

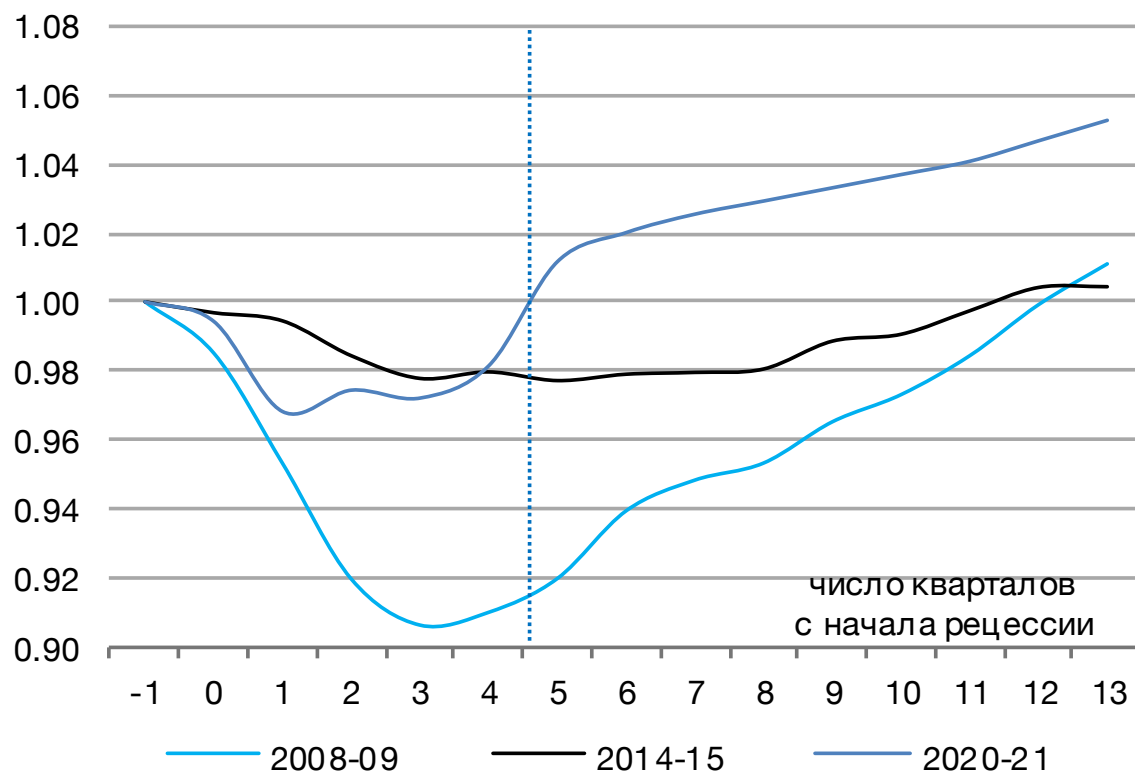
Россия vs Global

Взгляд на макро и рынки

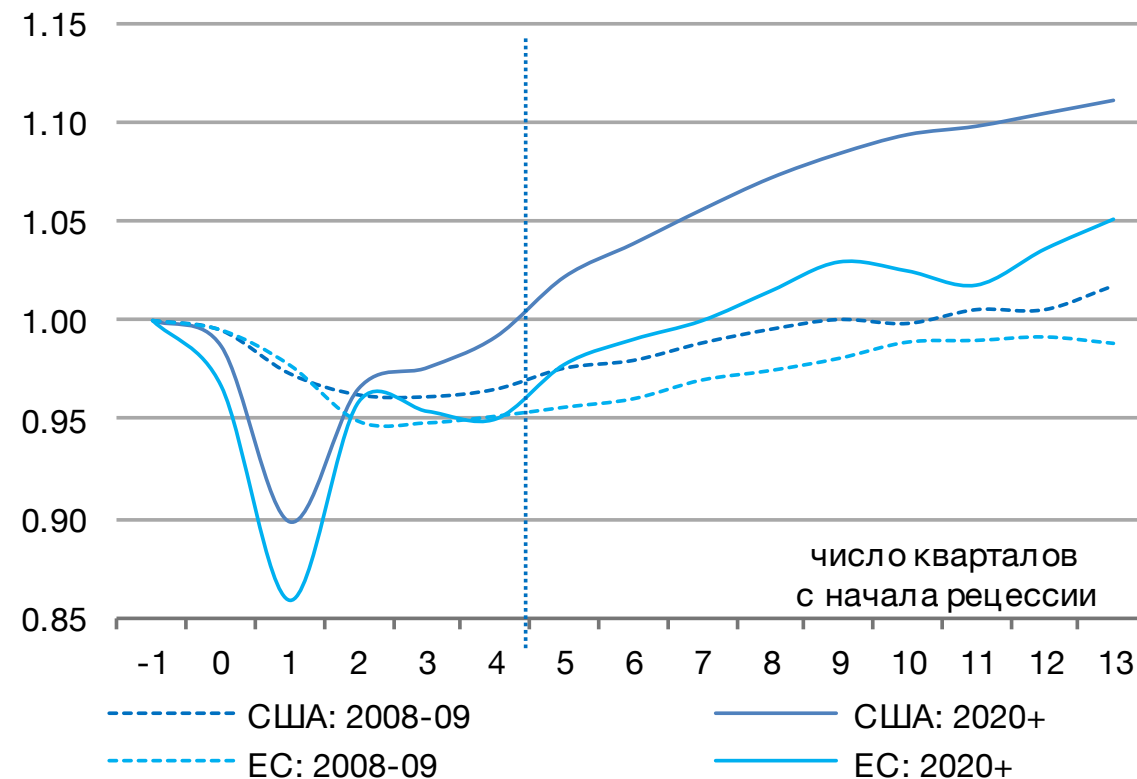
Май 2021

Неожиданно-быстрое восстановление в США...и в России

Динамика ВВП с искл. сезонности с начала рецессии - Россия



Динамика ВВП с искл. сезонности с начала рецессии – США и ЕС



Скорость восстановления экономики РФ оказалась, как минимум, вдвое выше, чем в предыдущие кризисы, но обратная сторона – риски инфляции и быстрого возвращения в стагнацию



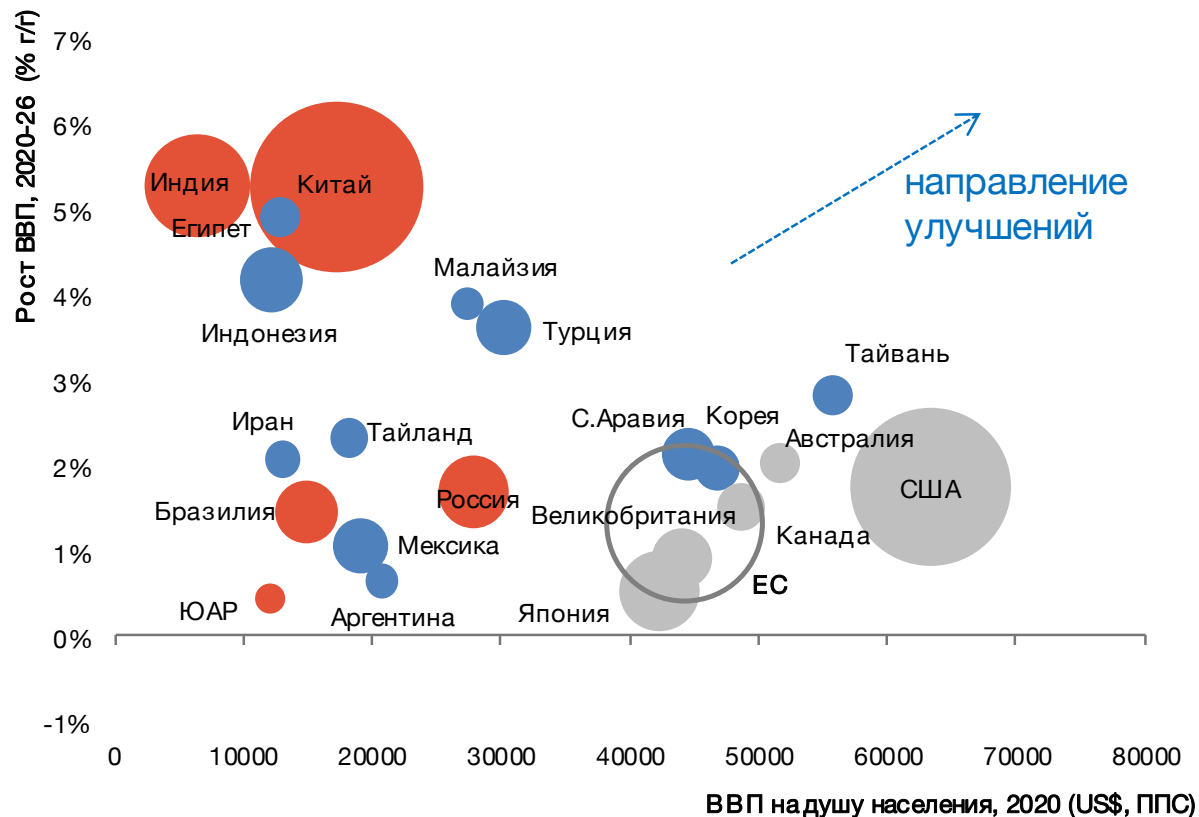
Как и в предыдущий кризис 2008-09, США опережают ЕС по глубине спада и скорости последующего восстановления

