

Стратегия-2022

Замедленный рост



Содержание

Инвестиционные активы



- 6** Рынок акций США и Европы
- 8** Российские акции
- 10** Еврооблигации
- 12** Рублевые облигации
- 14** Непубличный рынок акций

Экономика



- 18** Мировая экономика
- 22** Китай на долгосрочной траектории
- 26** Инфляция в США
- 28** Медленный разворот ФРС
- 30** Усиление популизма EM
- 36** Российская экономика: прогноз благоприятный

Сырье и валюты



- 42** Структурный дефицит энергоресурсов
- 44** Нефть и ОПЕК+
- 48** Валюты развитых рынков. Евро
- 50** Валюты развивающихся рынков. Рубль

Сценарии и прогнозы



- 54** Базовый сценарий
- 56** Пессимистичные сценарии
- 58** Оптимистичные сценарии
- 60** Макроэкономический прогноз – 2022

Финансовые активы



1

Рынок акций США и Европы	6
Российские акции	8
Еврооблигации	10
Рублевые облигации	12
Рынок непубличных компаний	14

Скорость восстановления мировой экономики в 2021 году оказалась существенно выше ожиданий. И это непосредственно сказалось и на финансовых активах. Основные рынки акций показали отличные результаты: индекс S&P 500 к середине декабря принес инвесторам 27,5% с начала года, Euro STOXX 600 – 24%, индекс МосБиржи, несмотря на значительную коррекцию в декабре, – около 20%.

В целом динамика рынков акций оказалась значительно лучше ожиданий, что было обусловлено не только хорошей динамикой экономических показателей, но и сохранением мягкой денежно-кредитной политики ФРС и ЕЦБ. И даже рост инфляционных рисков и ожиданий ужесточения политики центральными банками во второй половине года не привел к серьезным негативным последствиям.

Тем не менее в прогнозе на 2022 год ситуация в акциях выглядит не столь однозначно, в первую очередь из-за ожидаемого замедления роста ВВП, вызванного как естественными причинами – исчерпанием возможностей циклического роста, так и высокими ценами на сырье и логистическими проблемами.

Взгляд на российский рынок акций остается позитивным. Несмотря на краткосрочные риски, связанные с геополитикой и санкциями, долгосрочные факторы, в том числе прогнозы по ценам на сырье, дивидендная доходность, мультипликаторы, указывают на его значительную недооценку.

Рынки облигаций в 2021 году были проблемной зоной. Ожидания на год были довольно скромными, причем даже в оптимистичных сценариях. Низкие базовые доходности и узкие спреды не давали ни пространства для роста котировок, ни возможности заработать на текущей доходности облигаций. Поэтому негативная динамика индексов еврооблигаций не стала сюрпризом. В 2022 год еврооблигации входят с немного более высокими рыночными доходностями к погашению, но одновременно с высокой инфляцией в твердых валютах, перспективами роста ставки ФРС и ужесточения политики ЕЦБ. Поэтому прогнозы по рынку еврооблигаций у нас довольно сдержанные.

Что касается рублевых облигаций, то здесь ситуация выглядит намного лучше. Инфляция уже высокая, но с учетом активности ЦБ РФ есть вероятность, что в ближайшие месяцы она пройдет пик, после чего на рынке может возникнуть волна *carry trade*.

Рынок непубличных компаний продолжал быстро расти, и, судя по росту объемов, мы сейчас проходим взрывной рост интереса к нему инвесторов. Пока из-за существующих ограничений и сложностей с инвестированием в такие компании в них сохраняется огромная премия по ожидаемой доходности.

Рынок акций: США, Европа, ЕМ

Неоднородный рост рынка США

В 2021 году рынок акций США значительно вырос, но это произошло в основном за счет крупнейших компаний. Топ-10 компаний в индексе S&P500, суммарный вес которых составляет около 31%, принесли в среднем более 50% с начала 2021 года при росте индекса на 27,5% с учетом дивидендов. Слабые результаты показал индекс компаний малой капитализации Russell 2000.

Это может говорить о том, что инвесторы на рынке США стали обращать меньше внимания на выбор бумаг. Также это может быть сигналом того, что ситуация в экономике в целом не так хороша, как это следует из динамики фондового рынка. Впрочем, пока это не проявляется на макроданных.

> [ФРС](#)

> [Экономика США](#)

Основные фондовые индексы США (с учетом дивидендов)



Источник: Bloomberg

РЫНОК ДВИГАЮТ
КРУПНЫЕ КОМПАНИИ.
КОМПАНИИ МАЛОЙ
КАПИТАЛИЗАЦИИ
В БОКОВИКЕ

ЕМ и Китай

С одной стороны, в течение 2021 года руководство Китая несколько раз неприятно удивляло инвесторов новациями регулирования, касающимися самых разных сфер, что вызвало серьезную распродажу. С другой стороны, даже без учета Китая акции развивающихся рынков выглядели слабо. Как и в сегменте компаний малой капитализации США, ралли закончилось к весне 2021 года.

> [Китай](#)

> [Экономика ЕМ](#)

Динамика индексов развивающихся рынков



Источник: Bloomberg

КИТАЙСКИЙ РЫНОК
АКЦИЙ НЕСЕТ В СЕБЕ
ПОВЫШЕННЫЕ РИСКИ

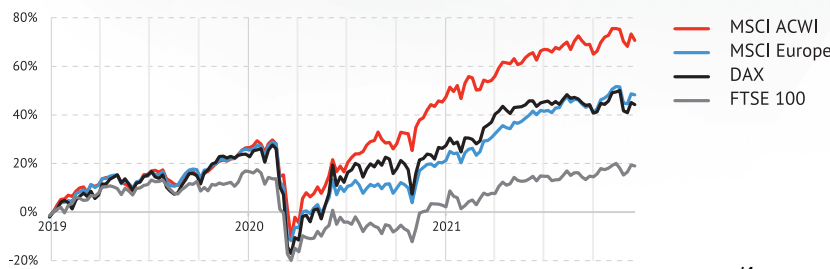
Европа

Европейский рынок акций в уходящем году показал результат, сопоставимый с индексом S&P 500. Такое в последние годы наблюдается довольно редко, но в данном случае сыграл фактор высокой доли «компаний стоимости» на европейском рынке, которые более устойчивы к рискам повышения ставок. Кроме того, более мягкая позиция ЕЦБ по сравнению с ФРС также способствует тому, что оценки справедливой стоимости европейских акций страдают меньше от ускорения инфляции, чем американских.

> Экономика еврозоны

ЕВРОПЕЙСКИЙ РЫНОК АКЦИЙ НЕ ОТСТАЛ ОТ РЫНКА США

Основные европейские фондовые индексы (с учетом дивидендов)



Источник: Bloomberg

Акции стоимости снова в цене

Замедление роста экономики в 2022 году может негативно сказаться на динамике рынка акций. Также риском является инфляция, повышающая потенциал ужесточения политики ФРС, что вызовет снижение оценок справедливой стоимости компаний. Причем больше всего пострадают те компании, в цене которых выше доля будущих доходов.

> ФРС

На этом фоне повышенным спросом будут пользоваться акции компаний со стабильными финансовыми показателями и, что еще лучше, выплачивающие стабильно высокие дивиденды.

С этой точки зрения интересен российский рынок акций как сегмент с наибольшей концентрацией «компаний стоимости» и дивидендных историй.

> Российские акции

Прогноз

Средняя ожидаемая доходность портфелей акций иностранных компаний:

> Прогноз

- **+7,5% – в базовом сценарии.** Плавное замедление роста экономики США, некоторое снижение инфляционных рисков;
- **+15% – в оптимистичном.** Высокие темпы роста экономики США и Европы, мягкая политика центральных банков относительно инфляции;
- **-5% – в пессимистичном.** Значительное ужесточение политики центральными банками, охлаждение экономики США и еврозоны.

> Мировая экономика

Рынок акций: Россия

Российский рынок: в лидерах

Несмотря на распродажи в ноябре и декабре, российский рынок акций завершит 2021 год в числе лидеров по доходности, еще больше увеличив отрыв от развивающихся рынков. Главной его идеей остается высокая дивидендная доходность, которая за год не уменьшилась на фоне продолжающегося роста цен на бумаги.

Источниками поддержки остаются высокие цены на сырье, прежде всего на металлы и газ, а также на нефть в сочетании со слабым рублем. Это, в свою очередь, было прямым следствием быстрого восстановления мировой экономики на фоне слабой инвестиционной активности в нефтегазовом секторе. Свою роль сыграло и усиление «зеленой повестки», из-за чего возник дефицит генерирующих и добывающих мощностей.

> [Мировая экономика](#)

> [Нефть](#)

> [Металлы](#)

> [Дефицит энергоресурсов](#)

Российский рынок акций в сравнении с развивающимися рынками



Источник: Bloomberg

РОССИЙСКИЙ РЫНОК СНОВА ОТОРВАЛСЯ ОТ РАЗВИВАЮЩИХСЯ РЫНКОВ АКЦИЙ

Неоднозначное влияние санкций

Санкционные риски, проявившиеся в конце 2021 года в виде множества статей о том, что Россия вот-вот нападет на Украину, а перед этим активные попытки затормозить введение в строй «Северного потока – 2» спровоцировали большую коррекцию в российских бумагах в ноябре и декабре. Впрочем, это далеко не первый раз, когда геополитические риски стали причиной снижения российских акций.

Но на это можно посмотреть и с другой стороны. Например, рубль ведь тоже находится под влиянием санкционных и геополитических рисков, из-за чего его курс в последние годы был в среднем примерно на 10–15% выше, чем в их отсутствие. При этом индекс МосБиржи примерно на 60% состоит из нефтегазовых и металлургических компаний, для которых слабый рубль означает улучшение финансовых показателей и рост дивидендов.

Кроме того, санкционное давление – это еще и фактор роста цен на газ на европейском рынке, а также на рынке удобрений, металлов и прочего, что напрямую способствует росту капитализации российских экспортеров.

> [Рубль](#)

ДОЛГОСРОЧНОЕ ВЛИЯНИЕ САНКЦИЙ НА РОССИЙСКИЙ РЫНОК МОЖЕТ БЫТЬ ПОЗИТИВНЫМ

Долгосрочные факторы роста котировок

Долгосрочные факторы привлекательности российского рынка акций в основном за последний год не изменились.

- **Низкие макроэкономические риски.** Особенно в сравнении с другими развивающимися рынками. Это результат низкого долга, консервативного бюджета, накопленных резервов, довольно жесткой политики ЦБ РФ.
- **Инфляция.** Ускорение инфляции в 2022 году повышает привлекательность реальных активов, к ним относятся и акции компаний.
- **Высокая дивидендная доходность.** На фоне благоприятных ожиданий по сырьевым рынкам.
- **«Зеленый» сырьевой цикл.** «Зеленая повестка» ограничивает инвестиции в добычу нефти и угля, поддерживая высокие цены.

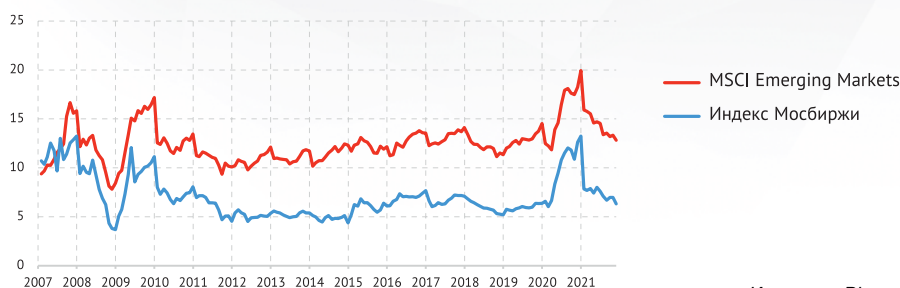
Фактор **притока средств внутренних инвесторов**, который работал в полную силу всю первую половину 2021 года, может в 2022 году на время ослабнуть из-за повышения доходностей по депозитам, роста привлекательности облигационных продуктов (при переломе тренда на ускорение инфляции).

> [Экономика EM](#)

> [Экономика РФ](#)

> [Рублевые облигации](#)

Мультипликатор P/E российского рынка акций и EM



Источник: Bloomberg

РОССИЙСКИЙ РЫНОК АКЦИЙ ОСТАЕТСЯ НЕДООЦЕНЕННЫМ ПО ОТНОШЕНИЮ К РАЗВИВАЮЩИМСЯ РЫНКАМ

Прогноз

Российский рынок акций в 2022 году, скорее всего, покажет опережающую динамику относительно других рынков акций:

- **+15% – в базовом сценарии.** Высокие дивиденды, сокращение дисконта к другим рынкам, хорошие финансовые показатели;
- **+25% – в оптимистичном.** Значительный рост сырьевых цен, относительно слабый рубль;
- **-5% – в пессимистичном.** Ухудшение ситуации в мировой экономике, болезненное усиление санкционного давления, негативные изменения в экономической политике РФ.

> [Прогноз](#)

Еврооблигации

Базовые долларové доходности

За 2021 год доходности казначейских облигаций несколько подросли, но пока находятся на довольно низких уровнях по историческим меркам. Этот факт в сочетании с ускорением инфляции в США и признанием главой ФРС того, что инфляция уже явно не выглядит «переходной», формирует негативные ожидания по результатам портфелей из гособлигаций США и качественных корпоративных облигаций.

Пока рынок сохраняет уверенность в способности ФРС затормозить рост цен, базовые доходности особо не растут. Но в случае ускорения роста цен в США, в том числе из-за роста совокупного спроса в экономике, ситуация на рынке может резко измениться в худшую сторону.

