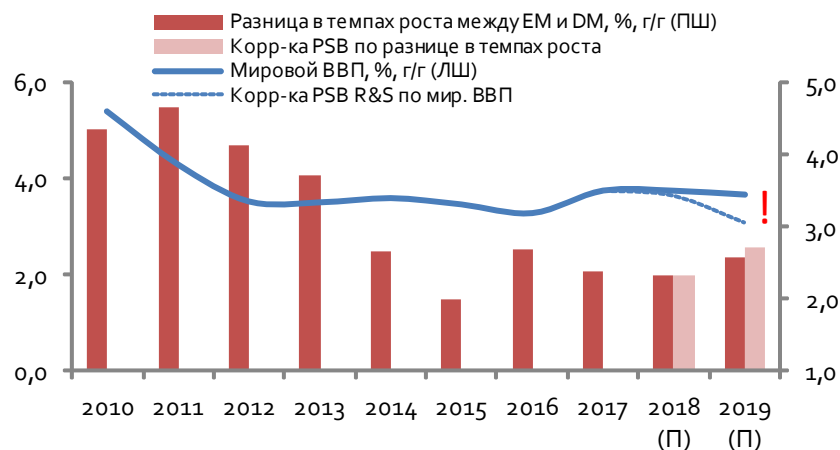
Динамика строительства в КНР, %, г/г



Источник: Bloomberg, PSB Research&Research

Ждем снижения темпов роста мирового ВВП и торговли

Темпы роста EM и DM



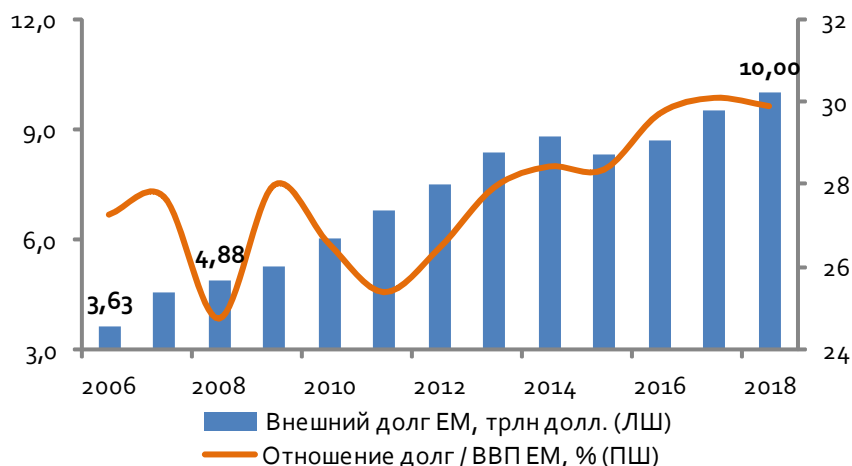
Источник: МВФ, PSB Research&Strategy

Динамика мировой торговли



Источник: МВФ, PSB Research&Strategy

Внешний долг EM достиг почти 30% ВВП



Источник: МВФ

В 2019 видим риски «негативного сюрприза» в мировой торговле и в динамике ВВП. МВФ с осени начал более консервативно смотреть на перспективы мировой экономики, однако, хотя Фонд и констатировал, что фазу торможения сейчас прогнозировать сложно, решил все же ориентироваться на сохранение темпов роста мирового ВВП на уровне 2017-2018 гг. (3,7%). Прогноз МВФ *отличается* от нашего базового сценария. Учитывая наши корректировки, **перспективы мирового ВВП и мировой торговли, которые, по нашему мнению, могут замедлиться до 3,1% г/г и 1,5% г/г соответственно, выглядят тревожно.** Угроза потери в 2019 г. импульса к росту торговли, уязвимой к геополитическому фактору и расширению применения санкционных механизмов, особенно неприятна для EM. По нашему мнению, такая угроза, если будет реализована, то, скорее, во 2П2019 г.

Негативным фактором для EM в 2019 году станет, по нашему мнению, и дальнейшее ужесточение политики ФРС. С 2006г. долговая нагрузка развивающихся экономик заметно выросла и сейчас составляет около 30% ВВП, повышая их чувствительность к сжатию долларовой ликвидности и росту процентных ставок: например, LIBOR 1у за год прибавил 1% и сейчас находится на максимумах с лета кризисного 2008 года. По этой причине мы негативно смотрим на страны с дефицитом счета текущих операций такие, как Турция, Аргентина, Мексика, ЮАР.

Сценарии и прогнозы на 2019г.

Мировая экономика

Монетарная политика и глобальные рынки капитала

Товарные рынки

Российская экономика

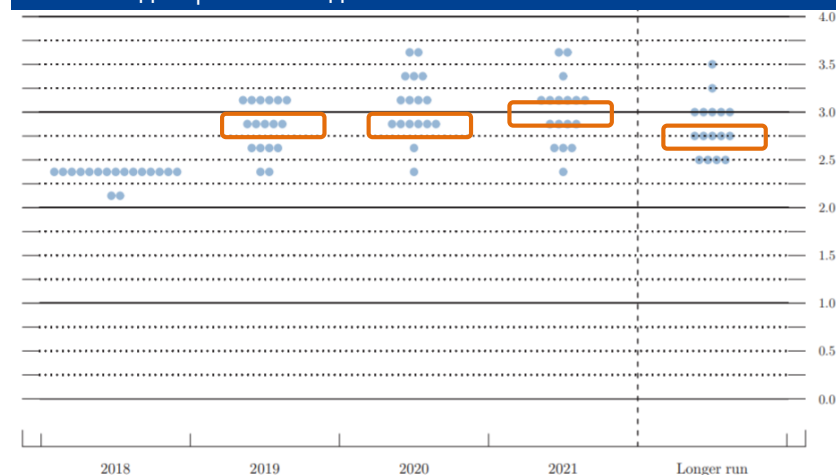
Российский рынок акций и облигаций

ФРС: сокращение баланса – ключевой риск в 2019 г.

▪ **Федрезерв в 2018 году продолжил действия по нормализации своей денежно-кредитной политики.** На фоне устойчивого роста экономики регулятор в завершающемся году 4 раза перемещал вверх диапазон ключевой ставки, который составляет на конец года 2,25%-2,5%. ФРС сейчас видит возможность двух повышений в следующем году - до 2,9%. Отметим, что регулятор по-прежнему не видит сильных инфляционных рисков и в декабре, впервые в этом году, понизил прогноз по ВВП и смягчил свои ожидания по ставке. **Наш экономический сценарий предполагает лишь одно повышение ставки ФРС в 2019 году, которое мы ждем в марте.**

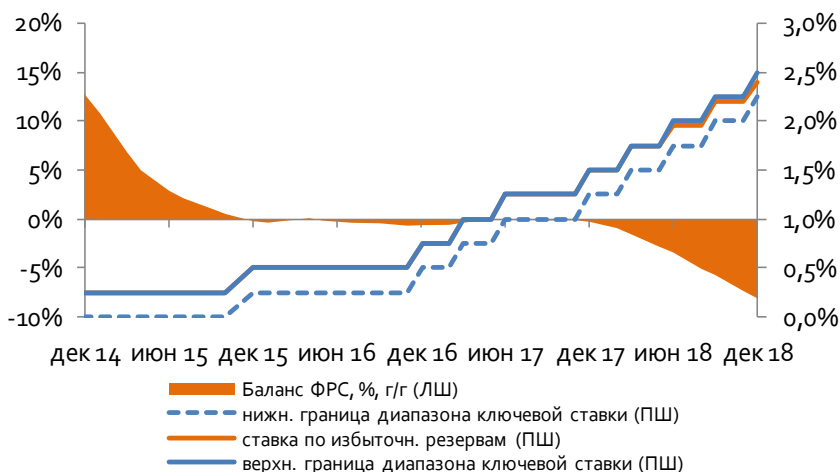
▪ Регулятор также продолжает фазу сжатия своего баланса. Темпы уменьшения активов с середины года начали ожидаемо увеличиваться и достигли к декабрю 8% г/г., а сам баланс Федрезерва сжался до 4,08 трлн с 4,45 трлн на начало года. **В 2019г., учитывая объем погашаемых UST, сокращение баланса ФРС составит 12%-15% г/г.** Снижение баланса ФРС ведет к торможению темпов роста M2 в США и, в условиях экономического роста, создает риск повышения стоимости денег и, как следствие, **роста «коротких» ставок.**

Точечная диаграмма ожиданий членов FOMC по ставке



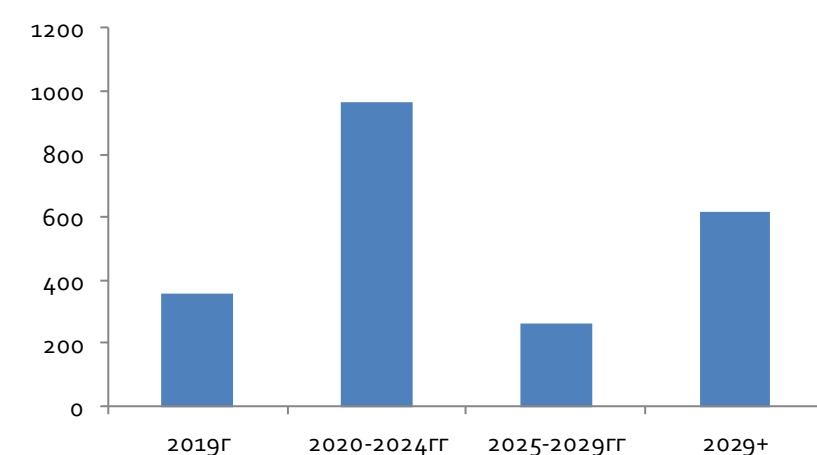
Источник: Reuters, PSB Research&Strategy

ФРС последовательно повышает ставки и сокращает баланс



Источник: Reuters, PSB Research&Strategy

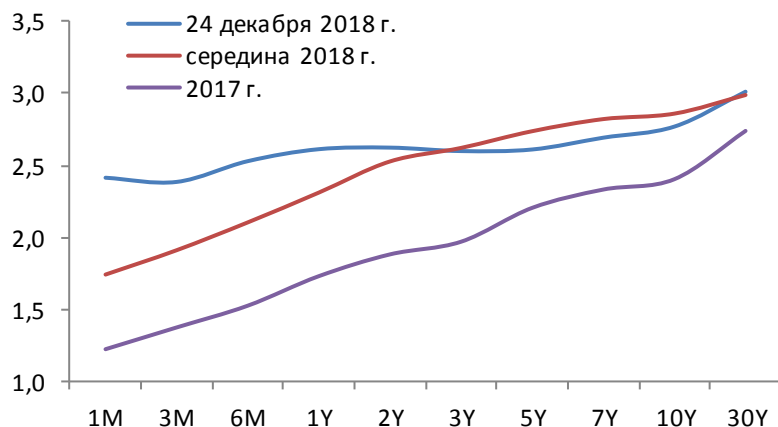
Объем погашаемых UST на балансе ФРС (в млрд долл.)



Источник: ФРС

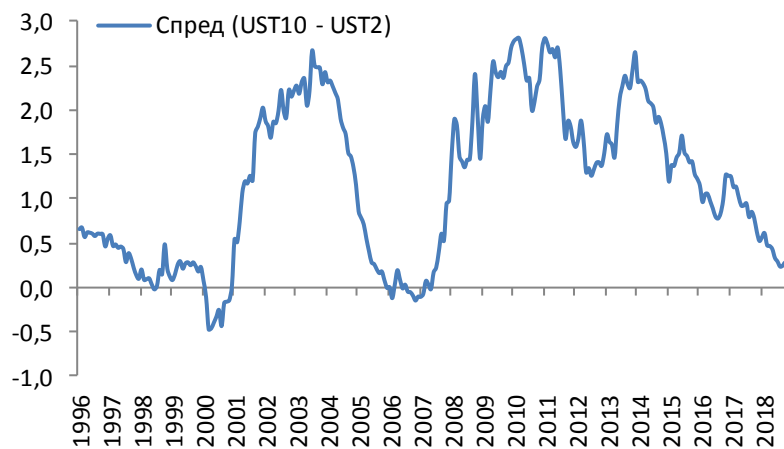
Кривая доходностей UST приближается к инверсии

Кривые доходностей UST



Источник: Bloomberg, PSB Research&Strategy

Спред между доходностью UST-10 и UST-2



Источник: Bloomberg, PSB Research&Strategy

- Последние несколько лет, по мере отказа Федрезерва от сверхмягкой денежно-кредитной политики, доходности американских treasuries демонстрируют тенденцию к росту по всей кривой.

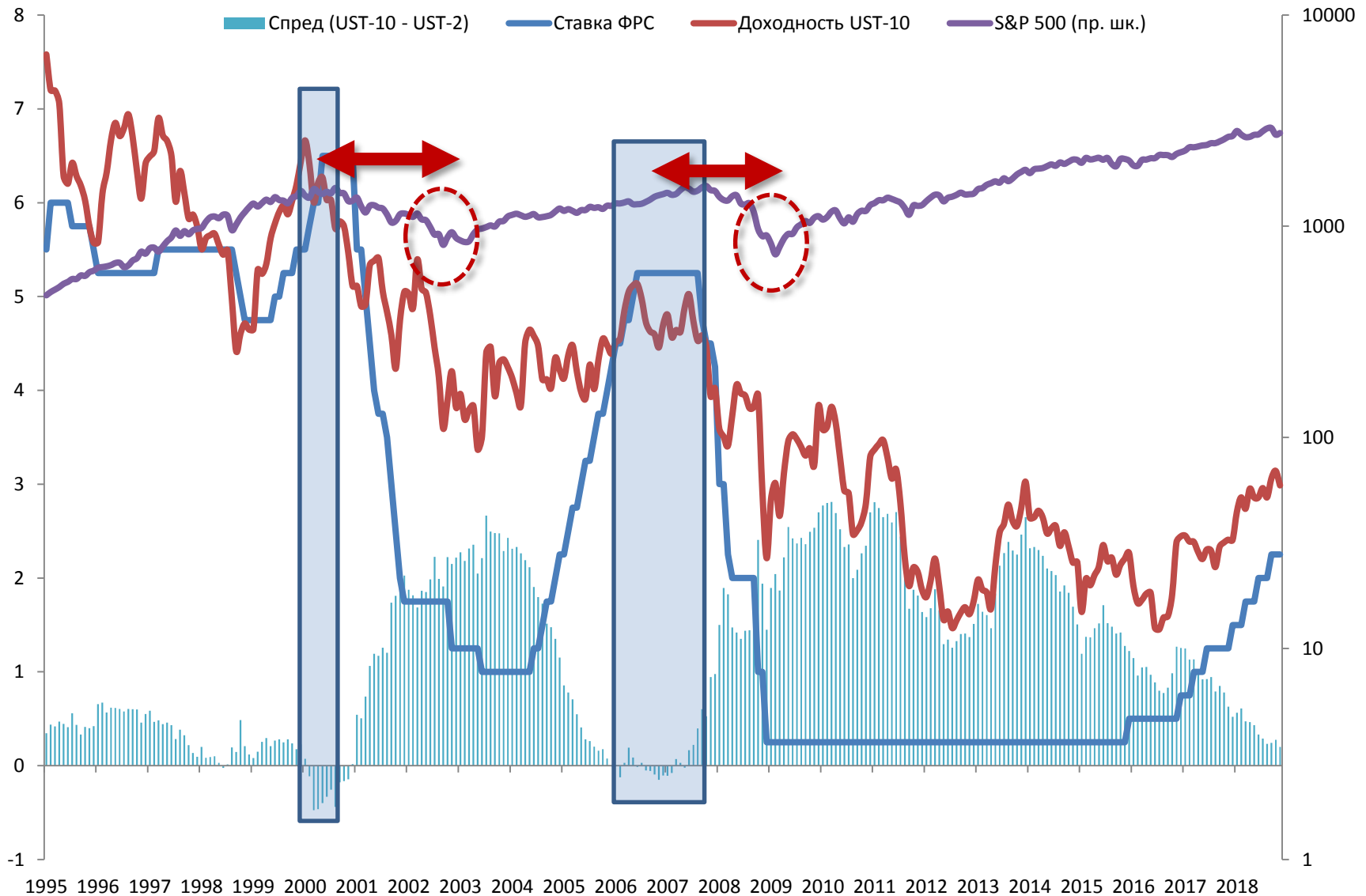
- Однако доходности на коротком конце кривой росли **гораздо быстрее**, чем на дальнем. В результате кривая доходностей постепенно становится все более плоской: спред между доходностью на дальнем и коротком конце сокращается.

- В декабре кривая UST достигла инверсии на участке 2-5 лет. Отметим, что инверсия UST – *очень важный для рынков сигнал*: он исторически указывает рынку на вероятность завершения кредитного цикла и скорого вхождения американской экономики в рецессию. Однако главный бенчмарк состояния кривой – **спред между доходностями десятилетних и двухлетних treasuries** – пока еще держится в положительной зоне, хоть и составляет всего 15-20 б.п. - посткризисные минимумы. На наш взгляд, уже к середине следующего года кривая UST может достигнуть полноценного состояния инверсии.

- **Инверсия сама по себе не говорит о неизбежности обрушения финансовых и сырьевых рынков.** Так, следующий слайд демонстрирует, что исторически спрос на рискованные активы после достижения состояния инверсии продолжается еще **примерно 6-9 месяцев**, и только по их истечению наблюдается разворот на рынке акций США.

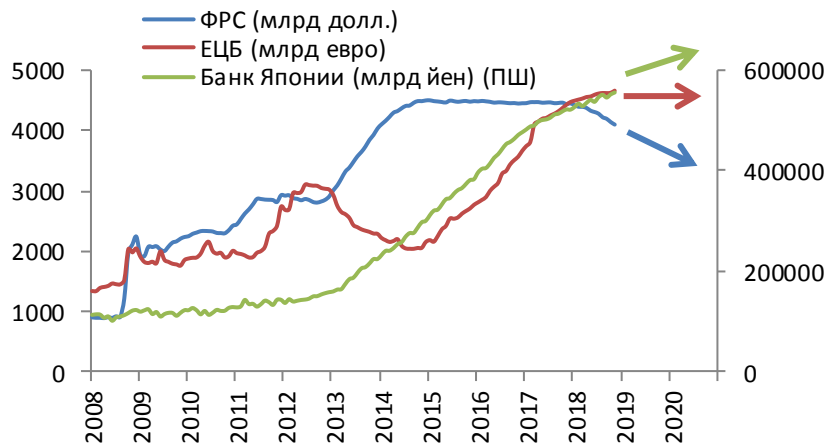
В настоящий момент мы видим риск того, что рынки акций быстрее среагируют на не обещающую ничего хорошего инверсию кривой, что связано как с объективным процессом сокращения баланса ФРС (т.е. отказом от политики сверхстимулирования), так и с роботизацией торговли на биржах, которая делает рынки более «отзывчивыми» на стандартные индикаторы. Кроме того, формируемые на рынках ожидания ухудшения ситуации в мировой экономике (этого не было ни в 2000, ни в 2007 гг.) могут сами по себе сдержать дальнейший рост рынков. Впрочем, эти негативные процессы могут и не совпасть во времени, что иначе могло бы вызвать полноценный фондовый кризис.

S&P 500 с запозданием реагировал на инверсию кривой UST в 1999-2000 гг. и 2006-2008 гг.



Другие центробанки также не будут склонны к стимулам

Активы регуляторов на балансе в национальных валютах

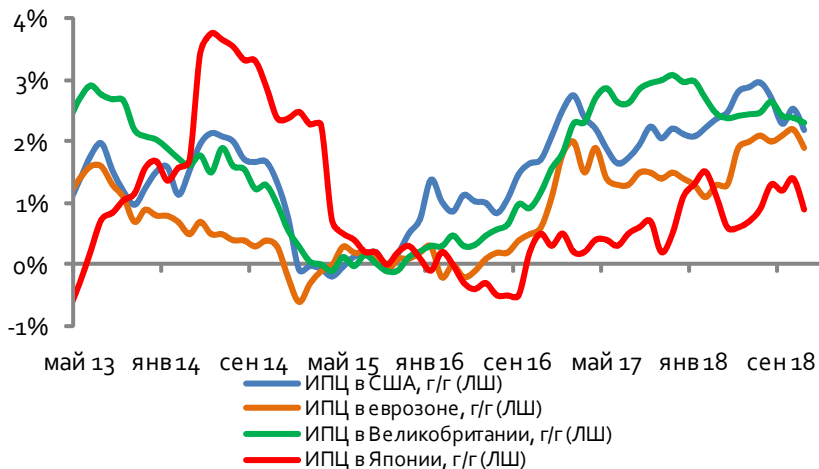


Источник: Bloomberg, PSB Research&Strategy

■ ЕЦБ с 2019 года, наконец, прекращает свою программу сверхстимулирования - выкупа активов. И, хотя регулятор проявляет готовность не сокращать свой баланс, рефинансируя погашаемые бумаги, а также не спешит с повышением ставки, по крайней мере, новых стимулов от ЕЦБ ждать не приходится. Из ведущих ЦБ лишь Банк Японии, как мы ожидаем, продолжит свои программы стимулирования с прежней интенсивностью. В целом, объем ликвидности, потсавляемой ведущими ЦБ развитых стран (США, еврозона, Япония, Великобритания), в 2019 году заметно уменьшится, хотя, в основном, за счет ФРС. Склонность ключевых ЦБ к постепенному изъятию стимулов в следующем году, учитывая восстановление инфляционного фона, может укрепляться. Впрочем, и быть излишне жесткими для ЦБ развитых стран особого повода нет ввиду неоднозначных прогнозов и сглаживания наклона кривых гособлигаций.

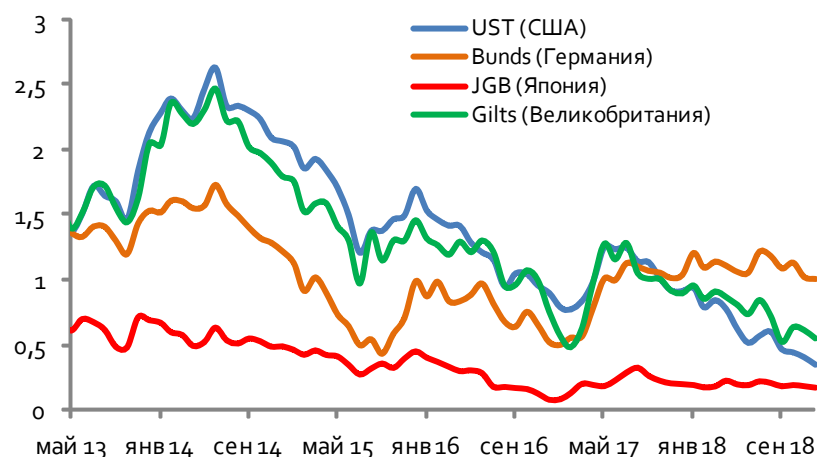
■ Фактор умеренного свертывания стимулов мы рассматриваем по-прежнему как слабо негативный для ЕМ, но опасаемся, что при одновременном отказе от стимулов ЕЦБ и уменьшении баланса ФРС это способно стать поводом для новых волн оттока капитала из ЕМ. По нашим оценкам, риск таких событий будет расти в течение года и станет весьма серьезным к 3-ему-4-ому кв. 0219г.

