

13 марта 2019

Периодическое издание

Ежедневный макроэкономический обзор

Доходности снижаются

После исключительно слабых результатов, которые рынки акций (и глобальные финансовые рынки в целом) показали в прошлом году, сложно ожидать, что нынешний год будет еще хуже. Пока на отрезке с начала года большинство рынков акций демонстрируют весьма достойную доходность. Особенно сильную коррекцию фондовый рынок пережил в последнем квартале 2018 г., что было прежде всего связано с опасениями инвесторов по поводу замедления роста мировой экономики и последствий затянувшегося торгового противостояния между Китаем и США. Но тут на помощь рынкам пришел американский Федрезерв, заметно смягчивший свою риторику в конце прошлого года. И хотя реальная доходность 10-летних казначейских бумаг США по-прежнему находится вблизи 12-месячных минимумов, изменение позиции ФРС оказалось для рынков как нельзя кстати. На наш взгляд, американский центробанк поступил абсолютно верно. Одним из последних аргументов в пользу более мягкой денежно-кредитной политики являются вышедшие вчера в США данные по инфляции, согласно которым в феврале темпы роста потребительских цен в стране снизились до 1,5%. И инфляционное давление ослабевает не только в США – аналогичные процессы происходят во всех ведущих экономиках мира.

Вопреки представлениям сторонников тезиса о «бесконечной стагнации», вполне может оказаться, что низкая инфляция обусловлена не недостатком спроса, а структурными факторами предложения – демографией, низкими темпами роста производительности труда или «эффектом Amazon». С другой стороны, низкая инфляция и все более очевидное замедление роста мировой экономики заставляют усомниться в эффективности таких мер денежно-кредитной политики, как количественное смягчение и отрицательные процентные ставки, которые еще недавно воспринимались как абсолютное новшество, но постепенно начинают выглядеть все более и более конвенционально. Некоторые экономисты (например, [Джеффри Снайдер](#)) в качестве одной из основных причин анемичного роста денежной массы, способствующих развитию дезинфляционных тенденций (подобно тому как это происходило и происходит в Японии), называют дисфункцию глобальной системы евродолларового фондирования.

Между тем, как заявил в интервью телеканалу CNBC инвестиционный гуру Джереми Грэнтэм, «за последние 100 лет мы привыкли к доходности на уровне около 6%, однако в ближайшие 20 лет реальная доходность американского рынка будет составлять в среднем 2% или 3%».

Нил Маккиннон, экономист
+44 20 3334 8865 // neil.mackinnon@vtbcapital.com

Настоящий материал является переводом обзора [Global Macro Jottings – Lower returns](#) от 13.03.2019.

Все цены в настоящем обзоре представлены по состоянию на 13.03.2019 (если не указано иное). Другая раскрываемая информация, включая данные по сертификатам аналитиков, содержится в разделе «Раскрытие информации» настоящего обзора. Дополнительную раскрываемую информацию, касающуюся компаний, которые упоминаются в настоящем обзоре, можно найти на веб-сайте <http://research.vtbcapital.com/ServicePages/Disclosures.aspx> (на английском языке).

Поддерживать доходность на таком же высоком уровне, как в период проведения Федрезервом ультрамягкой денежно-кредитной политики, будет довольно сложно, особенно когда инвесторы почувствуют, что с фундаментальной точки зрения что-то идет не так, раз регулятор не способен завершить запланированную нормализацию денежно-кредитной политики, и собственный прогноз FOMC предполагает, что ставка по федеральным фондам к 2020–2021 гг. лишь немного превысит 3%.