Краткосрочные перспективы роста выглядят вполне неплохо

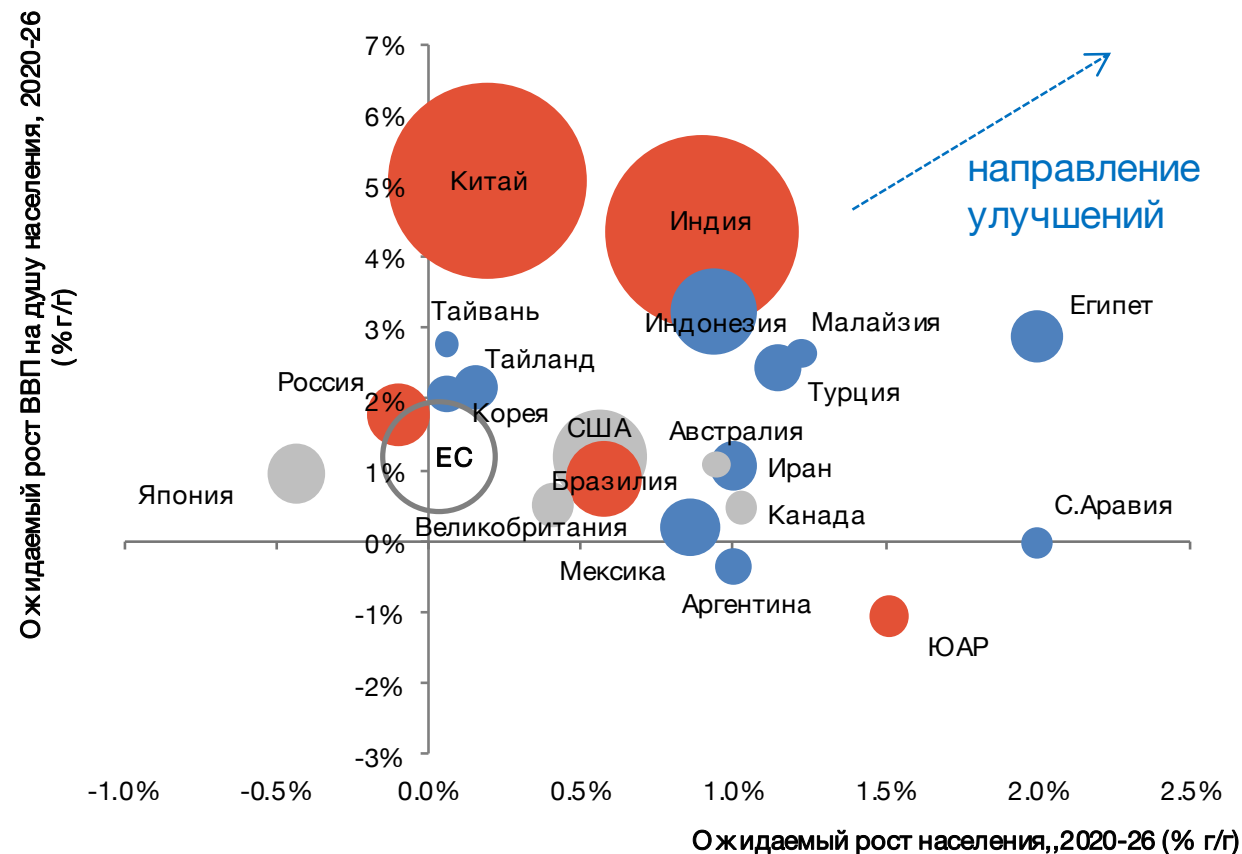


Долгосрочный рост: история «размера» и демографии

Размер экономики, текущий доход (ВВП/душу) и ожидаемый рост ВВП

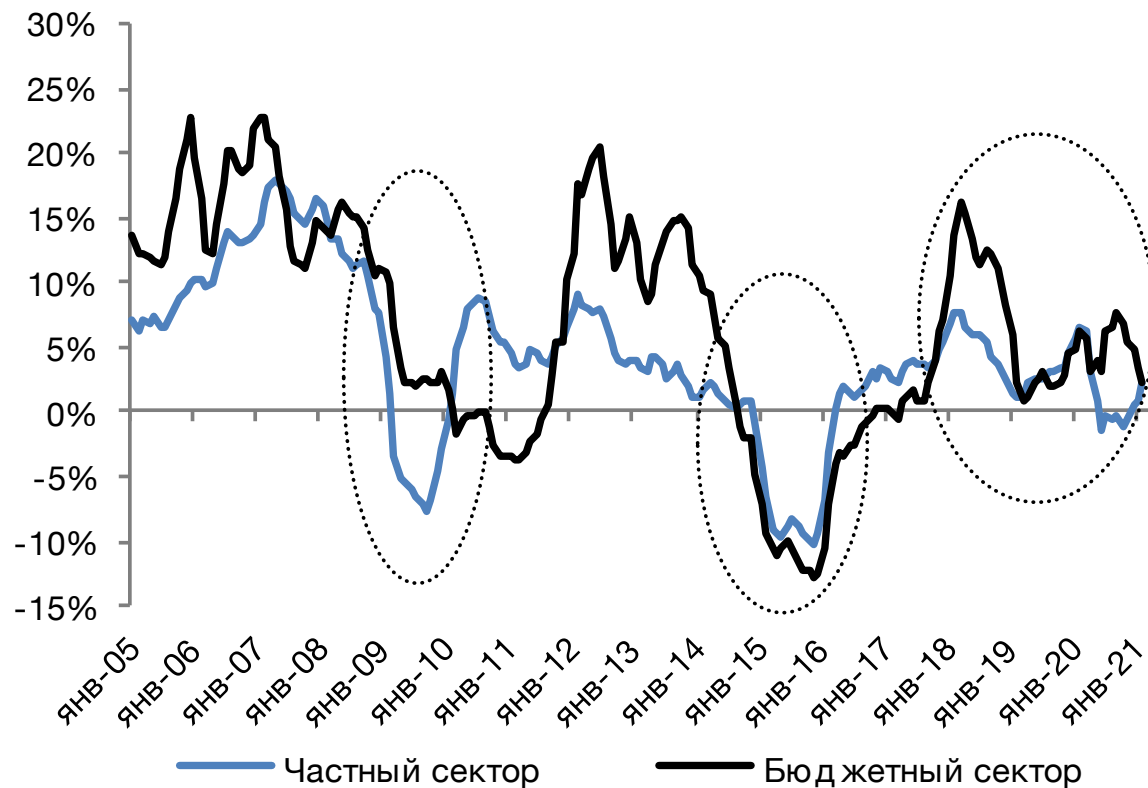


Ожидаемый рост ВВП, численность и рост населения

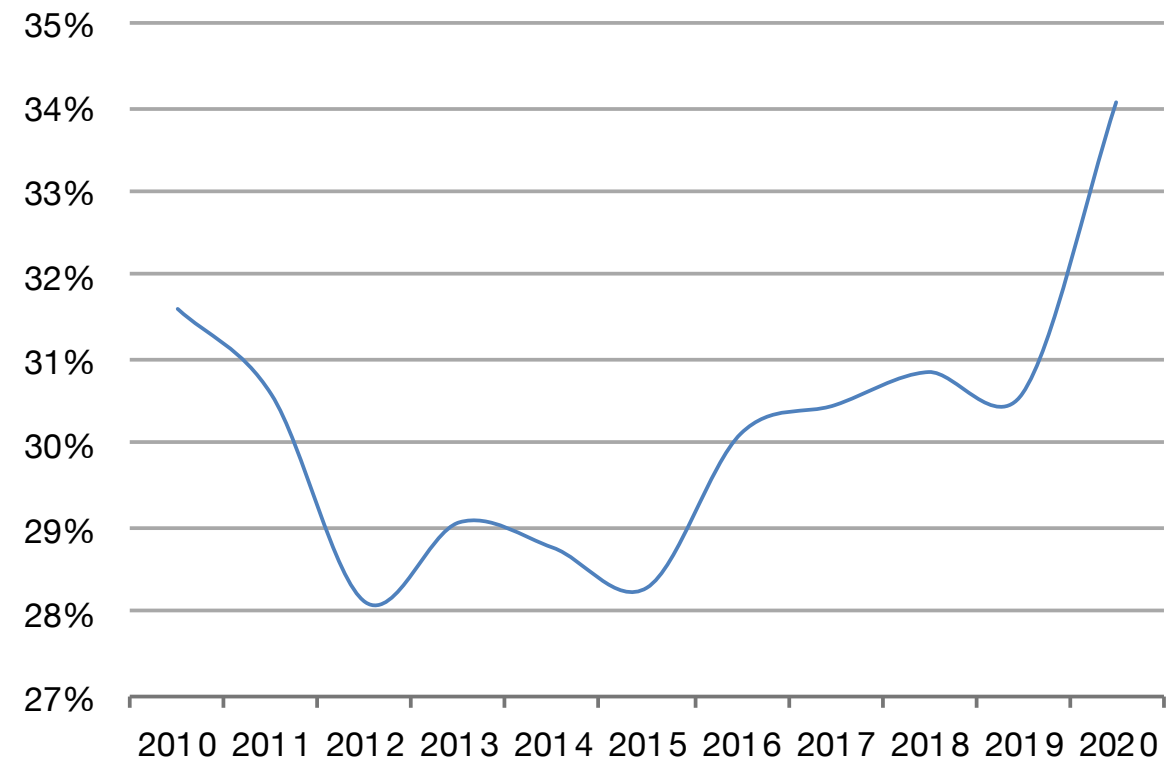


Роль бюджетных выплат в доходах в России растёт

Динамика реальных зарплат (% г/г)