Инфляционные процессы в США и Европе схожи



Источник: Reuters, PSB Research&Strategy

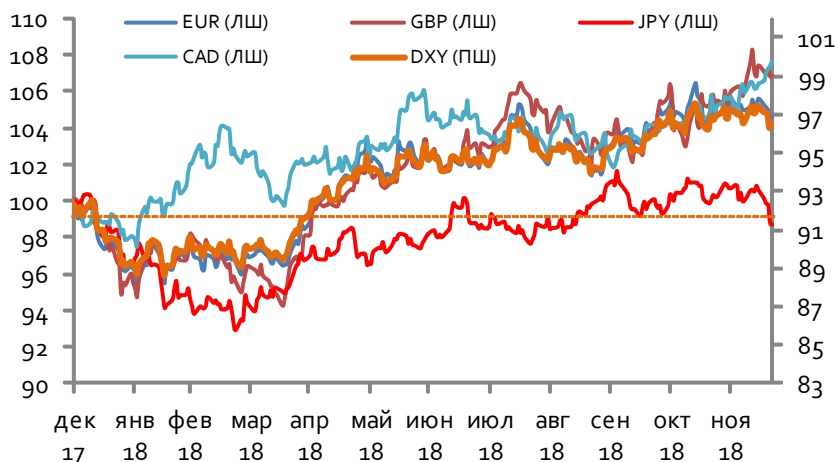
Наклон (спрэд доходности 10л.-2г.) кривых госбондов стран:



Источник: Reuters, PSB Research&Strategy

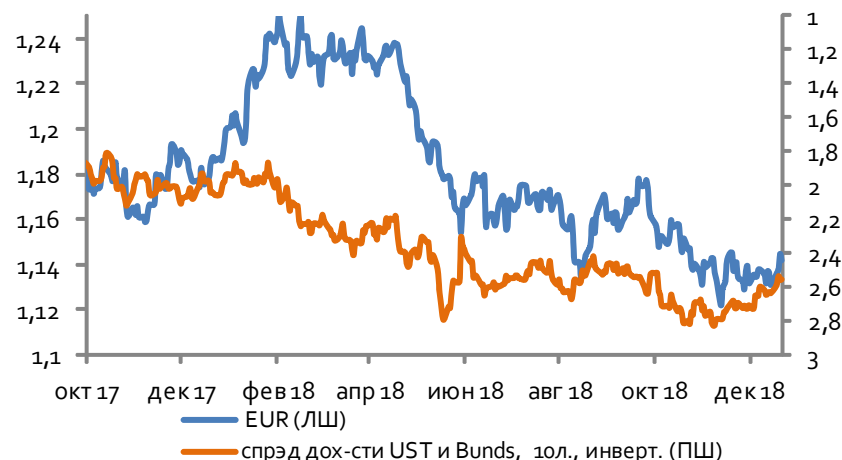
Валютные рынки: ждем возврата евро к 1,15-1,2 долл.

Изменение валют DM к доллару (100=31/12/2017) и DXY



Источник: PSB Research

пара EURUSD и rate differential (10 л.)



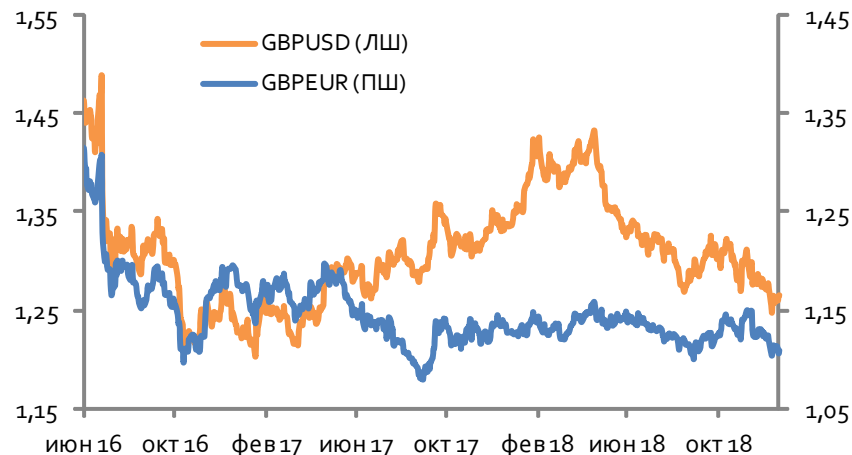
Источник: Reuters, PSB Research

- **Доллар и в конце года продолжил оставаться крепким.** Активная фаза экономического роста США, рост ключевой ставки ФРС на фоне продолжения действия стимулов ЕЦБ, что обеспечивает относительно привлекательные ставки в США по сравнению с Европой и расширение rate differential, а также фактор торговых войн, как и рост опасений относительно Brexit дали в результате более сильный доллар, чем мы ожидали. Индекс DXY в конце года вернулся в район 97 пунктов – к максимумам с лета 2017 года.

- **Мы считаем, что с начала 2019 года позиции доллара к валютам развитых стран начнут ослабляться.** ЕЦБ завершает свою программу выкупа активов. В условиях бюджетных проблем и политических рисков в ряде стран ЕС ставки в Европе должны подрасти. В то же время, ожидаемое торможение роста экономики США способно свернуть рост долларовых ставок. И, наконец, мы исходим из того, что «жесткий» Brexit не произойдет, и к 29 марта ЕС и Великобритания официально договорятся.

- Поэтому **мы ждем возврата пары евро-доллар к 1,15-1,20** и видим риски даже (недолгого) теста верхней границы диапазона. **Мы сохраняем наш взгляд на GBP** ввиду сближения инфляционных процессов в развитых странах: «мягкий» Brexit предполагает тест верхней границы зоны 1,25-1,35, которая актуальна в текущей экономической ситуации. Отметим, что «жесткий» Brexit может опустить GBP к 1,10-1,20, EUR – к 1,0-1,10.

Фунт к евро движется в "боковике"



Источник: Reuters, PSB Research

Ожидания по динамике фондовых рынков в 2019 г.

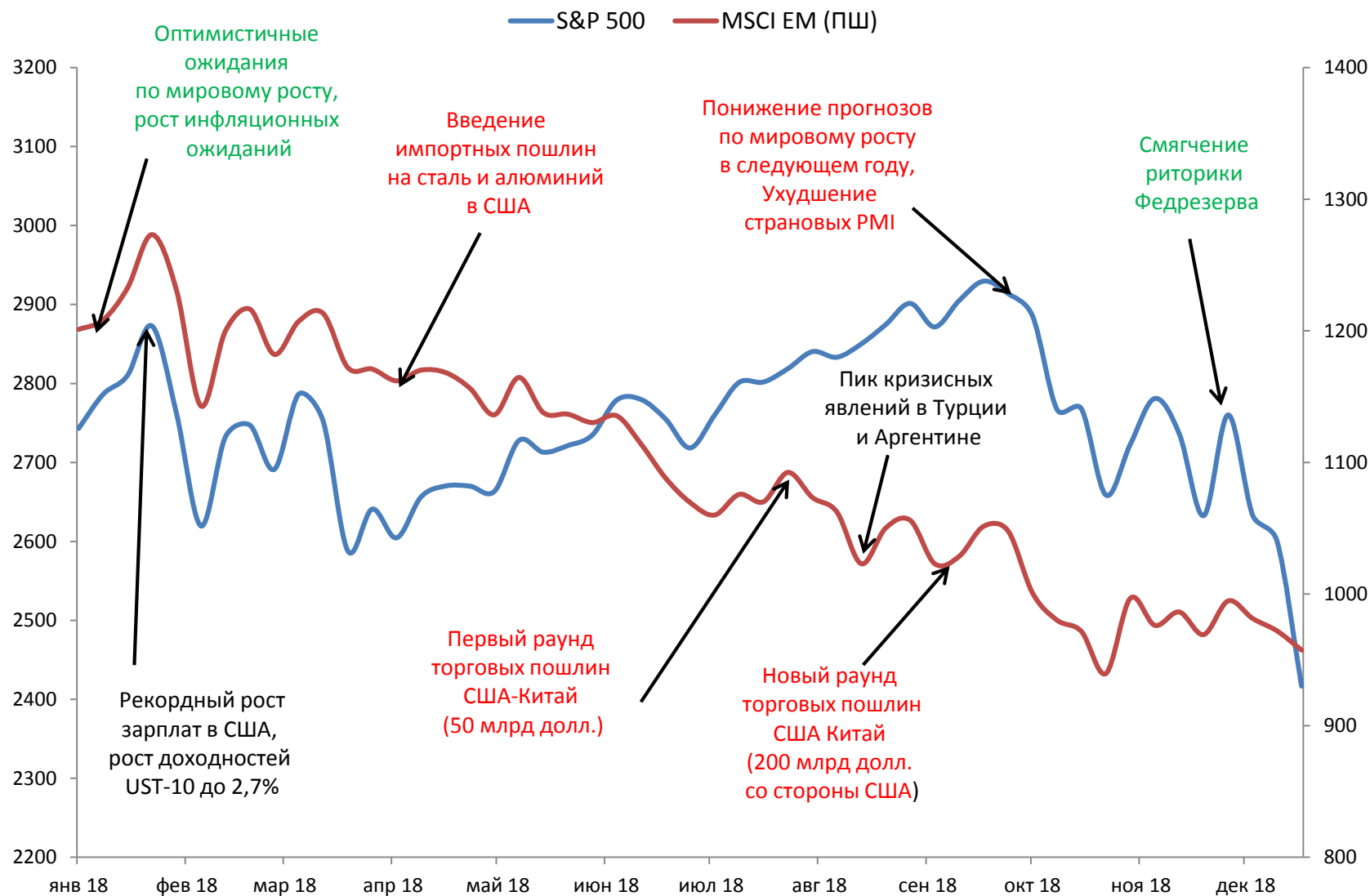
Развитые рынки:

- Приближение конечной стадии кредитного цикла и формируемые ожидания по снижению темпов роста мировой экономики создают риски для всей группы рисковых активов.
- В середине следующего года вероятно достижение инверсии кривой доходностей treasuries (спред 10yr – 2 yr).
- Текущий уровень риск-премий на американском рынке свидетельствует об отсутствии какого-либо масштабного перегрева экономики, хотя потенциал роста рынка уже невелик.
- В конце текущего года рынки выглядят локально перепроданными, а оценки - уже учитывающими, как минимум, сценарий стагнации мировой экономики. Возможное смягчение монетарного курса Федрезерва в начале 2019 года и надежды инвесторов на конструктивный ход переговоров между США и Китаем по вопросам торгового соглашения (сейчас дедлайн – март) могут поддержать рынки в начале следующего года.
- В первом полугодии в базовом сценарии ожидаем восстановления спроса на риск и возвращения индекса S&P 500 к историческим максимумам - район 3000 пунктов.
- Во втором полугодии видим перспективу всплеска волатильности на рынках ввиду усиления влияния идеи завершения кредитного цикла на фоне вероятного получения новых подтверждений торможения экономик США и КНР.

Развивающиеся рынки:

- Слабость развивающихся рынков в 2018 г. привела к тому, что, в целом, группа EM относительно DM смотрится весьма привлекательно по фундаментальным метрикам.
- В первом полугодии 2019 года в рамках общего восстановления риск-аппетита ожидаем позитивной динамики в среднем по группе EM. Внутри EM приоритет отдаем странам, не показывающим проблем двойного дефицита и высокого долга: их рынки акций способны показать динамику лучше MSCI World.
- При этом идея постепенного замедления темпов роста мировой экономики и скорого завершения кредитного цикла заставляет консервативно смотреть и на EM на горизонте 12 месяцев.

Динамика мировых рынков в 2018 г.



Фондовые рынки: волатильность вернулась

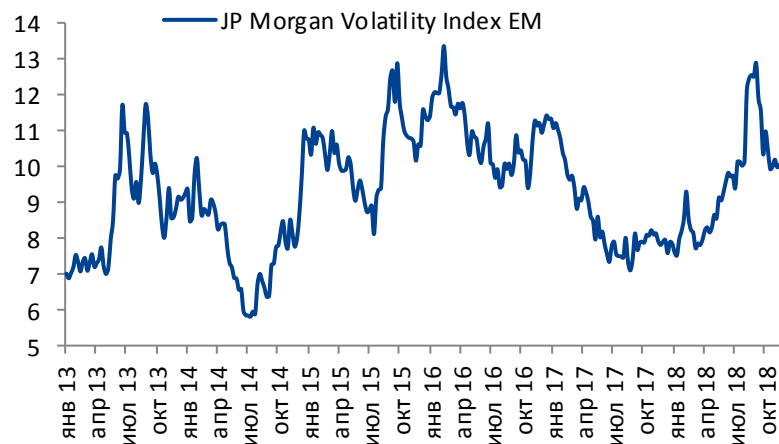
- В целом, 2018 г. отмечен заметным ростом волатильности на рынках после сверхнизковолатильного 2017 г.
- Ключевые риски 2018 г. (пересмотр ожиданий по темпам роста мировой экономики в негативную сторону, торговое противостояние США-Китай, рост долларовых ставок) привели к росту волатильности, причем они нашли большее отражение на развивающихся рынках, нежели чем на развитых. Волатильность на развивающихся рынках демонстрировала постоянный рост во 2-ом-3-ем кв.года. Пик роста волатильности на развивающихся рынках пришелся на август-сентябрь, что совпало с обострением экономических проблем в отдельных EM (Турции, Аргентине).
- На развитых рынках в 1-ом кв. и 4-ом кв. также наблюдались резкие коррекционные импульсы: американские индексы к концу года снижались почти на 20%.
- Так или иначе, рост волатильности в 2018 г., на наш взгляд, все еще можно воспринимать как нормализацию ситуации после выбивающегося из общей картины сверхудачного прошлого года.
- Отметим, что конечная стадия краткосрочного кредитного цикла часто сопровождается ростом волатильности, что, вероятно, мы и наблюдаем в данный момент.
- Одна из особенностей этого года – расхождение в динамике развивающихся и развитых рынков. И, если в предыдущие несколько лет EM и DM были значительно скоррелированы по динамике, то текущие оценки рынка, более скромные уровни риск-премий заставляют подходить к выбору активов более избирательно.
- На горизонте ближайшего года видим риски сохранения сравнительно высокой волатильности с новыми резкими коррекционными движениями. Однако, в первой половине года, ввиду затянувшейся и, возможно, чрезмерной коррекции рынков на фоне сохранения относительно комфортной ситуации в мировой экономике и позитивных ожиданий по корпоративным прибылям, рассчитываем на снижение столь высокой волатильности и переход к росту в большинстве рискованных активов.

Индекс волатильности VIX



Источник: Bloomberg, PSB Research&Strategy

Волатильность на развивающихся рынках



Источник: Bloomberg, PSB Research&Strategy

Риски замедления экономики могут продолжать оказывать давление на фондовые индексы

- Ожидания замедления темпов роста мировой экономики в целом, и, в частности, американской экономики, заставляют нас не столь позитивно смотреть на американский рынок акций.
- На горизонте последних лет адекватность доходности индекса S&P 500 экономическим показателям (динамике ВВП, индексу ISM, динамике розничных продаж и т.п.) наблюдается не столь однозначно. Однако, в условиях ожидаемого нами ощутимого замедления указанных метрик, **давление на американские акции со стороны экономических реалий в 2019 г. может возрасти.** На горизонте следующего года мы допускаем снижение среднеарифметического показателя ISM Manufacturing и ISM Non-Manufacturing до 52-55 пунктов с текущих почти 60 пунктов, замедление темпов роста розничных продаж с текущих 4,2% до 1,5%-2%.

Изменения индекса S&P 500 и темпы роста ВВП США



Источник: Bloomberg, PSB Research&Strategy

Изменения индекса S&P 500 и индекса ISM



Источник: Bloomberg, PSB Research&Strategy

Изменения индекса S&P 500 и розничные продажи



Источник: Bloomberg, PSB Research&Strategy

«Акции стоимости» на американском рынке смотрятся привлекательнее «акций роста»

- На конец ноября 2018 г. уровень EV/EBITDA для индекса S&P 500 составляет 12,7 б.п., что близко к максимумам 1999–2000 гг.
- Последовательный рост мультипликатора наблюдался в период с 2012 г. до января 2018 г., что совпало с периодом стабильного роста мировой экономики, мягкой монетарной политики, притоком ликвидности в растущие отрасли (технологический сектор, биотехнологии) и т.п.
- **Переход мировых ЦБ от стимулирующей политики к нейтральной создает риски для оценок рынка акций**, что дополняет усиливающиеся опасения относительно темпов роста мировой экономики и торговли.
- Обратите внимание, что **«акции стоимости» против «акций роста» (из индекса Russell 2000) торгуются на минимальных уровнях** с пиков 2000 г., и, на наш взгляд, с учетом консервативного взгляда на рискованные активы, заслуживают большего внимания по сравнению с «акциями роста».

Балансы мировых ЦБ и индекс S&P 500



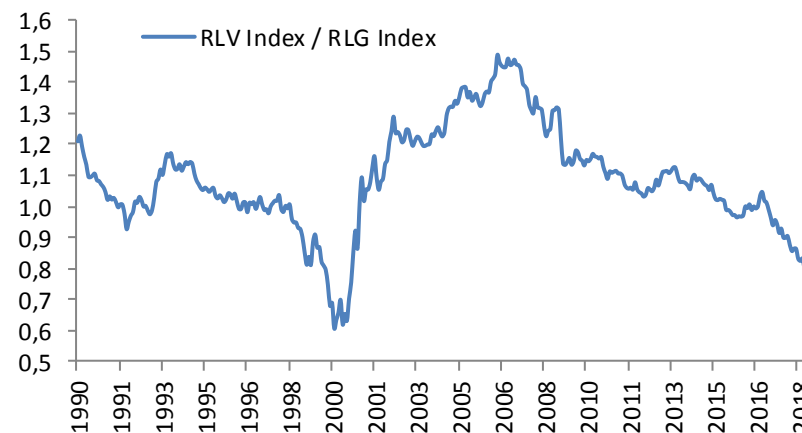
Источник: Bloomberg, PSB Research&Strategy

EV/EBITDA по индексу S&P 500



Источник: Bloomberg, PSB Research&Strategy

Акции стоимости против акций роста



Источник: Bloomberg, PSB Research&Strategy

Уровни риск-премий на рынке акций США сокращаются

▪ Несмотря на тот факт, что текущие оценки американского фондового рынка долгие месяцы находятся на высоких отметках, **оценка риск-премий для американских акций говорит об отсутствии масштабного перегрева фондового рынка по сравнению с пиками предыдущих кредитных циклов.**

▪ На 25 декабря уровень риск-премии по индексу S&P 500 (E/P – FED rate) составляет 3,73%. Премия за инвестиции в акции (E/P – доходность UST10) составляет 3,49%. Премия в последние годы становилась все более низкой, но запас показателя от минимумов предыдущих кредитных циклов сохраняется, а коррекция рынка в 4 кв. вернуло значение риск-премий на уровни середины 2017 г.

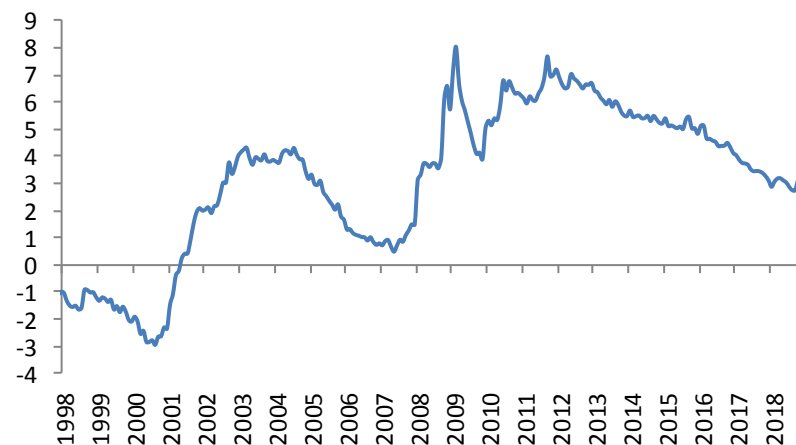
▪ Каждое повышение ставки ФРС при прочих равных сдвигает на 0,25 пункта уровень риск-премии по акциям вниз. По мере продолжения роста ставки ФРС и доходностей UST уровень риск-премии в ближайшие пару кварталов, вероятно, будет сокращаться (даже с учетом роста прибыльности американских компаний).

▪ По большому счету влияние уровня риск-премий на краткосрочную динамику рынка сравнительно не выражено. Однако наблюдается зависимость между уровнем риск-премий и доходностью рынка в следующие 5 лет.

▪ **Текущий уровень риск-премий обозначает ожидаемую среднегодовую доходность индекса S&P 500 в ближайшие 5 лет на уровне 4,5% годовых.**

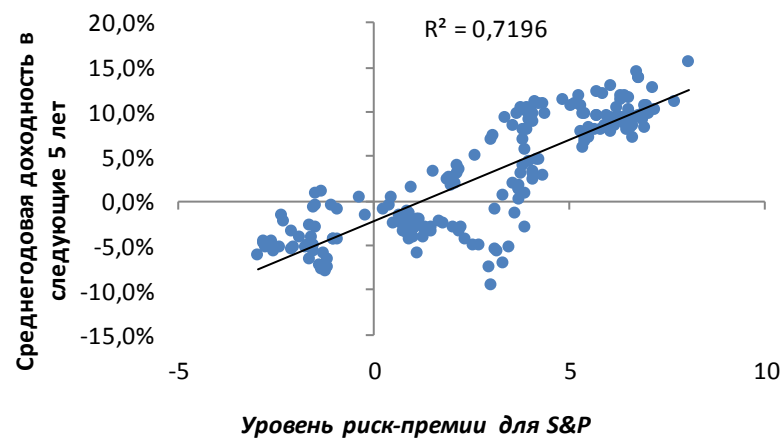
▪ В случае возврата индекса S&P 500 к максимумам, уровни риск-премий вновь могут сократиться до потенциально опасных, что, вкпе с рисками более явного замедления роста экономики по сравнению с консенсусом, заставляет нас **формировать консервативный взгляд на динамику индексов с горизонтом от года и далее.**

Риск премия S&P 500 (от ставки ФРС)



Источник: Bloomberg, PSB Research&Strategy

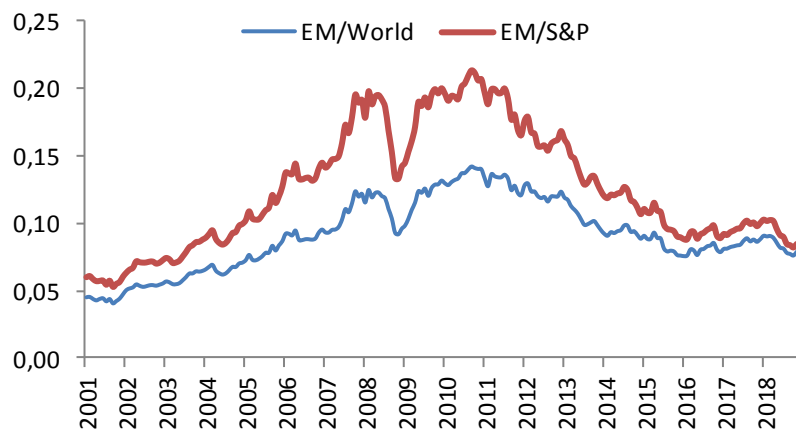
Влияние уровня риск-премий на ожидаемую доходность



Источник: Bloomberg, PSB Research&Strategy

Развивающиеся рынки дешевы по сравнению с развитыми

Относительная динамика EM против DM (total return)



Источник: Bloomberg, PSB Research&Strategy

Относительная динамика EM против DM (акции, total return)



Источник: Bloomberg, PSB Research&Strategy

- С 2011 г. развивающиеся рынки демонстрируют динамику хуже развитых. Период 2016-2017 гг. подавал надежды на изменение тенденции, но 2018 г. лишь подтвердил многолетний негативный тренд.