Потенциальные темпы роста ВВП США в последние десятилетия неуклонно снижались. Этот показатель является функцией от двух переменных – численности рабочей силы и производительности труда. По оценкам ФРС, в долгосрочной перспективе темпы роста ВВП составят всего 1,8%. Сохранить их на прошлогоднем уровне в 3% не получится, особенно в свете полного отказа от фискальной экспансии в этом году. Вдобавок к этому, учитывая близкий к триллиону долларов дефицит бюджета и растущий долг в процентном отношении к ВВП, других вариантов, кроме ужесточения бюджетной политики в средне- и долгосрочной перспективе, у американской администрации практически нет. Однако смягчение денежно-кредитной политики, которое выглядит вполне вероятным (рынок фьючерсов на ставку ФРС закладывает 15–20%-ю вероятность снижения ставки в этом году), в сочетании с ужесточением бюджетной политики (что предполагает замедление экономического роста и снижение реальных доходностей) негативно отразится на американской валюте.

Пока же рынки акций, судя по всему, решили взять паузу в ожидании более убедительных доказательств того, что торговая договоренность между США и Китаем все же будет достигнута. Между тем индекс волатильности VIX остается низким. На завершающемся в конце этой недели заседании Всекитайского собрания народных представителей (ВСНП) китайские власти объявили о снижении официальной цели по росту ВВП. В ближайшее время будут опубликованы индикаторы экономической активности в Китае за очередной месяц, включая оборот розничной торговли, объем промышленного производства и инвестиции в основные фонды, в которых участники рынка рассчитывают увидеть признаки стабилизации активности и реакции экономики на принятые недавно меры монетарного и фискального стимулирования. Между тем в эту пятницу также завершается очередное заседание Банка Японии. По некоторым данным, японский регулятор планирует объявить о существенном понижении своей оценки объемов экспорта и промышленного производства в стране. Это может послужить основанием для принятия дальнейших стимулирующих мер, хотя сегодня денежно-кредитная политика Японии уже воспринимается во всем мире как образец неэффективности. Также отметим валютные интервенции монетарных властей Гонконга (НКМА) с целью поддержания курса гонконгского доллара. Недостаток ликвидности подталкивает вверх ставки HIBOR, рост которых обычно расценивается как предвестник ухудшения аппетита инвесторов к риску. Рано или поздно Гонконг, как мы полагаем, все-таки откажется от привязки к доллару США, однако, учитывая значительный объем его валютных резервов, без боя он, скорее всего, не сдастся.

Еще одним фактором, негативно влияющим на настроения инвесторов на азиатских рынках, является ситуация с Брекситом: британские законодатели в очередной раз проголосовали против предложенного премьер-министром страны Терезой Мэй сценария выхода из ЕС. Сегодня и завтра состоится голосование против Брексита на условиях «без сделки» и за продление сроков выхода, оговоренных статьей 50 Лиссабонского договора. Евросоюз не заинтересован в затягивании «развода», особенно в преддверии выборов в Европарламент, которые состоятся 23 мая. Учитывая всю сложность законодательного процесса в Великобритании, мы не исключаем самых разных сценариев развития ситуации, включая принятие варианта Брексита «без сделки» или, скажем, проведение досрочных выборов.

Следует отметить, что все это мало отражается на динамике финансовых рынков Великобритании. Опубликованные вчера данные по ВВП страны также оказались неожиданно позитивными – особенно на фоне рисков возникновения рецессии в еврозоне. В настоящий момент экономисты ожидают, что ЕЦБ начнет отходить от политики отрицательных процентных ставок по депозитам не ранее июня 2020 г. Время покажет, станет ли возобновление программы фондирования банков (TLTRO) значительным стимулом для экономического роста. Риск заключается в том, что вливания ликвидности будут только «зомбировать» банковскую систему, вынуждая ее генерировать проблемные кредиты. К тому же с учетом нулевой доходности по 10-летним гособлигациям Германии очередная фаза количественного смягчения едва ли на что-то повлияет. Срок полномочий президента ЕЦБ Марио Драги истекает в октябре, и его преемнику, будь то Йенс Вайдман, Франсуа Виллеруа де Гало, Бенуа Кёре или Эрkki Лииканен, явно придется начинать работу в неблагоприятной экономической ситуации.