Доля выплат из бюджета в доходах населения (% доля)



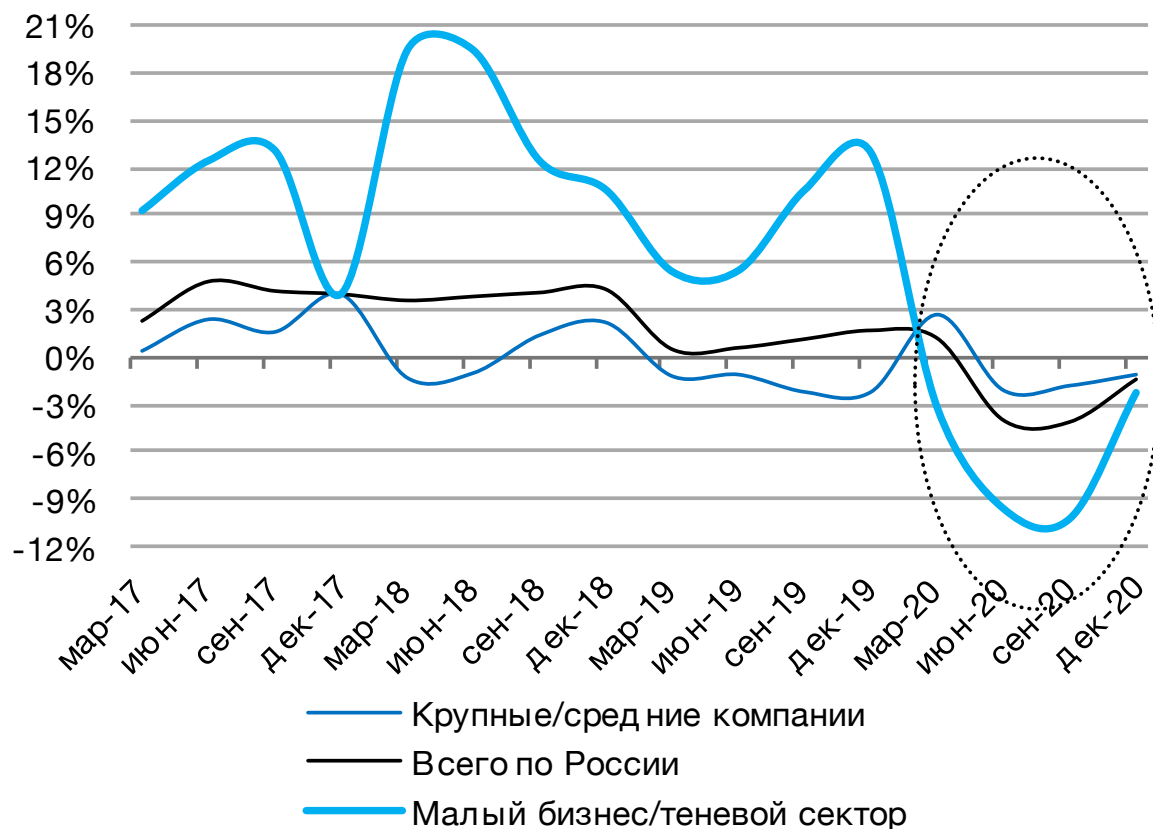
З/п в бюджетном секторе играют важную роль с первых «майских указов» и вплоть до «ковидного» 2020, но с 2021 их рост будет затруднен, снижая давление на частный сектор



Роль з/п бюджетников и других социальных выплат с 2013 уверенно росла и к 2020 достигла рекордных 34.1%

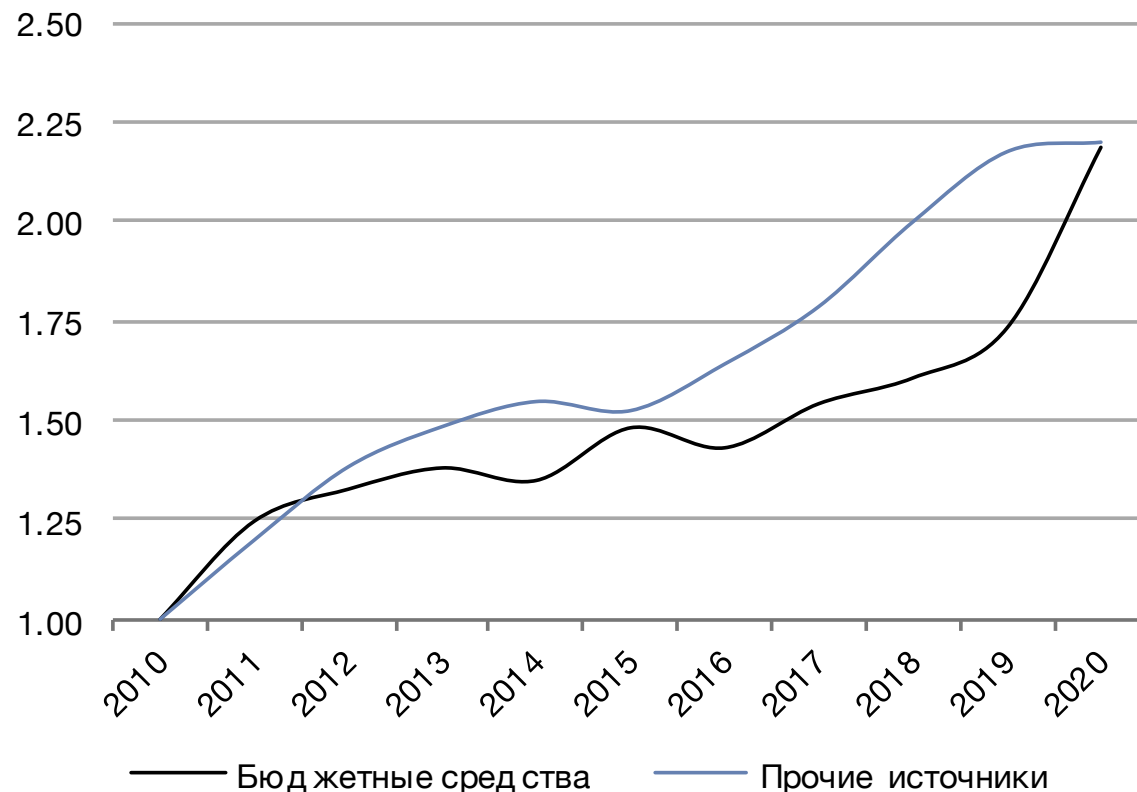
Инвестиции: благодаря или вопреки государству?

Динамика инвестиций по типу компаний (% г/г накопл. итогом)



▶ В «доковидные» 2017-18 основной рост инвестиций создавали малый бизнес и «теневая» экономика, но в 2020 они пострадали

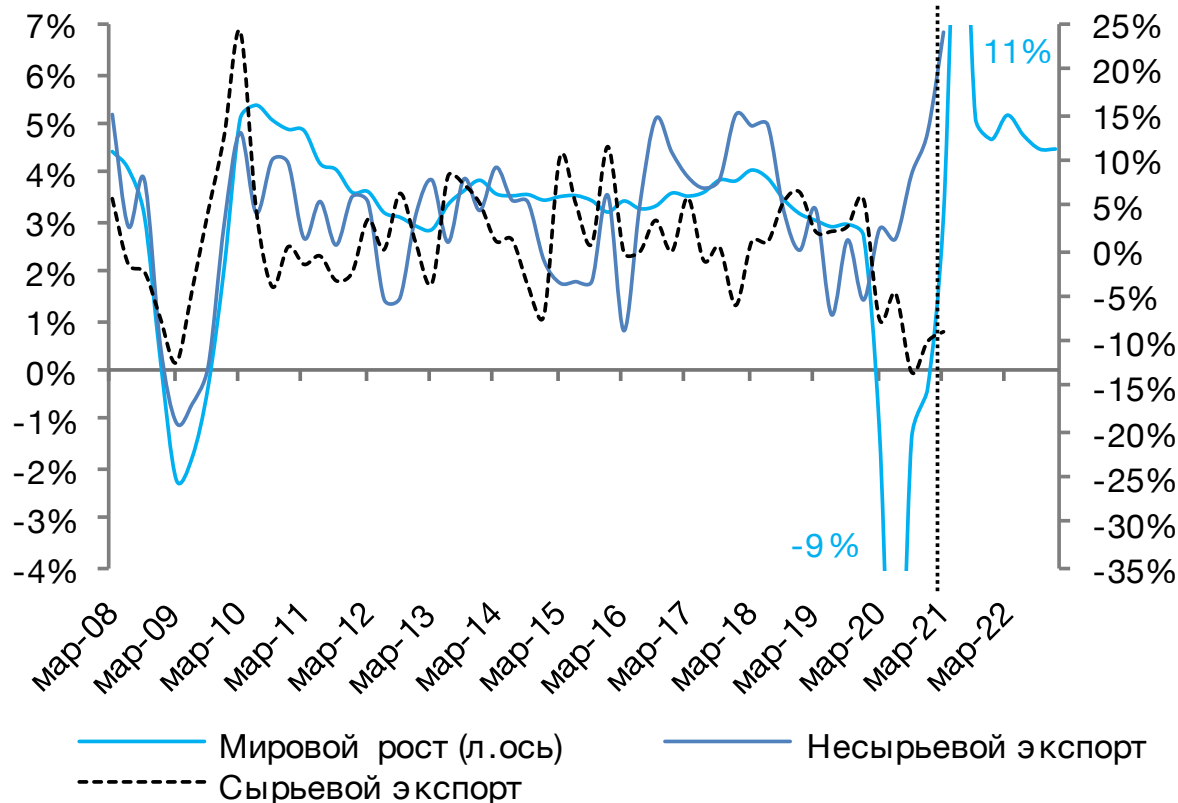
Номинальный рост инвестиций по источникам средств (2010=1)