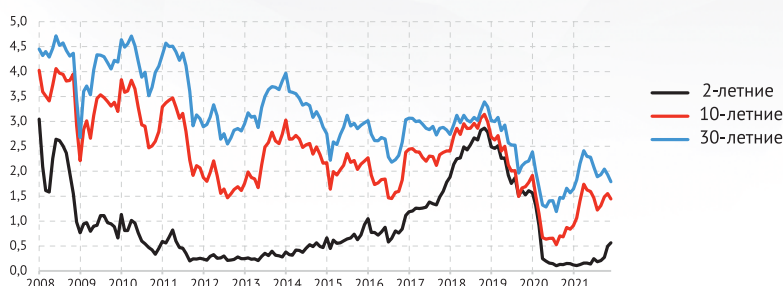
– **Казначейские облигации – потенциально токсичный актив.**

ДОХОДНОСТИ КАЗНАЧЕЙСКИХ ОБЛИГАЦИЙ НИЗКИЕ, НЕСМОТЯ НА УСКОРЕНИЕ ИНФЛЯЦИИ

> [ФРС](#)

> [Экономика США](#)

Доходность казначейских облигаций США по срокам погашения



Источник: Bloomberg

Доходности в евро

ЕЦБ продолжает придерживаться предельно мягкого подхода к денежно-кредитной политике, чему, впрочем, способствуют объективные обстоятельства, такие как отставание восстановления экономики региона, инфляция ниже, чем в США, дефициты бюджетов отдельных стран, требующие продолжения программ выкупа активов.

Кроме того, неоднородность ситуации в экономике региона, заставляющая ЕЦБ ориентироваться на «слабые звенья», также способствует сохранению более мягкой политики, чем это оправданно общим состоянием экономики.

– **Базовые доходности в евро (доходности немецких облигаций) останутся с высокой вероятностью отрицательными.**

– **Низкие ожидаемые доходности в портфелях еврооблигаций, номинированных в евро.**

> [ЕЦБ](#)

ОТРИЦАТЕЛЬНЫЕ БАЗОВЫЕ СТАВКИ В ЕВРО СТАЛИ ПРИВЫЧНЫМИ

> [Евро](#)

> [Экономика еврозоны](#)

Суверенные и кредитные спреды

Весь 2021 год был очень сложным для еврооблигаций, как и ожидалось, и рынок с большой вероятностью закончит год в минусе. Но при этом ожидания на 2022-й год несколько улучшились, что обусловлено расширением суверенных и кредитных спредов в конце 2021 года.

Снижение рынка в конце 2021 года было во многом вызвано появлением нового штамма, совпавшего по времени с началом продаж бумаг крупными институциональными инвесторами. Сыграли роль и растущие опасения ужесточения политики ФРС в ответ на ускорение инфляции в США.

Спреды по качественным облигациям остаются узкими, что делает их потенциально очень токсичным активом в условиях роста базовых доходностей. Премия за длину также сейчас невысока, не учитывает риска закрепления инфляции на повышенном уровне на длительный срок.

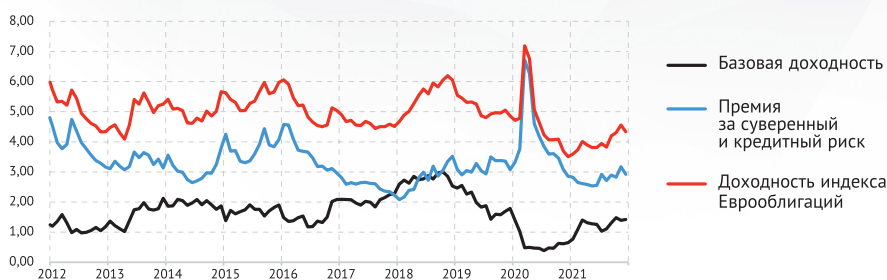
- **Портфели с высоким кредитным риском выглядят намного предпочтительнее портфелей с высокой дюрацией.**
- **Ожидаемые доходности остаются низкими.**

ПРЕМИИ ЗА
КРЕДИТНЫЙ РИСК
РАСШИРИЛИСЬ,
НО БАЗОВЫЕ
ДОХОДНОСТИ
СЛИШКОМ НИЗКИЕ

> Экономика ЕМ

КАЧЕСТВЕННЫЕ
ОБЛИГАЦИИ —
ПОТЕНЦИАЛЬНО
ТОКСИЧНЫЙ АКТИВ

Компоненты доходности к погашению еврооблигаций ЕМ



Источник: Bloomberg, расчеты УК «Альфа-Капитал»

НИЗКИЕ ДОХОДНОСТИ
К ПОГАШЕНИЮ —
ГЛАВНОЕ ПРЕПЯТСТВИЕ
ДЛЯ ВЫСОКИХ
РЕЗУЛЬТАТОВ
В 2022 ГОДУ

Прогноз

Ожидаемый результат по портфелям еврооблигаций (без учета вклада активного управления) в 2022-м:

- **+2,5% – в базовом сценарии.** Стабилизация суверенных и кредитных спредов, отсутствие серьезных кредитных событий в странах ЕМ, рост базовых ставок;
- **+4,5% – в оптимистичном.** Рекордное сжатие спредов, замедление инфляции в США, снижающее потребность в повышении ставки ФРС;
- **–4% – в негативном.** Агрессивная риторика и ужесточение политики ФРС, расширение кредитных спредов.

> Прогноз

Рублевые облигации

Инфляционные риски

К началу 2021 года рынок рублевых облигаций подходил в настороженном состоянии, особенно в сегменте госбумаг. Источником нервозности были опасения ускорения инфляции, которые в итоге подтвердились. В марте ЦБ РФ пришлось начать постепенное повышение ключевой ставки, а ближе к концу года – серьезно форсировать ужесточение денежно-кредитной политики.

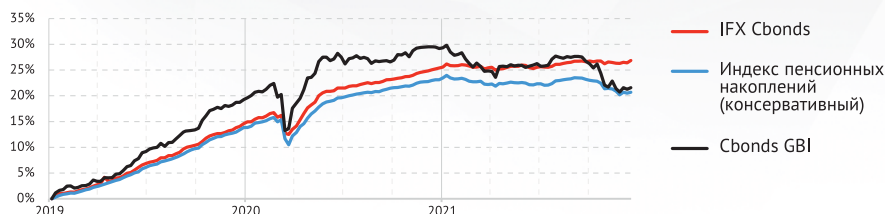
В результате рынок рублевых облигаций показал слабые результаты. Интерес к нему розничных инвесторов значительно уменьшился, что усилило снижение рынка. Учитывая хорошее состояние экономики РФ, ЦБ РФ может продолжить ужесточение денежно-кредитной политики, сохраняя давление на рынок облигаций.

УСКОРЕНИЕ
ИНФЛЯЦИИ В РФ –
КЛЮЧЕВОЙ ФАКТОР
СЛАБЫХ
РЕЗУЛЬТАТОВ
РУБЛЕВЫХ
ОБЛИГАЦИЙ

> [ЦБ РФ](#)

> [Экономика РФ](#)

Динамика индексов рублевых облигаций



Источник: Cbonds, Мосбиржа, Bloomberg

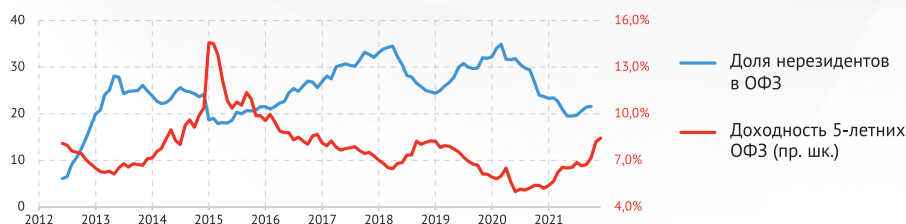
ПРОБЛЕМНОЙ ТОЧКОЙ РОССИЙСКОГО РЫНКА БЫЛИ ДЛИННЫЕ ОБЛИГАЦИИ, ЧУВСТВИТЕЛЬНЫЕ К РОСТУ СТАВОК

В ОФЗ мало нерезидентов

Доля нерезидентов в ОФЗ по итогам 2021 года несколько снизилась, причем это был результат скорее плохой рыночной динамики и ожидаемый усиления санкций. Сами же санкции, введенные в апреле 2021 года, запретившие банкам США участвовать в первичных размещениях ОФЗ, заметного негативного влияния не оказали. После их объявления доля нерезидентов в ОФЗ даже несколько выросла. Впрочем, на динамике доходности это не сказалось.

> [Минфин](#)

Объем бумаг на рынке ОФЗ



Источник: ЦБ РФ, Bloomberg

РОСТ ДОХОДНОСТЕЙ ОФЗ – РЕЗУЛЬТАТ РОСТА КЛЮЧЕВОЙ СТАВКИ, ОТТОК НЕРЕЗИДЕНТОВ БЫЛ ВТОРОСТЕПЕННЫМ ФАКТОРОМ

В ожидании разворота инфляционного тренда

Несмотря на слабые результаты 2021 года и скорее негативные ожидания на начало 2022-го года, рублевые облигации по итогам 2022 года могут приятно удивить инвесторов. Это произойдет при замедлении инфляции и окончании цикла повышения ключевой ставки ЦБ РФ. Текущие уровни доходности ОФЗ уже достаточно высоки для формирования волны *carry trade* (покупки рублевых облигаций и фондирования позиций в долларах или евро).

С учетом того, что доходности ОФЗ сейчас отражают скорое завершение цикла повышения ключевой ставки, сильное ралли с текущих уровней вряд ли будет возможным. Но все равно результаты рынка рублевых облигаций будут существенно выше текущих доходностей к погашению. Но это точно серьезно поспособствует укреплению рубля. Особенно в случае роста доли нерезидентов в ОФЗ, которая сейчас находится на уровнях, сопоставимых с началом 2015 года.

Корпоративные облигации в текущих условиях не дают особого преимущества по отношению к госбумагам. Кредитные спреды узкие.

ТЕКУЩИЕ ДОХОДНОСТИ УЖЕ ДОСТАТОЧНО ВЫСОКИ ДЛЯ ФОРМИРОВАНИЯ РАЛЛИ. ТРЕБУЕТСЯ ТРИГГЕР В ВИДЕ ЗАМЕДЛЕНИЯ ИНФЛЯЦИИ

> Рубль

Доходности ОФЗ и корпоративных облигаций



Источник: Bloomberg

ДОХОДНОСТИ ОФЗ И КОРПОРАТИВНЫХ БУМАГ К ПОГАШЕНИЮ УЖЕ МОГУТ ДАТЬ ОЩУТИМУЮ КОРРЕКЦИЮ

Прогноз

С учетом значительно выросших рыночных доходностей ожидаемые результаты портфелей рублевых облигаций в 2022 году (без учета активного управления):

- **+11% – в базовом сценарии.** Стабилизация инфляции, пик цикла повышения ключевой ставки ЦБ РФ, спокойная ситуация в экономике и на внешних рынках;
- **+13% – в оптимистичном.** Серьезное замедление инфляции в первые месяцы года, смягчение риторики ЦБ РФ или снижение ключевой ставки, запуск волны *carry trade*;
- **+4% – в пессимистичном.** Ускорение инфляции, продолжение цикла повышения ключевой ставки ЦБ РФ.

> Прогноз

Непубличный рынок акций

Число и объемы IPO ставят рекорды

С 2018 года суммарная стоимость компаний, выходящих на публичное размещение, постоянно растет, и 2021 год, даже по неполным данным, не станет исключением. По оценке Pitchbook, с января по ноябрь 2021 года только в США состоялось 981 IPO суммарным объемом выше 1 трлн долларов. Около 170 млрд долларов прошло с использованием SPAC – набравшего популярность механизма вывода компаний на публичный рынок через слияние со специально созданной для подобных целей компанией.

Столь динамичному росту рынка, помимо роста популярности инвестиционных продуктов с экспозицией на этот вид инвестирования среди широкого класса инвесторов, способствовали также последствия пандемии COVID-19. Речь идет об огромных объемах ликвидности, которые центральные банки вливали в систему с начала 2020 года, а также о снижении ставок до околонулевых уровней.

В условиях низких доходностей по долговым инструментам, а также значительного роста рынков акций деньги инвесторов потекли в более рискованные и сложные для анализа активы – доли в непубличных компаниях. Это спровоцировало развитие необходимой инфраструктуры, что, в свою очередь, упростило доступ розничных инвесторов к этому классу активов.

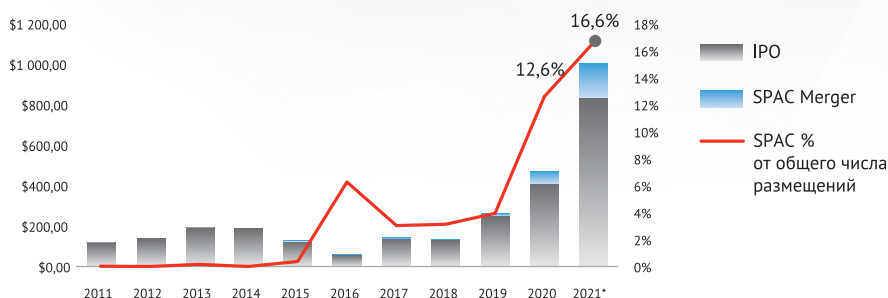
Преимуществом непубличных компаний для инвестора является **меньшая чувствительность к росту ставок, сокращению ликвидности и негативной динамике фондовых рынков**. Это результат низкой ликвидности и высокого влияния специфического риска компании на результат (скорость ее развития, эффективность, менеджмента и пр.). Так что это еще и отличный инструмент диверсификации портфеля.

СОЧЕТАНИЕ
ОКОЛОНУЛЕВЫХ
СТАВОК И ОГРОМНЫХ
ОБЪЕМОВ
ЛИКВИДНОСТИ
СПРОВОЦИРОВАЛО
АКТИВНЫЙ РОСТ
НЕПУБЛИЧНЫХ
КОМПАНИЙ

> [ФРС](#)

> [Рынок акций](#)

Стоимость компаний, вышедших на IPO



Источник: Pitchbook, *данные на ноябрь-2021

2021 ГОД ПОСТАВИЛ
ОЧЕРЕДНОЙ РЕКОРД
В ЧАСТИ ОЦЕНОК КОМ-
ПАНИЙ НА ВЫХОДЕ НА
ПУБЛИЧНЫЙ РЫНОК

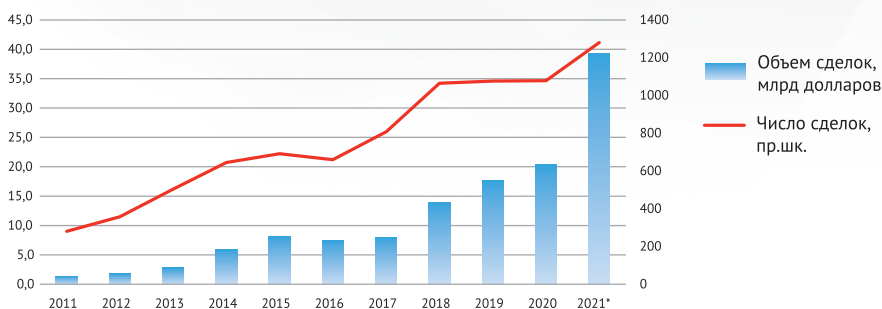
Оценки компаний выросли

В течение 2021 года на непубличном рынке наблюдалось серьезное увеличение активности. Пользуясь благоприятными условиями, компании привлекли большой объем нового капитала, что привело к агрессивному росту оценок компаний. Помимо в целом благоприятной конъюнктуры, переоценка компаний, достигающая 100% и выше, отражает не только веру инвесторов в этот класс активов, но и большой объем неудовлетворенного спроса на подобные идеи.