Наконец, одним из ключевых финансово-экономических рисков является долг корпоративного сектора США. Президент ФРБ Далласа Роберт Каплан только что опубликовал интересный материал, посвященный обзору потенциальных рисков (см. [Corporate debt as a potential amplifier in a slowdown](#)). Объем долговых обязательств американских нефинансовых компаний по отношению к ВВП уже превысил максимум конца 2008 г., при этом на долю бумаг самого низкого инвестиционного уровня приходится 2,7 трлн долл. Помимо этого, ситуация на рынках обеспеченных кредитов и кредитования компаний с высокой долговой нагрузкой начинает неприятно напоминать то, что мы видели накануне обвала рынка сабпрайм-ипотеки.

Раскрытие информации

Важные сведения о раскрытии информации

Информация и мнения, содержащиеся в аналитических материалах ВТБ Капитал, подготовлены АО ВТБ Капитал. Для целей настоящего раздела, посвященного раскрытию информации, под ВТБ Капитал понимаются АО ВТБ Капитал, VTB Capital Plc и аффилированные с ними структуры.

ВТБ Капитал и/или аффилированные с ним организации, осуществляющие деятельность за пределами США, (собираемое название – "Группа ВТБ") находятся в деловых отношениях и стремятся к установлению таковых с компаниями, деятельность которых освещается в их аналитических обзорах. В связи с этим инвесторы должны осознавать возможность конфликта интересов, который может повлиять на объективность настоящего обзора. При принятии того или иного инвестиционного решения инвесторы должны руководствоваться комплексом факторов, а не только настоящим обзором.

Если эмитент, упомянутый в данном отчете, не включен в таблицу раскрытия информации, следует считать, что либо он не рассматривается в качестве компании, анализируемой «ВТБ Капитал», либо его упоминание считается несущественным, что означает, что он не является предметом исследования данного отчета.

Получить информацию в целях управления потенциальными конфликтами интересов в отношении компаний, являющихся предметом настоящего обзора, вы можете, письменно обратившись в офисы ВТБ Капитал, список которых представлен на последней странице.

Раскрытие информации об эмитенте (эмитентах)

Важные сведения о раскрытии информации и история рекомендаций в отношении акций, касающиеся компании (компаний), являющейся (являющихся) предметом настоящего обзора, представлены на веб-сайте <https://research.vtbcapital.com/ServicePages/Disclosures.aspx> (на английском языке).

Подтверждение аналитиков

Аналитики, чьи имена указаны на титульном листе в обзорах ВТБ Капитал, подтверждают следующее:

1) все взгляды, изложенные в аналитических обзорах, в точности отражают их личную точку зрения по вопросам, имеющим отношение к ценным бумагам и эмитентам, являющимся предметом аналитических обзоров ВТБ Капитал; 2) никакая часть вознаграждения аналитиков ВТБ Капитал не зависит и не может зависеть, напрямую или косвенно, от рекомендаций и мнений, представленных в аналитических материалах ВТБ Капитал.

Аналитики, чьи имена указаны в обзорах ВТБ Капитал, получают вознаграждение на основе различных факторов, в том числе совокупной выручки ВТБ Капитал, часть которой компания получает в результате инвестиционно-банковской деятельности ВТБ Капитал.

Инвестиционные рейтинги

ВТБ Капитал использует трехступенчатую систему рекомендаций по акциям эмитентов, в отношении которых осуществляется аналитическое освещение деятельности: "Покупать", "Держать" или "Продавать".

ПОКУПАТЬ: прогнозная цена через 12 мес. превышает рыночную цену на 20% и более (на момент публикации).

ДЕРЖАТЬ: прогнозная цена через 12 мес. не ниже рыночной цены и не превышает ее более чем на 20% (на момент публикации).

ПРОДАВАТЬ: прогнозная цена через 12 мес. ниже рыночной цены (на момент публикации).