- На текущий момент соотношение индексов MSCI EM и MSCI World (для обоих индексов берутся значения total return, чтобы учесть разницу в дивидендной доходности) вернулось к минимумам начала 2016 г.

- Соотношение индексов MSCI EM и S&P 500 и вовсе превзошло многолетние минимумы и находится на уровнях 2003-2004 гг.

- Похожая картина наблюдается, если сравнить и оценки индексов по показателям EV/EBITDA: отношение показателя для EM к MSCI World вблизи минимумов 2015-2016 гг., для EM против S&P 500 – на уровнях первой половины нулевых.

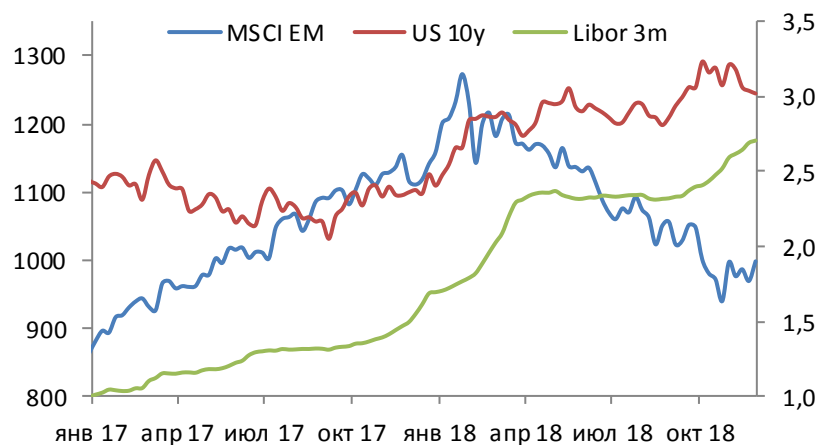
- Разумеется, сравнительно привлекательные мультипликаторы не свидетельствуют об отсутствии потенциала дальнейшего снижения. Однако часть рисков уже дисконтирована в текущих ценах, и, в случае появления сигналов уменьшения актуальности торговых споров, либо смягчения риторики мировых ЦБ, развивающиеся рынки имеют шансы продемонстрировать **значительное коррекционное восстановление.**

- В связи с этим в рамках первого полугодия в базовом сценарии мы склонны ожидать позитивной динамики EM.**

- Однако, по мере замедления темпов роста мировой экономики и подтверждения идеи завершения кредитного цикла, вторая половина следующего года, на наш взгляд, может быть отмечена **новой волной снижения спроса на рисковые активы в целом, и развивающиеся рынки в частности.**

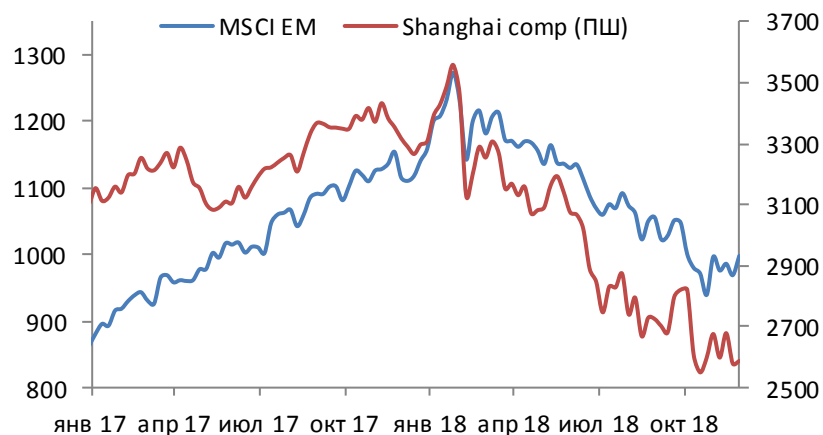
Риски торговых ограничений важнее роста ставок

MSCI EM и долларовые ставки



Источник: Bloomberg, PSB Research&Strategy

Динамика китайского рынка и индекса MSCI без учета Китая

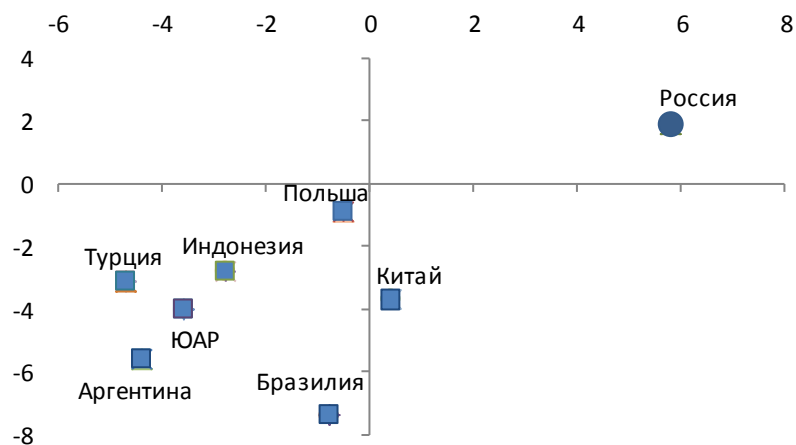


Источник: Bloomberg, PSB Research&Strategy

- В качестве ключевых драйверов относительной слабости emerging markets в 2018 г., как правило, выделяют рост долларовых ставок и опасения относительно реализации протекционистских мер в международной торговле (которые в свою очередь заставляют более консервативно смотреть на ожидаемые темпы роста мировой экономики в ближайшие годы).
- На наш взгляд, второй фактор имеет на текущий момент более принципиальное значение для развивающихся рынков.
- Обратим внимание на тот факт, что на протяжении всего 2017 г. и 1-го кв. 2018 г. наблюдался заметный рост долларовых ставок. Большую часть этого периода индекс MSCI EM демонстрировал позитивную динамику на фоне общего оптимизма относительно перспектив роста мировой экономики.
- Со 2-го кв. 2018 г. Libor 3m на полгода прервал рост, а доходности UST 10y и UST 2y замедлили подъем, однако именно в этот период индекс MSCI EM снижался максимальными темпами.
- Безусловно, при прочих равных условиях, рост долларовых ставок снижает относительную привлекательность развивающихся рынков, но, на наш взгляд, ситуация с ростом доходностей не является ключевой причиной слабости EM в 2018 г.
- То, что представляет, на наш взгляд, большую опасность для EM - это перспективы ухудшения состояния мировой экономики вследствие ужесточения протекционизма, в первую очередь, между США и КНР. На этом фоне в 2018 г. большинство развивающихся рынков было сильно скоррелировано. Корреляция китайского фондового индекса Shanghai Composite и индекса MSCI EM ex China с начала 2-го кв. по недельным изменениям составляет около 80%.

Внутри EM активы значительно разнятся по динамике и качеству

Двойные балансы (прогнозы Bloomberg на 2018 г.)



Источник: Bloomberg, PSB Research&Strategy

- 2018 год продемонстрировал слабые места экономик развивающихся стран, что нашло отражение в динамике валют и фондовых рынков EM.

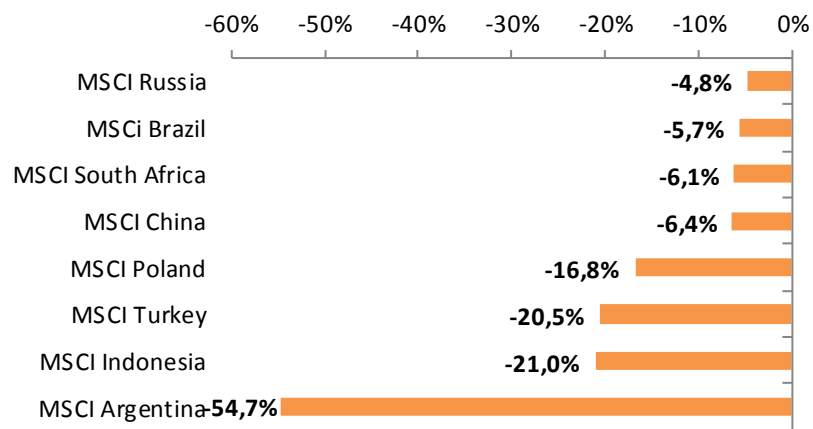
- Под наибольшим риском традиционно находятся страны с двойным дефицитом (по счету текущих операций и бюджету) и с высоким уровнем долга.

- Рынки стран с более слабыми макроэкономическими характеристиками демонстрируют наихудшую динамику в последние месяцы.

- РФ в этом ключе при текущих ценах на нефть отличается в выгодную сторону от большинства конкурентов, находясь в состоянии двойного профицита и имея низкий объем внешнего долга.

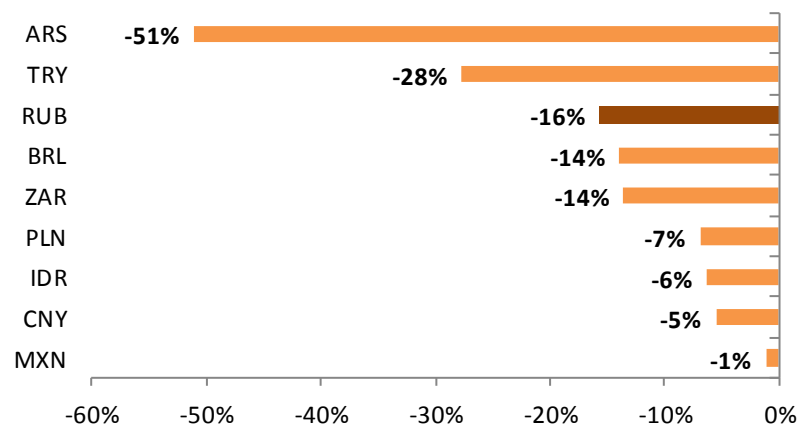
- Российский рынок акций в 2018 г. - в лидерах среди EM, российский рубль смотрится хуже, из-за реализации бюджетного правила и реализации санкционных рисков.

Динамика страновых индексов MSCI



Источник: Bloomberg, PSB Research&Strategy

Динамика валют EM с начала 2018 г.



Источник: Bloomberg, PSB Research&Strategy

Сценарии и прогнозы на 2019г.

Мировая экономика

Монетарная политика и глобальные рынки капитала

Товарные рынки

Российская экономика

Российский рынок акций и облигаций

Цены на нефть будут снижаться во 2-ой половине 2019 г.

В конце 2018 года цены на нефть перешли к существенному снижению, сперва на фоне нивелирования «иранского фактора» решением США сделать исключения для основных потребителей иранской нефти, а также роста добычи в России, Саудовской Аравии и, конечно, самих США. Из-за действия последнего фактора, а также в ожидании возможного дефицита в будущем коммерческие запасы нефти и нефтепродуктов в странах ОЭСР начали расти и преодолели уровень 5-летней средней.

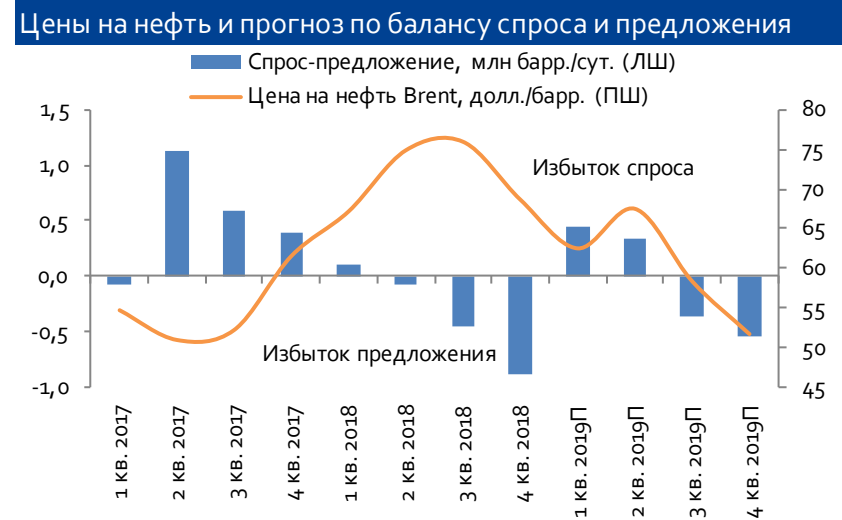
Ценовую конъюнктуру на рынке нефти усугубили, разумеется, и опасения замедления темпов роста мировой экономики, о чем мы неоднократно говорили выше.

Увеличение предложения на рынке нефти в конце 2018 года, сокращение позиций в рискованных активах на мировых рынках, в том числе в нефтяных фьючерсах, а также неуверенность относительно перспективы заключения нового соглашения по сокращению добычи между странами ОПЕК+ послужили аргументами для хедж-фондов в игре на понижение.

Мы сохраняем относительный оптимизм в области динамики цен на нефть на горизонте ближайших двух кварталов, но, как и в случае с рынками капитала, существенно более негативны на вторую половину следующего года. При весьма неравномерной ценовой динамике в течение года, мы, тем не менее, ожидаем, что **в 2019 году средняя цена на нефть марки Brent составит около 60 долл./барр.**

В 1-м полугодии 2019 года средняя цена на нефть марки Brent, по нашим оценкам, составит 65 долл./барр. При этом мы исходим из следующих соображений: в конце 2018 года цены на нефть находились заметно ниже нашей оценки равновесного уровня (60 долл./барр.), обусловленного фундаментальными факторами. Мы ожидаем, что они вернуться на более осмысленные уровни на фоне частичного восстановления спроса на рискованные активы. В числе поддерживающих фундаментальных факторов, способных обеспечить некоторый дефицит предложения нефти, выступают сокращение добычи в странах ОПЕК+ и Канаде, снижение экспорта из Ирана и Венесуэлы из-за санкций США, а также вероятные перебои поставок из Ливии.

Во 2-м полугодии 2019 года средняя цена на нефть марки Brent, вероятно, составит 55 долл./барр., а в конце года направится к отметке 50 долл./барр. Цены будут, по нашему мнению, снижаться на фоне возникновения профицита предложения на рынке, прежде всего, из-за увеличения поставок из США и замедления спроса на энергоносители.



Источник: EIA, PSB Research&Strategy

ОПЕК продолжит регулировать рынок, однако достигать консенсуса станет сложнее

В течение последних двух лет доля стран ОПЕК в мировом предложении снижалась и достигла минимума за последние пять лет. Производители из стран организации вынуждены сокращать собственную добычу для поддержания баланса на мировом рынке нефти и уровня цен. **Картель уступает рынок конкурентам**, прежде всего, из США, а высокие цены помогают последним наращивать объемы производства и выходить на новые рынки. Это осложняет решение задачи по регулированию рынка странами ОПЕК и их союзниками, не входящими в организацию.

Внутри ОПЕК нарастают противоречия, и это объясняется, в частности, изменением положения небольших производителей нефти, которые вынуждены уступать свои позиции лидерам в этой организации. Анализ показывает, что от политики регулирования рынка прежде всего выигрывают крупные производители, а именно Саудовская Аравия, Ирак и Иран, которые увеличили свои доли по добыче нефти внутри картеля за счет небольших производителей, некоторые из которых приняли решение покинуть организацию (Индонезия, Катар).

Тем не менее, страны ОПЕК и их союзники, не входящие в организацию, продолжат так или иначе влиять на рынок в 2019 году. Ранее в рамках формата ОПЕК+ заключено новое соглашение между странами-экспортерами о сокращении добычи нефти на 1,2 млн барр./сут. от уровней октября 2018 года начиная с января 2019 года в течение шести месяцев. Высока вероятность, что это соглашение будет продлено до конца следующего года, и его участники продолжат попытки регулировать рынок таким традиционным образом. Однако в долгосрочной перспективе принимать подобное решение станет труднее, и это объясняется изменением веса и возможностей стран-экспортеров в рамках мирового рынка сырья.

Таким образом, мы ожидаем, что страны ОПЕК и их союзники, продолжат так или иначе балансировать рынок в следующем году, однако в перспективе такие действия будут все менее эффективны.

Добыча в странах ОПЕК и их доля в мировом предложении



Источник: EIA, PSB Research&Strategy

Структура добычи нефти в ОПЕК по странам, %

Страна	2014	2015	2016	2017	2018
Алжир	3,7%	3,4%	3,2%	3,1%	3,1%
Ангола	5,5%	5,6%	5,3%	5,0%	4,8%
Конго	0,8%	0,7%	0,6%	0,7%	1,0%
Эквадор	1,8%	1,7%	1,7%	1,6%	1,6%
Экваториальная Гвинея	0,6%	0,6%	0,5%	0,4%	0,4%
Габон	0,7%	0,7%	0,6%	0,6%	0,6%
Иран	9,1%	8,8%	10,9%	11,7%	11,2%
Ирак	10,9%	12,6%	13,5%	13,6%	14,0%
Кувейт	8,4%	8,6%	8,7%	8,3%	8,4%
Ливия	1,5%	1,3%	1,2%	2,5%	3,0%
Нигерия	6,1%	5,5%	4,5%	4,8%	4,9%
Катар	2,3%	2,1%	2,0%	1,9%	1,9%
Саудовская Аравия	31,6%	31,7%	31,7%	30,9%	31,8%
ОАЭ	9,0%	9,1%	9,1%	8,9%	8,9%
Венесуэла	7,8%	7,5%	6,6%	5,9%	4,2%
ОПЕК	100%	100%	100%	100%	100%

Источник: EIA, PSB Research&Strategy

Северная Америка – тяжеловес на рынке нефти

США и Канада продолжают усиливать позиции на мировом рынке нефти. Модернизация транспортной инфраструктуры, которая осуществляется в текущий момент в этих странах, создает предпосылки для увеличения добычи и, главное, экспорта сырья из Северной Америки.

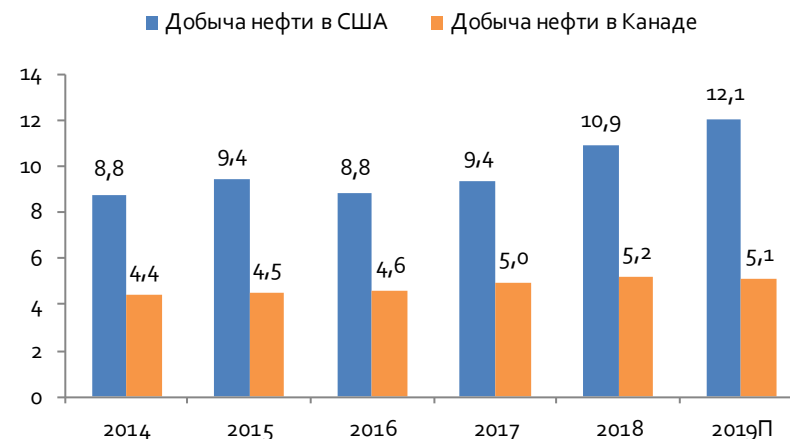
В течение последних пяти лет импорт нефти в США из Канады, которая занимает 3-е место в мире по доказанным запасам, вырос практически в 1,5 раза - до 3,5 млн барр./сут. Дальнейший рост ограничен лишь недостаточной транспортной инфраструктурой, которая в текущий момент модернизируется, что позволит нарастить импорт.

При этом США также наращивают и собственную добычу нефти, и экспорт. Рост добычи нефти в США в 2019 году ожидается на уровне 1,2 млн барр./сут. (до 12,1 млн барр./сут.), что сопоставимо с мировым ростом спроса на нефть в этом же периоде времени. В результате увеличение экспорта нефти из США становится одной из основных задач американских производителей (и политического руководства), в решении которой может помочь, среди прочего, и применение экономических ограничений в отношении некоторых конкурентов - стран-экспортеров нефти.

Практика применения США нерыночных инструментов в конкурентной борьбе будет объективно способствовать выходу американских нефтяных компаний на новые экспортные рынки. В 2018 году экспорт нефти из США вырос почти в 2 раза до 1,8 млн барр./сут., причем половина поставок приходилась на пресловутые 8 стран, для которых США были сделаны послабления в случае с санкциями против Ирана. При этом, например, на рынке Южной Кореи США уже сейчас полностью заменили Иран.

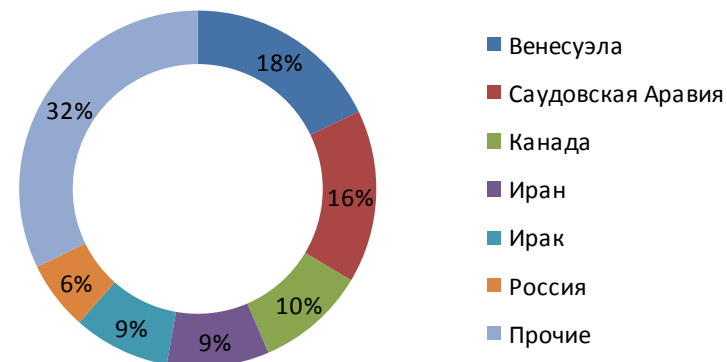
Очевидно, что в ближайшие два года ключевым вызовом для мирового рынка нефти является стремительное усиление позиций США и Канады.

Добыча нефти в США и Канаде, млн барр./сут.



Источник: EIA, PSB Research&Strategy

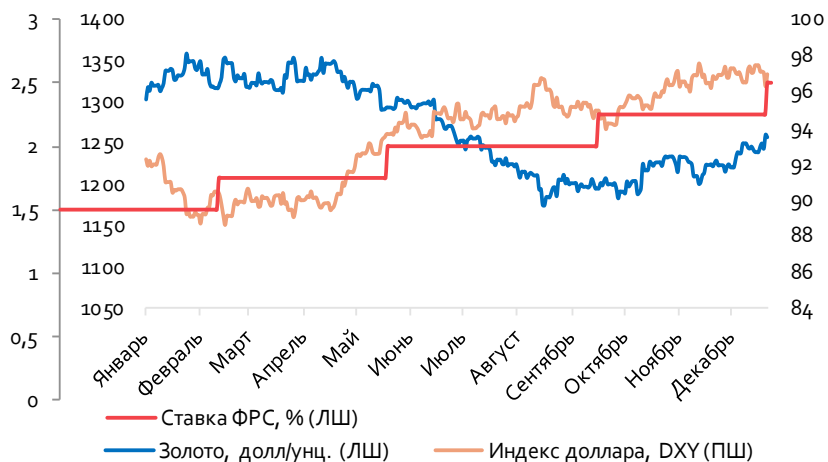
Структура мировых доказанных запасов нефти, %



Источник: BP, PSB Research&Strategy

Драгоценные металлы: вера в золото и продолжение роста цен на палладий

Цены на золото под давлением политики ФРС и крепкого доллара

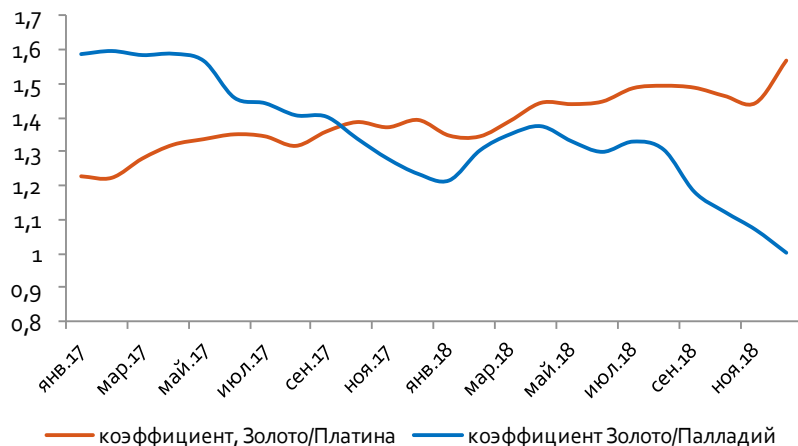


Источник: Bloomberg, PSB Research&Strategy

Цены на золото заканчивают 2018г снижением: -4,6% с начала года. Ключевым негативным фактором остается политика Фредрезерва, направленная на продолжение цикла повышения ставок и крепкий доллар. В 2019 г. на фоне возможной турбулентности на мировых рынках, как мы уже говорили, стабилизировать ситуацию способна менее агрессивная политика регулятора, которая должна в итоге привести к ослаблению американской валюты. Замедление мировой экономики, слабость развивающихся рынков и политическая напряженность будут играть в пользу золота. **По нашему мнению, котировки золота в 2019г продолжат начатое в декабре движение к отметке в \$1300 / унция, а среднегодовая цена составит \$1280 / унция.**

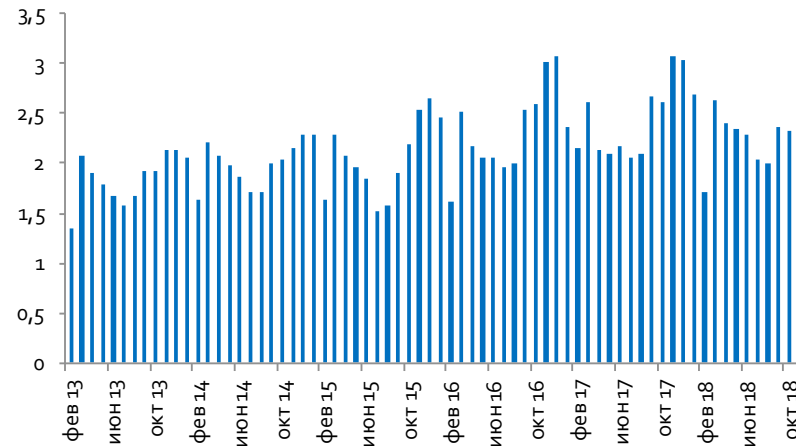
Среди металлов платиновой группы хорошо выглядит палладий, который на начало декабря впервые с 2002 г. стал самым дорогим и единственным металлом, закончившим год ростом (+12%). Цены толкает вверх дефицит металла и смещение спроса с дизельных автомобильных ДВС на бензиновые, в которых палладий используется для производства катализаторов (84% совокупного потребления металла). Новые стандарты загрязнения воздуха в Китае и жесткое регулирование рынка в США все активнее создают стимулы для роста производства экологически безопасных автомобилей, что и приведет к новому увеличению спроса на платину и палладий.