Например, компании только сектора финтех привлекли 39,2 млрд долларов за три квартала 2021 года (в том числе на поздних стадиях, включая Pre-IPO). И если в 2020 году отношение предпоследнего раунда к последнему в среднем равнялось 1,6х, то в 2021-м году этот показатель вырос до 2,4х на глобальном рынке и до 2,6х на рынке США.

– Приток средств инвесторов в непубличные компании даже в случае спада останется очень высоким.

Объем сделок в секторе финтех



Источник: Pitchbook, *данные на 3 К 2021 г.

ЗА 3 КВАРТАЛА 2021 ГОДА ОБЪЕМ СДЕЛОК В СЕКТОРЕ ФИНТЕХ ПОЧТИ В 2 РАЗА ПРЕВЫСИЛ ОБЪЕМ ЗА ВЕСЬ 2020 ГОД

Развитие инфраструктуры

Приток средств в рынок непубличных компаний может спровоцировать и ускоренное развитие инфраструктуры, позволяющей инвесторам быстрее и с меньшими издержками покупать и продавать доли в компаниях. В перспективе это приведет к росту цен на непубличные бумаги и снижению ожидаемой доходности для инвесторов.

Пока рынок продолжает жить по старым правилам, предлагая большую премию по ожидаемой доходности за отсутствие публичных котировок и очень низкую ликвидность.

Экономика и рынки



2

- Замедление роста мировой экономики **18**
- Победители и проигравшие от «коронакризиса» **20**
 - Инфляция в США **26**
 - Медленный разворот политики ФРС **28**
- Усиление популизма в развивающихся странах **30**
- Экономика РФ: редкое исключение среди EM **36**

По итогам 2021 года многие экономики выросли значительно выше ожиданий. Опасения, что структурные изменения в экономике, новые волны карантинных ограничений и накопленные проблемы затормозят восстановительный рост, не оправдались. Мировая экономика быстро росла, активно задействуя освободившиеся ресурсы. В результате к концу года ситуация во многих странах стала снова соответствовать зрелой стадии цикла: безработица низкая, инфляция повышенная, темпы роста ВВП начали замедляться.

Стоит обратить внимание на то, что, в отличие от 2019 года, когда инфляция была очень низкой, что воспринималось как сигнал отсутствия перегрева экономики, к концу 2021 года инфляция стала серьезной проблемой, причем в очень многих странах, включая США. И это обстоятельство серьезно влияет на прогнозы и варианты развития событий в 2022 году. В первую очередь через увеличение рисков серьезного ужесточения политики ФРС и других основных центральных банков. Кроме того, в случае негативных изменений в экономике высокая инфляция ограничит свободу печатания денег для поддержки экономик.

Китай в 2021 году стоял особняком. Проблем с инфляцией там не наблюдалось, по крайней мере, по официальным данным. Экономика при этом вернулась на долгосрочную траекторию плавного замедления, а правительство занималось долгосрочными проблемами: демографией, информационной безопасностью, разбирались с проблемными застройщиками. Так как приоритетом во всех случаях была защита национальных интересов Китая, отношение инвесторов ко всем этим мерам оказалось очень негативным, что выразилось в значительной коррекции индексов акций китайских компаний, особенно тех, чьи акции торгуются за пределами Китая.

Что касается других развивающихся рынков, то «коронакризис» лишь ускорил общую тенденцию эрозии суверенных кредитных метрик стран. Из особо «отличившихся» в 2021 году следует отметить Турцию, где власти продолжают экономический эксперимент по борьбе с инфляцией низкими ставками, а также Чили, где к власти пришел крайне левый президент, пообещавший «похоронить» старую экономическую систему. В обоих случаях это результат роста градуса популизма в экономической политике, наблюдаемого в большинстве развивающихся стран.

Глобальная экономика снова в верхней части цикла

Отскок закончился

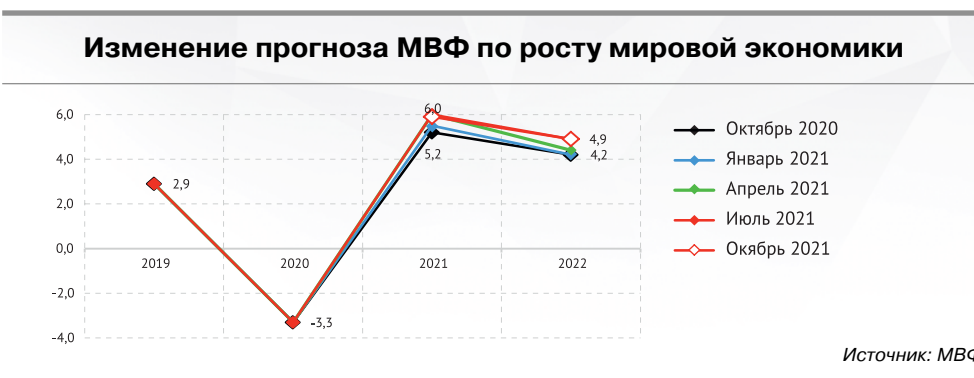
Период быстрого восстановления мировой экономики подходит к концу. Об этом говорит, например, состояние рынка труда ключевых экономик: безработица снизилась, наблюдается ускорение роста заработных плат. А если ресурс роста занятости исчерпан, экономика может расти только за счет увеличения производительности труда, а это медленный процесс.

С высокой вероятностью темпы роста экономики в 2022 году не оправдают ожиданий. С одной стороны, это может стать поводом для ухудшения отношения инвесторов к рынкам акций. С другой стороны, это же будет поводом для большей осторожности ФРС и ЕЦБ.

БЫСТРОЕ
ВОССТАНОВЛЕНИЕ
ЭКОНОМИКИ ДАЛЕЕ
ПРОБЛЕМАТИЧНО

> [Экономика США](#)

> [Экономика еврозоны](#)



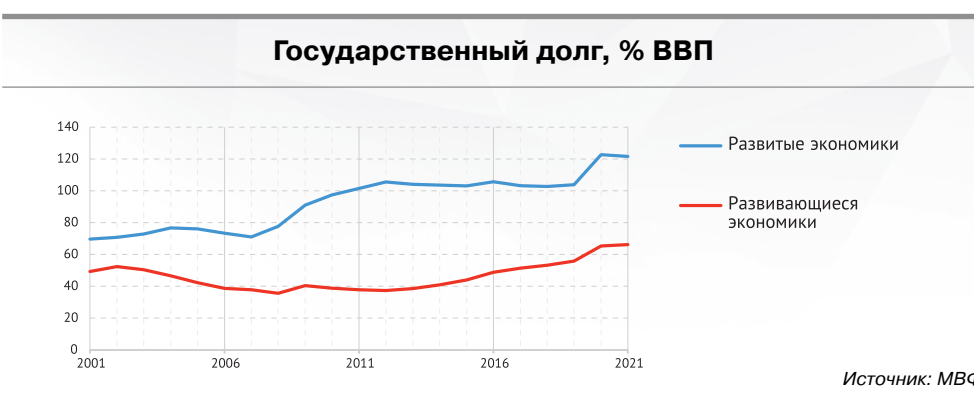
ОСЕНЬЮ 2021 ГОДА
МВФ СКОРРЕКТИРОВАЛ
ПРОГНОЗ ПО РОСТУ
МИРОВОГО ВВП ВНИЗ.
ТАКОЕ ПРОИЗОШЛО
ПЕРВЫЙ РАЗ
В ЭТОМ ЦИКЛЕ

Проблема долга

Увеличение госрасходов в период «коронакризиса» привело к резкому росту госдолга многих стран. По меркам классических экономических моделей его размер достиг того уровня, с которого его снижение возможно только двумя способами: списанием и инфляционным сжиганием. Второй вариант менее болезненный для рынков, но более продолжительный.

> [Экономика ЕМ](#)

> [США](#)



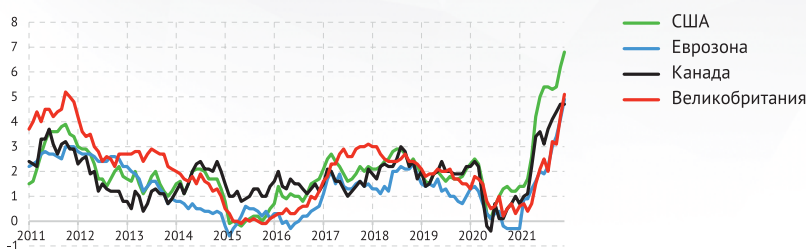
«КОРОНАКРИЗИС»
УСКОРИЛ ДОЛГОСРОЧ-
НУЮ ТЕНДЕНЦИЮ
НАРАЩИВАНИЯ ДОЛГА.
ОСОБЕННО В РАЗВИ-
ТЫХ ЭКОНОМИКАХ

Инфляционная волна

Быстрое восстановление экономики при опережающем росте потребления, рост издержек, нарушение цепочек создания добавленной стоимости, изменение структуры потребительских предпочтений создали серьезное инфляционное давление. Ускорение инфляции при этом наблюдается в большинстве стран. Даже ФРС ближе к концу года перестала воспринимать инфляцию в США как «переходное явление», что усилило ожидания повышения ставок.

В России инфляция также ускорилась, причем к глобальным причинам, таким как удорожание импорта, отложенный потребительский спрос и дефицит рабочей силы, добавился низкий урожай, рост внутреннего спроса из-за сокращения турпотока за рубеж, а также ослабление рубля, запустившее инфляционную волну еще в конце 2020 года.

Годовая инфляция в некоторых странах



Источник: Bloomberg

УСКОРЕНИЕ ИНФЛЯЦИИ – ПРЯМОЕ СЛЕДСТВИЕ РОСТА ЭКОНОМИКИ

> [ФРС](#)

> [ЦБ РФ](#)

УСКОРЕНИЕ ИНФЛЯЦИИ НАБЛЮДАЕТСЯ В ШИРОКОМ КРУГЕ СТРАН

Неэффективность стимулирования

Замедление роста экономики в 2022 году и отставание от прогнозов будет восприниматься многими правительствами и регуляторами как сигнал о необходимости дополнительного стимулирования. Но если в прошлом цикле мягкость фискальной и монетарной политики в США и Европе компенсировалась отсутствием инфляции, то сейчас такой поблажки не будет. Власти стран будут стоять перед выбором между попытками стимулирования роста и жесткой деинфляционной политикой.

Ускорение инфляции, конечно, будет значительным сдерживающим фактором, в условиях слабого роста ВВП соблазн подтолкнуть экономику может оказаться сильнее. **Если вспомнить опыт президентства Трампа, можно заключить, что увеличение госрасходов в условиях зрелой стадии цикла приводит лишь к временному ускорению роста экономики, которое не увеличивает налоговые поступления на величину, достаточную для закрытия образовавшейся в бюджете дыры. В нынешних условиях это приведет еще и к ускорению инфляции.**

ЗАМЕДЛЕНИЕ РОСТА ПРИ ПЕРЕХОДЕ К ЗРЕЛОЙ СТАДИИ ЦИКЛА ЧАСТО ОШИБОЧНО ТРАКТУЕТСЯ КАК НЕОБХОДИМОСТЬ НОВЫХ СТИМУЛОВ

> [Экономика США](#)

> [ФРС](#)

> [Позитивные сценарии](#)

> [Негативные сценарии](#)

Инфраструктурные ограничения роста мировой экономики

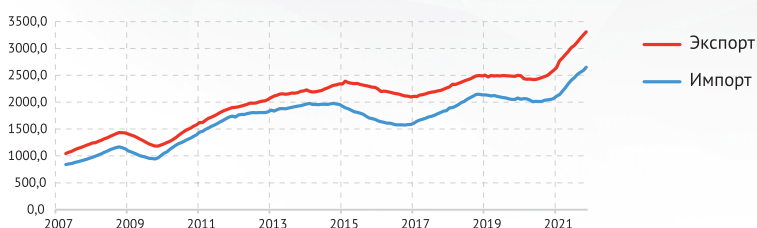
Восстановление торговли

Быстрое восстановление экономики привело и к резкому росту объемов товарных потоков между странами. С учетом того, что промышленное производство пострадало от «коронакризиса» гораздо меньше, чем сектор услуг, объемы довольно быстро превысили доковидные уровни. Объемы выросли и в денежном, и в физическом выражении.

– **Быстрое восстановление мировой торговли способствовало быстрому восстановлению мировой экономики.**

> [Китай](#)

Экспорт и импорт Китая, млрд USD



Источник: Bloomberg

КИТАЙ ВНОСИТ
НАИБОЛЬШИЙ ВКЛАД
В МИРОВУЮ ТОРГОВЛЮ

Дефицит логистической инфраструктуры

Во второй половине 2021 года стало очевидно, что существующая инфраструктура не справляется с ростом товарных потоков. Это выразилось в резком росте стоимости фрахта, перевалки грузов и даже поддержанных судов. Время, затрачиваемое на транспортировку, также очень увеличилось.

Ограничения, связанные с логистикой, конечно, решаются через строительство и расширение портов и торгового флота, но для этого требуется время.