▶ Бюджетные инвестиции закрыли все отставание последних лет, в 2020 смягчив удар COVID-19, и далее могут выйти в лидеры

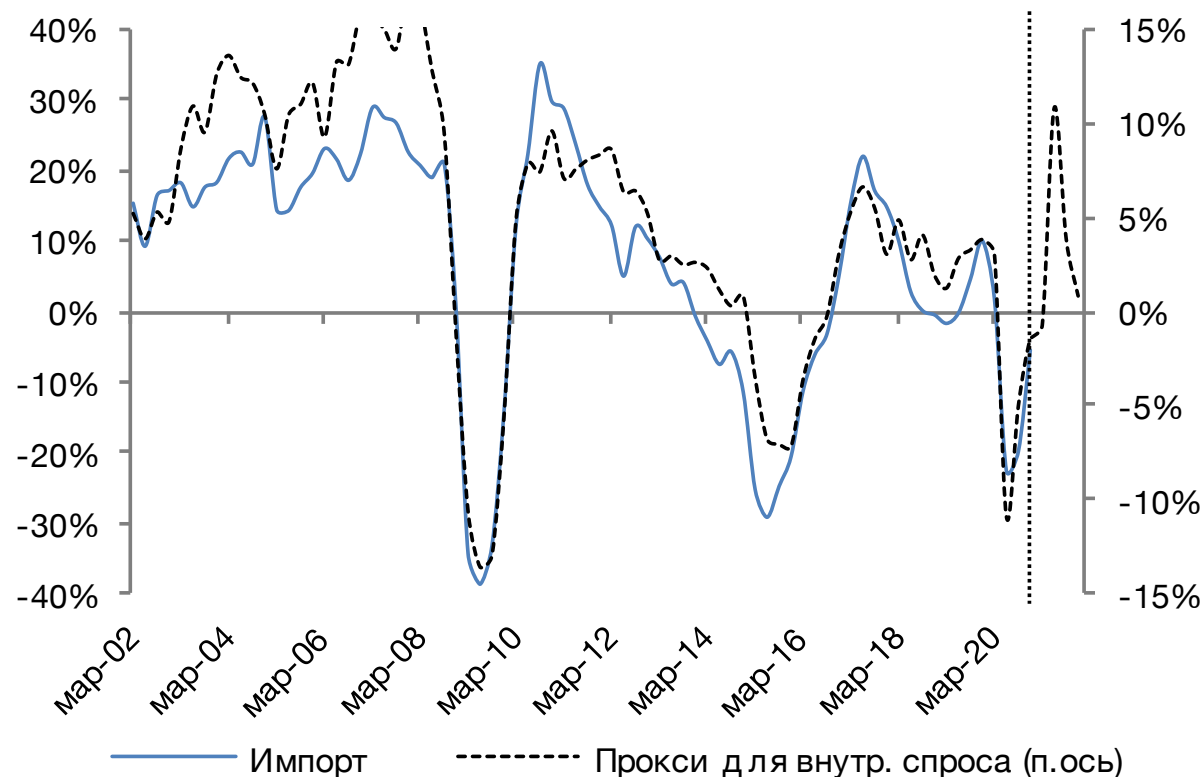
Экспорт/Импорт продолжит идти за прежними драйверами

Мировой ВВП vs сырьевого и несырьевого экспорта (% г/г)



▶ Ожидаемое восстановление мировой экономики поддержит высокий рост несырьевого экспорта, а постепенное восстановление добычи ОПЕК+ выведет в «+» сырьевой экспорт

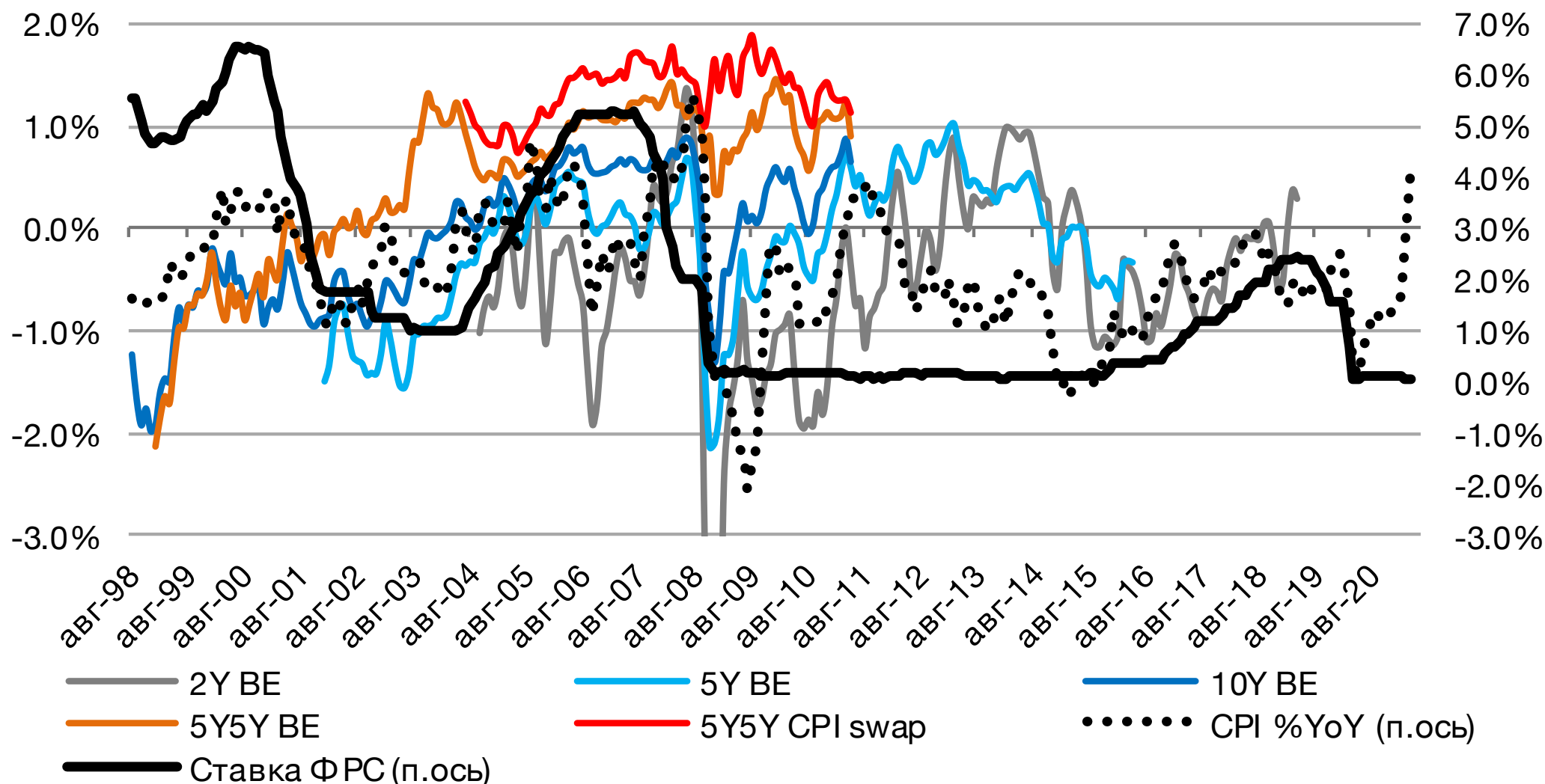
Динамика внутреннего спроса и импорт (% г/г)



▶ Учитывая все еще значительную зависимость экономики от импорта (20-21% ВВП), ключевым драйвером останется спрос, особенно в условиях закрытых для туризма границ