Палладий выглядит лучше платины в сравнение с золотом



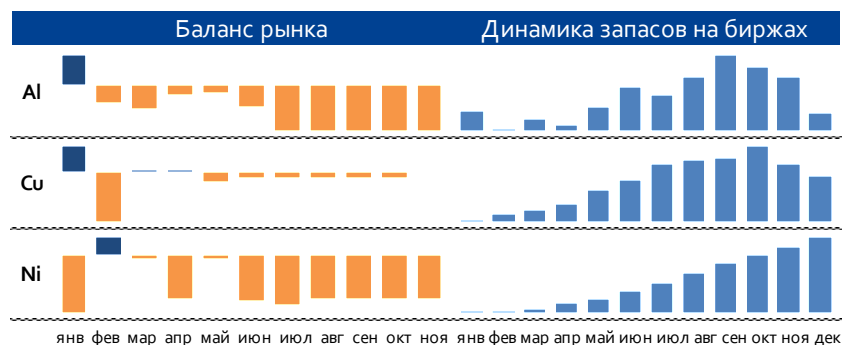
Источник: Bloomberg, PSB Research&Strategy

Производство автомобилей (млн. шт) в Китае будет расти



Источник: Bloomberg, PSB Research&Strategy

Цветные металлы: санкции уходят на второй план, внимание на Китай



	Баланс рынка, тыс. т			Запасы на конец года, тыс. т			Среднегод. цена долл/т			
	2016	2017	2018*	2016	2017	2018*	2016	2017	2018*	2019П
Al	-192	-561	-242	2 345	1 900	1 941	1 605	1 968	2 118	2 000
Cu	-125	94	-25	550	545	352	4 867	6 173	6 564	6 000
Ni	-65	-46	-56	464	412	224	9 606	10 414	13 214	12 000

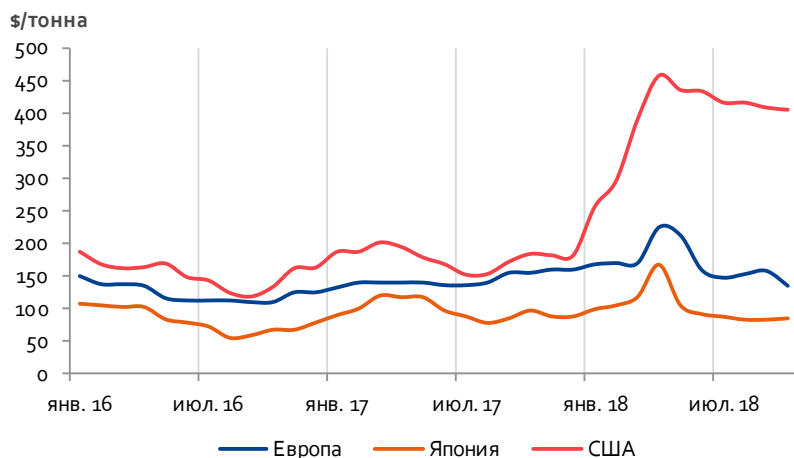
Источник: Bloomberg, PSB Research&Strategy

На рынке никеля (-14% с начала года) сохраняется дефицит металла, который поддерживается ростом производства литиево-ионных батарей для электромобилей. Увеличение спроса на металл отчасти нивелируется поставками (никельсодержащего чугуна) из Индонезии, что позволяет сохранять дефицит на небольшом уровне. Падение цен на 30% с максимумов апреля в 2018 г. связано с опасениями инвесторов относительно торговых войн и замедления роста ВВП Китая. **В условиях нарастания напряженности и ухудшения экономических условий ближайшим ценовым ориентиром для никеля является уровень \$12 000/т.**

Коррекция цен на медь (-17%), которые остаются стабильными в течение второй половины года, не стимулирует производителей наращивать производство. При этом мы наблюдаем значительное снижение запасов на складах, что говорит о сохранении спроса на металл. Тем не менее, внешние риски будут оказывать давление на цены в 2019 г., мы ожидаем увидеть **среднегодовую цену на медь в районе \$6000/т.**

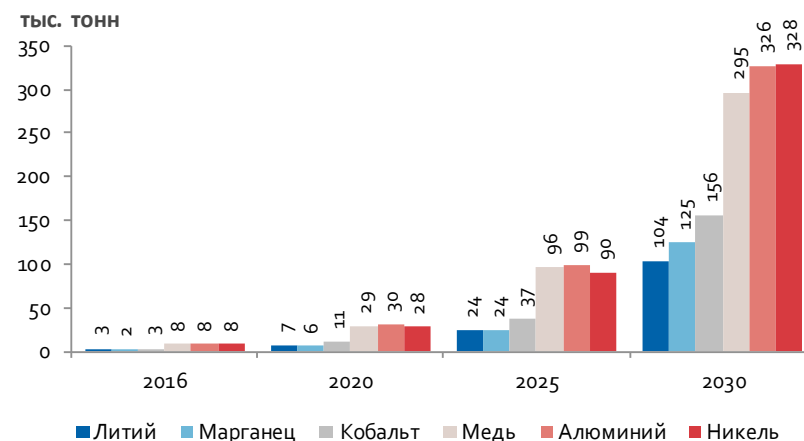
Цены на алюминий (-16%) снижаются на рисках замедления мировой экономики и снятия опасений по поводу прекращения поставок Русалом. Однако существенному снижению стоимости металла будет мешать сохраняющийся дефицит и высокий спрос со стороны автомобильной промышленности (если таковой сохранится). **В следующем году цены на медь могут вернуться к уровню \$2000/т.**

Нерыночные условия двигают премии к ценам алюминия вверх



Источник: Bloomberg, PSB Research&Strategy

Годовое потребление металлов в литиево-ионных батареях



Источник: Bloomberg New Energy Finance, PSB Research&Strategy

Сценарии и прогнозы на 2019г.

Мировая экономика

Монетарная политика и глобальные рынки капитала

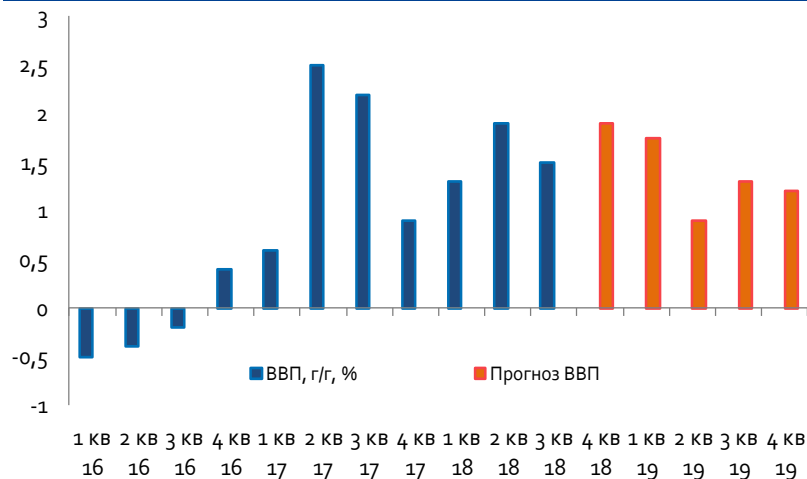
Товарные рынки

Российская экономика

Российский рынок акций и облигаций

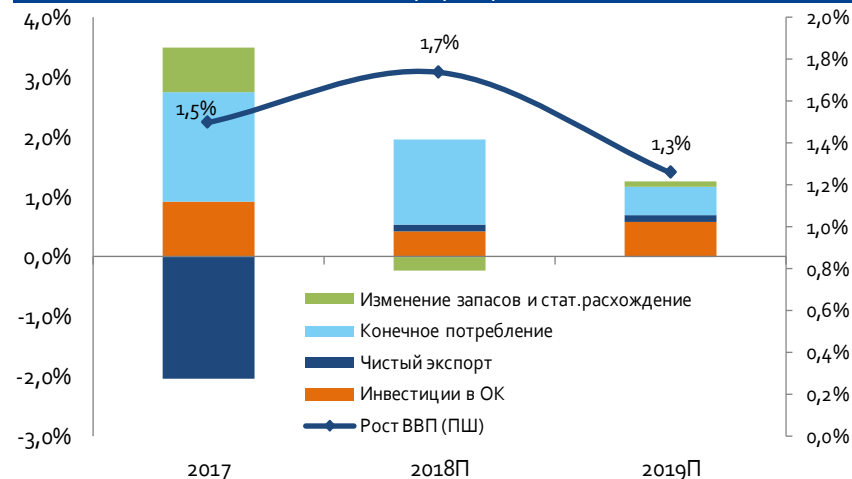
ВВП России: ускорения роста не ждем

Валовой внутренний продукт



Источник: Росстат, PSB Research&Strategy

Вклад основных компонентов в формирование ВВП



Источник: Росстат, PSB Research&Strategy

В 2018 году экономика России не смогла реализовать ожидания оптимистов по ускорению экономического роста. Темпы роста ВВП по итогам 2018 года останутся умеренными (в пределах 1,6% - 1,8%). В 1П2018 года рост конечного потребления домохозяйств и инвестиций замедлился почти в 2 раза по сравнению со 2П2017 года (2,6% против 4,2%, и 1,3% против 3,6% соответственно). Во 2П2018 года на фоне роста цен на нефть несколько активизировалась инвестиционная активность. Динамика роста конечного потребления, вероятно, стабилизировалась около 2% до конца года, что было обусловлено высокой кредитной активностью населения и реализованной программой повышения зарплат бюджетникам. На фоне девальвации рубля и умеренной инвестиционной активности наблюдалось существенное замедление импорта, что в условиях благоприятной конъюнктуры на глобальных сырьевых рынках привело к положительному влиянию чистого экспорта на ВВП. Снижение запасов в 2018 году отражало умеренный рост экономической активности, а также было следствием скромного урожая в сельском хозяйстве.

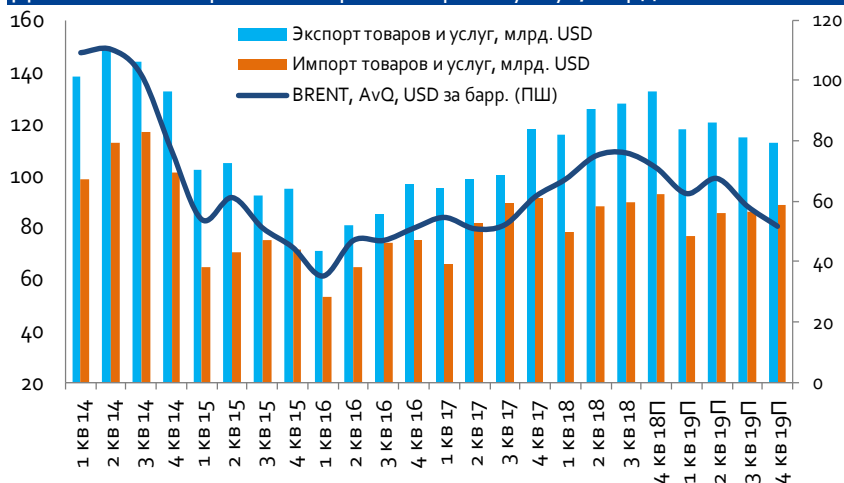
В 2019 году улучшение экономической ситуации не ожидается; наш прогноз роста ВВП на следующий год составляет 1,3%. Относительная слабость внешних товарных рынков, по нашему мнению, будет ограничивать потенциал экономического роста с точки зрения экзогенных факторов. В то же время, мы прогнозируем сохранение положительного влияния чистого экспорта на ВВП при стагнации импорта.

Ситуация 2П2018 года, когда инвестиции ускорились одновременно со снижением импорта, будет, по нашему мнению, характерна и для 2019 года. Инвестиции станут определяющим фактором поддержания роста ВВП в 2019 году. Реализация этого фактора будет зависеть от возможностей бюджета (который пока выглядят устойчиво), старта национальных проектов и адресных целевых программ объемом 0,7 трлн. руб. в 2019г., а также от доступности кредитов для реального сектора экономики. Все эти факторы, впрочем, недостаточно сильны для существенного ускорения роста, и являются подверженными рискам, особенно внешнего характера.

На негативной стороне – тот весьма вероятный фактор, что рост потребления домохозяйств будет замедляться на фоне выросшей инфляции, повышения кредитных ставок и снижения темпов прироста заработных плат. Общее замедление внутреннего и внешнего спроса приведёт к росту запасов.

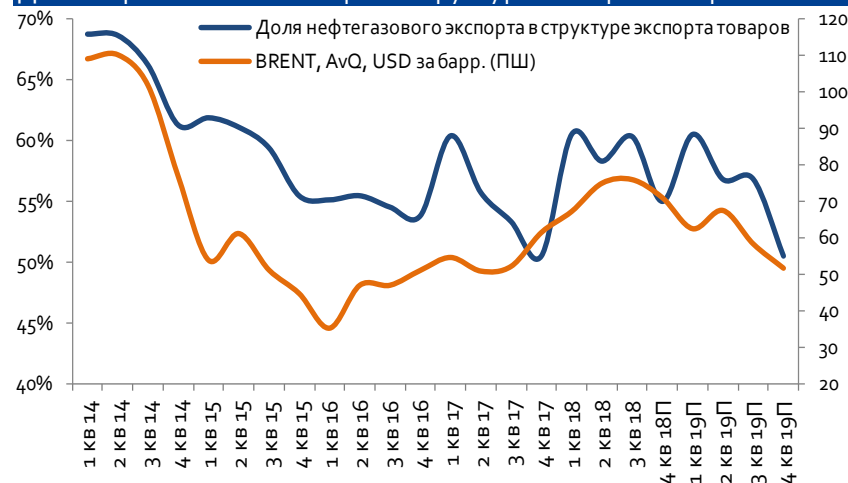
Внешнеторговый профицит: по-прежнему основа основ

Динамика экспорта и импорта товаров и услуг, млрд. USD



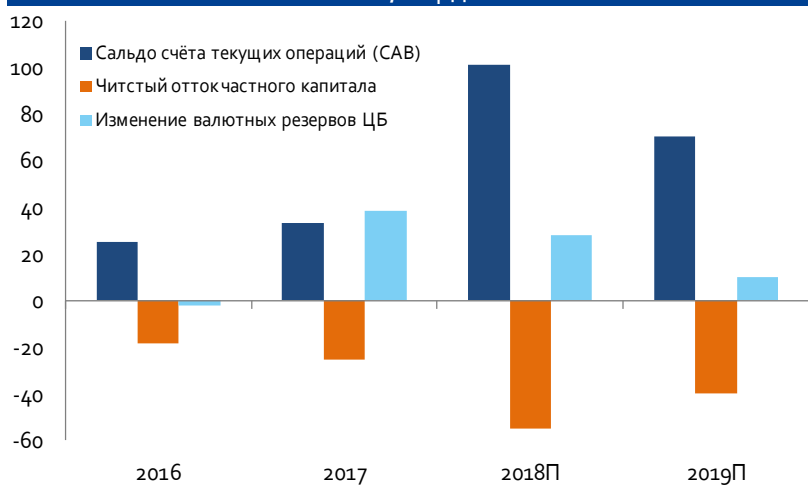
Источник: Банк России, Bloomberg, PSB Research&Strategy

Доля нефтегазового экспорта в структуре экспорта товаров



Источник: Банк России, Bloomberg, PSB Research&Strategy

СAB и отток частного капитала, млрд. USD



Источник: Банк России, PSB Research&Strategy

Внешний сектор в 2018 году оставался важнейшим генератором жизненно-важных ресурсов для экономики России. Более высокие, чем в 2017 г., цены на нефть и стагнация импорта сформировали положительный счет текущих операций – около \$100 млрд., что сопоставимо с рекордными показателями 2011 г. и 2008 г. Слабая динамика импорта была обусловлена ослаблением рубля и процессом замещения импорта, хоть и умеренным. Отток капитала, который активизировался во 2П2018 г., вместе с отказом регулятора от покупок валюты в рамках «бюджетного правила» привёл к замедлению роста валютных резервов.

В 2019 году мы прогнозируем сохранение положительного счета текущих операций - около 4,3% ВВП. При возможном сокращении стоимостных объёмов рост реального экспорта будет опережать динамику импорта. Вклад чистого экспорта в ВВП вырастет. Доля нефтегазового экспорта стабилизируется, отражая низкий потенциал роста экспорта неэнергетического экспорта в условиях торможения глобальной экономики и снижения потенциала экспорта зерновых. Отток капитала снизится, но останется относительно высоким. Рост инфляции и слабость рубля не позволят ЦБ нарастить валютные резервы в значимых объемах.

В отраслях практически фронтальный рост

Динамика валовой добавочной стоимости по ВЭД, %, 9 мес. 2018г.



Источник: Росстат, PSB Research&Strategy

Динамика пр-ва по основным ВЭД обраб.пром., %, 11 мес. 2018г.



Источник: Росстат, PSB Research&Strategy

В 2018 году рост деловой активности распространился практически на все отрасли экономики. Драйвером роста выступал финансовый сектор: оживление экономической активности и снижение процентных ставок способствовали расширению объемов финансовых услуг. Опережающими темпами росла добывающая промышленность, в основном за счёт добычи энергетического сырья. Обрабатывающая промышленность, транспорт и связь демонстрировали рост выше среднего, что характеризовало системность роста экономики. Наиболее слабо в 2018 году проявило себя сельское хозяйство, где был зафиксирован более низкий урожай зерновых культур. Строительство в течение года стагнировало, но к концу года вместе с ростом инвестиций наметился рост и в этом секторе.

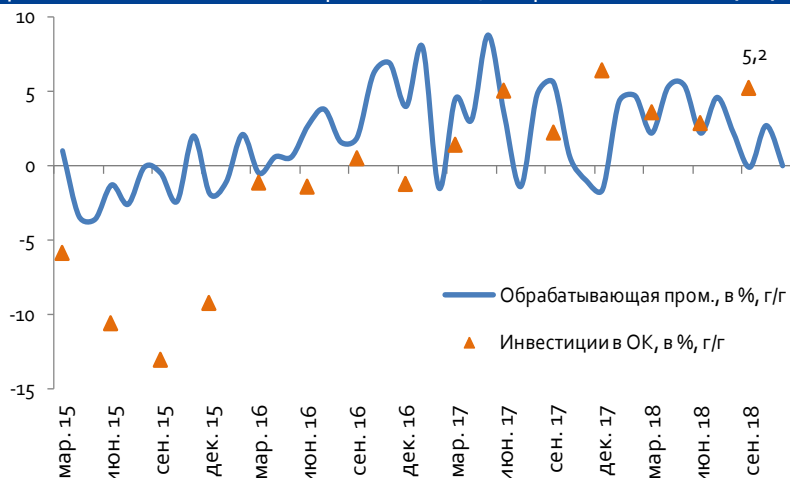
В обрабатывающей промышленности преобладал рост отраслей, ориентированных на внутреннее потребление: производство автотранспорта, пищевая промышленность, лёгкая промышленность и т.д. Продолжался рост в отраслях, реализующих высокий потенциал развития (производство химических веществ, резины и пластмассы, деревообработка и т.д.). Среди аутсайдеров находились производство машин и оборудования, прочих транспортных средств, компьютеров и оптических изделий. Причина снижения их выпуска: недостаточный инвестиционный спрос и высокая зависимость от импортного оборудования и комплектующих.

В 2019 году, по нашим оценкам, динамика в отраслях экономики снизится. Рост в финансовом секторе замедлится ввиду увеличения процентных ставок. На фоне возобновления договора ОПЕК+ о снижении добычи нефти сократится рост в добывающей промышленности. Стагнация потребления и замедление в добывающей промышленности приведут к сокращению роста в торговле и на транспорте. Регуляторная реформа в жилищном строительстве потребует времени на адаптацию и вызовет, в т.ч., снижение активности операций по сделкам с недвижимостью.

В то же время, старт масштабных государственных проектов обеспечит ускорение роста в инфраструктурном строительстве и поддержит отстающие отрасли обрабатывающей промышленности, ориентированные на инвестиционный спрос. Вместе с тем, обрабатывающие отрасли, завязанные на внутреннее потребление, несколько замедлят рост, реагируя на ограниченный спрос.

Инвестиции - ключевой фактор роста в 2019 году

Динамика инвестиций и обрабатывающей промышленности, %, г/г



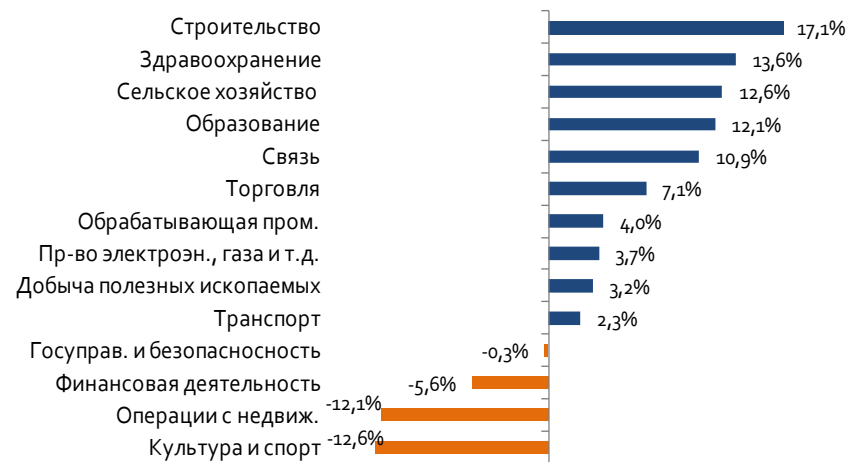
Источник: Росстат, PSB Research&Strategy

Динамика объёмов строительства, в %, г/г



Источник: Росстат, PSB Research&Strategy

Динамика инвестиций в основной капитал по ВЭД, %, 9 мес. 2018г.