– **В 2022 году ограничения увеличения товарных потоков будут сдерживать потенциальные темпы роста мировой экономики.**

> [Мировая экономика](#)

Индикаторы стоимости транспортировки грузов



Источник: Bloomberg

РЕЗКИЙ РОСТ ЦЕН
ТРАНСПОРТНЫХ УСЛУГ
НАЧАЛСЯ ПРИ
ПРИБЛИЖЕНИИ
ЭКОНОМИКИ
К ДОКОВИДНЫМ
УРОВНЯМ

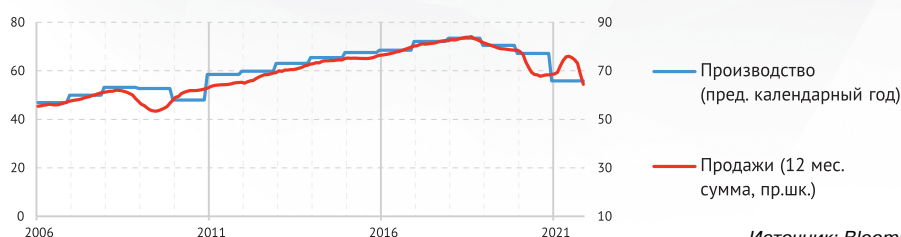
Нарушения цепочек создания стоимости

Серьезные изменения структуры потребления и проблемы производства отдельных товаров привели к дефициту некоторых видов комплектующих, что нарушило цепочки создания добавленной стоимости. Самым известным является дефицит полупроводников, из-за чего возник уже дефицит товаров, для производства которых используются полупроводники, в том числе автомобилей.

Другим ярким примером стал рекордный рост цен на газ в Европе, когда резкое увеличение спроса на него натолкнулось на физические ограничения по объемам поставок.

> [Дефицит газа](#)

Индикаторы производства и продажи автомобилей



Источник: Bloomberg

ПРОИЗВОДСТВО И ПРОДАЖА АВТОМОБИЛЕЙ НЕ ВОССТАНОВИЛИСЬ, НЕСМОТРЯ НА РАСТУЩИЙ СПРОС

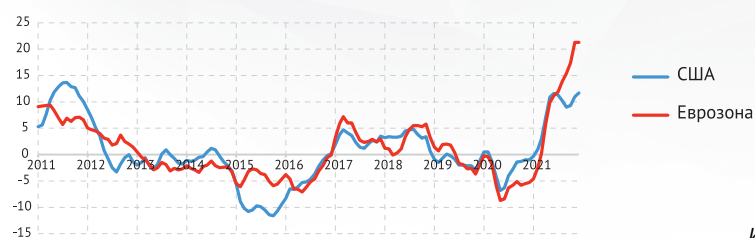
Замедление роста экономики и инфляция

Структурные изменения спроса и инфраструктурные ограничения внесли значительный вклад в рост инфляции в 2021 году. Например, в США цены импортируемых товаров выросли значительно больше общего уровня инфляции, похожая картина наблюдается и в других странах. Рост цен на импортные товары – это, в свою очередь, прямой результат роста издержек транспортировки, задержек поставок, нарушения производственных связей.

Инфраструктурные ограничения могут привести и к торможению роста экономики. Это может негативно сказаться на рынках акций, сырьевых ценах, а также суверенных кредитных метриках развивающихся стран.

> [Мировая экономика](#)

Индексы цен на импортные товары



Источник: Bloomberg

ЦЕНЫ НА ИМПОРТНЫЕ ТОВАРЫ ОБГОНЯЮТ ОБЩИЙ УРОВЕНЬ ИНФЛЯЦИИ

Китай: снова на траектории замедления роста

Траектория замедления роста

Осенью МВФ пересмотрел прогноз роста ВВП Китая в 2021 году с 8,4% до 8%, но прогноз на 2022–2026 годы остался на уровне 5,2%, что соответствует оценке потенциального роста, которую дал Народный банк Китая. Экономика Китая возвращается на траекторию замедления роста ВВП, которая обусловлена значимыми долгосрочными факторами:

- снижение численности населения в трудоспособном возрасте,
- исчерпание ресурса массовой урбанизации,
- рост численности населения старше трудоспособного возраста.

– **Замедление роста ВВП Китая – нормальный процесс зрелой экономики.**

Приоритет долгосрочных целей

В 2021 году правительство Китая приняло несколько довольно жестких решений. Например, в части сектора дополнительного образования школьников была ограничена учебная нагрузка на детей. Идея в том, чтобы высвободить финансовые и временные ресурсы домохозяйств для стимулирования рождения более одного ребенка. Другим примером стало ужесточение правил обращения с личной информацией граждан Китая.

Эти меры направлены на поддержание роста экономики, снижение системных рисков – они болезненны для компаний. Например, усиление контроля со стороны китайского правительства и ограничение раскрытия информации компаниями несовместимо с требованиями SEC, требующей увеличения раскрытия информации. Многие китайские компании уже отказываются от листинга в США. Что касается образовательных организаций – их вообще принудили трансформироваться в некоммерческие, что лишает их какой-либо инвестиционной привлекательности.

– **Негативное отношение инвесторов к китайским акциям.**

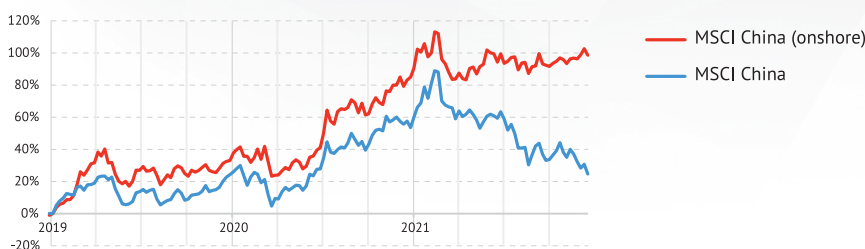
– **Сохранение Китая как долгосрочной инвестиционной идеи.**

ЗАМЕДЛЕНИЕ РОСТА
КИТАЯ НАЧАЛОСЬ
ЗАДОЛГО
ДО ПАНДЕМИИ

> [Металлы](#)

> [Нефть](#)

Индексы акций китайских компаний



Источник: Bloomberg

ИНОСТРАННЫЕ
ИНВЕСТОРЫ БОЛЕЕ
НЕРВНО РЕАГИРОВАЛИ
НА УСИЛЕНИЕ
РЕГУЛИРОВАНИЯ

Строительный пузырь

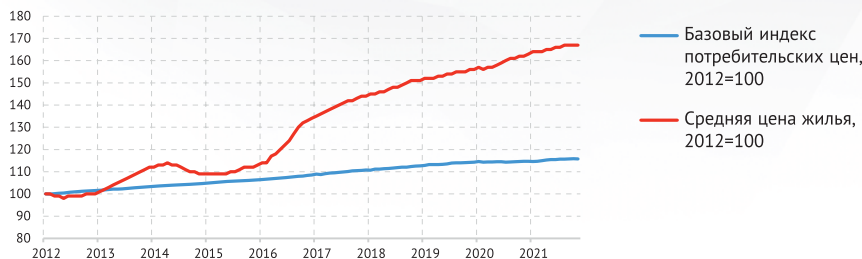
К 2020 году вклад строительства в ВВП достиг рекордных 7,2%. При этом цены на недвижимость за последнее десятилетие значительно обогнали инфляцию. В 2020 году Национальный банк Китая и Министерство строительства ужесточили правила для девелоперов, призванные ограничить их заимствования и тем самым охладить рынок недвижимости. Возможно, это явилось одной из причин проблем у девелоперов в 2021 году, самым известным из которых стала компания Evergrande.

Судя по всему, основное бремя потерь возьмут на себя акционеры и кредиторы компании. Сами же объекты будут достроены. Тем не менее история с девелоперами должна будет несколько снизить активность в строительной отрасли.

Отметим, что пока охлаждения спроса не наблюдается, что, кстати, поможет оставшимся на рынке девелоперам.

СДУВАНИЕ ПУЗЫРЯ НА СТРОИТЕЛЬНОМ РЫНКЕ НЕ ОЗНАЧАЕТ ОХЛАЖДЕНИЯ СПРОСА. РЫНОК НЕДВИЖИМОСТИ ОСТАЕТСЯ ГОРЯЧИМ

Инфляция и цены на недвижимость в Китае



Источник: Bloomberg

Ресурсная диета

Наблюдаемое в первых двух кварталах 2021 года резкое восстановление экономики увеличило спрос на электроэнергию. Одновременно было введено эмбарго на импорт угля из Австралии. В результате цены на уголь в Китае, где на него приходится 60% производства электричества, выросли до исторических максимумов.

В сочетании с регулированием цен на электроэнергию это привело к перебоям в поставках электричества и остановке ряда промышленных предприятий. Впрочем, часть производств все равно была принудительно закрыта в рамках подготовки к Олимпиаде-2022, которая пройдет в Пекине. Кроме того, рост цен на уголь и низкий объем гидрогенерации привели к росту спроса на газ, что также стало фактором рекордных цен на газ.

Объявленный переход к углеродной нейтральности к 2060 году дает Китаю достаточно времени для адаптации экономики, поэтому **это слабый фактор сокращения спроса на ресурсы или замедления роста ВВП.**

> Нефть

> Энергоресурсы

Отраслевая динамика

Нефтегазовые компании – лидер 2021 года

Соответствующий субиндекс принес 53% против 26% широкого индекса S&P 500. Ожидается, что нефтедобывающие компании будут увеличивать дивиденды, финансируя их денежным потоком, который вырос благодаря низким издержкам относительно текущей ожидаемой цены на нефть, а также сокращения инвестиций под давлением «зеленой повестки».

У нефтегазовых компаний есть ресурсы и для инвестиций в декарбонизацию, причем их объем в условиях высоких цен на нефть еще и вырастет. Поэтому, как ни странно, компании именно из этого сектора могут продвинуться дальше других в снижении выброса парниковых газов и развитии «зеленой» энергетики. И это в нынешних условиях повышает их инвестиционную привлекательность.

Основной риск в том, что эти ресурсы у нефтегазовых компаний будут пытаться изъять в виде налогов и штрафов.

У НЕФТЕГАЗОВЫХ КОМПАНИЙ БОЛЬШЕ ВСЕГО РЕСУРСОВ ДЛЯ «ЗЕЛеной ТРАНСФОРМАЦИИ»

> [Рынок акций РФ](#)

> [Рынок акций США](#)



Финансовый сектор – бенефициар роста ставок

Ускорение инфляции и усиление ожиданий повышения ставок делает интересной идею акций финансового сектора. В этом году соответствующий субиндекс S&P 500 принес инвесторам порядка 30%.

При росте ставок расширяется и спред между процентными доходами и процентными расходами (растет процентная маржа). Отсюда рост EPS и доходности на капитал. Причем наибольшую чувствительность к ставкам и рыночным доходностям имеют оценки региональных банков за счет солидной доли у них процентных доходов в выручке.

Дополнительным фактором роста может стать изменение подхода S&P и MSCI к определению принадлежности компаний к сектору в 2022 году. В частности, платежные компании Visa, Mastercard, Western Union, PayPal и другие могут перейти из IT-сектора в финансовый. Так как эти компании имеют более высокие мультипликаторы, чем большинство финансовых компаний, это приведет к росту средних мультипликаторов по сектору. В итоге нынешние участники индекса будут выглядеть недооцененными.

> [ФРС](#)

> [Рынок акций США](#)

РОСТ СРЕДНИХ МУЛЬТИПЛИКАТОРОВ ПО ФИНАНСОВОМУ СЕКТОРУ БУДЕТ РЕЗУЛЬТАТОМ ИЗМЕНЕНИЯ МЕТОДИКИ

Потребительский сектор как защита от инфляции

Ускорение инфляции – важнейший фактор для всего корпоративного сектора в 2022 году. Рост сырьевых цен, задержки поставок, дефицит отдельных комплектующих (пример – полупроводники) – все это сказывается на издержках компаний. Проще других приходится компаниям потребительского сектора, которые могут перекладывать рост издержек на конечных потребителей.

Но и здесь ощущается давление со стороны роста оплаты труда, вызванное дефицитом рабочей силы, причем работников низкой квалификации. В условиях низкой безработицы рост заработных плат продолжит ускоряться, негативно сказываясь на рентабельности компаний.

СПОСОБНОСТЬ ПЕРЕКЛАДЫВАТЬ РОСТ ИЗДЕЖЕК НА ПОТРЕБИТЕЛЕЙ – ВАЖНЫЙ КОМПОНЕНТ УСПЕХА КОМПАНИЙ В 2022 ГОДУ

Динамика заработных плат



Источник: <https://www.atlantafed.org/chcs/wage-growth-tracker?panel=1>

ВО МНОГИХ СТРАНАХ ВЫРОС СПРОС НА СОТРУДНИКОВ НИЗОВОГО УРОВНЯ (КУРЬЕРЫ, УПАКОВЩИКИ, РАБОТНИКИ СКЛАДОВ И ПРОЧИЕ)

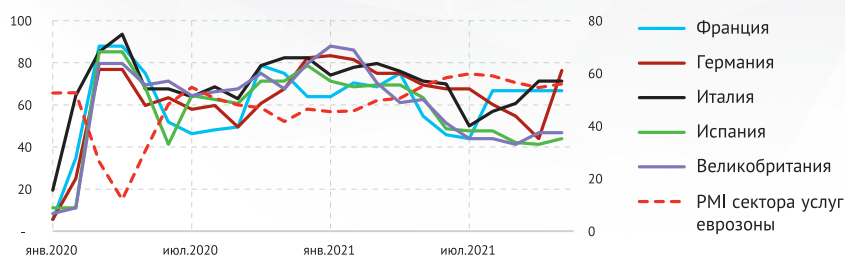
Идеи на конец пандемии

Популярная идея 2021 года – акции перезапускаемых компаний. Это значительно пострадавшие от пандемии, но имеющие потенциал восстановления представители бизнеса. К ним относятся авиакомпании, отели, операторы круизных лайнеров. Но эта идея в уходящем году не сработала. Выявленные новые штаммы коронавируса и возобновление практики ограничений не позволили им восстановиться даже до уровней 2020 года.

Тем не менее правительства продолжали поддерживать эти секторы, благодаря чему многие компании сохранили возможность быстро восстановить нормальную работу после того, как будут сняты ограничения.