ОГРАНИЧЕНО: при определенных обстоятельствах ВТБ Капитал не может сообщить рекомендации по акциям эмитента в связи с положениями корпоративной политики и (или) нормативными ограничениями.

ПРИОСТАНОВЛЕНО: если в обозримом будущем планируется или ожидается публикация важных сведений об эмитенте, аналитик может приостановить рекомендацию соответствующего эмитента. Это означает, что аналитик пересматривает, но в настоящее время не изменяет ныне действующую рекомендацию в ожидании появления важной информации по компании.

При вынесении рекомендаций (например, краткосрочных торговых рекомендаций) «ВТБ Капитал» может использовать временные рамки, отличные от указанных выше. Рекомендации, вынесенные с использованием альтернативных временных рамок, могут отличаться от рейтингов, присвоенных в соответствии с описанной выше системой.

В таблице ниже представлено распределение инвестиционных рейтингов «ВТБ Капитал» согласно трехуровневой системы рекомендаций, описанной выше.

Распределение рекомендаций ВТБ Капитал

Распределение инвестиционных рейтингов		
Покупать	58	49%
Держать	37	31%
Продавать	16	13%
Ограничено	0	0%
Рейтинг не присвоен	0	0%
Пересматривается	8	7%
	119	

Источник: ВТБ Капитал на основе данных по состоянию на 31 января 2019 г.

Распределение инвестиционных рейтингов по компаниям, являющимся клиентами ВТБ Капитал		
Покупать	8	47%
Держать	3	18%
Продавать	2	12%
Ограничено	0	0%
Рейтинг не присвоен	0	0%
Пересматривается	4	23%
	17	

Начиная с 10 апреля 2016 г. распределение рейтингов в приведенной выше таблице дано не по анализируемым компаниям, а по анализируемым финансовым инструментам. Соответственно, случаи вынесения рекомендаций в отношении более чем одного финансового инструмента одной компании учитываются отдельно. Этим объясняется увеличение общего количества рейтингов по сравнению с 29 февраля 2016 г. Перечень таких инструментов представлен здесь: [DoubleRecPLC20190228.pdf](#).

Прогнозные цены

В качестве основной методики оценки справедливой и прогнозной цены акций аналитики ВТБ Капитал используют модель ДДП. Основным показателем является текущее значение справедливой стоимости предприятия (EV), которое получают на основе свободного денежного потока компании (FCFF), дисконтированного на постоянную величину индивидуального для компании значения средневзвешенной стоимости капитала (WACC).

Управление конфликтами интересов

Аналитические материалы ВТБ Капитал публикуются в соответствии с нашими положениями по управлению конфликтами интересов, представленными на веб-сайте:

<http://research.vtbcapital.com/ServicePages/Files/CoI+Arrangements+Research.pdf> (на английском языке).

Аналитический отдел ВТБ Капитал

Москва	Лондон
Тел.: +7 495 660 4253 research@vtbcapital.com	Тел.: +44 (0) 20 3334 8557 research@vtbcapital.com

Офисы ВТБ Капитал

АО ВТБ Капитал	VTB Capital plc	VTB Capital plc
123100, Россия, Москва Пресненская наб., д. 12 Башня Запад Комплекс Федерация Тел.: +7 495 960 9999 www.vtbcapital.com	14 Cornhill London EC3V 3ND Тел.: +44 (0) 20 3334 8000 Факс: +44 (0) 20 3334 8900 www.vtbcapital.com	9 Battery Road #27-01 Straits Trading Building Singapore 049910 Тел.: +65 6220 9422 Факс: +65 6225 0140 www.vtbcapital.com
VTB Capital Hong Kong Limited		
Unit 2301, 23/F Cheung Kong Center 2 Queen's Road Central Hong Kong Тел.: +852 3195 3688 Факс: +852 3195 3699 www.vtbcapital.com		

ВТБ Капитал и/или аффилированные с ним организации, осуществляющие деятельность за пределами США, (собираемое название – "Группа ВТБ") находятся в деловых отношениях и стремятся к установлению таковых с компаниями, деятельность которых освещается в их аналитических отчетах. В связи с этим инвесторы должны осознавать возможность конфликта интересов, который может повлиять на объективность настоящего отчета. При принятии того или иного инвестиционного решения инвесторы должны руководствоваться комплексом факторов, а не только настоящим отчетом.