Источник: Росстат, PSB Research&Strategy

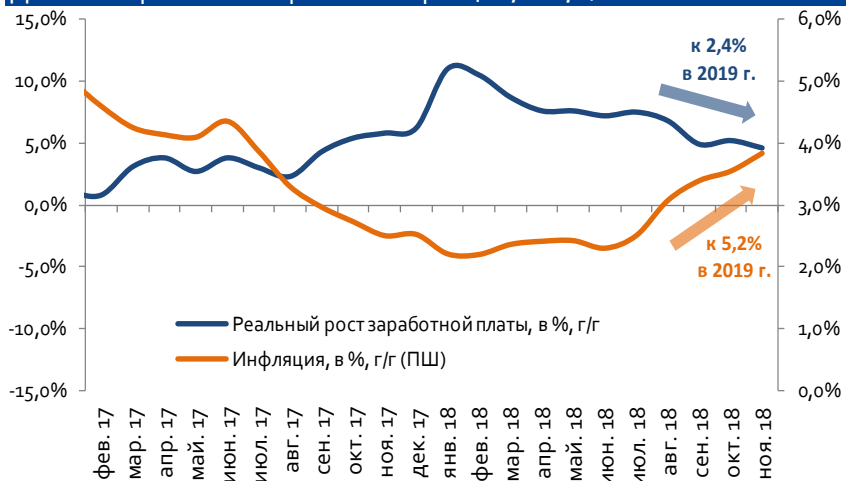
Динамика инвестиций в 2018 г. закрепились в положительной зоне за счёт следующих факторов: а) роста прибыли компаний (+34% за 9 мес. 2018 г. – основной источник ресурсов для инвестиций), б) снижения процентных ставок и в) бюджетных программ.

Государственные инфраструктурные проекты и программы развития отраслей позволили не только поддержать инвестиционную активность, активизировать спрос на продукцию обрабатывающей промышленности, но и инициировать попытку вывода строительства из фазы стагнации: во 2П2018г. В этом секторе наблюдался рост, несмотря на слабые результаты жилищного строительства. Инвестиции в строительную отрасль также росли наибольшими темпами.

В 2019г. планируется старт национальных проектов, на которые в бюджет заложено 5,6 трлн. руб. сроком на 3 года. Инвестиции должны получить дополнительный импульс. Правда, сдерживающим фактором станет рост кредитных ставок. Мы рассчитываем, что вырастут не только инвестиции (примерно на 3%), за счёт ориентированных на внутреннюю экономику отраслей будет поддержан рост промышленности (около 2%) и продолжится выход строительной отрасли из фазы кризиса.

Доходы населения: стагнация сохраняется

Динамика реальных зарплат и инфляции, в %, г/г



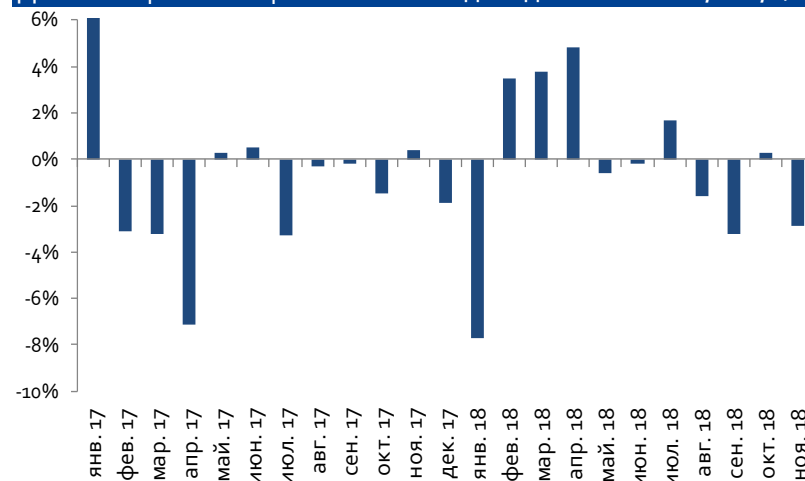
Источник: Росстат, PSB Research&Strategy

Несмотря на динамичный рост реальных зарплат в 2018 году, добиться ускорения роста реальных располагаемых доходов населения не удалось. Фактор роста заработных плат был утрачен во 2П2018г. из-за роста инфляции. Отсутствие сопоставимого увеличения пенсий также стало сдерживающим фактором для доходов населения. Кроме того, кредитный бум в рознице сопровождался ростом т.н. прочих обязательных расходов домохозяйств - процентных и страховых выплат, что сдерживало увеличение располагаемых доходов.

В 2019 году по нашим оценкам реальный рост зарплат не превысит 3%. Отставание динамики пенсий сохранится. На фоне ускорения инфляции и дальнейшего расширения прочих обязательных расходов, это обеспечит сохранение стагнации располагаемых доходов населения, динамика которых продолжит балансировать около нуля.

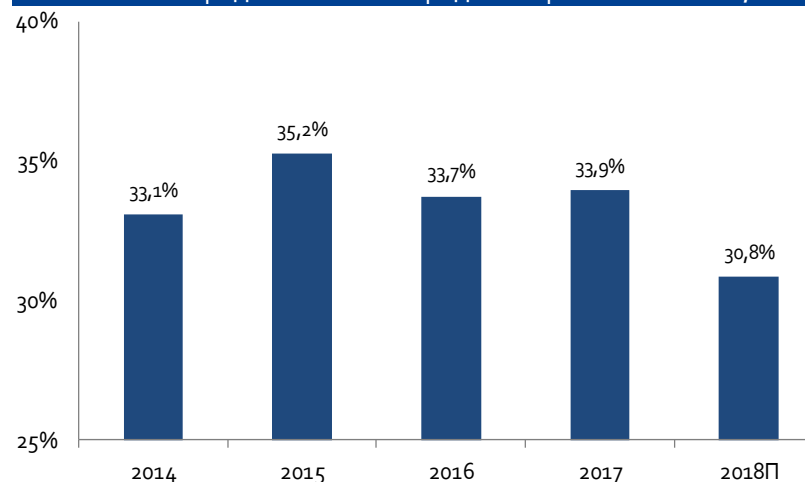
Следовательно, фундамент для устойчивого и здорового роста конечного потребления домохозяйств сформирован не будет.

Динамика реальных располагаемых доходов населения, в %, г/г



Источник: Росстат, PSB Research&Strategy

Соотношение средней пенсии и средней заработной платы, в %



Источник: Росстат, PSB Research&Strategy

Конечное потребление: слабое звено в 2019 году

Динамика розничной торговли, з/п и кредитов рознице



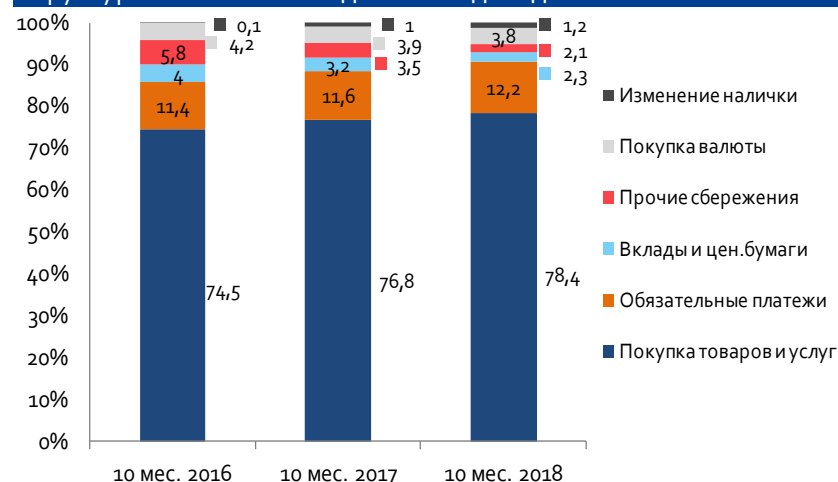
Источник: Банк России, Росстат, PSB Research&Strategy

Динамика оборота розничной торговли по типам продуктов, %, г/г



Источник: Росстат, PSB Research&Strategy

Структура использования денежных доходов населения



Источник: Росстат, PSB Research&Strategy

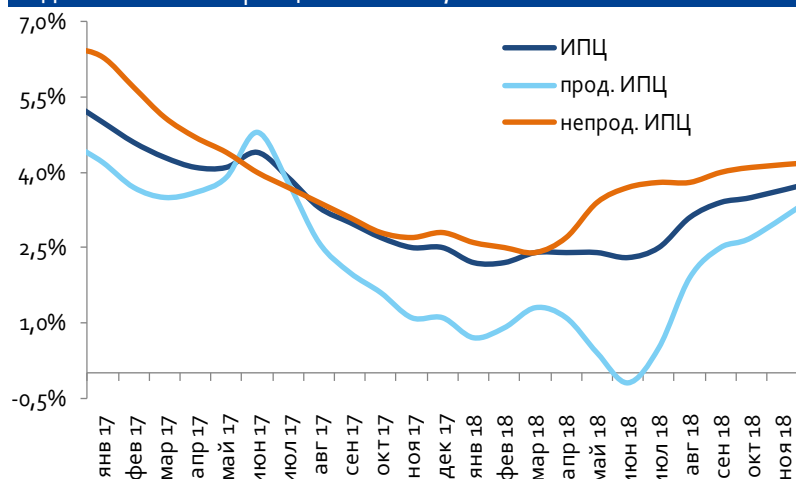
Потребление домохозяйств в 2018 году демонстрировало рост. Если в 1П2018г. таковой был обеспечен динамичным приростом реальной зарплаты, то во 2П2018г. ведущая роль принадлежала кредитному буму в розничном сегменте. На этом фоне рост потребления непродовольственных товаров стал существенно опережать покупки продуктов питания.

Структура использования денежных доходов населения также продолжила меняться. За два года доля расходов на потребление товаров выросла почти на 4 п. п., а доля сбережений во вкладах и ценных бумагах сократилась почти в два раза.

В 2019 году мы прогнозируем ухудшение динамики конечного потребления домохозяйств. Существенный рост инфляции приведёт к дальнейшему замедлению динамики реальных доходов населения. Повышение процентных ставок и регуляторное ужесточение обеспечат охлаждение сектора розничного кредитования и будут способствовать коррекционному восстановлению доли сбережений за счёт потребления. **Рост розничной торговли составит около 1,5%, а конечного потребления домохозяйств - около 0,5%.**

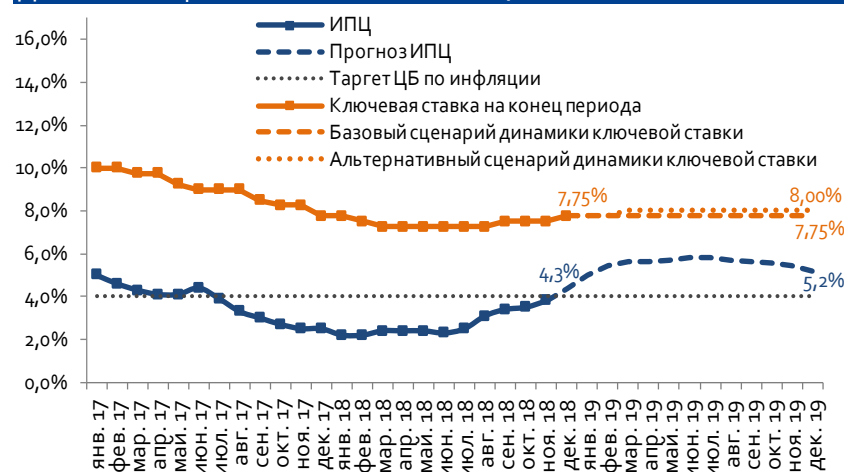
Инфляция – главный риск 2019 года

Годовые темпы инфляции в России, %



Источник: Reuters, PSB Research

Динамика инфляции и ключевой ставки, %



Источник: Банк России, Росстат, PSB Research&Strategy

В 2018 году потребительская инфляция после долгого перерыва показала повышательный тренд. В 1П2018г. с ростом цен на нефть импульс к росту получили цены на бензин. Власти с помощью административных мер смогли купировать этот рост, но проблема сохранялась в течение всего года. Девальвация рубля с начала года также оказала повышательное влияние на инфляцию. В довершение указанных процессов, урожай 2018 года оказался умеренным, что привело к активному росту продовольственной инфляции с середины года.

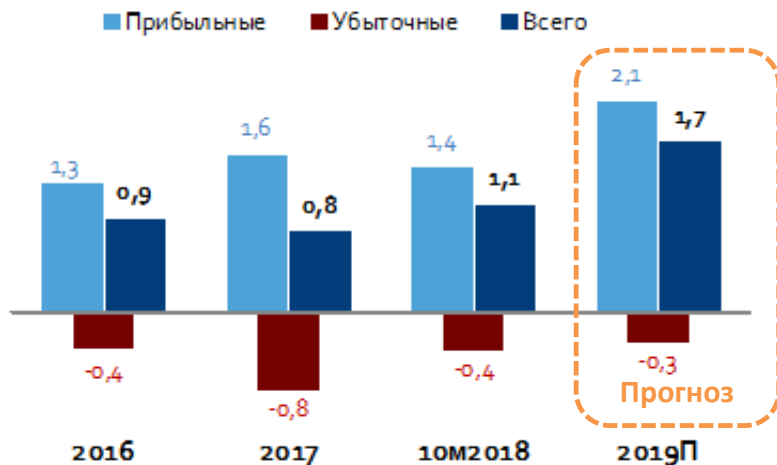
Банк России, реагируя на рост инфляционных ожиданий, сначала прервал цикл снижения ключевой ставки, а, начиная с сентября, на фоне падения рынка ОФЗ и ослабления рубля, перешёл к политике денежного ужесточения, надеясь ограничить распространение инфляционных трендов в экономике. **К концу 2018г. инфляция, по нашим оценкам, превысит таргет ЦБ и составит 4,2% - 4,3%.**

Мы ждем, что инфляция достигнет пика в середине следующего года под воздействием изменений налоговых ставок (с 2019г. повышается ставка НДС и акцизы), слабости рубля (вялая конъюнктура сырьевых рынков и возобновление валютных интервенций ЦБ ограничат потенциал укрепления рубля в начале года), низкой базы, а также на фоне опережающего роста продовольственных цен. С лета инфляция начнёт затухать и **к концу года составит 5,2%.**

Инфляция останется заметно выше целевых уровней регулятора. В то же время, риск рецессии также будет нарастать, что вынудит ЦБ отойти от практики жёсткой ориентации на нейтральную процентную ставку, которую он определял на уровне 2% - 3% реальной. **Тем не менее, мы считаем равновероятными сценарии сохранения ключевой ставки на уровне 7,75% в течение 2019 года и повышения её до 8% в 1 кв.2019г. с последующим сохранением на этом уровне в течение всего года.** Принимая точку зрения приоритетности развития национальной экономики, мы принимаем за базовый сценарий **сохранение ключевой ставки на уровне 7,75%.**

Рост кредитов банков замедлится, прибыль продолжит рост

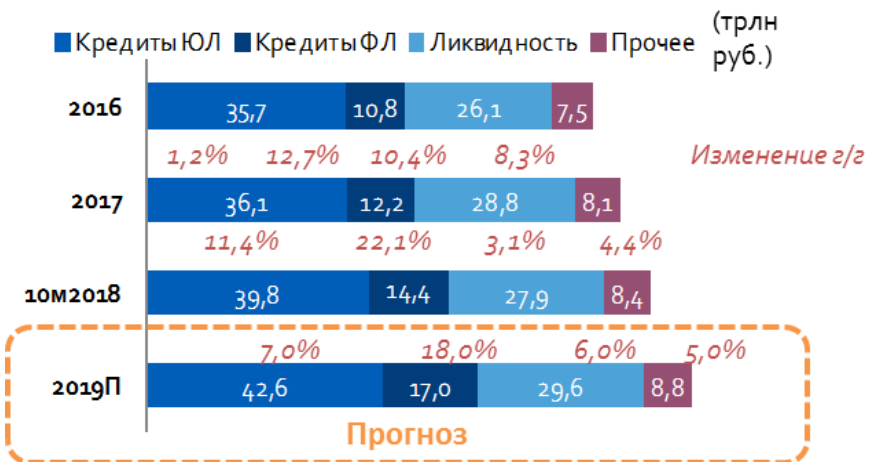
Финансовые результаты банков, трлн руб.



Источник: ЦБ РФ, Прогноз PSB Research&Strategy

- Прибыль банков за 10М2018 г. составила 1,1 трлн руб., что на 58% превышает результаты за аналогичный период прошлого года.
- Рост прибыли сектора обусловлен наращиванием работающих активов (преимущественно портфеля кредитов физлиц), снижением стоимости клиентского фондирования, сокращением убытков санируемых банков.
- В 2019 г. мы прогнозируем рост прибыли сектора на 20% г/г. Данный результат будет складываться из роста прибыли прибыльных банков и сокращения потерь проблемных банков. Основным драйвером роста прибыли по системе мы видим рост кредитного портфеля при сохранении чистой процентной маржи и стоимости риска.

Динамика и структура активов



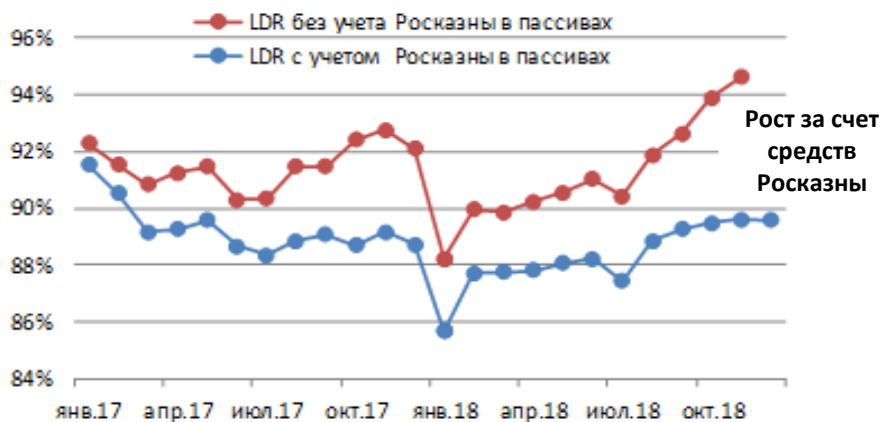
Источник: ЦБ РФ, расчеты PSB Research&Strategy

- Активы банков за 10М2018 г. выросли до 90,6 трлн руб. (+9,5% г/г). Основной рост произошел за счет увеличения портфеля кредитов физлицам (+22,1 г/г). Темпы роста корпоративного кредитного портфель ускорились до 11,4% г/г. Темпы роста ликвидных активов замедлились до 3,1%.
- В 2019 г. мы прогнозируем замедление темпов роста активов до 8%. Рост портфеля розничных кредитов замедлится до 18%, корпоративных – до 7%.
- Замедление кредитования будет происходить на фоне высокой базы 2018 г. Мы прогнозируем, что ускорение инфляции приведет к росту ставок. Также ожидаем снижения реальных доходов населения и замедления инвестиционной активности корпоративного сектора, что окажет давление на спрос на кредиты.

Ликвидность – МБК, ценные бумаги, средства в ЦБ, остатки на к/сч, денежные средства

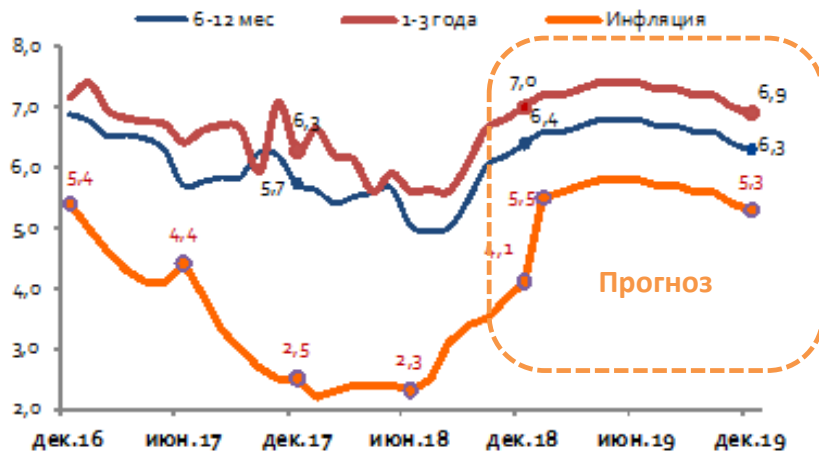
В 2019 году ликвидность банков стабилизируется

LDR (Кредитный портфель/Средства клиентов)



Источник: ЦБ РФ, расчеты PSB Research&Strategy

Ставки по депозитам ФЛ в рублях (топ-30 банков)

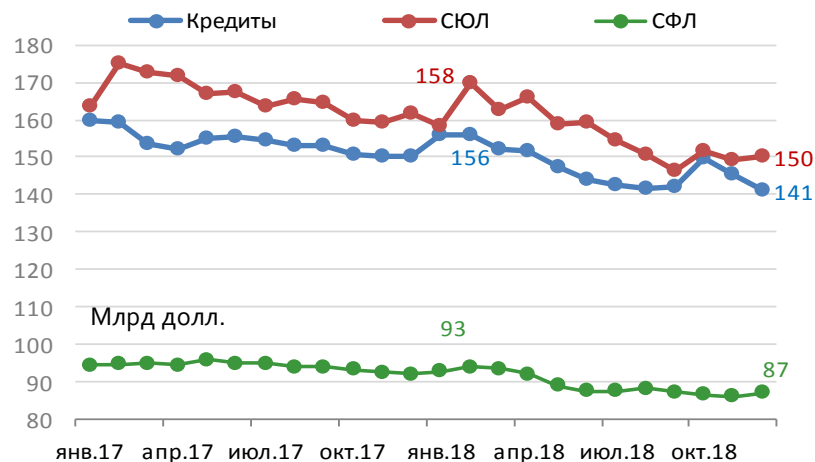


Источник: ЦБ РФ, расчеты PSB Research&Strategy

- В течение 2018 года наблюдался опережающий рост кредитного портфеля над притоком клиентских средств. При этом на фоне приостановки валютных интервенций разрыв между ростом кредитов и средств клиентов усилился с августа. То есть с августа банки фондировали рост кредитного портфеля за счет альтернативных источников: привлекали финансирование от Банка России и Роскасны, погашали КОБРы, депозиты в ЦБР, и др.
- В следующем году вместе с возобновлением валютных интервенций Банка России можно ожидать стабилизации ситуации с ликвидностью в банковской системе и сбалансированный рост кредитных портфелей и средств клиентов.
- В 2019 г. мы не ждем, что повышение ключевой ставки приведет к новому витку ценовой конкуренции банков за средства клиентов: банки в сентябре-ноябре повышали ставки опережающими темпами, в декабре ожидается сезонный приток ликвидности и прохождение пика погашаемых вкладов, а со следующего года - улучшение рублевой ликвидности за счет отложенных интервенций Банка России. Ставки по кредитам могут продолжить рост особенно в ипотеке, где ставки ранее поднимались не так агрессивно как ставки по вкладам. Повышение ставок приведет к торможению темпов роста кредитного портфеля.
- Удорожание фондирования будет транслироваться в требование более высокого уровня доходности ОФЗ и корпоративных облигаций при их покупке в портфель банков.