> Мировая экономика

Деловая активность и жесткость карантинных ограничений



Источник: Oxford COVID-19 Government Response Tracker, Bloomberg

СНЯТИЕ КАРАНТИННЫХ ОГРАНИЧЕНИЙ ПРИВОДИТ К БЫСТРОМУ ВОССТАНОВЛЕНИЮ ДЕЛОВОЙ АКТИВНОСТИ

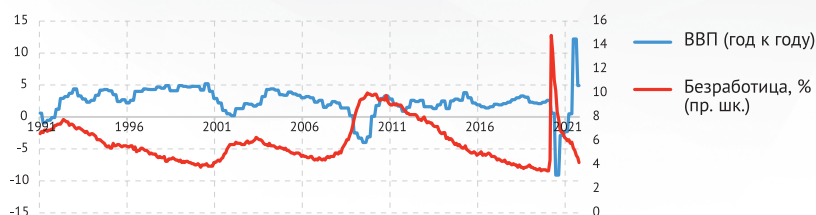
Экономика США. Инфляция МОЖЕТ остаться очень высокой

Сверхбыстрое снижение и отскок

Интенсивный восстановительный рост второй половины 2020-го и всего 2021 года, если судить по нынешнему состоянию рынка труда, в значительной степени себя исчерпал. Высвободившиеся в результате «коронакризиса» трудовые и иные ресурсы в значительной степени исчерпаны, поэтому экономика неизбежно должна замедлиться. **Кроме того, компании на этом этапе имеют дело с ростом издержек, что толкает инфляцию вверх.**

ИЗ-ЗА ИСЧЕРПАНИЯ СВОБОДНЫХ РЕСУРСОВ РОСТ ДОЛЖЕН ЗАМЕДЛИТЬСЯ

Рост ВВП США в постоянных ценах и уровень безработицы



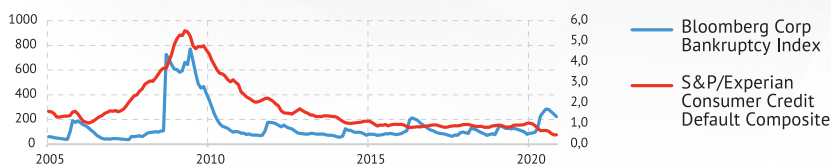
Источник: Bloomberg

Мало дефолтов и банкротств

Индекс корпоративных банкротств после ожидаемого скачка в 2020 году до 10-летних максимумов быстро стал снижаться и к концу 2021 года обновил исторические минимумы. Это более чем явный сигнал о том, что ситуация в экономике США вполне нормализовалась и не требует особых мер поддержки. Кроме того, это указывает на низкие риски в корпоративном секторе США, а также обуславливает узкие спреды в корпоративных облигациях. Индекс дефолтов по потребительским кредитам также находится на исторических минимумах, что указывает на очень хорошее финансовое положение домохозяйств. А это тоже фактор поддержки потребительского спроса и инфляции, особенно при проблемах предложения.

> ФРС

Корпоративные банкротства и дефолты по розничным кредитам США



Источник: Bloomberg

СКРОМНЫЙ РОСТ ЧИСЛА ДЕФОЛТОВ – ЗАСЛУГА ФИСКАЛЬНЫХ И МОНЕТАРНЫХ СТИМУЛОВ

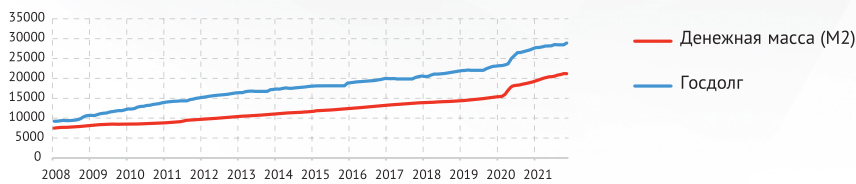
Монетизация дефицита бюджета

Массированный объем фискальных и монетарных стимулов в 2020 году не только оказал позитивное влияние на экономику и рынки США, запустив быстрое восстановление рынков, но и позволил быстро восстановиться деловой активности после смягчения карантинных ограничений.

Плата за это – резкий рост дефицита бюджета, финансируемого эмиссией денег через выкуп активов. При доковидных раундах количественного смягчения деньги текли в банки, а затем обратно в ФРС в виде избыточных резервов. В этот раз деньги пошли напрямую в домохозяйства. **Это сразу создало дополнительный потребительский спрос, а значит, и инфляцию.**

США – РЕКОРДСМЕН ПО ОБЪЕМУ МЕР ПОДДЕРЖКИ ЭКОНОМИКИ

Госдолг США и денежная масса (агрегат M2), млрд USD



Источник: Bloomberg

> ФРС

УВЕЛИЧЕНИЕ РАСХОДОВ БЮДЖЕТА И ГОСДОЛГА США В 2020 ГОДУ – ГЛАВНАЯ ПРИЧИНА РОСТА ДЕНЕЖНОЙ МАССЫ И ИНФЛЯЦИИ

Корпоративные прибыли

Несмотря на признаки охлаждения отношения инвесторов к рынку акций США, выражающиеся в слабой динамике акций за рамками топ-бумаг по капитализации в индексах, финансовое положение компаний выглядит очень хорошим. Доля корпоративных прибылей в США по отношению к ВВП снова находится близко к максимумам. Это говорит о том, что **у компаний достаточно запаса по рентабельности для повышения издержек, в том числе на заработные платы. И это также потенциально источник инфляции.**

> Рынок акций США

Корпоративные прибыли в США (в % ВВП)



Источник: Bloomberg

ФИНАНСОВОЕ СОСТОЯНИЕ КОМПАНИЙ ПОЗВОЛЯЕТ ИМ НАРАСТИТЬ РАСХОДЫ, В ТОМ ЧИСЛЕ НА ЗАРАБОТНЫЕ ПЛАТЫ

ФРС: слоны не танцуют

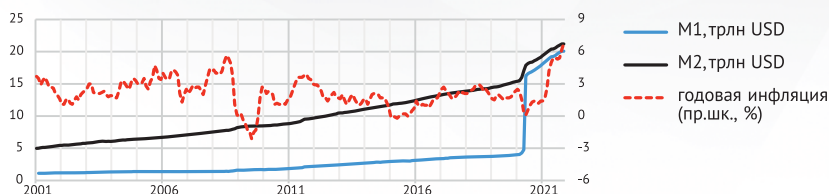
Инфляция – новая реальность

Ускорение инфляции в США сначала воспринималось ФРС как временное «переходное» явление, но ближе к концу года мнение изменилось. Риторика постепенно ужесточилась, и рынок стал закладывать в цены более раннее начало цикла повышения ключевой ставки. При этом вопрос сокращения баланса даже не поднимается. Речь идет только о прекращении его увеличения, так что ликвидность остается в избытке.

> [Еврооблигации](#)

> [Акции США](#)

Агрегаты М1 и М2 и инфляция



Источник: Bloomberg

ДЕНЕЖНОЕ ПРЕДЛОЖЕНИЕ (M2) В 2020 ГОДУ РЕЗКО ВЫРОСЛО

Проблема точки приложения стимулов

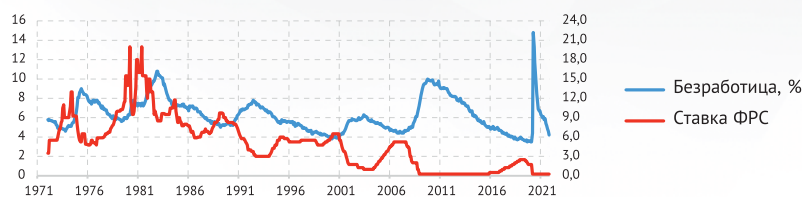
Если в прошлом цикле долларова ликвидность попадала к банкам, а затем уходила в избыточные резервы и деньги просачивались в экономику лишь частично, то в этот раз деньги пошли напрямую потребителям в виде прямых выплат, **они сразу оказались в экономике, создав дополнительный спрос.**

Это, конечно же, фискальные стимулы, но финансировались они печатанием денег. Дефицит бюджета США ожидается выше 6% в 2022 году, а значит, деньги продолжают течь в экономику. Даже если ФРС прекратит выкуп активов, остаются избыточные резервы банков, которые те могут направить на покупку гособлигаций, размещаемых для финансирования расходов.

– **Инфляционное давление со стороны дефицита бюджета.**

КОГДА ЛИКВИДНОСТЬ ПОПАДАЕТ СРАЗУ К ПОТРЕБИТЕЛЯМ, ИНФЛЯЦИЯ ПРО-ЯВЛЯЕТСЯ БЫСТРЕЕ

Безработица и ставка ФРС



Источник: Bloomberg

> [Экономика США](#)

НИЗКАЯ БЕЗРАБОТИЦА ПОСЛЕ 2008 ГОДА – УЖЕ НЕ ПОВОД ДЛЯ ПОВЫШЕНИЯ СТАВОК

Тapering не значит tightening

Несмотря на рекордные уровни инфляции, ФРС на последнем в 2021 году заседании в своих решениях не вышла за рамки ожиданий. Конечно, было объявлено об ускорении сворачивания монетарного стимулирования, ужесточилась и риторика, но это минимум того, что в принципе мог бы сделать регулятор в таких условиях.

Судя по пресс-релизу к последнему решению и заявлениям руководства ФРС, регулятор ожидает, что в следующем году экономика США продолжит активно расти, безработица будет снижаться, а инфляция будет двигаться к целевому уровню и снизится с текущих 6,8% до 2,5%. Это выглядит довольно странным сочетанием: обычно низкая безработица и связанное с этим ускорение роста оплаты труда никак не способствуют низкой инфляции. Как и высокие сырьевые цены, и проблемы с логистикой.

ПРОБЛЕМЫ
С ЛИКВИДНОСТЬЮ
НА ЭТОТ РАЗ
УДАЛОСЬ ИЗБЕЖАТЬ

> [Экономика США](#)

Медленный разворот политики ФРС

В нынешних условиях ФРС не тот регулятор, который может резко поменять параметры монетарной политики. Цена ошибки при принятии неправильных решений может быть очень высокой. Поэтому в своих решениях ФРС находится, что называется, behind the curve, то есть действует не на опережение, а с серьезным запаздыванием. Правда, это касается вопросов ужесточения политики, в 2020 году ФРС не стала медлить с принятием решения об обнулении ставки и запуске программы количественного смягчения.

В прошлом цикле это выражалось в том, что повышение ключевой ставки началось в тот период, когда безработица уже находилась на очень низких значениях, а рост экономики начал замедление в рамках экономического цикла. В этот раз ФРС явно запаздывает не только в части оценки ситуации на рынке труда, но уже и инфляции.

- **Риски ускорения повышения ключевой ставки ФРС.**
- **При негативном сценарии ставка ФРС может быть быстро обнулена.**

Прогноз

С учетом значительно выросших рыночных доходностей ожидаемые результаты портфелей долларовых облигаций в 2022 году (без учета активного управления):

- **1% (+0,75%) – в базовом сценарии.** Ускорение инфляции в США уже явно не выглядит как временное явление, регулятору придется ужесточать политику, причем быстрее, чем ожидает рынок, особенно при сохранении мягкой фискальной политики;
- 0,25% (неизм.) – в случае ухудшения ситуации в экономике;
- 1,5% (+1,25%) – в случае ускорения инфляции в США от ФРС потребуются резко ускорить темпы повышения ключевой ставки.

> [Еврооблигации](#)

> [Прогноз](#)

Еврозона. И здесь инфляция

Экономика на пике цикла, несмотря на локдауны

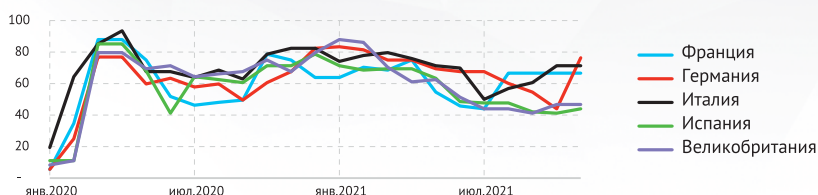
Хотя номинальный ВВП еврозоны вернулся на доковидные уровни уже по итогам 1-го полугодия 2021 года, в реальном выражении он все еще далек от долгосрочной траектории. Это связано в том числе с тем, что антиковидные ограничения больше всего ударили по туристскому сектору, чья доля в ВВП отдельных стран превышала 10% (Италия, Испания, Франция). Новые штаммы COVID-19 вынуждают страны снова вводить ограничения, тормозя тем самым восстановление экономики.

Тем не менее даже в этих условиях Европа сталкивается уже с дефицитом рабочей силы (безработица опустилась до 7,5% при 7,33% накануне «коронакризиса»), ускорением инфляции до 4,9% (максимальное значение с 1997 года – времени начала расчета этого показателя для еврозоны). И это явные признаки если не перегрева экономики, то близости ее к пику цикла.

> [ЕЦБ](#)

> [Глобальная экономика](#)

Строгость локдаунов в некоторых странах Европы



Источник: Oxford COVID-19 Government Response Tracker

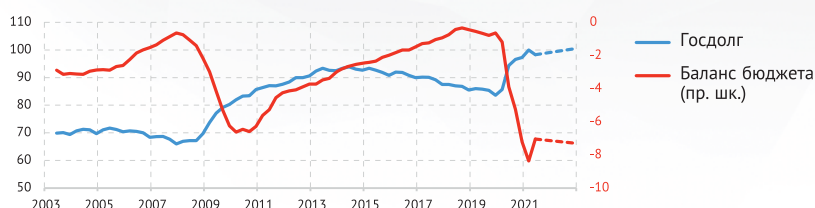
НОВЫЕ ВОЛНЫ
УЖЕСТОЧЕНИЙ СЛАБЕЕ
ПРОШЛОГОДНИХ
И МЕНЬШЕ СКАЗЫ-
ВАЮТСЯ НА ВВП

Госдолг и бюджетный дефицит

Ограничительные меры и фискальные стимулы привели к росту бюджетных дефицитов и суверенной долговой нагрузки, оборвав процесс нормализации госфинансов региона. По итогам 2021 года отношение долга к ВВП еврозоны вплотную приблизится к 100%. Самым значительным рост будет в странах юга Европы, больше других пострадавших от коронавируса. Например, в Италии долговая нагрузка на конец 2021 года превысит 150% ВВП.