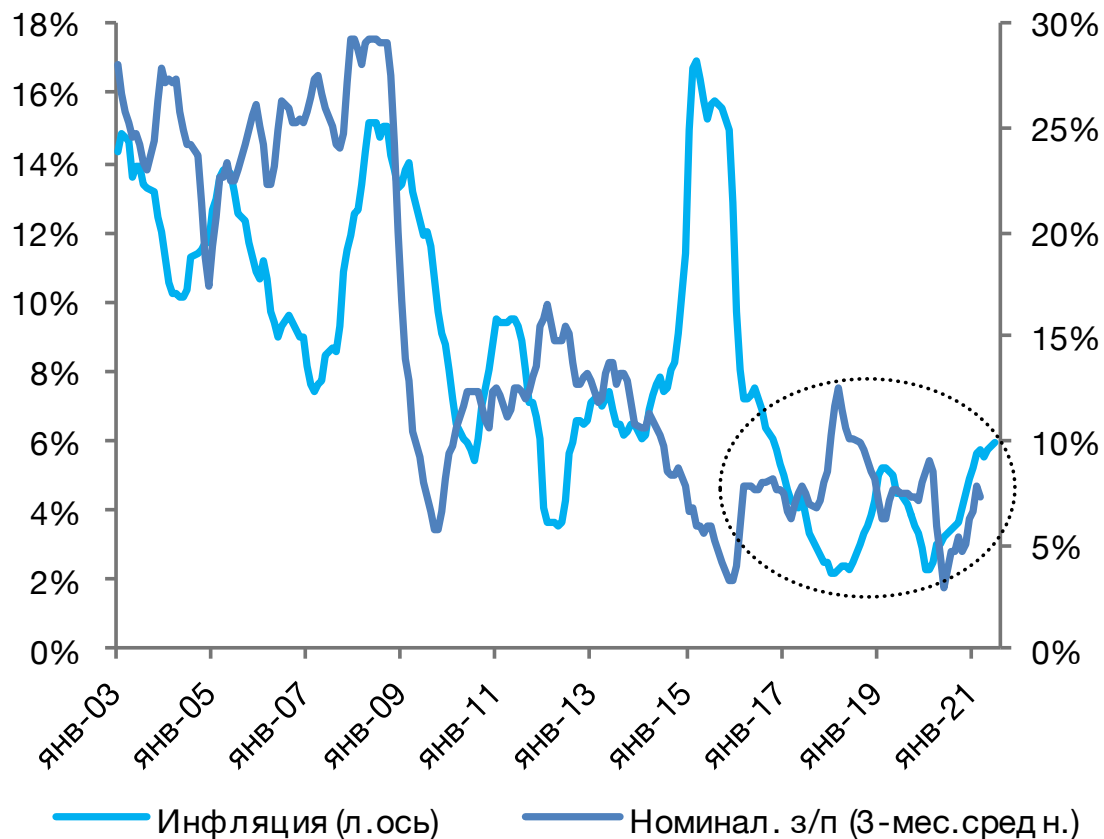
Инфляционные ожидания в США довольно адаптивны

Ретроспективная ошибка прогноза инфляции показателей breakeven и свопа на инфляцию vs ставка ФРС (%)



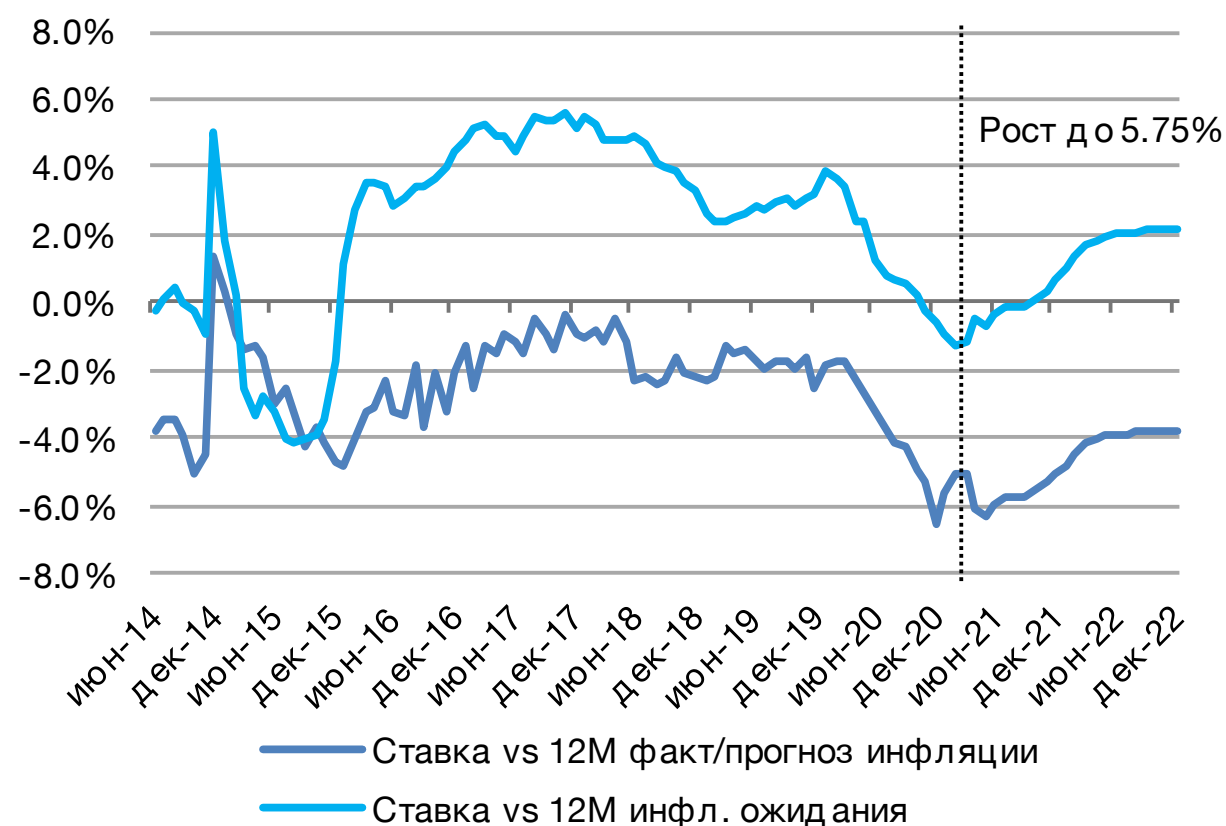
Немного об инфляции и ее ожиданиях в России

Динамика инфляции и номинальных зарплат (% г/г)



▶ Динамика зарплат исторически выступала неплохим индикатором инфляционных трендов

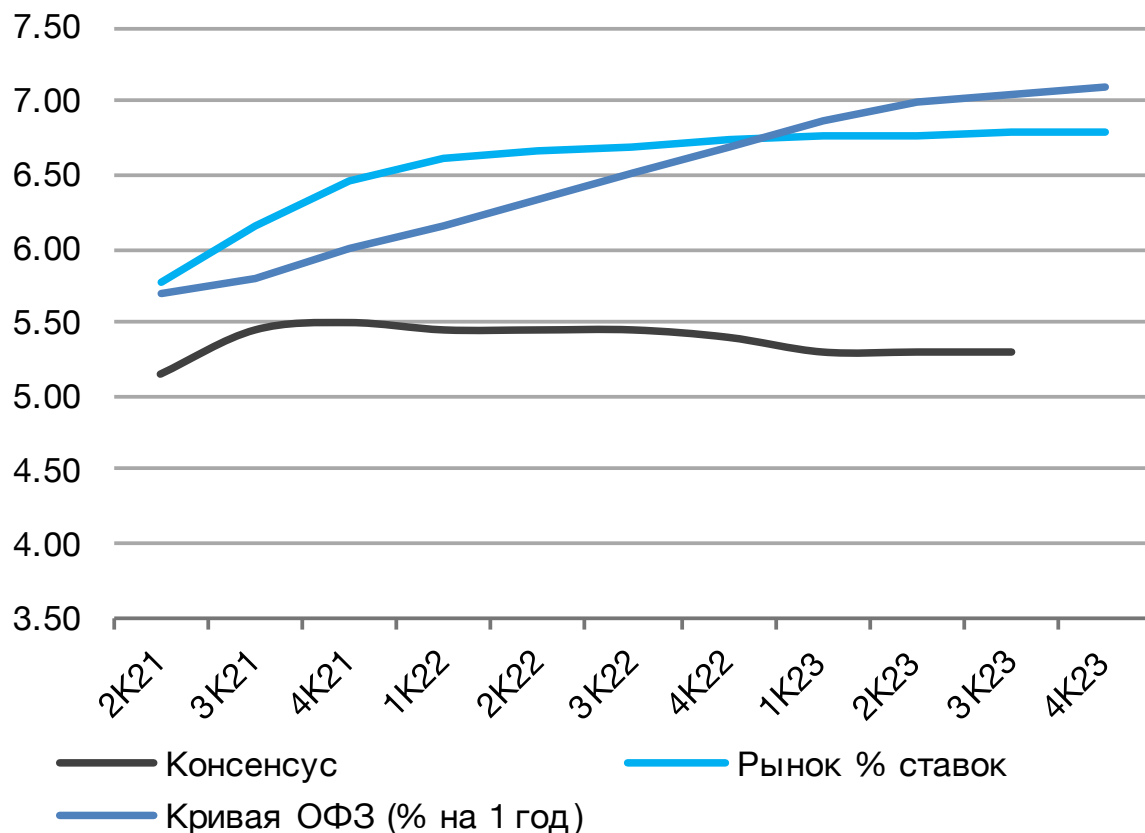
Оценки реальной ставки ЦБ (%)



▶ Анализ возможных траекторий реальной ставки допускает дальнейшее повышение ключевой ставки до конца года