Настоящая публикация носит исключительно информационный характер и не может рассматриваться как предложение о покупке или продаже ценных бумаг или иных финансовых инструментов. Ни информация, содержащаяся в настоящем аналитическом отчете, ни любая другая информация, касающаяся темы данного отчета, которая может быть распространена в будущем, не могут быть использованы в качестве основы для возникновения какого-либо контракта. Информация, содержащаяся в настоящем отчете, и выводы, сделанные на ее основе, были получены из открытых источников, которые Группа ВТБ считает надежными. Несмотря на всю тщательность, с которой готовился настоящий отчет, ни один аналитик, директор, руководитель, сотрудник, агент или советник любого члена Группы ВТБ не дает каких-либо гарантий или заверений, выраженных или подразумеваемых, и не принимает на себя какой-либо ответственности в отношении надежности, точности или полноты информации, содержащейся в настоящем аналитическом отчете. Мы в прямой форме снимаем с себя ответственность и обязательства в связи с любой информацией, содержащейся в настоящем отчете. Любая информация, содержащаяся в настоящем отчете, может изменяться в любое время без предварительного уведомления. Ни один из членов Группы ВТБ не берет на себя обязательств по обновлению, изменению, дополнению настоящего аналитического отчета или уведомлению читателей в какой-либо форме в том случае, если какой-либо из упомянутых в отчете фактов, мнений, расчетов, прогнозов или оценок изменится или иным образом утратит актуальность, либо анализ упоминаемой в нем компании будет прекращен. Помимо этого, следует иметь в виду, что прошлые результаты не являются индикатором будущих результатов.