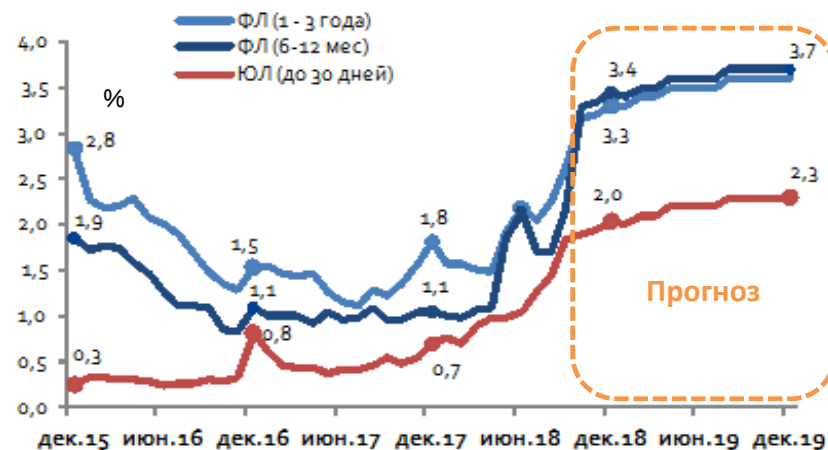
«Девальютизация» банковского сектора продолжается

Динамика валютных кредитов и средств клиентов



Источник: ЦБ РФ, расчеты PSB Research&Strategy

Ставки по депозитам в USD (топ-30 банков)

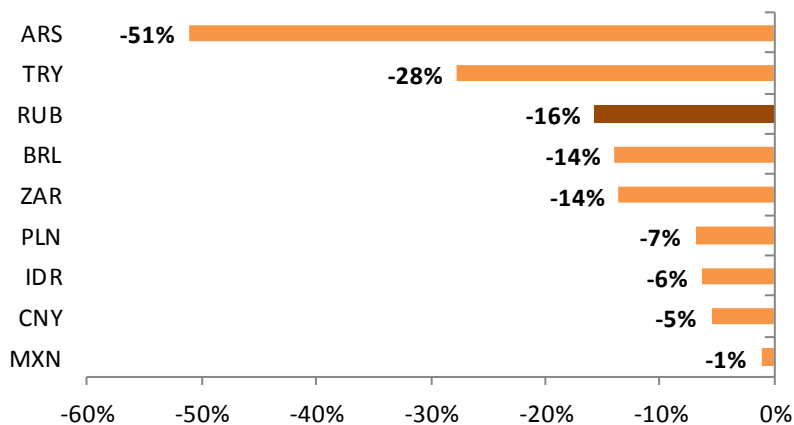


Источник: ЦБ РФ, прогнозы PSB Research&Strategy

- Динамика кредитования и клиентских пассивов в ин.валюте отражает тренд на девальютизацию банковской системы.
- Спрос на валютные кредиты остается низким, внешние долги рефинансируются за счет рублевых заимствований.
- Валютные интервенции Банка России абсорбировали значительную часть валютной ликвидности, поступавшую от экспорта, что привело к снижению валютных пассивов клиентов.
- В 2018 году на фоне усиления санкционного давления добавился тренд на отток валютных вкладов населения, в том числе от крупнейших госбанков.
- Отток валютных вкладов населения и корпоративных клиентов в 2018 году привел к росту ставок на валюту на внутреннем денежном рынке.
- В следующем году тренд на девальютизацию активов и пассивов, вероятно, продолжится** на фоне сохранения санкционных рисков, возобновления валютных интервенций (в том числе отложенных) и целенаправленных мер регуляторов (не исключено дальнейшее повышение ФОР на валютные остатки и коэффициенты для расчетов нормативов).
- При этом банки будут стремиться поддерживать определенный запас валютной ликвидности, то есть привлекать клиентские средства, несмотря на отсутствие сильного спроса на валютные кредиты. **В результате, в 2019 году можно ожидать дальнейшего повышения ставок в валюте российских банков.**

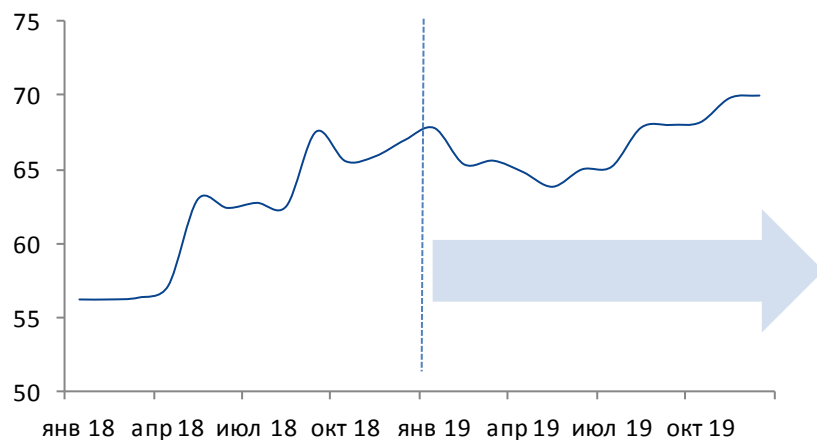
RUB: к концу 2019г. опасаемся ухода за 70 руб. за долл.

Динамика валют EM с начала 2018 г.



Источник: Bloomberg, PSB Research&Strategy

Прогноз динамики пары доллар/рубль в 2018-2019 гг.



Источник: Bloomberg, PSB Research&Strategy

- Несмотря на масштабное снижение нефтяных котировок в 4 кв. 2018 г., **российский рубль, согласно нашей модели, на текущий момент несколько недооценен** относительно фундаментально обоснованных значений, примерно на 5-7%.
- Недооценка рубля обоснована рисками обострения в 2018 г. санкционной истории, реализацией большую часть года «бюджетного правила» в РФ и общей неблагоприятной конъюнктурой для всех валют развивающихся стран.
- **Санкционные риски в следующем году сохраняются:** на данный момент в Конгрессе США лежат два законопроекта, предусматривающие санкции к РФ за вмешательство в выборы (DETER Act и DASKA Act). **Наиболее весомые ограничения, предусмотренные законопроектами, состоят в ужесточении санкций против российских госбанков**, вплоть до запрета на расчеты в долларах (вероятность реализации этого сценария для наиболее крупных госбанков оцениваем как низкую) **и санкций на новый госдолг** (вероятность несколько выше, но, в то же время, текущие уровни доходности ОФЗ отчасти отражают возросшие риски). Помимо этого, США законодательно обязаны ввести второй раунд санкций за химоружие, но, на наш взгляд, данный блок ограничений - менее критичен.
- **Ожидания на 2019 г.:** постепенное успокоение мировых рынков в первом полугодии следующего года, вместе с сезонно сильным счетом текущих операций в 1 кв., на наш взгляд, создадут запас для коррекционного восстановления рубля в ближайшие месяцы в район 63-65 руб/долл.
- Однако наш консервативный взгляд на перспективы мировой экономики и финансовых рынков в целом по году заставляют ожидать возобновления умеренного давления на рубль, и в базовом сценарии со 2 кв. мы ожидаем начала постепенного возвращения давления на рубль с целью на уровне ≥ 70 руб/долл. к концу года.

Сценарии и прогнозы на 2019г.

Мировая экономика

Монетарная политика и глобальные рынки капитала

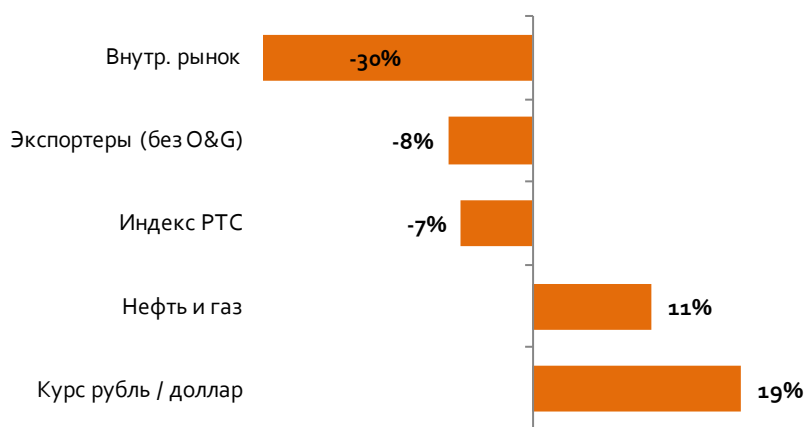
Товарные рынки

Российская экономика

Российский рынок акций и облигаций

Рынок акций: непростой год

Динамика капитализации акций РФ в долларах и изменение курса рубля, снг*



Источник: Bloomberg * по данным на 21.12.2018

Динамика акций РФ по секторам снг*



Источник: Bloomberg * по данным на 21.12.2018

Для российского фондового рынка 2018 год оказался непростым, что, в первую очередь, связано с напряженным внешним фоном. Распродажи на мировых рынках в декабре могут не позволить индексу МосБиржи завершить год двузначным ростом, поэтому стоит рассчитывать на рост около 8-9%.

Российский рынок в 2018 г. был в большей степени подвержен колебаниям на внешних рынках, и в своем календаре событий мы отмечаем только те из них, которые были в фокусе инвесторов, оказав позитивное или негативное влияние на динамику рынка (см. следующий слайд). Из наиболее значимых рыночных тем года отметим санкционную историю, наиболее драматичным эпизодом которой стали санкции против РусАла, а также осенний взлет нефтяных котировок, сумевших впервые за последние 4 года протестировать уровень выше 85 долл/барр. Среди значимых отраслевых событий можно выделить появление «списка Белоусова» и смену мажоритария Магнита.

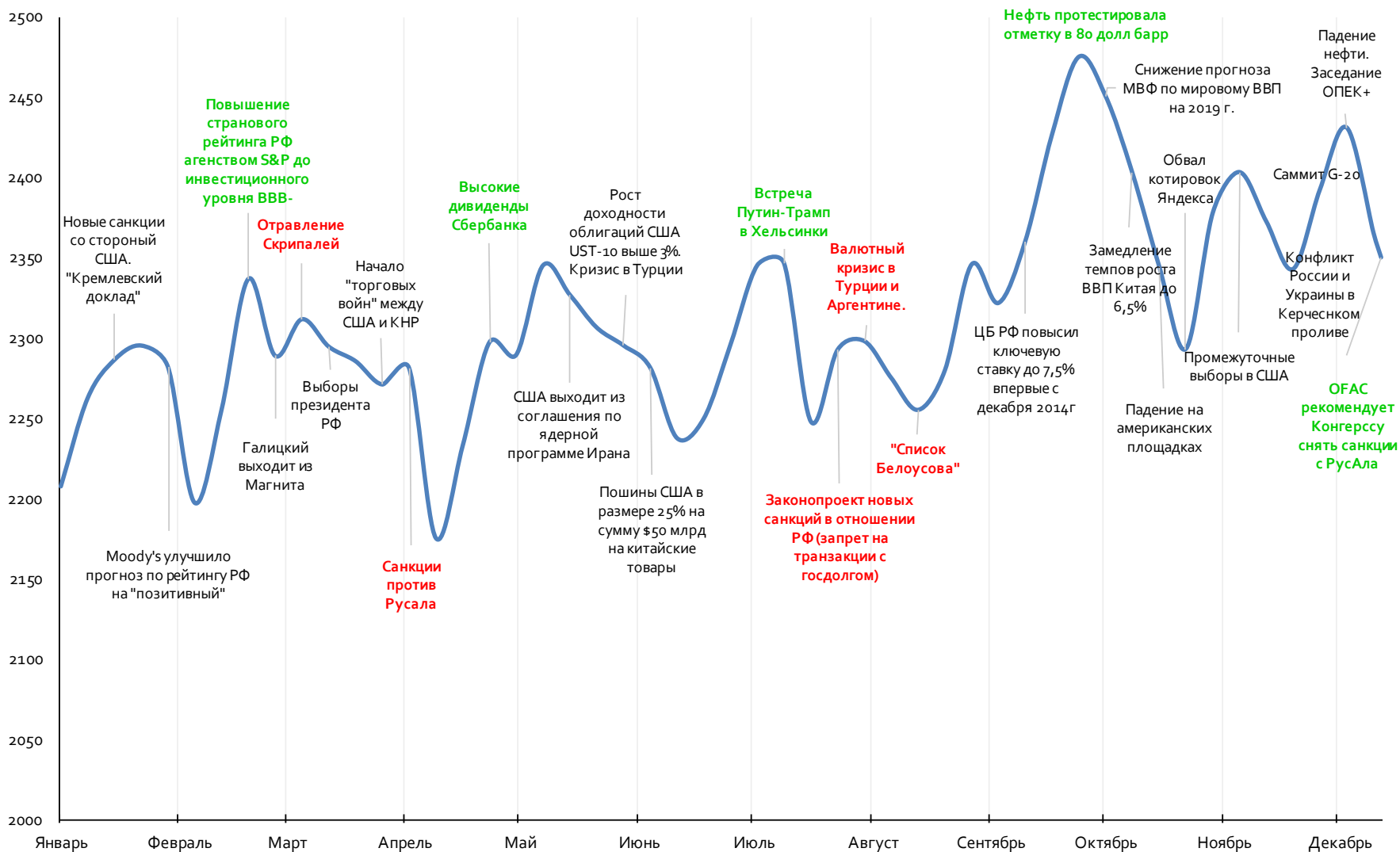
Лидером в 2018 г. стал сырьевой сектор. Рост котировок нефти позволил акциям некоторых компаний (Новатэк, Татнефть, Лукойл, Газпром нефть) несколько раз обновить исторические максимумы, а индексу МосБиржи – протестировать отметку в 2500 пунктов. «Бюджетное правило» Минфина и риск новых санкций оказали поддержку фин.результатам компаний нефтегазового сектора. Горнодобывающие компании и металлурги также воспользовались периодом роста цен на сырье в первом полугодии и существенно увеличили свою операционную эффективность. Фактор высоких дивидендов также поддержал котировки этих бумаг, которые вышли на новые исторические максимумы (в рублевом выражении).

В менее выгодной ситуации оказался финансовый сектор, для которого лишь первая половина года была более удачной. Несмотря на впечатляющие результаты, волатильность мировых площадок, кризис на рынках развивающихся стран и рост ставок, а также угроза санкций не позволили сектору раскрыть свой потенциал роста.

Для ритейла и потребительского сектора год - не самый лучший. Замедление потребительского спроса, снижение среднего чека и окончание периода экстенсивного роста отрасли заставляет компании более тщательно подходить к формированию будущей стратегии и искать новые источники прибыли.

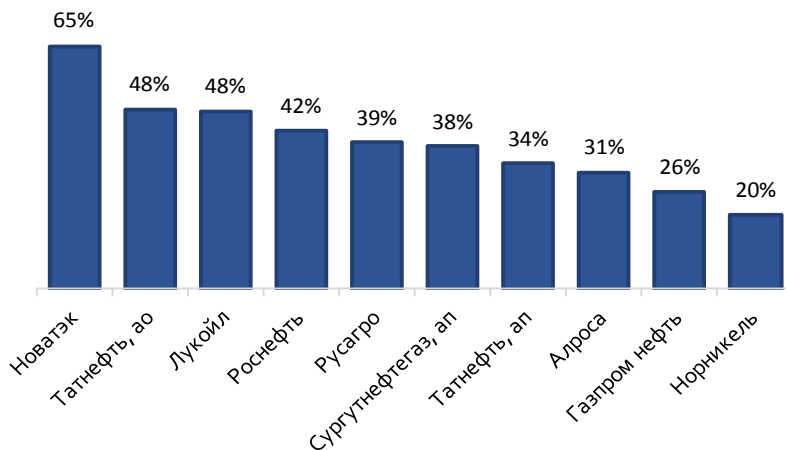
Ключевые события для российского рынка акций в 2018г.

Прошедший год оказался богатым на события на внешних рынках, которые привели к масштабным изменениям, в том числе, и на российском рынке акций. Мы выделили ряд историй, которые по нашему мнению оказали наибольшее влияние на динамику индекса Мосбиржи. Наиболее значимыми из них стали **санкции против РусАла** и **взлет цены нефти выше 80 долл./барр.**



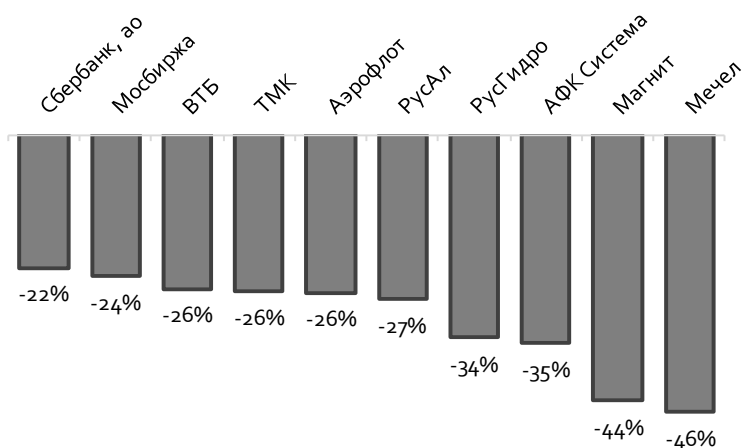
Лидеры роста и падения. Нефтегазовый сектор - фаворит

Лучшие акции в рублях с начала года*, %



Источник: Bloomberg, котировки по состоянию на 21.12.18

Худшие акции в рублях с начала года*, %



Источник: Bloomberg, котировки по состоянию на 21.12.18

Благодаря сочетанию высоких цен на нефть и слабого рубля, среди лучших компаний 2018 года - большинство представителей нефтегазового сектора, из которых выделяется **Новатэк**. Компания сохраняет статус самой быстрорастущей, что поддерживается сильными операционными результатами и ожиданиями роста рынка СПГ. Помимо Новатэка, исторические пики обновили акции **Лукойла**, **Роснефти**, **Татнефти** и **Газпром нефти**. Компании отрасли показали выдающиеся финансовые и операционные результаты, а высокая прибыль превращает последние в привлекательные дивидендные истории: дивидендная доходность по итогам года может составить 7-8% (5% в 2017г.). 2019 год, на фоне ожидаемого нами по итогам года снижения цен на нефть, может оказаться для сектора менее удачным.

В других секторах в лидеры роста года выбились акции **Русагро**. Компании помогло восстановление цен ее продукции, рост рентабельности, запуск новых животноводческих мощностей и расширение бизнеса за счет сделок M&A.

В горнодобывающем сегменте традиционно выделяются дивидендные бумаги (**НорНикель**), обновлению исторических пиков которых способствовали слабость рубля, дефицит на рынке никеля и рост цены палладия.

Благоприятно складывалась ситуация на рынке алмазов и для **Алросы**.

Отметим драматическое развитие событий в сталелитейном секторе, где ключевые бумаги осенью достигли исторических максимумов, но к концу года ушли в длительную и глубокую коррекцию вслед за внешними рынками. Лишь **Распадская (+40%)** смогла хорошо подрасти к концу года.

Второй год подряд среди аутсайдеров года - акции Магнита. Компания неожиданно сменила основного акционера, и с новым менеджментом находится в процессе реализации обновленной стратегии, результаты которой могут найти отражение в фин.результате, скорее, в 2019 году.

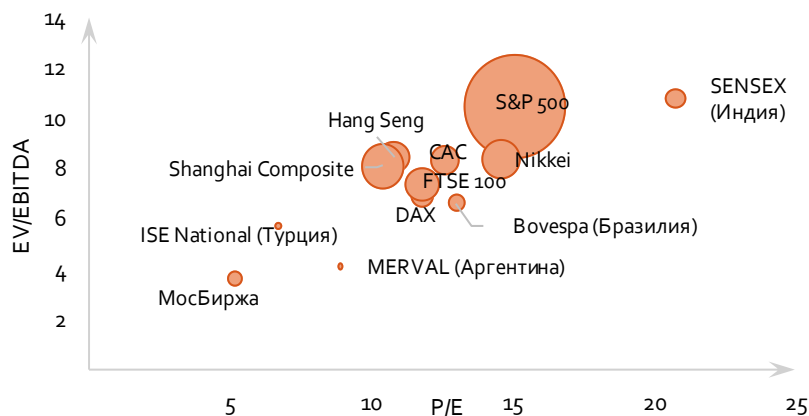
Высокие цены на нефть негативно повлияли на рост издержек и слабые результаты **Аэрофлота**, доля расходов которого на авиакеросин составляет более 30%.

В 2018г. санкционные угрозы усилились после того как были введены ограничения на **РусАл**, акции которого в моменте теряли 50% стоимости. Однако последовавший резкий рост цен на алюминий позитивно сказался на фин.результатах. Позитива в конце года добавила и готовность США снять санкции с компании.

Санкции придавили акции фин.сектора: бумаги **ВТБ**, **Сбербанка**, **АФК Системы**. Для последней сохраняются риски для основного актива – МТС, в связи с расследованием деятельности оператора в Узбекистане. Слабые результаты **ТМК** и высокая долговая нагрузка **Мечела** не позволили их акциям завершить год ростом. Акции **РусГидро** продолжили находиться в нисходящем тренде на фоне неопределенности с программой участия в модернизации мощностей на Дальнем Востоке и дивидендной политикой компании.

Рыночные оценки рынка низки

Российский рынок остается сильно недооцененным



Размер шара - рыночная капитализация, млрд. долл. США

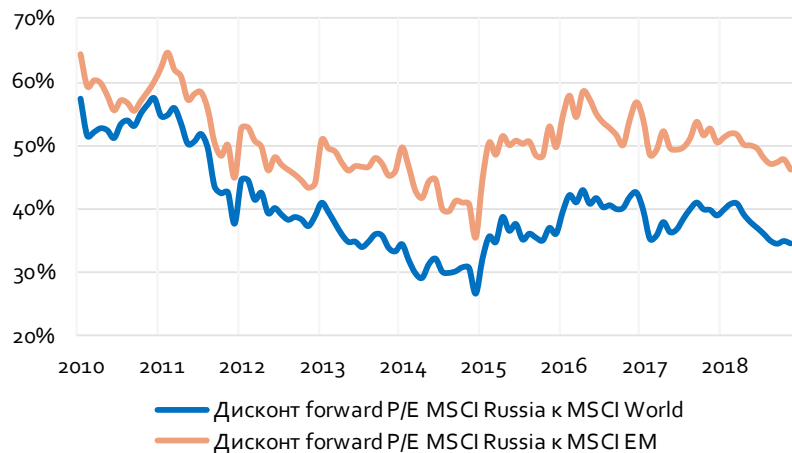
Источник: Bloomberg, PSB Research&Strategy

Потоки капиталов в фонды акций Russia-dedicated, млн долл.



Источник: Bloomberg, PSB Research&Strategy

Дисконт по мультипликатору P/E сокращается



Источник: Bloomberg, PSB Research&Strategy

Российский рынок в целом фундаментально недооценен и сочетает в себе самую высокую дивидендную доходность и самые низкие оценки по мультипликаторам относительно аналогов. Сравнивая по мультипликатору P/E российский и бразильский индекс Bovespa, мы отмечаем, что индекс МосБиржи почти в два раза дешевле своего аналога. Это во многом связано со структурой индекса и его асимметрией в пользу нефтегазового сектора (51%), бумаги которого существенно недооценены рынком, например, Газпром. Если привести индексы к единой структуре (индекс Bovespa более диверсифицирован), то дисконт сокращается до 35%.