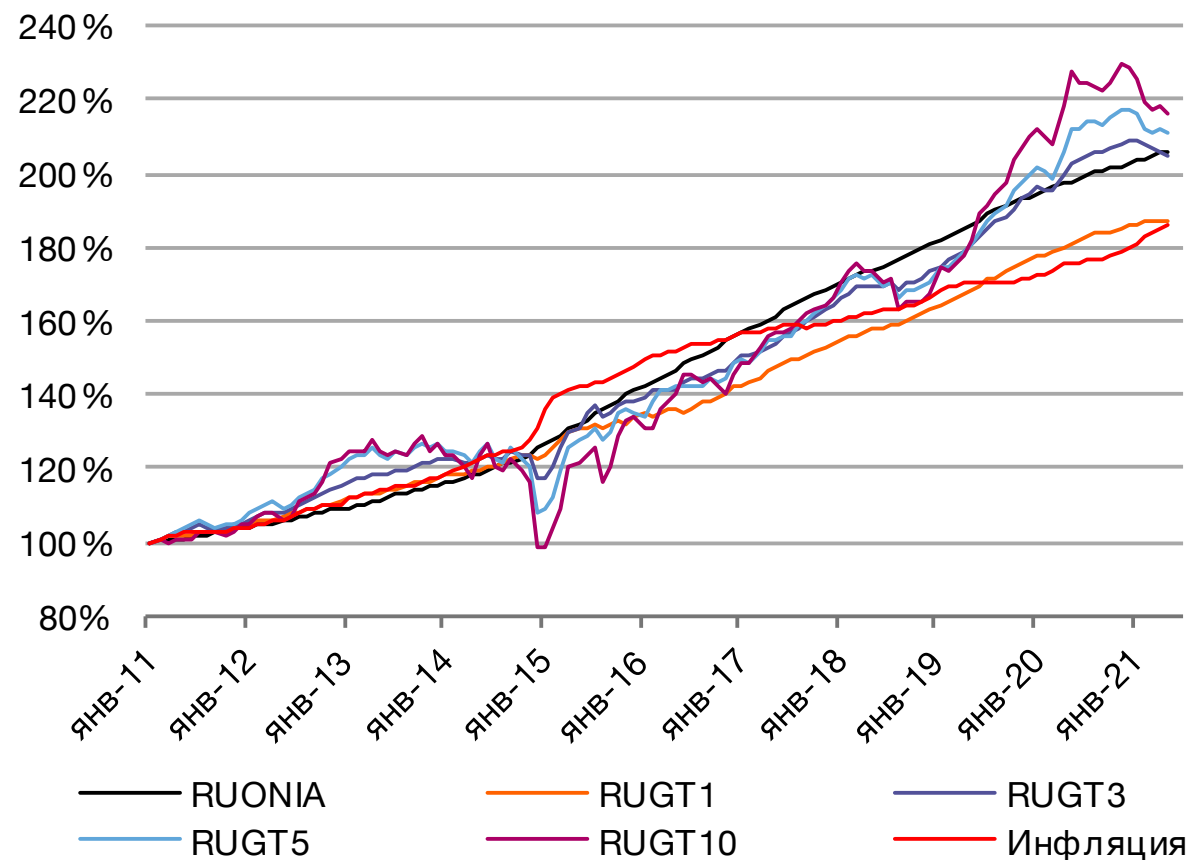
ОФЗ: купить «фикс» или «флоутер», вот в чем вопрос?!

Текущие ожидания по ставке ЦБ и годовой ОФЗ(%)



▶ Котировки денежного рынка, на первый взгляд, закладывают более агрессивное повышение ставок, чем ждет рынок ОФЗ

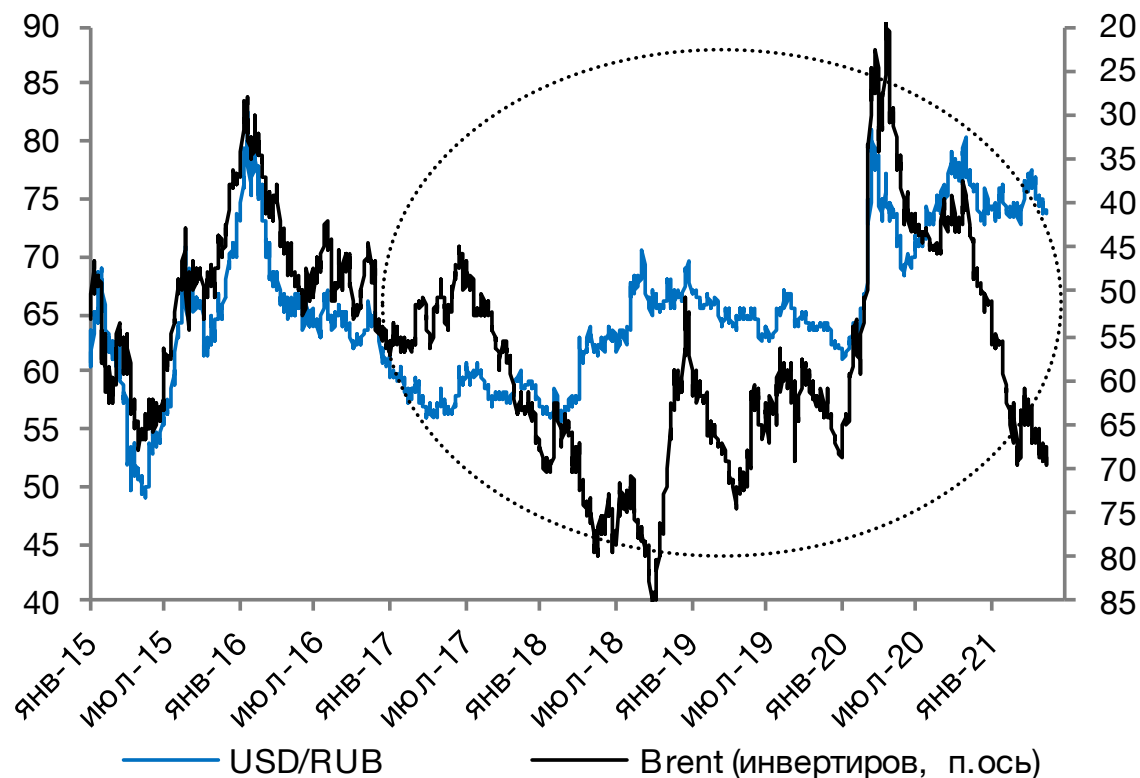
Сравнение доходности по «фиксам» и «флоутеру»



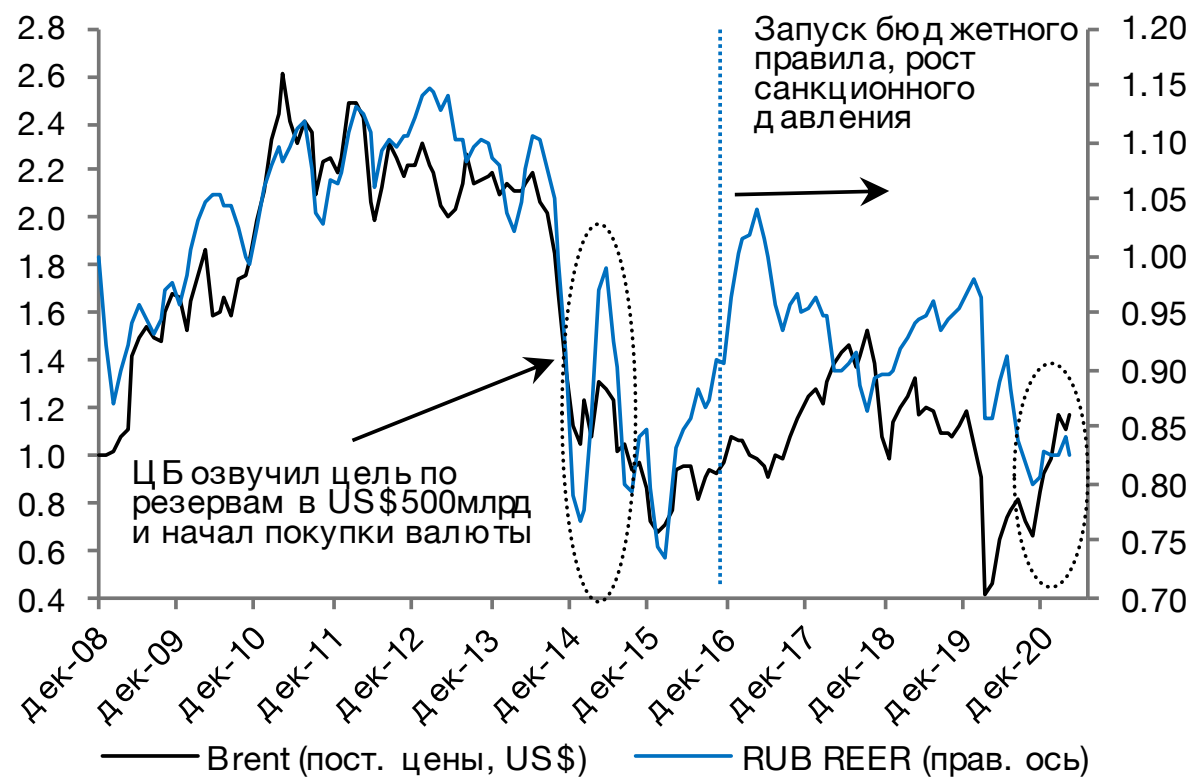
▶ Можно долго спорить о преимуществах «фикс» vs «флоутер», но на достаточно длинном горизонте последние ощутимо обыгрывают короткие бумаги с фиксированным купоном