Финансовые инструменты и стратегии, обсуждаемые в настоящей публикации, необязательно приемлемы для всех инвесторов или отдельных групп инвесторов, которым следует принимать самостоятельные инвестиционные решения, при необходимости обращаясь к услугам собственных финансовых консультантов и основываясь на собственной финансовой ситуации и конкретных инвестиционных целях. В частности, обращение к независимым консультантам рекомендуется в случае возникновения у инвесторов любых сомнений относительно пригодности информации и стратегий, обсуждаемых в настоящем отчете, с точки зрения их деловых и инвестиционных целей. Настоящий аналитический отчет предназначен вниманию конкретного круга лиц в соответствии с применимым законодательством и не подлежит воспроизведению или направлению любому иному лицу без предварительного письменного согласия на то со стороны одного из членов Группы ВТБ. Настоящий аналитический отчет не может служить основанием для принятия решений розничными клиентами или лицами, для которых его предоставление не предусмотрено законодательством. Несанкционированное использование настоящего аналитического отчета строго запрещено. Члены Группы ВТБ и/или их руководители, директора и сотрудники (включая, помимо прочего, лиц, участвовавших в подготовке и публикации настоящего аналитического отчета) могут владеть, иметь открытые позиции по или осуществлять транзакции с ценными бумагами или финансовыми инструментами, упоминаемыми в настоящем отчете, либо осуществлять инвестиции в отношении любого из упоминаемых в нем эмитентов, могут участвовать в операциях с ценными бумагами в форме, не соответствующей с данными настоящего аналитического отчета, а в отношении ценных бумаг или финансовых инструментов, упомянутых в настоящем отчете – продавать их клиентам или покупать их у клиентов, выступая в роли принципала, и действовать в качестве директора, агента по размещению, консультанта или кредитора, маркет-мейкера, а также выступать в качестве менеджера или соменеджера наиболее недавнего публичного размещения любых инвестиций эмитента таких ценных бумаг или финансовых инструментов, упомянутых в настоящем отчете, либо предоставлять инвестиционно-банковские или иные услуги, а также предлагать инвестиционно-банковские или иные услуги любой из компаний, упомянутых в настоящем отчете. Информация о конфликтах интересов, если таковые имеют место, приводится в конце текста данного аналитического отчета. Члены Группы ВТБ могли предпринять действия в соответствии с информацией и выводами, содержащимися в настоящем отчете, либо использовать их, а также результаты аналитической работы, на основании которых составлен настоящий отчет, до его публикации. Инвестиции в Российскую Федерацию, российские рынки, финансовые инструменты и ценные бумаги связаны с повышенной степенью риска; как физические, так и юридические лица могут столкнуться с ограничениями в своей работе на рынках ценных бумаг Российской Федерации. Инвесторам следует проводить собственную экспертизу, прежде чем принимать инвестиционное решение. Следует особо подчеркнуть, что ценные бумаги и финансовые инструменты, деноминированные в иностранной валюте, ADR и прочие инвестиции, упоминаемые в данном отчете, зависят от валютных курсов, колебания которых могут негативно отразиться на стоимости инвестиции. Стоимость инвестиций может как увеличиваться, так и уменьшаться, поэтому инвесторам не может быть гарантирован возврат инвестированных средств в полном объеме. Цены и доступность ценных бумаг, финансовых инструментов и инвестиций также могут изменяться без уведомления. Мнения, изложенные в настоящем отчете, в точности отражают личные взгляды его авторов в отношении соответствующих инвестиций, ценных бумаг, финансовых инструментов и эмитентов, но необязательно отражают позицию какого-либо из членов Группы ВТБ. Никакая часть вознаграждения, получаемого авторами данного аналитического отчета, не была, не является и не будет связана прямо или косвенно с конкретными рекомендациями и точками зрения, изложенными в настоящем аналитическом отчете. Принятие данного аналитического отчета подразумевает согласие с вышеуказанными ограничениями. Настоящий материал не предназначен для использования частными инвесторами.

В Великобритании публикация данного отчета утверждается и/или осуществляется компанией VTB Capital plc London, являющейся участником Лондонской фондовой биржи. Публикация отчета осуществляется в соответствии с положениями Управления по контролю за соблюдением норм поведения на финансовых рынках (Financial Conduct Authority, FCA) и Управления пруденциального надзора (Prudential Regulation Authority, PRA) с санкции последнего. Настоящий отчет предназначен вниманию лиц, которые в рамках Правил ведения бизнеса (Conduct of Business rules) классифицируются FCA как приемлемые контрагенты (eligible counterparties) или профессиональные клиенты (professional clients).

Настоящий аналитический отчет предназначен для распространения VTB Capital plc в Сингапуре исключительно среди аккредитованных инвесторов (accredited investors), инвесторов-экспертов (expert investors) и институциональных инвесторов (institutional investors) (в определении применимых законов и норм Сингапура) и не предназначен для прямого или косвенного распространения среди других лиц. По всем вопросам, связанным с настоящим отчетом, получателям последнего в Сингапуре следует обращаться в сингапурский офис VTB Capital plc. Деятельность сингапурского отделения VTB Capital plc регулируется Центральным банком Сингапура (Monetary Authority of Singapore).

Данный аналитический отчет распространяется в Гонконге VTB Capital Hong Kong Limited, лицензированной корпорацией (рег. №: AXF967), Комиссией по ценным бумагам и фьючерсам Гонконга (Hong Kong Securities and Futures Commission) только среди профессиональных инвесторов (professional investors) в соответствии с определением в Постановлении и нормативных актах Комиссии по ценным бумагам и фьючерсам Гонконга.

© 2019 ВТБ Капитал. Все права защищены. Пожалуйста, указывайте ссылку на источник при цитировании.