> [Еврооблигации в евро](#)

Консолидированные долг и дефицит бюджетов стран еврозоны, % ВВП



Источник: Bloomberg, оценки УК «Альфа-Капитал»

УРОВЕНЬ ДОЛГОВОЙ
НАГРУЗКИ В СРЕДНЕМ
ПО ЕВРОЗОНЕ БЛИЗОК
К 100% ВВП.
ЭТО ОГРАНИЧИВАЕТ
ВОЗМОЖНОСТИ ПОВЫ-
ШЕНИЯ СТАВКИ ЕЦБ

Завышенные прогнозы 2022-го

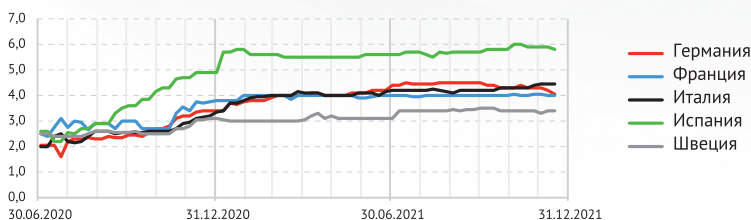
Согласно консенсус-прогнозам, рост ВВП еврозоны будет выше долгосрочных средних значений. Это выглядит излишне оптимистично на фоне уже низкой безработицы, высокой инфляции, высоких цен на энергоносители, прежде всего на природный газ, а также риска ужесточения политики ЕЦБ. Не забываем и о новых штаммах COVID-19.

По некоторым странам, например по Германии, прогнозы в конце года снизились. Отметим, что Германия и в прошлом цикле раньше других восстановилась после кризиса и быстрее дошла до пика цикла.

> Дефицит газа

> Нефть

Консенсус-прогнозы роста ВВП на 2022 год по некоторым странам Европы



Источник: Bloomberg

ОЖИДАНИЯ РОСТА ВВП ПО СТРАНАМ ЕВРОПЫ В 2022 ГОДУ ВЫШЕ ИСТОРИЧЕСКИХ СРЕДНИХ УРОВНЕЙ

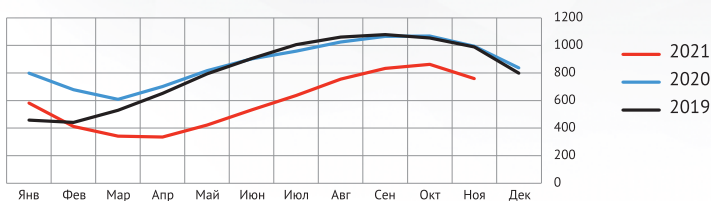
«Зеленая повестка» и энергетические риски

В энергобалансе Европы возобновляемые источники играют важнейшую роль, но это, как показал опыт 2021 года, не снижает риски. Дело в нестабильности объемов производства энергии из возобновляемых источников, ускоренного вывода из эксплуатации мощностей, которые можно было бы задействовать в условиях дефицита электроэнергии.

Геополитика – еще один источник риска. Задержки с запуском газопровода «Северный поток – 2» привели к резкому росту биржевых цен, а холодная погода – к быстрому снижению объемов газа в хранилищах.

ТОПЛИВНО-ЭНЕРГЕТИЧЕСКИЙ КОМПЛЕКС ЕВРОПЫ МОЖЕТ СТАТЬ ТОРМОЗОМ РОСТА ЭКОНОМИКИ

Объемы газа в европейских хранилищах (тыс. ГВт/ч)



Источник: Bloomberg

ЕЦБ: тоже не умеет разворачиваться на месте

Инфляция не даст ЕЦБ расслабиться

На фоне ускорения инфляции до максимальных с формирования еврозоны значений на вопрос о дальнейших действиях ЕЦБ ответить непросто.

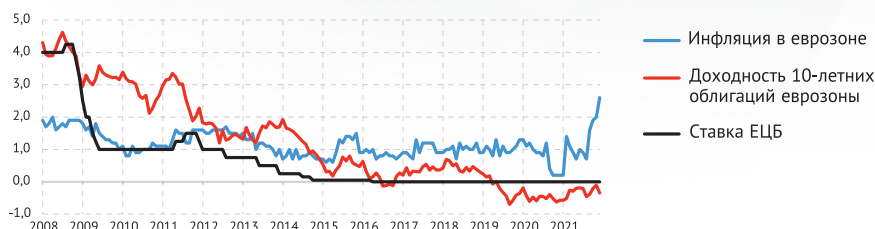
С одной стороны, ЕЦБ действует еще осторожнее, чем ФРС. В прошлом цикле европейский регулятор так и не приступил к повышению ставок (робкая попытка повысить ставку в 2011 году не в счет), и, если смотреть на рыночные ожидания, пока нет уверенности, что ЕЦБ поднимет ставку в 2022 году. Кроме того, в значительной степени инфляция вызвана ростом цен на энергоносители, с чем ЕЦБ помочь не в силах.

С другой стороны, низкая безработица и логистические ограничения в условиях стимулирующей фискальной и монетарной политики – это отличные условия для роста издержек, а значит, и инфляции. Поэтому есть вероятность, что в 2022 году возникнут условия для повышения ставки ЕЦБ. В этом случае, кстати, поддержку может получить евро, серьезно пострадавший от медлительности ЕЦБ в этом году.

ЕЦБ ПРОДОЛЖАЕТ ОТКЛАДЫВАТЬ НЕИЗБЕЖНОЕ, ПРОИГРЫВАЯ ИНФЛЯЦИИ

> Евро

Инфляция, ставка ЕЦБ и доходности гособлигаций еврозоны



Источник: Росстат, Bloomberg

ОТРИЦАТЕЛЬНЫЕ НОМИНАЛЬНЫЕ ДОХОДНОСТИ ПРИ РОСТЕ ИНФЛЯЦИИ – ИСТОЧНИК ПОВЫШЕННОГО ПРОЦЕНТНОГО РИСКА

Первый шаг – сворачивание программы выкупа

Ответом ЕЦБ на проблемы в экономике, как и у других центральных банков, стали беспрецедентные программы предоставления ликвидности. У ЕЦБ это APP (Asset Purchase Programme) – программа выкупа активов на определенную сумму в месяц, вторая – PEPP (Pandemic Emergency Purchase Programme) – программа с утвержденным лимитом, но фактическая сумма определяется по ситуации. И если в рамках PEPP покупки активов должны прекратиться к концу 1-го квартала 2022 года (аналогично ФРС), то покупки активов в рамках APP продолжатся весь следующий год.

Упоминаний о повышении ставки в обозримой перспективе в пресс-релизе ЕЦБ к последнему в 2021 году заседанию не было. Если ЕЦБ все же придется начать повышение ставок, для рынка это может стать большим сюрпризом.

> Экономика еврозоны

Клуб отрицательных доходностей

Огромные объемы ликвидности, предоставленные ЕЦБ, привели к тому, что доходности по многим бумагам намного ниже справедливых для их кредитных метрик уровней. Это касается «потенциально проблемных» стран региона, доходности облигаций которых снизились, несмотря на резкое ухудшение кредитных метрик. Та же картина и в корпоративных бумагах.

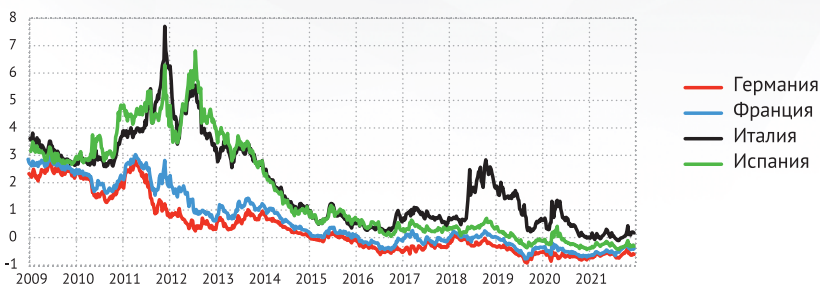
В этой ситуации у инвесторов очень мало возможностей для формирования позиций в бумагах в евро с доходностью существенно выше нуля. В основном такие варианты могут находиться среди высокорисковых облигаций развивающихся рынков. Качественные же облигации в евро могут рассматриваться только как казначейский инструмент, пригодный для размещения средств в условиях отрицательных ставок по депозитам.

В условиях ускорения инфляции и возможного ужесточения риторики, а то и политики ЕЦБ, облигации, номинированные в евро, являются потенциально очень токсичным активом.

ОБЪЕМ ОБЛИГАЦИЙ
В ЕВРО
С ОТРИЦАТЕЛЬНОЙ
ДОХОДНОСТЬЮ
ВЫРАСТЕТ

> Еврооблигации

Доходности 5-летних гособлигаций крупнейших стран еврозоны



Источник: Bloomberg

НЕСМОТРЯ
НА УСКОРЕНИЕ ИНФЛЯ-
ЦИИ, ОТРИЦАТЕЛЬНЫЕ
ДОХОДНОСТИ
НЕ ПЕРЕСТАЛИ БЫТЬ
НОРМОЙ

Прогноз

ЕЦБ, видимо, будет отставать от ФРС по части ужесточения политики. Это оправданно, с учетом меньшей инфляции и меньших дефицитов бюджетов по сравнению с США.

Базовый сценарий: сохранение ключевой ставки ЕЦБ на уровне 0,25%.

Инфляционный сценарий: ужесточение риторики и повышение ставки ЕЦБ на 0,25%.

> Еврооблигации EUR

Развивающиеся экономики: кредитное качество ухудшается

«Коронакризис» ускорил эрозию кредитных метрик

Развивающиеся страны, за редким исключением, в последние 10 лет в основном двигались в направлении ухудшения суверенных кредитных метрик. Это выразилось в разных сочетаниях, в росте бюджетных дефицитов и суверенной долговой нагрузке, снижении резервов, замедлении роста ВВП. Попытки правительств изменить ситуацию обычно не приводили к устойчивым позитивным результатам.

«Коронакризис» с этой точки зрения не стал переломным периодом. Он лишь ускорил те процессы, которые уже имели место. Примечательно, что рост дефицита и долга в 2020 году напрямую коррелировал с уровнем бюджетной дисциплины, наблюдавшейся в развивающихся странах. Некоторое же улучшение показателей по итогам 2021 года не вернуло кредитные метрики на уровни начала «коронакризиса», скорее они стали продолжением долгосрочной тенденции последних 10 лет.

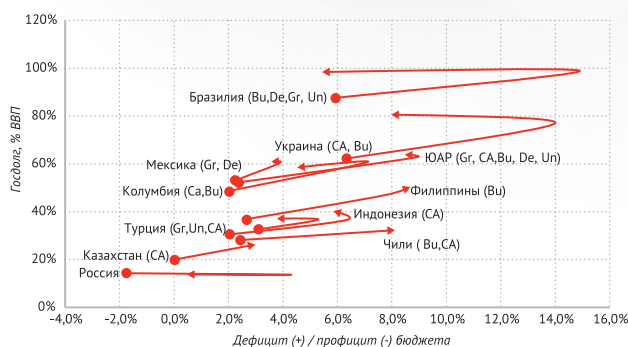
Следует отметить, что риски дефолтов развивающихся рынков остаются очень низкими (если не брать в расчет Аргентину). Дело в том, что большая часть долга развивающихся стран номинирована в национальных валютах, а обязательства в долларах и евро еще слишком малы, чтобы создавать трудности с их обслуживанием и погашением. Тем не менее чем выше долг, тем выше риски того, что развивающиеся страны будут прибегать к инфляционному решению проблемы долга, так что спрос на долг в локальных валютах будет снижаться. А значит, странам придется больше брать займы в иностранной валюте, что уже начнет подтачивать один из последних столпов доверия инвесторов к облигациям развивающихся рынков.

СМЯГЧЕНИЕ ПОЛИТИКИ
ФРС ЗАПУСТИЛО
ВОЛНУ РОСТА
КОТИРОВОК
ЕВРООБЛИГАЦИЙ EM

> **Еврооблигации**

> **ФРС**

Динамика суверенных кредитных метрик EM



Маркеры проблем
 Vu – хронический дефицит бюджета
 De – устойчивый рост долга
 Un – высокая безработица
 Gr – рост ВВП
 CA – счет текущих операций

ЭРОЗИЯ КРЕДИТНЫХ
МЕТРИК РАЗВИВАЮ-
ЩИХСЯ СТРАН ПРО-
ДОЛЖИТСЯ ПОСЛЕ
«КОРОНАКРИЗИСА»

Источник: МВФ, Bloomberg

Время экономических экспериментов

Серьезной причиной ухудшения суверенных кредитных метрик чаще всего является снижение качества решений в части макроэкономической политики. Также наблюдаются очевидный рост популизма при принятии решений, рост социальной нагрузки на бюджет, а часто и вовсе действия, противоречащие рыночным законам.

Ярким примером является **Турция**, где центральный банк под давлением президента смягчает денежно-кредитную политику в условиях растущей инфляции. Заявляется, что это может позволить снизить издержки и замедлить рост потребительских цен. Пока результаты данного эксперимента отрицательные: турецкая лира быстро обесценивается на фоне более или менее стабильной ситуации с другими валютами ЕМ, а премия за суверенный кредитный риск у Турции – одна из самых высоких среди ЕМ.

Другим примером служит **Чили**, где происходит отказ от успешной экономической модели. Эта страна долгое время являлась образцовым примером рыночной экономики, причем опирающейся на консервативную бюджетную и монетарную политику. Тем не менее несколько лет назад начали появляться первые признаки изменений: по стране прокатились протесты против неравенства, а в 2020 году на референдуме было решено изменить конституцию. В декабре 2021 года победу на выборах президента одержал крайне левый кандидат, обещавший увеличить налоги на богатых и нарастить социальные расходы. Совсем похоронить существующую экономическую модель ему вряд ли удастся, все-таки в стране имеют вес и крайне правые силы, но нервы иностранным инвесторам все это попортит.