Лишь номинальный курс рубля «оторвался» от нефти

Номинальная цена на нефть и курс рубля USD/RUB



Реальная цена на нефть и курс рубля (REER), дек-08=1

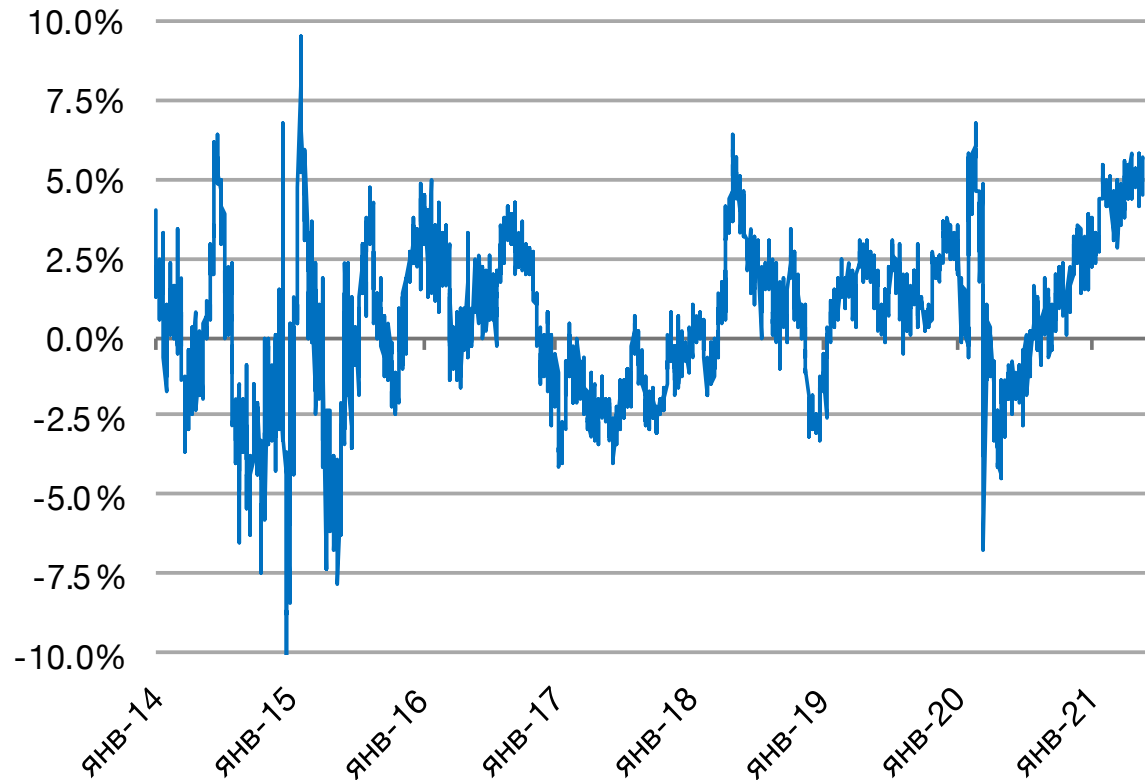


▶ Излюбленный (из-за простоты) аналитиками график зависимости курса рубля и цены на нефть не дает покоя...

▶ ...но при переходе к «реальным» величинам (с учетом инфляции) недооцененность рубля уже не так очевидна

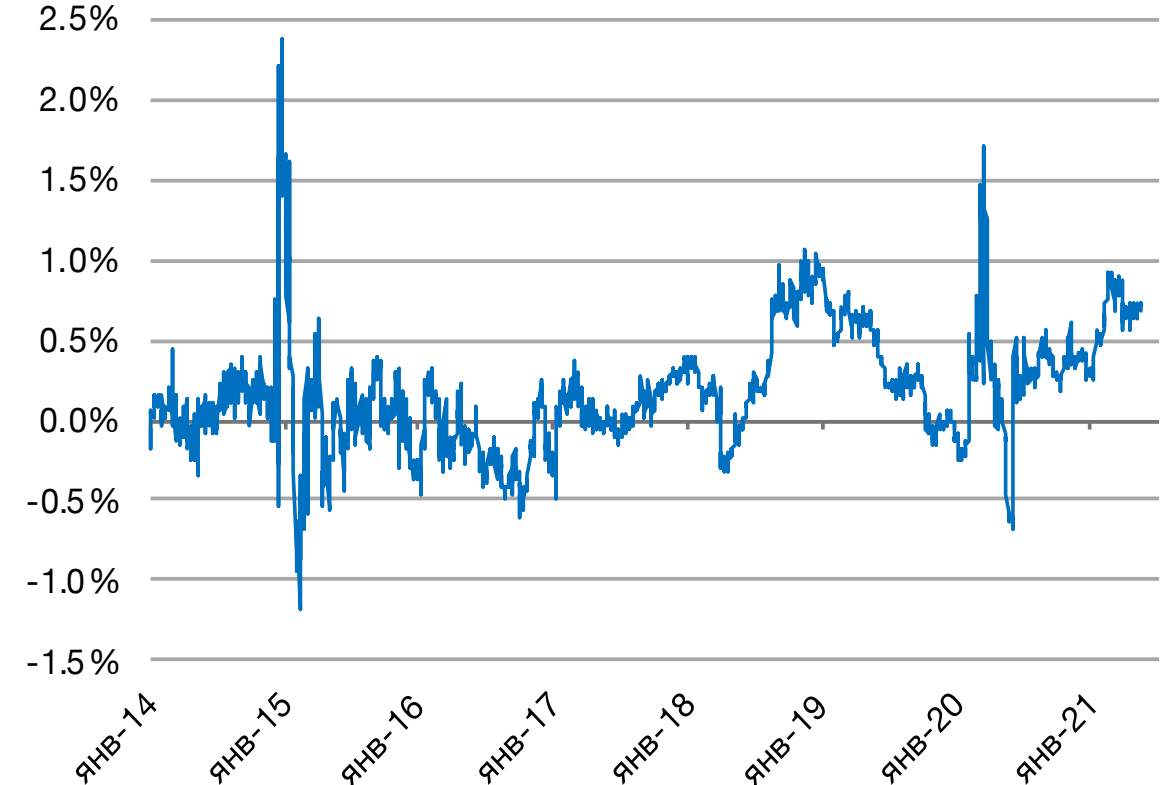
Премия за риски (санкций) остается повышенной

Оценка премии за нерыночные риски в курсе USD/RUB, %



Премия за нерыночные риски в курсе USD/RUB после санкций США сократилась с 5-6% до 4-5%, но все равно значительна

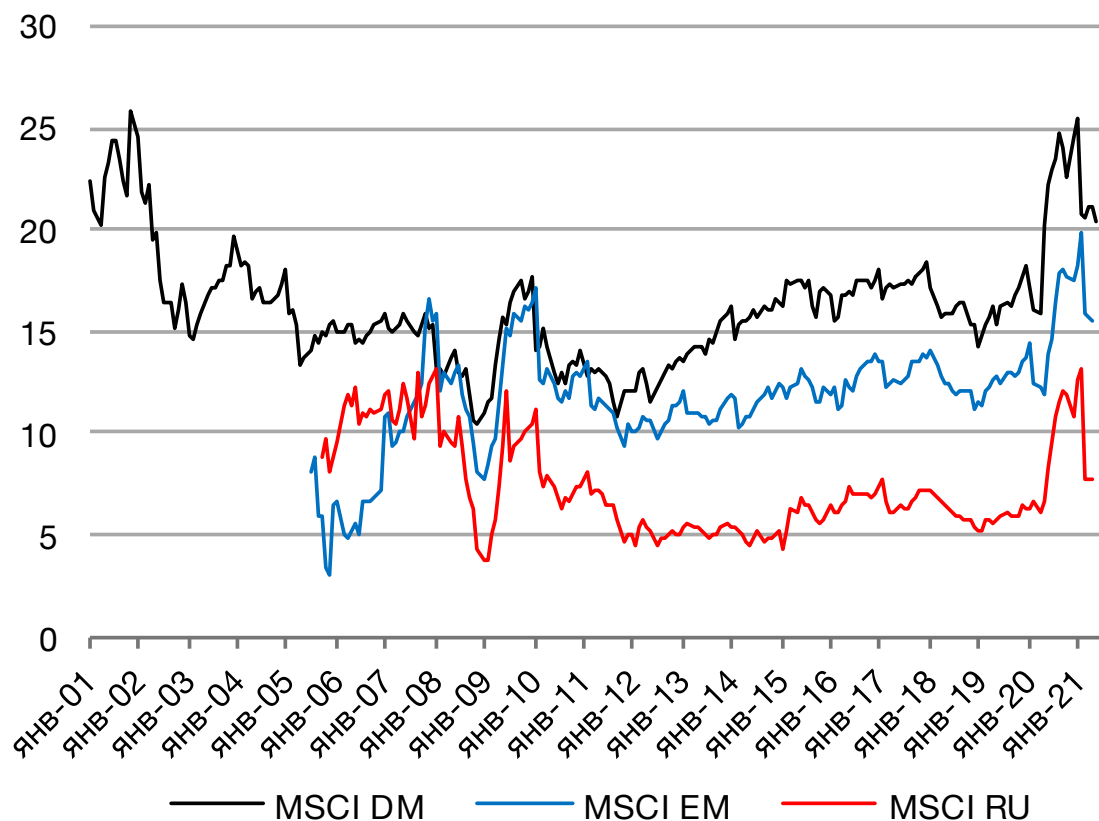
Оценка премии за нерыночные риски в 10-летней ОФЗ, % п.п.



Премия за нерыночные риски в доходности 10-летних ОФЗ с локальных максимумов марта опустилась на 20-30 б.п. до 50-70 б.п.