Инвесторы по-прежнему считают российский рынок высокорискованным активом, в связи с чем отток капитала продолжается, а рынок остается малоликвидным. Это связано, в первую очередь, с распродажами на EM, но, отчасти, и с сохранением санкционного давления. Мы считаем, что санкционная премия рынка, которая уже снизилась к концу года до примерно 5%, ввиду более сдержанных ожиданий по санкциям, вряд ли будет сокращаться дальше в 2019г.

Фундаментальный потенциал роста значителен, но...

Согласно нашим текущим оценкам, полная фундаментальная оценка индекса МосБиржи составляет **2931** пунктов (по состоянию на 21.12.18.) Среди секторов наибольший фундаментальный потенциал роста имеют бумаги финансового сектора, электроэнергетики, нефтегаза, телекомы и отдельные истории в горнодобывающем секторе и металлургах. В нефтегазовом секторе по upside potential выделяются привилегированные акции **Башнефти**, характеризующиеся высоким дивидендным доходом, и **Сургутнефтегаз**. Привлекательным нам представляется **Газпром**: внешний спрос на газ устойчив (мы не видим сильных рисков сбыту в Европе), компания проходит пик инвестиционного цикла и, вероятно, увеличит дивиденды. В горнодобывающем сегменте свой потенциал не реализовали акции **Полюса**; в металлургах, на наш взгляд, интересная идея - акции **ММК**. Несмотря на высокий фундаментальный потенциал роста, для **ТМК** определяющим является спрос в Америке и параметры новой инвестиционной стратегии, которая будет опубликована весной, что, на наш взгляд ограничит возможности для снижения дисконта к фундаментальной цене. Заметно недооцененными смотрятся, исходя из нашего экономического прогноза, внутренние сектора, ориентированные на внутренний спрос, во главе с **ВТБ**, **Сбербанком**, **Интер РАО**, **Аэрофлотом** и **Магнитом**. Привлекательны «дивидендные истории» в добыче полезных ископаемых, металлах и телекомах: например, **Алроса**, **МТС**, **Ростелеком**. Невысокий upside по **НорНикелю**, несмотря на высокую дивидендную доходность, обусловлен нашим весьма консервативным взглядом на ближайшие перспективы цен на никель и медь.

	Целевая цена	Капитализация, \$ млрд	Цена закрытия*	Фундам. потенциал роста, %
Индекс МосБиржи	2 931		2 340	25%
Нефть и газ				
Газпром	196	52,9	151	29%
Новатэк	1 218	50,1	1 120	9%
Роснефть	513	64,7	414	24%
Лукойл	5 684	53,0	4 789	19%
Газпром нефть	405	24,5	350	16%
Сургутнефтегаз, ао	41	14,4	27	51%
Сургутнефтегаз, ап	48	4,4	39	21%
Татнефть, ао	758	23,6	702	8%
Татнефть, ап	520	23,6	491	6%
Башнефть, ао	3 111	4,9	1 907	63%
Башнефть, ап	2 333	4,9	1 778	31%
Всего по сектору		321,2		25%
Финансовый сектор				
Сбербанк, ао	279	60,5	190	47%
Сбербанк, ап	223	2,5	167	33%
ВТБ	0,067	6,9	0,036	86%
Всего по сектору		69,8		55%
Металлургия и горная добыча				
НорНикель	14 262	30,7	13 167	8%
АК Алроса	120	10,8	99	21%
НЛМК	174	13,4	152	15%
ММК	56	7,1	43	30%
Северсталь	1 053	11,8	956	10%
ТМК	76	0,8	54	42%
Полюс Золото	6 119	10,0	5 096	20%
Всего по сектору		84,7		21%

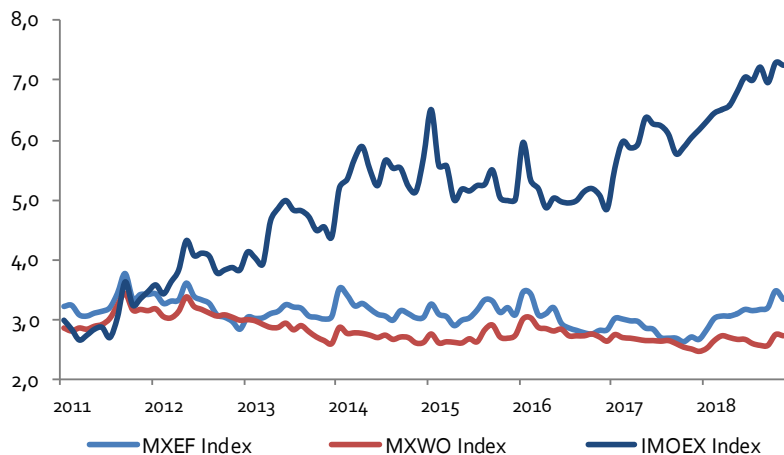
	Целевая цена	Капитализация, \$ млрд	Цена закрытия	Фундам. потенциал роста, %
Электроэнергетика				
РусГидро	0,597	3,0	0,474	26%
Интер РАО ЕЭС	5,232	6,0	3,882	35%
Всего по сектору		9,0		30%
Телекоммуникации				
Ростелеком, ао	88	2,7	71,1	24%
МТС	301	7,0	239	26%
МегаФон	680	5,7	618	10%
Всего по сектору		15,4		20%
Потребительский сектор				
Магнит	4 562	5,4	3 579	27%
М.Видео	450	1,1	399	13%
Детский мир	112	1,0	93	21%
Всего по сектору		7,5		20%
Минеральные удобрения				
Акрон	4 671	2,6	4 398	6%
ФосАгро	2 719	4,7	2 450	11%
Всего по сектору		7,3		9%
Прочие сектора				
Яндекс	2 642	8,8	1 863	42%
ПИК	351	3,5	359	-2%
Аэрофлот	154	1,7	102	51%
Всего по сектору		14,0		25%

Источник: Bloomberg, Reuters, PSB Research&Strategy

* - цены закрытия на 19 декабря 2018 г.

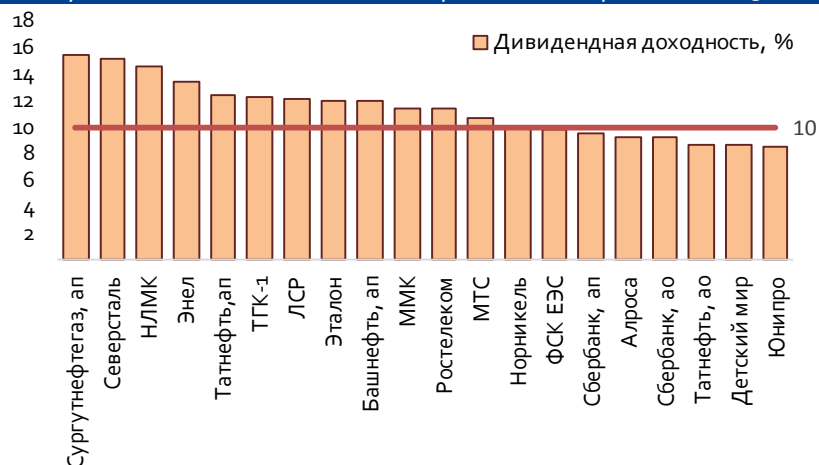
Фактор дивидендов остается ключевым

Дивидендная доходность на мировых рынках, %



Источник: Bloomberg, PSB Research&Strategy

Лучшие дивидендные идеи на российском рынке в 2019г



Источник: PSB Research&Strategy

Дивидендная доходность индекса МосБиржи в конце текущего года приблизилась к 7% и в 2019г. может возрасти до 7,3%. Рост показателя связан с увеличением чистой прибыли компаний, который опережает темпы увеличения капитальных затрат. Повышение коэффициента дивидендных выплат продолжится и в части госкомпаний, что обеспечит дополнительную привлекательность российского рынка. Так, **Роснефть** в 2018г уже увеличила коэффициент выплат до рекомендуемого Минфином уровня в 50%; этому примеру последует и **Транснефть**. **Газпром** также планирует увеличить сумму дивидендных выплат с 8,04 руб/акция до двухзначной цифры.

Среди секторов, как мы уже отмечали ранее, с точки зрения роста дивидендных выплат в текущем году прибавил нефтегазовый сектор. Здесь стоит обратить внимание как на компании со стабильно высокими дивидендами: например, **Лукойл** и **Роснефть**, так и на некоторые выдающиеся истории: «префы» **Сургутнефтегаза** и **Башнефти**, которые могут обеспечить доходность выше 10%. Мы ожидаем высокую доходность по бумагам **Татнефти** и **Газпром нефти**.

Традиционно большую дивидендную доходность (в среднем, около 11%) обеспечивают компании горно-добывающего сегмента и металлургии (**Северсталь**, **НЛМК**, **ММК**, **НорНикель**, **Алроса**). Низкая долговая нагрузка, которая выступает ковенантой при дивидендных выплатах, а также высокий свободный денежный поток (FCF) позволяют инвесторам рассчитывать на щедрые дивиденды.

Из секторов, ориентированных на внутренний спрос, предпочтительно выглядит **МТС**. Расследования деятельности оператора в Узбекистане, по нашему мнению, не скажется на сумме дивидендных выплат в следующем году.

Благодаря сильным финансовым результатам, на рост дивидендных выплат могут рассчитывать акционеры **Сбербанка**, **Детского мира** и **ЛСР**.

Что касается сектора электроэнергетики, то здесь высокая неопределенность размера дивидендов связана с итоговыми финансовыми результатами, т.к. чистая прибыль подвержена влиянию разовых статей и корректировкам. Тем не менее, нашими фаворита в отрасли являются акции **Энел**, **ТГК-1**, **ФСК ЕЭС** и **Юнипро**.

Нефтегазовый сектор: высокие цены на нефть позади

Тенденции в отрасли

Для нефтегазового сектора в 2018г удачно сошлись два фактора: рост котировок нефти и ослабление рубля. Однако обвал цен на 35% от максимумов октября не позволил акциям сектора продолжить восходящий тренд. В целом, выдающиеся финансовые результаты и рост чистой прибыли позволяют инвесторам ожидать увеличения дивидендных выплат по итогам 2018г.

Корпоративные события

Лукойл в августе объявил программу выкупа акций на \$3 млрд за 3 года. Положительная динамика цен на нефть позволила ускорить выкуп, и компания может завершить его уже в 2019г.

Новатэк досрочно завершил третью очередь завода Ямал СПГ мощностью 16,5 млн т. в год. Компания привлекает инвесторов во второй свой проект, Арктик СПГ-2, стоимостью около \$20 млрд.

В 2018 г. добыча **Газпрома** приблизится к 500 млрд куб. м., экспорт - к 205 млрд куб. м., что станет новым рекордом. Завершено строительство подводной части «Турецкого потока».

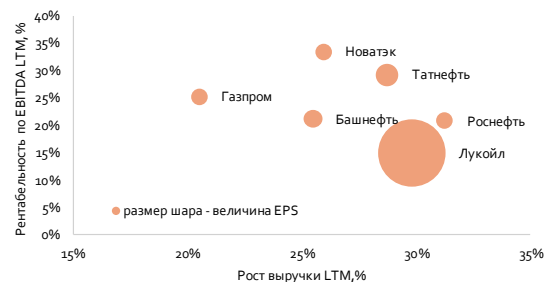
Благодаря сильным финрезультатам, менеджмент **Газпрома** заявил о готовности отказаться от трехлетней (2016-18 гг.) заморозки дивидендов на уровне около 8 руб. на акцию и увеличить дивиденды до двухзначного значения уже по итогам 2018г.

В 2018г Госдумой принят федеральный закон о налоге на дополнительный доход (НДД) от добычи углеводородного сырья, что даст существенное снижение налоговой нагрузки на этапе геологоразведочных работ, добычи и разработки месторождений.

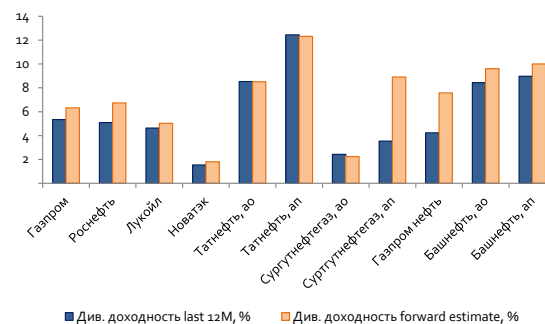
Риски

Комфортными для российских добывающих компаний ценовыми уровнями по нефти остается район в 55-65 долл./ барр. Уход ниже при менее волатильном рубле повлечет за собой ухудшение финансовых показателей, окажет давление на рентабельность.

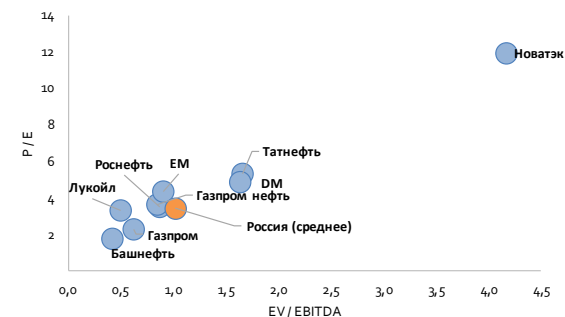
Финансы



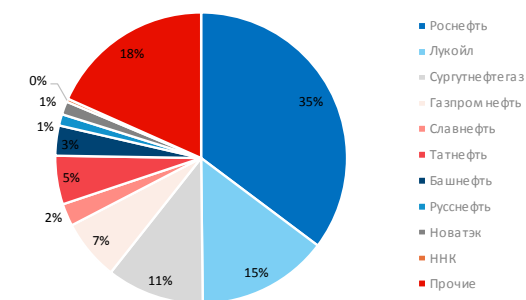
Дивидендная доходность



Мультипликаторы



Доля компаний в добыче



Ключевые рекомендации и идеи в секторе

Газпром. Монополия выглядит сильно недооцененной по мультипликаторам относительно аналогов, однако высокие инвестиционные затраты не позволяют увеличить стоимость акций. Тем не менее, завершение крупных строек и рост финансовых показателей позволяет инвесторам рассчитывать на рост дивидендных выплат уже по итогам 2018г.

Как и Газпром, «префы» **Башнефти** дешевы и могут обеспечить высокий дивидендный доход. Среди рисков – зависимость от Роснефти.

Тенденции в отрасли

В горнодобывающем сегменте в этом году преобладали смешанные настроения. Несмотря на снижение цен на промышленные металлы и золото, компании смогли продемонстрировать рост операционных показателей и сохранить высокую рентабельность. В условиях санкций хорошие результаты показал и РусАл благодаря благоприятной ценовой конъюнктуре рынка алюминия. В целом, стабильная ситуация на ключевых рынках позволяет российским компаниям рассчитывать на высокие фин.результаты по итогам года, а инвесторам - на рост дивидендных выплат.

Корпоративные события

Санкции против **РусАла**, введенные в апреле, привели к волатильности цен на алюминий, но, в целом, они не оказали существенного негативного влияния на отрасль и на компанию. Ожидания того, что OFAC может снять санкции с компании позволили акциям на МосБирже даже отыграть большую часть шоковой просадки середины года.

Норникель представил обновленную долгосрочную стратегию, которая обещает рост производства на 15-25% к 2025г. (мы пока в своих прогнозах этот фактор полностью не учитываем.)

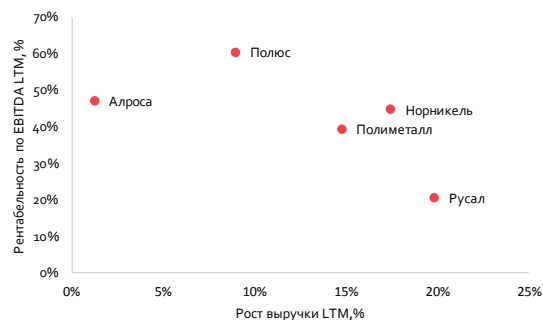
В 2018 г. **Алроса** пересмотрела свою дивидендную политику, перейдя на выплаты дважды в год исходя из свободного денежного потока (FCF). Приемлемая долговая нагрузка позволяет рассчитывать на высокие дивиденды.

На производственные уровни вышли мощности ключевых активов золотодобывающих компаний: Кызыл (**Полиметалл**) и Наталка (**Полюс**), что позволит им существенно увеличить производство в 2019г.

Риски

Угрозу несет замедление экономики Китая, крепкий рубль и законодательные инициативы правительства (рост CAPEX, налоги).

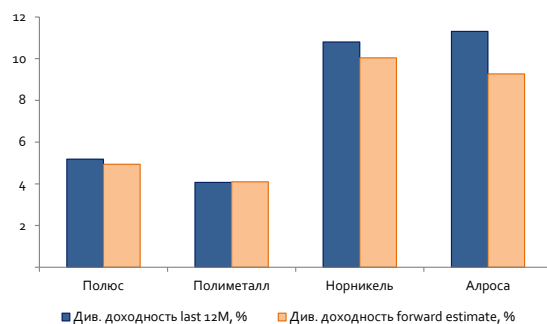
Финансы



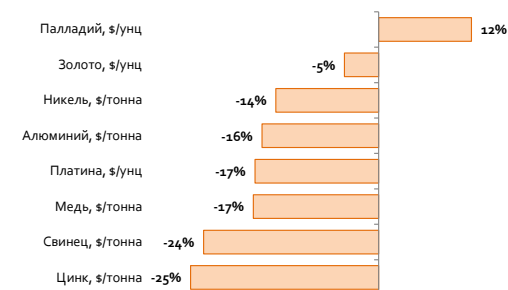
Мультипликаторы



Дивидендная доходность



Цены на металлы в минус с начала года



Ключевые рекомендации и идеи в секторе

Среди наиболее привлекательных компаний сектора мы выделяем акции **Полюса**, которые на фоне сильных операционных показателей выглядят заметно недооцененными. Компания является мировым лидером по уровню издержек в золотодобывающей отрасли и показывает наибольшие темпы роста добычи по сравнению с аналогами и в 2019г планирует выйти на уровень 2,8 млн. унц.. (+44% при 1,6 млн. унций в 2013г.). Не учтен рынок в ценах, на наш взгляд, проект Сухой Лог.

Среди долгосрочно привлекательных бумаг благодаря высокой дивидендной доходности - **Норникель** и **Алроса**, хотя замедление мировой экономики в 2019г. и неопределенность с «торговыми войнами» могут нести определенные риски данным бумагам.

Металлургия и уголь: все внимание на Китай

Тенденции в отрасли

На сталелитейную отрасль негативное влияние оказывают торговые войны, протекционизм. Рост цен на сырье был вызван скорее временными факторами и природными катаклизмами. В 2019г ситуация может измениться. Это касается и цен на конечную продукцию, снижающихся со второй половины 2018г. Сокращение мощностей в Китае может и не поддержать цены, т.к. загрузка остается невысокой.

Российские компании повышают операционную эффективность, наращивают продажи на внутренний рынок и ориентируются на высоко маржинальную продукцию, что в условиях слабого рубля позволило им увеличить рентабельность до рекордного уровня. При этом загрузка мощностей близка к максимальной, а внутренний спрос слабый. Поддерживающим фактором для стоимости бумаг выступает, в первую очередь, высокая дивидендная доходность и низкая долговая нагрузка.

Корпоративные события

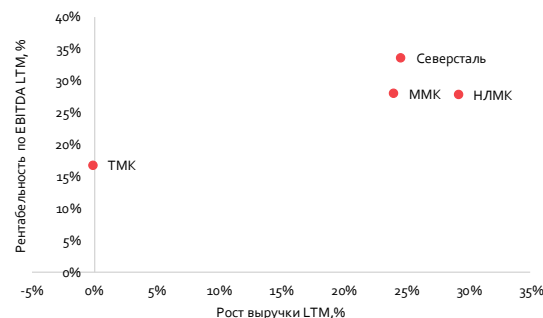
Наиболее ощутимым для металлургов и добывающих компаний в 2018 г. событием стало включением их в «список Белоусова», который изначально был направлен на изъятие сверхдоходов этих компаний в пользу государства через повышение налоговой нагрузки. В конечном варианте это свелось к созданию пула инвестиционных проектов в интересах государства, который окончательно еще не утвержден. Опасения инвесторов связаны с потенциальным ростом CAPEX и снижения FCF на основе которого выплачиваются дивиденды.

Риски

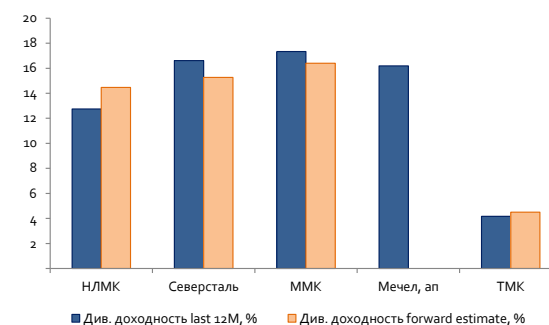
Замедление роста мировой экономики и, как следствие, падение спроса на стальную продукцию.

Из российских компаний под угрозой новых санкций находятся представители черной металлургии, поскольку доля экспорта российской стали незначительна и составляет около 2% мирового потребления.

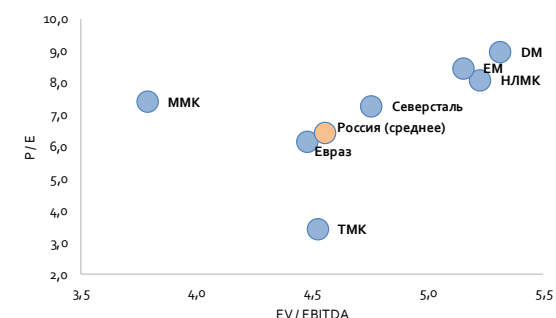
Финансы



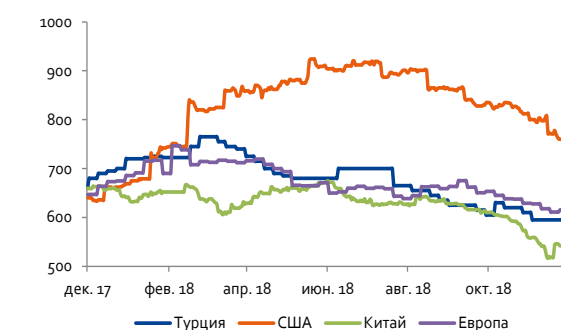
Дивидендная доходность



Мультипликаторы



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



Ключевые рекомендации и идеи в секторе

Из интересных бумаг в секторе выделяется **ММК**, которые торгуются с дисконтом по ключевым мультипликаторам к российским компаниям: увеличение дивидендов и меньшая ориентация на внешние рынки будут способствовать росту курсовой стоимости акций. Слабая обеспеченность железорудным сырьем может оказать поддержку компании в условиях ожидаемого снижения цен.

Прочие компании (**Северсталь** и **НЛМК**) традиционно выглядят привлекательно с точки зрения высокой дивидендной доходности и низкой долговой нагрузки.

Также стоит обратить внимание на акции **Распадской**, которые в текущем году показали значительный рост (+40%). Интерес к бумаге, помимо сильных операционных результатов, подогревают ожидания, связанные с новой дивидендной политикой, принятие которой, вероятно, в следующем году.

Ритейл: текущие уровни относительно справедливы

Тенденции в отрасли

В целом, 2018 г. сложился для сектора негативно. Отсутствие большого потенциала для органического роста показателей бизнеса, в совокупности с негативной динамикой реальных располагаемых доходов населения привели к заметному снижению акций потребительского сектора.