Ситуация усложняется тем, что в условиях ускорения долларовой инфляции и при повышенных процентных рисках инвесторы будут внимательнее относиться к кредитным рискам, стараясь хотя бы здесь удержать общий риск под контролем.

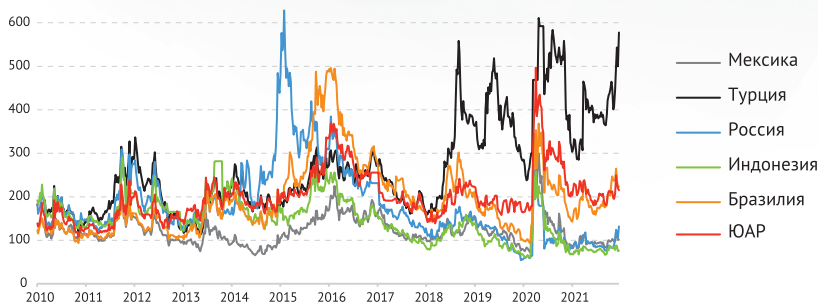
КАЧЕСТВО МАКРО-
ЭКОНОМИЧЕСКОЙ
ПОЛИТИКИ
В РАЗВИВАЮЩИХСЯ
РЫНКАХ СНИЖАЕТСЯ

> [Валюты ЕМ](#)

> [Еврооблигации](#)

> [Экономика РФ](#)

Котировки суверенных CDS на суверенный долг развивающихся стран



Источник: Bloomberg

ПРЕМИИ
ЗА СУВЕРЕННЫЙ
КРЕДИТНЫЙ РИСК
НАЧАЛИ РАСТИ ВСЛЕД
ЗА ОЖИДАНИЯМИ
СОКРАЩЕНИЯ
ЛИКВИДНОСТИ

Экономика РФ: исключение среди EM

От восстановительного к инвестиционному росту

В 2022 году ожидается замедление роста ВВП относительно 2021 года, что обусловлено исчерпанием возможностей восстановительного роста, прежде всего за счет увеличения занятости. В 2022 году рост ВВП замедлится до 2,5–3%, что, впрочем, будет чуть выше значений 2016–2019 годов.

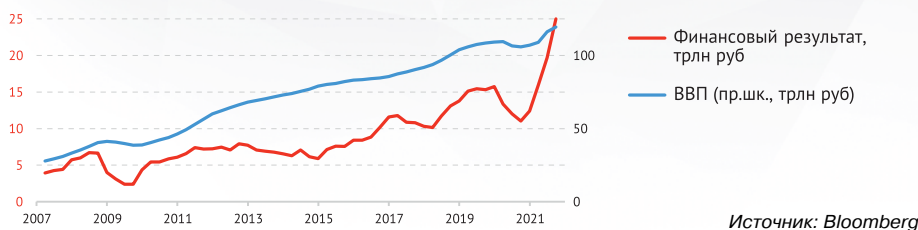
Источниками роста ВВП будут рост инвестиций и экспорт. Инвестиции – это отчасти вынужденная мера, связанная с сочетанием дефицита рабочей силы при одновременно хорошей динамике финансовых показателей компаний. Усиление санкционных рисков также способствует росту инвестиций через импортозамещение. Высокие сырьевые цены в 2022 году могут подстегнуть рост через экспорт.

В РФ СФОРМИРОВАЛИСЬ УСЛОВИЯ ДЛЯ ИНВЕСТИЦИОННОГО РОСТА

> [ЦБ РФ](#)

> [Мировая экономика](#)

Финансовый результат российских компаний (трлн RUB)



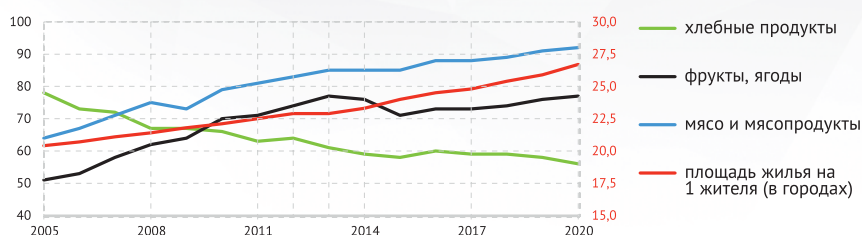
ИНВЕСТИЦИИ В РФ В ОСНОВНОМ ФИНАНСИРУЮТСЯ ЗА СЧЕТ СОБСТВЕННЫХ СРЕДСТВ КОМПАНИЙ

Состояние домохозяйств

Хотя данные по денежным доходам населения (заработные платы, реальные располагаемые доходы) дают противоречивую картину, натуральные показатели качества жизни и потребления домохозяйств рисуют положительную динамику:

- рост потребления мяса и фруктов, снижение потребления картофеля;
 - рост числа автомобилей и средней площади жилья на душу населения.
- **Снижение рисков усиления популизма в политике.**
- **Сохранение потребительского спроса.**

Натуральные показатели качества жизни российских домохозяйств



СТРУКТУРА ПОТРЕБЛЕНИЯ ПРОДУКТОВ ПИТАНИЯ И РОСТ ЖИЛОГО ФОНДА УКАЗЫВАЮТ НА РОСТ БЛАГОСОСТОЯНИЯ ДОМОХОЗЯЙСТВ

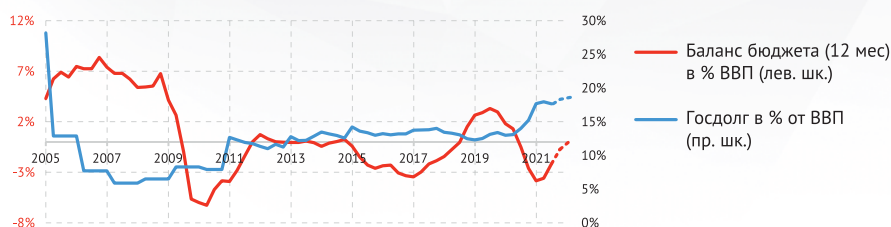
Возврат к консервативному бюджету

Консервативная бюджетная политика последних лет обеспечила профицит бюджета и снижение показателей долговой нагрузки. Рост дефицита и долговой нагрузки в 2020 были неизбежны, но масштаб оказался несопоставимо ниже, чем в других развивающихся странах. По итогам 11 месяцев 2021 года бюджет снова сведен с профицитом.

> [Рублевые облигации](#)

> [Экономики ЕМ](#)

Баланс федерального бюджета РФ и суверенная долговая нагрузка



Источник: Bloomberg, оценки УК «Альфа-Капитал»

ВЛИЯНИЕ «КОРОНАКРИЗИСА» НА ГОСФИНАНСЫ БЫЛО СКРОМНЫМ И КОРОТКИМ

Источники слабости рубля

С точки зрения макроэкономических рисков, уровня долговой нагрузки, резервов и ставок рубль – одна из наиболее привлекательных валют развивающихся рынков. Тем не менее в 2021 году в полной мере эта идея не была отыграна из-за внешних и внутренних политических факторов, а также ускорения инфляции и запуска цикла повышения ключевой ставки ЦБ РФ, вызвавшего в том числе выход нерезидентов из ОФЗ.

> [ЦБ РФ и Минфин](#)

Тем не менее если ЦБ РФ возьмет инфляцию под контроль в 2022 году, то в рубле может сформироваться мощная волна *carry trade*, которая может привести к резкому его укреплению. В этом сценарии курс рубля хотя бы на время может уйти существенно ниже USD/RUB 70.

> [Рубль](#)

Нефть и курс рубля



Источник: ЦБ РФ, Bloomberg

РУБЛЬ ПРОДОЛЖАЕТ РЕАГИРОВАТЬ ТОЛЬКО НА ОЧЕНЬ СИЛЬНЫЕ ДВИЖЕНИЯ В НЕФТИ

> [Нефть](#)

Прогноз

- **Рост ВВП РФ на 3%** по итогам 2022 года.
- **Инфляция:** замедление до 6% в базовом сценарии.

> [Прогноз](#)

ЦБ РФ и Минфин

Цикл ужесточения политики ЦБ РФ

Ускорение инфляции потребовало от ЦБ РФ ужесточения денежно-кредитной политики, причем намного более серьезного, чем прогнозировалось в начале года в негативном сценарии. При этом возврат инфляции к целевому значению в 4% ожидается не ранее конца 2022 года, что, видимо, будет требовать от ЦБ РФ быть готовым еще повысить ставку.

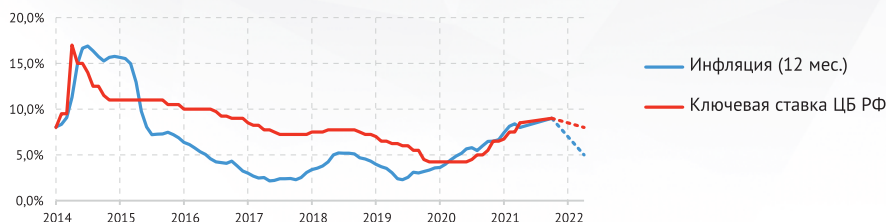
Судя по последним пресс-релизам и заявлениям ЦБ РФ, необходимости монетарного стимулирования экономики сейчас нет. Более того, периодически упоминались признаки перегрева в кредитовании, что тоже решается через повышение ставок, а также ужесточение норм резервирования.

Рыночные ожидания, если судить по состоянию рынка ОФЗ, сводятся к тому, что ЦБ РФ удастся в ближайшие месяцы стабилизировать инфляцию, поэтому ключевая ставка на горизонте нескольких лет будет ниже нынешней.

УЖЕСТОЧЕНИЕ
ПОЛИТИКИ ЦБ РФ
ПРОДИКТОВАНО
ИНФЛЯЦИЕЙ И
БЫСТРЫМ РОСТОМ
ВВП

> [Рублевые облигации](#)

Инфляция и ключевая ставка ЦБ РФ

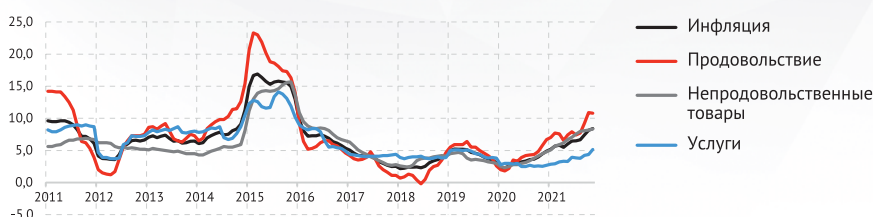


Источник: Росстат, ЦБ РФ, Bloomberg

Инфляция цен товаров

Ускорение роста потребительских цен в РФ сконцентрировано в сегменте товаров, причем как продовольственных, так и непродовольственных. И если продовольствие может подешеветь с появлением нового урожая, то замедление роста цен на непродовольственные товары может потребовать охлаждения спроса, в том числе через повышение ключевой ставки ЦБ РФ.

Структура инфляции в РФ



Источник: Bloomberg

ЕСЛИ НОВЫЙ УРОЖАЙ
ПРИВЕДЕТ
К ЗАМЕДЛЕНИЮ
ПРОДОВОЛЬСТВЕННОЙ
ИНФЛЯЦИИ, ЭТО ЛИШЬ
ЧАСТИЧНО РЕШИТ
ПРОБЛЕМУ

Ориентация на внутреннего кредитора

Минфин, решая в 2020 году задачу массированного размещения ОФЗ, задействовал банки, испытывающие дефицит качественных заемщиков. Рыночная цена ОФЗ с плавающим купоном, которые Минфин массированно размещал в 4-м квартале 2020 года, очень стабильна, что позволяет банкам держать их на балансах, не рискуя капиталом. При этом у банков изымается часть рублевой ликвидности, что охлаждает кредитование и поддерживает рубль.

В этом году объемы размещений ОФЗ снизились, но структура рынка продолжила смещаться в сторону снижения доли нерезидентов. Во многом это стало результатом санкций, введенных против российского рублевого долга, запрета инвесторам из США участвовать в размещении новых выпусков ОФЗ. Кроме того, снижению доли нерезидентов способствовало и ожидание повышения ключевой ставки ЦБ РФ.

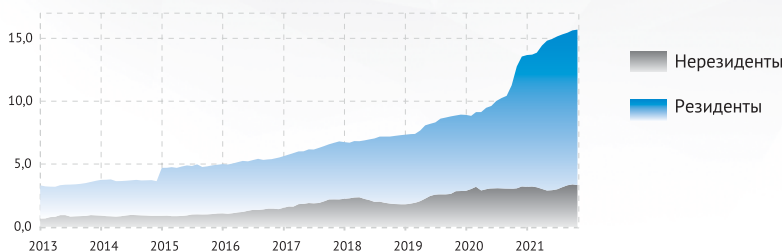
Профицит бюджета в 2022 году будет означать снижение объема размещений ОФЗ и снижение давления на рынок. Это дополнительный аргумент в пользу вероятности формирования волны carry trade в рубле.

ОФЗ С ПЛАВАЮЩИМ КУПОНОМ В 2021 ГОДУ НЕ ПОНАДОБИЛИСЬ

> [Рублевые облигации](#)

> [Рубль](#)

Распределение рублевого долга по держателям, трлн руб.



Источник: Bloomberg, ЦБ РФ

ДОЛЯ НЕРЕЗИДЕНТОВ ПРОДОЛЖАЕТ СНИЖАТЬСЯ ДАЖЕ ПРИ ОТКАЗЕ ОТ РАЗМЕЩЕНИЯ ОФЗ С ПЛАВАЮЩИМ КУПОНОМ

Прогноз

Базовый прогноз: ключевая ставка ЦБ РФ 8% (-0,5 п.п.), предполагается, что по мере замедления инфляции ЦБ РФ начнет снижение ключевой ставки. Это не исключает ее повышения в начале года.

Инфляционный сценарий: ключевая ставка 10% (+1,5 п.п.), если ЦБ РФ придется бороться с ускорением инфляции из-за серьезных санкций или геополитических событий, которые приведут к дестабилизации рубля.

Снижение ключевой ставки до 7% возможно, если инфляция замедлится, а состояние экономики будет требовать стимулов.