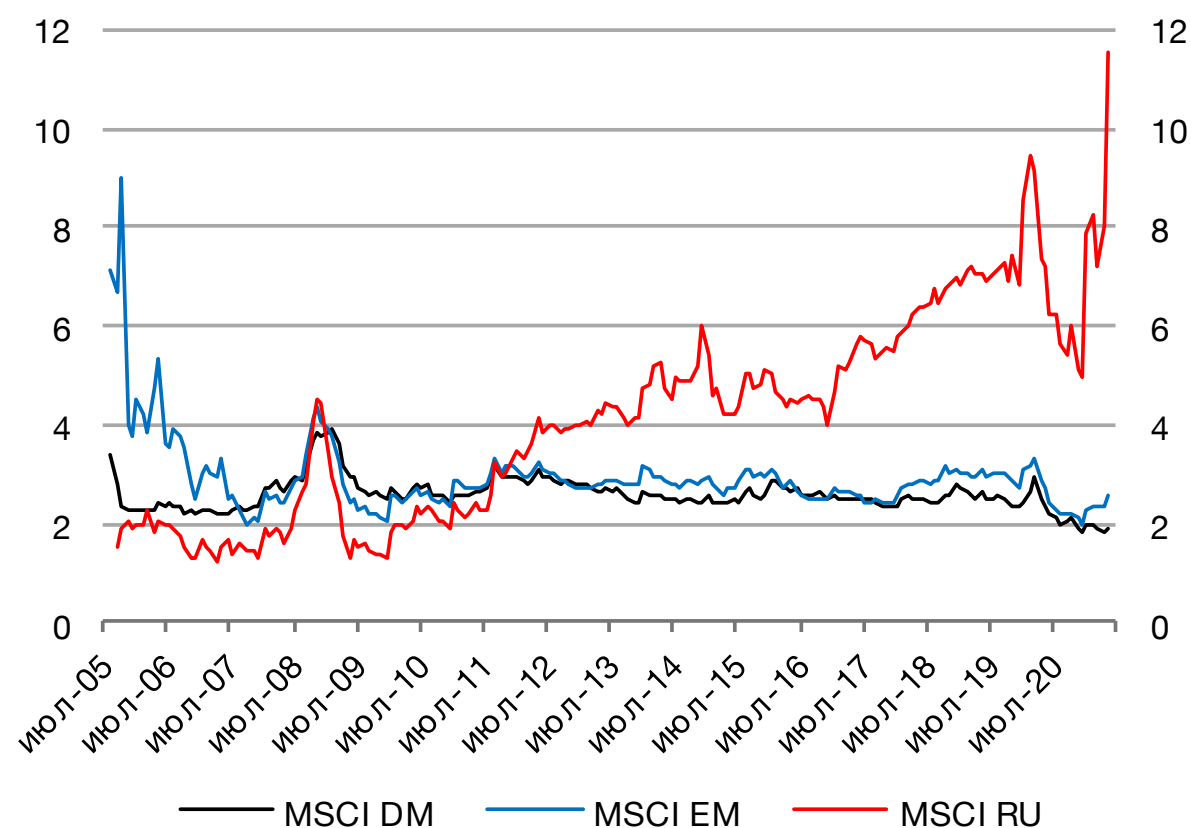
Фанатам акций DM/EM – осторожность, патриотам - дивиденды

Мультипликатор “Forward P/E” для индексов MSCI



▶ Оценка акций развитых и развивающихся рынков близка к максимальной, поэтому обосновать текущие цены может лишь устойчивый рост прибыли и «мягкая» политика регуляторов

Ожидаемая дивидендная доходность по индексам MSCI



▶ В акциях РФ ситуация несколько иная – пониженные показатели оценки и максимальные ожидаемые дивиденды как еще одно подтверждение «короткого» горизонта планирования и рисков

Top-Down подход или почему ЕМ остаются интересны?

Похожее на «V» восстановление мировой экономики по динамике ВВП при более сложных траекториях в пострадавших секторах и на рынке труда

«Меню» из вакцин снимает средне/долгосрочные риски, но пока угрозы сохраняются: «3 волна», высокая смертность, вакцинация «буксует», вирус мутирует

Бюджетные стимулы – верный ответ на последствия COVID-19, но ценой масштабных дефицитов бюджета (12%ВВП) и рекордных долгов (120+%) в DM мире

Структурные вызовы для крупных экономик неизменны – плохая демография, недостаток инвестиций (в т.ч. в инфраструктуру), низкий рост производительности

Поэтому нулевые ставки и программы QE в США/ЕС и других DM, вероятно, надолго, учитывая вызовы для роста и инфляции («Японизация»), высокие долги

Отрицательные «реальные» ставки и US\$13 трлн «negative-yield» бондов заставляет инвесторов искать приемлемое соотношение риск/доходность в ЕМ...

...где ожидаемый рост ВВП выше, инфляция снижается, все больше стран выбирает плавающий курс, госдолг ниже (62%), а дефициты различаются (3-10%)

ЕМ активы

Все еще интересны...

- **Ставка на рост ВВП и commodities**
- **Управляемый риск**
- **Выигрывают от слабого доллара**

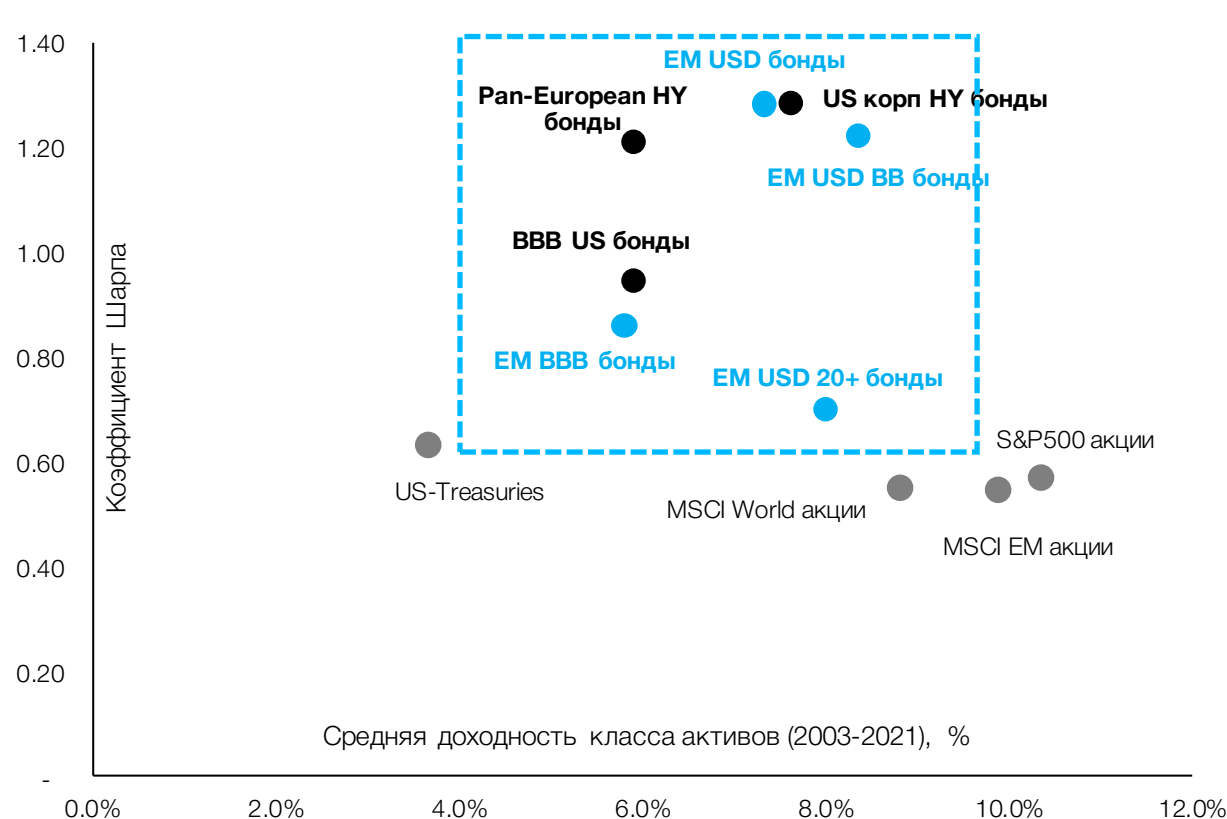
...но требуют внимания

- **из-за рисков роста долларовых ставок**
- **страновых историй**
- **и недостатков пассивных стратегий**

Но основной рост, видимо, уже позади, ТРЕБУЯ БОЛЬШЕЙ ИЗБИРАТЕЛЬНОСТИ

Облигации EM = наилучшее соотношение доходность/риск

Сравнение классов активов по величине доходности и риску



	2003-2021YTD	VAR(20 дней)%	Max DD	Sharp Ratio
Акции				
S&P 500 Total Return	10.4%	-12.1%	-55.3%	0.57
MSCI World Net Total Return USD	8.8%	-10.4%	-57.8%	0.55
MSCI EM Net Total Return USD	9.9%	-12.3%	-65.2%	0.54
Облигации				
США				
U.S. Treasury	3.7%	-2.8%	-7.2%	0.63
BBB US	5.9%	-3.3%	-17.5%	0.94
U.S. Corporate High Yield	7.6%	-3.2%	-35.3%	1.28
Европа				
Pan-European High Yield	5.9%	-3.2%	-40.1%	1.21
Развивающиеся рынки				
EM Hard Currency Aggregate	7.3%	-3.0%	-31.2%	1.28
EM USD Aggregate: Baa	5.8%	-3.5%	-27.7%	0.86
EM USD Aggregate: Ba	8.4%	-3.7%	-33.9%	1.22
EM USD Aggregate: 20+ Year	8.0%	-6.6%	-36.9%	0.70

На длинном горизонте, охватывающем разные фазы бизнес-цикла, бонды развитых/развивающихся стран (DM/EM) отстают от акций по доходности...

...но обеспечивают заметно более высокое соотношение риск/доходность (коэфф. Шарпа) из-за более низкого риска и масштабов возможных ценовых просадок в периоды кризиса или рыночного стресса