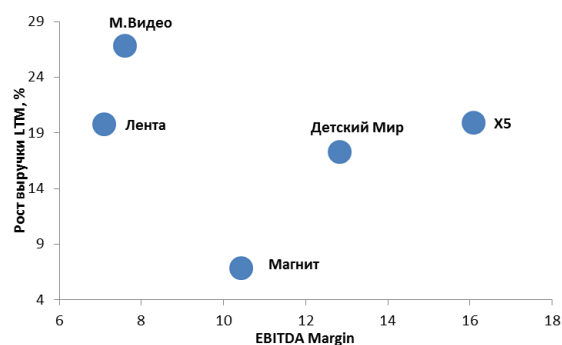
Если в 2016-2017 гг. лидеры рынка оценивались по показателю EV/EBITDA на уровне 8-11 б.п., то к 4 кв. 2018 г. оценки скорректировались до 5,5-7,5 б.п. Начиная со 2П2017 г., рост EBITDA лидеров продуктового ритейла демонстрировали слабую динамику. Наш консервативный взгляд на динамику розничной торговли в следующем году не позволяет рассчитывать на масштабный рост финансовых показателей. Следовательно ожидать бурного роста оценок акций сектора с возвращением по ключевым мультипликаторам на уровни 2016-2017 гг. вряд ли рационально. Тем не менее, ускорение инфляционных процессов и все же пока не кризисное состояние потребителя позволяет характеризовать оценки сектора как низкие и рассчитывать на их восстановление.

Корпоративные события

Основные корпоративные события в секторе в 2018 г. происходили вокруг компании Магнит. В феврале основной акционер компании С.Галицкий продал большую часть своей доли (29,1%) ВТБ, а в мае покупателем части этого пакета (11,82%) у госбанка стала Marathon Group.

В июне 2018 г. генеральным директором Магнита стала О.Наумова, ранее занимавшая аналогичную должность в X5. Через несколько месяцев была представлена обновленная стратегия компании, включающая в себя ряд пилотных проектов, в частности, активное развитие формата дрогери «Магнит Косметик».

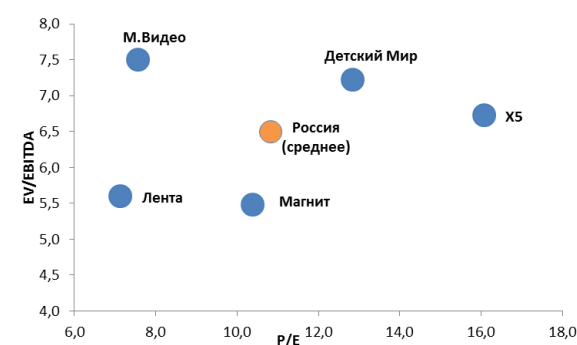
Финансы



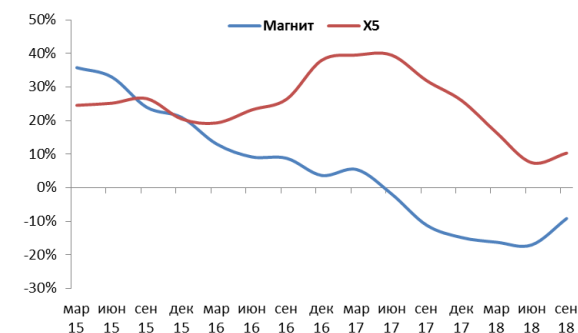
Фундаментальные условия



Мультипликаторы



Динамика EBITDA LTM лидеров рынка



Ключевые рекомендации и фавориты

- Существенная переоценка акций всего сектора в 2018 г. была естественна на фоне снижения реальных располагаемых денежных доходов, но, в то же время, текущие ценовые уровни, выглядящие заниженными, и наши экономические ожидания позволяют выбрать внутри сегмента отдельные истории на среднесрочную перспективу.
- Нашим фаворитом на текущий момент являются акции **Магнита** - самой дешевой компании в секторе (наравне с Лентой), имеющей потенциал для возвращения на положительную территорию с точки зрения EBITDA LTM и характеризующейся сравнительно привлекательной дивидендной доходностью: за 9 мес. 2018 г. компания выплачивает промежуточный дивиденд в размере 137 руб/акцию, заявляет о переходе на выплаты дважды в год, что позволяет ориентироваться на годовую доходность в 5-6%.

Банковский сектор: акции интересны

Тенденции в отрасли

2018 г. был отмечен общемировой слабостью банковского сектора. Дополнительным негативным фактором для российских банков стали опасения относительно введения в отношении них жестких санкций со стороны США (внесения в SDN).

В то же время, финансовые показатели банков продолжают демонстрировать позитивные результаты. С большой долей вероятности Сбербанк и ВТБ полностью выполняют планы по чистой прибыли на этот год, и сохраняют ожидания по дальнейшему росту прибылей в следующем году.

Корпоративные события

Каких-либо масштабных корпоративных изменений в секторе не наблюдалось. Тренд на сокращение числа банков в РФ по-прежнему сохраняется, но санаций банков из Топ10, подобных событиям 2017 г., не случилось.

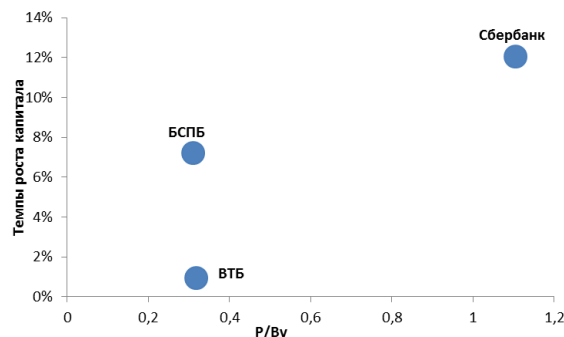
Позитивным изменением для акционеров, на наш взгляд, является стремление ряда банков к увеличению капитализации. Так, БСПБ в 2018 г. объявил об обратном выкупе акций и анонсировал увеличение дивидендных выплат, указав в стратегии в качестве задачи увеличение капитализации компании.

Отмечаем продолжение тенденции к росту доли чистой прибыли, выплачиваемой в качестве дивидендов акционерам Сбербанка. По итогам 2018 г. банк может направить 40% чистой прибыли на дивидендные выплаты, а к 2020 г. планка будет повышена до 50%. Данные изменения делают форвардную дивидендную доходность по акциям Сбербанка весьма привлекательной.

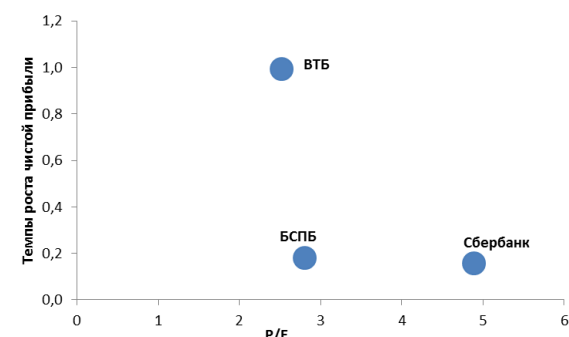
Риски санкций

Риски внесения в SDN-список наиболее крупных госбанков (Сбербанк, ВТБ) мы оцениваем как низкие. Допускаем внесение в список менее крупных структур (ПСБ, ВЭБ).

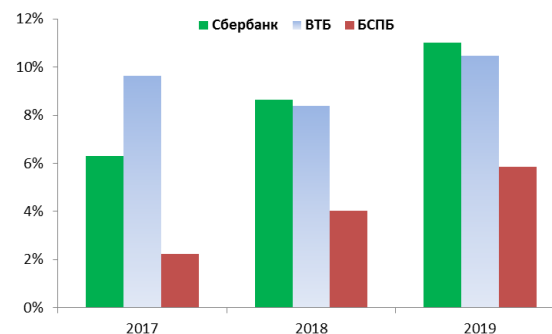
Цена и капитал



Цена и чистая прибыль



Дивидендность от текущей капитализации



Мультипликаторы и дивидендность

	P/BV	P/E	Div yld
Сбербанк	1,1	4,9	8,7%
ВТБ	0,3	2,5	8,3%
БСПБ	0,3	2,8	4,0%

Ключевые рекомендации и фавориты

- На наш взгляд, акции **Сбербанка** представляют собой одну из наиболее прозрачных идей на российском фондовом рынке на следующий год. Сохранение позитивной динамики ключевых финансовых показателей, сравнительно невысокая оценка по ключевым мультипликаторам и высокая дивидендная доходность с потенциалом ее дальнейшего увеличения в ближайшие годы создает базу для восстановления акций в следующем году. Целевой ориентир по акциям Сбербанка составляет 279 руб.
- Акции **ВТБ**, на наш взгляд, на текущий момент еще более недооценены (потенциал роста составляет более 80%), однако неопределенность вокруг дивидендных выплат и более высокая волатильность финансовых показателей могут не позволить в полной мере реализовать данный потенциал в рамках ближайшего года.
- Акции **БСПБ** мы также считаем сильно недооцененными, в позитивную сторону отмечаем озвученные стремления менеджмента, направленные на увеличение капитализации. Однако сравнительно низкая торговая активность в акциях создает дополнительные риски для инвесторов.

Ключевые инвестиционные идеи

В условиях сохраняющихся опасений замедления мировой экономики, ухудшения экономических условий в США и Китае, а также негативного взгляда на динамику нефтяных котировок, в своих рекомендациях мы выделяем бумаги, которые, вопреки слабой конъюнктуре, способны сохранить импульс к росту благодаря сильным фундаментальным данным и принести инвесторам высокий доход, в том числе, в виде дивидендов. В 2019 г. российский рынок будет наиболее подвержен сильному влиянию со стороны мировых фондовых площадок, поэтому данный список бумаг не является исчерпывающим и будет корректироваться в зависимости от тех угроз, которые будут возникать. Таким образом, мы рекомендуем инвесторам ориентироваться не на долгосрочный горизонт инвестирования, а на оперативное управление капиталом.

Сбербанк (P/Bv'19: 1x; P/E'19: 4,7x). Сохранение позитивной динамики ключевых финансовых показателей, сравнительно невысокая оценка по ключевым мультипликаторам и высокая дивидендная доходность с потенциалом ее дальнейшего увеличения в ближайшие годы создает базу для восстановления акций в следующем году.

Норильский Никель (EV/EBITDA'19: 5,8x; EBITDA margin'19: 52%; CAGR выручки'17-20: 8%). Сильные операционные и финансовые результаты на фоне смешанной динамики цен на металлы помогли акциям обновить исторические максимумы. В связи с нашими ожиданиями негативной динамики цен на никель в 2019г. и опасениями замедления мировой экономики потенциал роста ограничен, в тоже время щедрые дивиденды выступают поддерживающим фактором.

Алроса (EV/EBITDA'19 4,6x; EBITDA margin'19: 52%; CAGR выручки'17-20: 1%). Сильный финансовый поток, снижение долговой нагрузки и хорошие операционные результаты закладывают основу для повышения стоимости акций и получения дивидендов акционерами по новой дивидендной политике компания может направлять на выплаты акционерам до 100% FCF (но не менее 50%). Поддержку акциям оказывает и благоприятная конъюнктура алмазного рынка.

ММК (EV/EBITDA'19: 3,3x; EBITDA margin'19: 26%; CAGR выручки'17-20: -5%). Компания торгуется с дисконтом по ключевым мультипликаторам к российским компаниям: увеличение дивидендов и меньшая экспозиция на внешние рынки будут способствовать росту курсовой стоимости акций. Слабая обеспеченность железорудным сырьем может оказать поддержку компании в условиях ожидаемого снижения цен.

Башнефть, ап (EV/EBITDA'19: 1,6x; EBITDA margin'19: 25%; CAGR выручки'17-20: 4%). Акции Башнефти мы считаем одной из самых привлекательных дивидендных идей в российском нефтегазовом секторе. По мультипликаторам компания смотрится сильно дешево относительно аналогов.

Магнит (EV/EBITDA'19: 4,5x; EBITDA margin'19: 8%; CAGR выручки'17-20: 5%). Компания торгуется с дисконтом по ключевым мультипликаторам к российским аналогам, имеет потенциал для возвращения на положительную территорию динамики EBITDA LTM и характеризуется сравнительно привлекательной дивидендной доходностью.

Полюс (EV/EBITDA'19 5,8x; EBITDA margin'19: 69%; CAGR выручки'17-20: 9%). Акции компании на фоне сильных операционных показателей, лидерстве в издержках в золотодобывающей отрасли и при наибольших темпы роста добычи по сравнению с аналогами выглядят заметно недооцененными. По нашему мнению рынком также не учтен и проект Сухой Лог. Рост цен на золото, который мы ожидаем увидеть в 2019г. сможет оказать поддержку акциям.

МТС (EV/EBITDA'19: 4,5x; EBITDA margin'19: 43%; CAGR выручки'17-20: 0%). Сравнительно невысокая корреляция с индексом плюс стабильность операционных показателей и высокая вероятность сохранения сравнительно высокой дивидендной доходности делают бумагу перспективным вариантом включения в консервативный портфель.

Прогноз по индексу ММВБ на 2019 г.

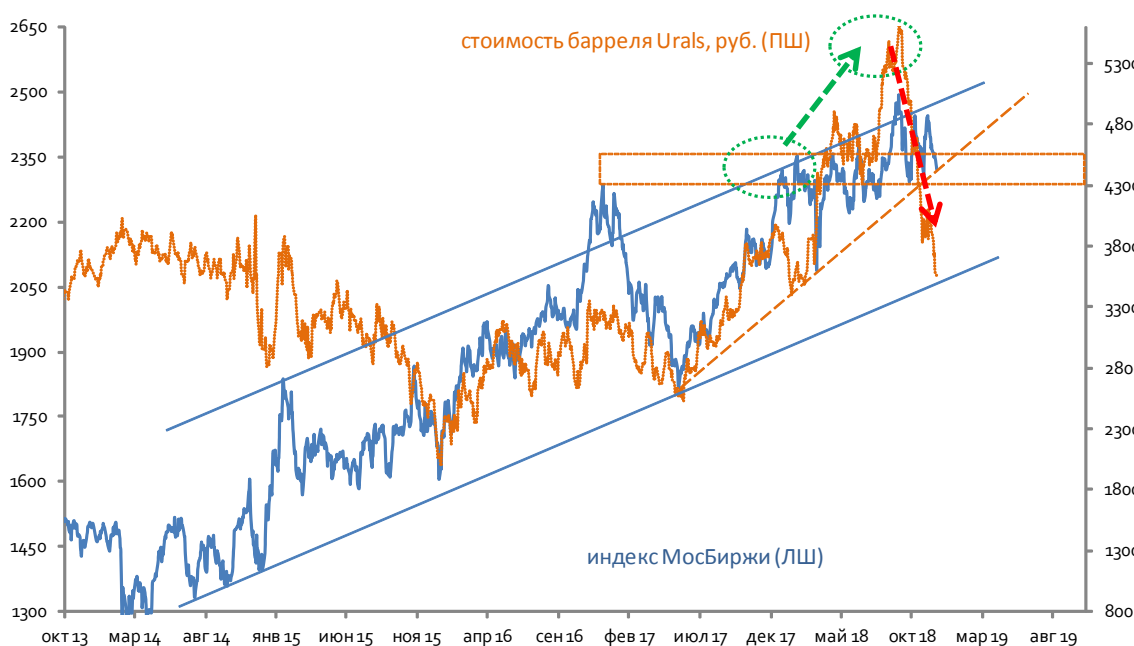
Индекс МосБиржи в конце года растерял свой импульс к росту на фоне ухудшения настроений на мировых рынках и падения нефтяных котировок. Вместе с тем, индикатор остается у исторических максимумов благодаря тому, что внешний негатив впитывается, в первую очередь, рублем, а фундаментальные метрики рынка привлекательны.

Мы считаем, что позитивная динамика денежных потоков ключевых «фишек» и высокая дивидендная доходность, а также перспектива восстановления цен на нефть в ближайшие кварталы способны привести к возобновлению роста индекса МосБиржи в направлении полной фундаментальной оцененности (по нашим последним оценкам, это 2930 пунктов). Но исходим из того, что ухудшение внешней конъюнктуры, а также санкционное давление на Россию не позволят полностью реализовать весь потенциал фундаментального роста рынка. Поэтому **целевым уровнем по индексу МосБиржи на 2019 год мы считаем 2640 пунктов, причем полагаем, что достижение его вероятно именно в течение года.** В нашем базовом сценарии мы учитываем точечный характер антироссийских санкций (мы не видим оснований для секторальных санкций ни против банков, ни против нефтегазовых компаний).

При этом на конец 2019 года у нас сформирован - в основном, по внешним причинам - достаточно консервативный взгляд : 2150 пунктов.

Мы отмечаем растущее число рисков для сценария роста рынка, от ожидаемого нами продолжения повышенной волатильности на мировых рынках с наступлением в течение года новых волн оттока капитала из ЕМ и снижением средних цен на нефть, до внутриэкономической повестки: мы ждем снижения темпов роста российской экономики, и санкционного давления. Мы рекомендуем соторожно подходить к инвестированию в 2019 году.

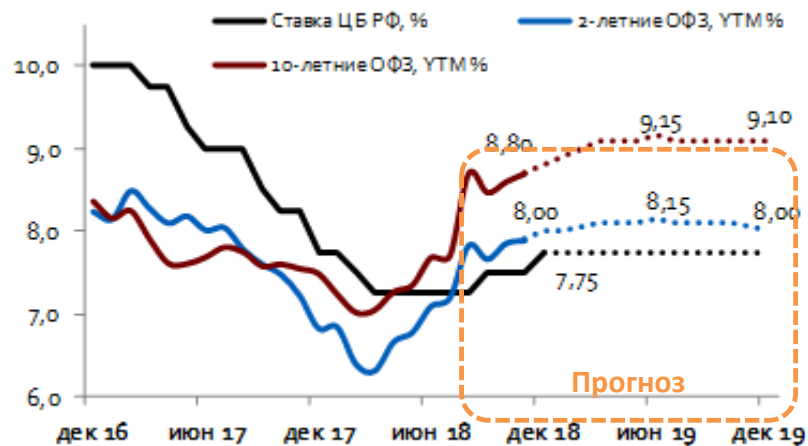
Индекс МосБиржи - у пиков, несмотря на падение рублевой нефти; следующий год будет непростым



Источник: Reuters

Рынок облигаций в 2019 году останется под давлением

Доходность ОФЗ и ключевая ставка ЦБ РФ



Источник: Bloomberg, прогноз PSB Research&Strategy

Увеличение внутреннего долга России, млрд руб. в год



Источник: Минфин РФ, прогноз PSB Research&Strategy

- В 3 кв. 2018 г. средний уровень доходности 2-летних ОФЗ составил 7,9%, 10-летних – 8,68%. По сравнению со 2 кв. 2018 г. доходность 2-летних ОФЗ выросла на 30 б.п., 10-летних на 40 б.п.
- Давление на рынок рублевых облигаций оказала совокупность внешних и внутренних факторов. Продажи ОФЗ со стороны нерезидентов проходили на фоне снижения цен на нефть и сохранения санкционных рисков. Общее ослабление спроса глобальных инвесторов на локальные облигации развивающихся стран происходит в результате ужесточения монетарной политики ФРС и ЕЦБ, усиления торгового протекционизма США, ожиданий замедления темпов роста мировой экономики в 2019 г.
- Из внутренних факторов отметим рост стоимости фондирования российских банков и сокращение профицита ликвидности. Ожидания роста ставок ограничивают интерес локальных игроков к ОФЗ.
- В 2019 г. мы прогнозируем, что давление внешних факторов на рынок рублевых облигаций сохранится. В марте-апреле Конгресс США может рассмотреть закон о санкциях на российский госдолг. ФРС и ЕЦБ скорее всего проложат ужесточение монетарной политики.
- Спрос на ОФЗ со стороны российских игроков будет низким из-за удорожания фондирования, ускорения инфляции. Кроме того давление на цены ОФЗ будут оказывать ожидания увеличения предложения нового госдолга. В 2019 г. Минфин планирует увеличение внутренних заимствований на 1,8 трлн руб., в 2020 г. – на 1,9 трлн руб.
- В 2019 году наш базовый прогноз предполагает рост доходности 10-летних ОФЗ в диапазон 9,00% - 9,20% годовых. Реализация санкционных рисков и полное выполнение плана внутренних заимствований могут привести к росту доходности 10-летних ОФЗ до 10 – 11%.

ПАО «Промсвязьбанк»

Управление аналитики и стратегического маркетинга |

PSB Research&Strategy

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

e-mail: RD@psbank.ru

Bloomberg: PSBF <GO>

http://www.psbank.ru

http://www.psbinvest.ru

Блок «Финансовые рынки»

114115, Москва, Дербеневская набережная, д.7, стр.8

e-mail: IB@psbank.ru

Bloomberg: PSBF <GO>

http://www.psbank.ru

<http://www.psbinvest.ru>**PSB RESEARCH&STRATEGY**

Николай Кашеев Начальник управления	KNI@psbank.ru	+7 (495) 777-10-20, доб. 77-47-39
Евгений Локтюхов	LoktyukhovEA@psbank.ru	+7 (495) 777-10-20, доб. 77-47-61
Игорь Нуждин	NuzhdinIA@psbank.ru	+7 (495) 777-10-20, доб. 77-70-11
Екатерина Крылова	KrylovaEA@psbank.ru	+7 (495) 777-10-20, доб. 77-67-31
Михаил Поддубский	PoddubskiyMM@psbank.ru	+7 (495) 777-10-20, доб. 77-78-69
Владимир Лящук	Lyashukvv@psbank.ru	+7 (495) 777-10-20, доб. 77-47-86
Роман Антонов	Antonovrp@psbank.ru	+7 (495) 777-10-20, доб. 77-15-14
Илья Ильин	ilinio@psbank.ru	+7 (495) 777-10-20, доб. 77-54-23
Дмитрий Грицкевич	gritskevichda@psbank.ru	+7 (495) 777-10-20, доб. 81-10-36
Дмитрий Монастыршин	Monastyrshin@psbank.ru	+7 (495) 777-10-20, доб. 77-47-10
Денис Попов	popovds1@psbank.ru	+7 (495) 777-10-20, доб. 81-09-13
Андрей Бархота	barkhotaav@psbank.ru	+7 (495) 777-10-20, доб. 81-06-34
Богдан Зварич	zvarichbv@psbank.ru	+7 (495) 777-10-20, доб. 81-06-18

ДЕПАРТАМЕНТ ФИНАНСОВЫХ РЫНКОВ**СОБСТВЕННЫЕ ОПЕРАЦИИ**

Пётр Федосенко	Операции на финансовых рынках	
Константин Квашнин	Еврооблигации	+7 (495) 705-97-57
Евгений Жариков	Рублевые облигации	+7 (495) 705-90-69
Михаил Маркин	ОФЗ, длинные ставки	+7 (495) 705-90-96
Алексей Кулаков	Опционы на FX, Rates, Equites, Commodities	+7 (495) 411-5133
Аркадий Клюкин	FX, короткие ставки	+7 (495) 705-9758
Михаил Сполохов	Денежный рынок	+7 (495) 411-5132
Сергей Устиков	РЕПО	+7 (495) 411-5135

КЛИЕНТСКИЕ ОПЕРАЦИИ

Ольга Целинина	Операции с институциональными клиентами	+7 (495) 411-51-36
Александр Аверочкин	Fixed Income	+7 (495) 705-97-57
Филипп Аграчев	Центр экспертизы для корпоративных клиентов	
Максим Сушко	Конверсии, Хеджирование, РЕПО,	+7 (495) 228-39-22
Давид Меликян	Структурные продукты, DCM	
Александр Борисов	Конверсионные и валютные форвардные операции	+7 (495) 733-96-28
Илья Потоцкий	Брокерское обслуживание	+7 (495) 705-97-69
Олег Рабец		+7 (495) 411-51-39
Александр Ленточников		
Глеб Попов		
Игорь Федосенко		
Виталий Туруло		

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.