> [Прогноз](#)

Сырье и валюты



3

Структурный дефицит энергоресурсов **42**

Нефть: ОПЕК+ усиливает контроль над рынком **44**

Валюты развитых рынков. Евро **48**

Валюты развивающихся стран. Рубль **50**

Динамика сырьевых цен в большинстве сегментов оказалась гораздо лучше ожиданий. Это касается и цен на нефть и металлы, и цен на газ и сельхозсырье. При этом динамика цен на драгоценные металлы, наоборот, разочаровала. Впрочем, это связанные вещи: если нефть, газ и продовольствие сами по себе создавали инфляционные риски на фоне дефицита предложения, то участникам рынка драгоценных металлов оставалось гадать, как на это отреагируют ставки или, как в случае с палладием, когда будет ликвидирован дефицит чипов, препятствующий восстановлению производства автомобилей.

Надо сказать, что «коронакризис» оказал довольно неожиданное влияние на сырьевой рынок, особенно на рынок природного газа, создав там структурный дефицит и взрывной рост цен на газ в Европе и Азии.

Рубль как сырьевая валюта, впрочем, не очень выиграл от благоприятной конъюнктуры на рынках и низких макроэкономических рисков РФ. Санкции, геополитические риски и ускорение инфляции, на которое ЦБ РФ ответил серьезным повышением ключевой ставки, – все это не позволило рублю показать себя с лучшей стороны. По большому счету весь 2021 год он провел в боковике.

Евро также оказался под давлением, причем не столько из-за роста цен на газ или новых карантинных ограничений из-за очередных штаммов COVID-19, сколько на фоне расхождения риторики ФРС и ЕЦБ. Она напомнила рынку о ситуации 2014-2015 годов, когда ужесточение политики ФРС на фоне запуска программы количественного смягчения ЕЦБ привело к мощному снижению курса евро. В этот раз, конечно, движение было слабее, но по характеру очень схожим. Впрочем, на фоне положительного сальдо по счету текущих операций у евро уже не так много возможностей для дальнейшего ослабления.

Структурный дефицит энергоресурсов

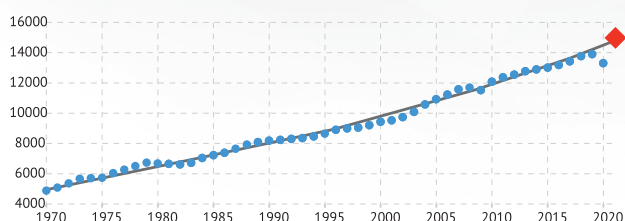
Неожиданные последствия «коронакризиса»

Снижение потребления электроэнергии в 2020 году сыграло злую шутку с мировой энергетикой. Временный избыток генерирующих мощностей позволил ускорить закрытие «грязных» электростанций, работающих на угле, мазуте, ядерном топливе. В результате, когда в 2021 году спрос на электроэнергию не просто восстановился, а еще и серьезно вырос по отношению к 2019 году, закрыть дефицит оказалось возможным только за счет резкого роста потребления газа.

ПОТРЕБЛЕНИЕ
ЭЛЕКТРОЭНЕРГИИ
ВОССТАНОВИЛОСЬ
В 2021 ГОДУ

> [Европа](#)

Потребление электроэнергии в мире (млн тонн нефтяного эквивалента)



Источник: Bloomberg

Нестабильный ветер

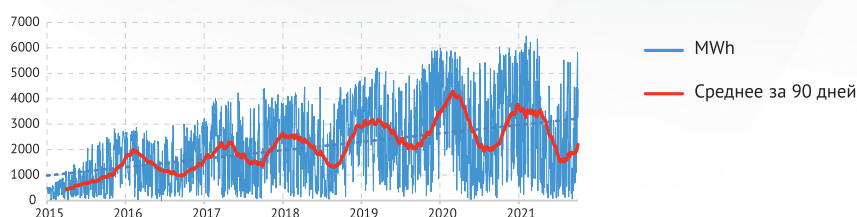
Место закрытых грязных генерирующих мощностей в Европе должны были занять ветряки и солнечные батареи. И действительно, установленная мощность продолжала расти. Но во 2-м полугодии 2021 года установившаяся безветренная погода привела к тому, что ветряки стали производить на 30% меньше, чем рассчитывалось, что означает потери 5% предложения. С ростом доли ВИЭ проблема нестабильных объемов будет увеличиваться.

> [Экономика США](#)

> [Акции США и Европы](#)

С другой стороны, если ветер в 2022 году будет дуть с прежней силой, это может серьезно сократить спрос на газ, что даст возможность ценам прийти в норму. По крайней мере, на какое-то время.

Генерация электроэнергии ветряными электростанциями Германии



Источник: Bloomberg

СРЕДНЕЕ ЗНАЧЕНИЕ
ОБЪЕМОВ ВЕТРЯНОЙ
ГЕНЕРАЦИИ ВО 2-М
ПОЛУГОДИИ 2021 ГОДА
ПРИМЕРНО НА 30%
НИЖЕ ТРЕНДА

Ценовые рекорды на газ могут стать нормой

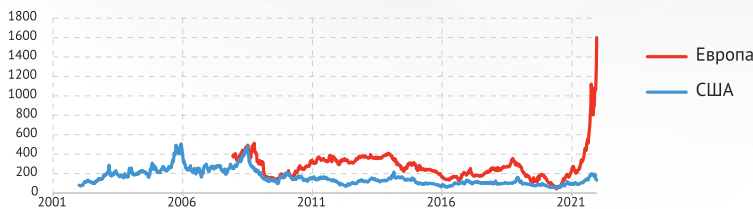
Рост цен на газ в Европе и Азии стал результатом не только увеличения спроса, но и инфраструктурных ограничений. В частности, это касается LNG, где многое упирается в мощности по сжижению и разжижению, а также в имеющийся флот танкеров. В результате мы видим, что на фоне заоблачных цен на газ в Европе и Азии цена на газ в США хотя и выросла, но осталась в целом в рамках обычных сезонных колебаний.

Продолжение роста мировой экономики неизбежно приведет к увеличению спроса на энергоресурсы, что в условиях ограничений предложения и логистики будет способствовать сохранению высоких цен. В 2022 году в случае с ЕС будет работать еще и фактор низких запасов газа, восполнить которые в условиях высоких цен будет довольно проблематично.

На этом фоне должен будет расти спрос и на другие энергоносители, например нефть и даже уголь, что также будет поддерживать их стоимость. Это одна из причин благоприятного прогноза по нефти на 2022 год.

> **Нефть**

Цены на газ в Европе и США (в пересчете на USD / тыс. кубометров)



Источник: Bloomberg

ЦЕНЫ НА ГАЗ В РАЗНЫХ ЧАСТЯХ МИРА МОГУТ ОЧЕНЬ РАЗЛИЧАТЬСЯ ПО ПРИЧИНЕ ОГРАНИЧЕНИЙ ТРАНСПОРТИРОВКИ

Проблемы в промышленности и рост издержек

Рост производственных издержек, связанных с ценами на топливо и электроэнергию, будет негативно сказываться на деловой активности в промышленности. В частности, могут пострадать энергоемкие отрасли, а также производства, использующие природный газ в качестве основного сырья. В том числе это касается производства некоторых видов удобрений, что в дальнейшем скажется и на ценах на сельхозсырье.

Таким образом, инфляционные последствия энергокризиса могут быть очень широкими и довольно продолжительными. А это будет означать повышенные риски и потенциал повышения ключевой ставки ФРС и ЕЦБ, а также других регуляторов из развитых и развивающихся стран.

Не стоит забывать и о непосредственном влиянии дефицита сырья на потенциальные темпы роста мирового ВВП.

> **Отраслевая динамика**

> **Мировая экономика**

ВЫСОКИЕ СЫРЬЕВЫЕ ЦЕНЫ – УГРОЗА ДЛЯ РОСТА ЭКОНОМИКИ

Нефть: ценовые риски ограничены

Управляемый дефицит предложения

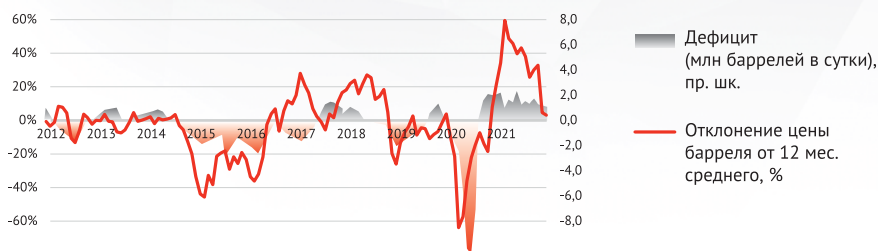
С тех пор как в 2020 году было восстановлено соглашение ОПЕК+, ситуация на рынке нефти развивается по довольно спокойному сценарию. Отставание объемов добычи от объемов потребления обеспечивает сокращение резервов, что уменьшает риски сильной просадки цен. При этом хотя рост цен на нефть в 2021 году оказался выше прогнозов, он не создает проблем для восстановления мировой экономики.

Хотя между участниками ОПЕК+ иногда возникают разногласия, они носят рабочий характер и касаются в основном объемов добычи и прогнозов спроса, никак не влияя на возможность оперативной реакции на ситуацию.

– Ограниченные краткосрочные ценовые риски на рынке нефти.

> [Глобальная экономика](#)

Мировая добыча и потребление нефти, млн баррелей в день



Источник: Bloomberg, расчеты УК «Альфа-Капитал»

РОСТ ДОБЫЧИ ОПЕК+ ОТСТАЕТ ОТ ДИНАМИКИ ПОТРЕБЛЕНИЯ, ЧТО СОКРАЩАЕТ ЗАПАСЫ

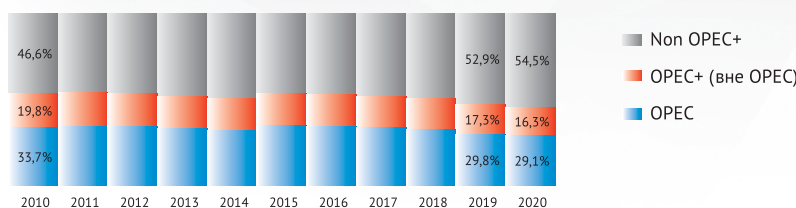
ОПЕК+ отвоевывает рынок

Доля ОПЕК+ по итогам 2020 и 2021 годов ощутимо выросла. В 2021 году этому способствовал быстрый рост спроса при медленном росте добычи в США и других странах, не входящих в ОПЕК+. Но и при ожидаемом замедлении роста потребления в 2022 году доля ОПЕК+ может продолжить расти:

- сокращение резервов позволяет увеличить добычу быстрее потребления;
- добыча вне ОПЕК+ будет расти медленно из-за дефицита инвестиций.

ОПЕК+ В 2022 ГОДУ ПРОДОЛЖИТ УСИЛИВАТЬ ПОЗИЦИИ НА РЫНКЕ

Структура рынка нефти по странам (ОПЕК+ в старом составе)



Источник: Bloomberg, расчеты УК «Альфа-Капитал»

ДОЛЯ ОПЕК+ УВЕЛИЧИВАЕТСЯ, ЧТО СНИЖАЕТ РИСК ПОТЕРИ КОНТРОЛЯ НАД РЫНКОМ

«Зеленая повестка» и дефицит инвестиций в отрасли

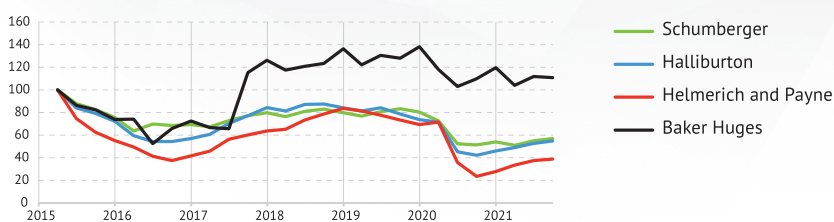
В последние годы нефтяным компаниям в мире становится все сложнее привлечь финансирование. Это связано с тем, что многие фонды, банки и инвестиционные компании стали активно применять соображения экологической повестки при принятии инвестиционных решений. А нефть – это очевидно «неэкологично».

Да и руководство самих компаний, в том числе под давлением акционеров, зачастую предпочитает воздерживаться от инвестиций в увеличение добычи, предпочитая альтернативную энергетику или просто выплаты доходов в виде дивидендов. Это может в итоге привести к дефициту нефти на рынке, который не сможет закрыть ОПЕК+.

Кстати, то, что за последний год потребление поддерживалось снижением запасов, означает, что в период их исчерпания добыча нефти должна будет резко подскочить. Если в этот период ОПЕК+ будет добывать на уровне, близком к своему потенциалу, то мы увидим резкий рост цен на нефть – что-то похожее на рост цен на газ в Европе и Азии осенью 2021 года.

– Риски дефицита нефти в 2022 году.

Выручка крупнейших нефтесервисных компаний (в % к 1 кв. 2015 г.)



Источник: Bloomberg

Прогноз

Базовый сценарий: 75 долларов за баррель Brent. Увеличение спроса на нефть в 2022 году должно замедлиться по мере замедления циклического роста экономики. В то же время и рост предложения будет довольно слабым.

Сценарий новой волны снижения цен на нефть возможен при сценарии вторичной рецессии или новой волны распространения вируса, в этом случае ориентир – 55 долларов за баррель.

Высокие цены на нефть. 100 долларов за баррель и выше возможны при условии значительного роста спроса при ограниченных возможностях увеличения добычи вне ОПЕК+.

> Рубль

«ЗЕЛЕНАЯ ПОВЕСТКА»
ВМЕШИВАЕТСЯ
В НОРМАЛЬНЫЙ
РЫНОЧНЫЙ МЕХАНИЗМ

> Структурный дефицит

СПРОС НА УСЛУГИ
НЕФТЕСЕРВИСНЫХ
КОМПАНИЙ – ОЧЕВИД-
НОЕ ПРОЯВЛЕНИЕ
ПАДЕНИЯ ИНВЕСТИЦИЙ
В НЕФТЯНОЙ ОТРАСЛИ

> Прогноз

> Позитивные сценарии

> Негативные сценарии

Промышленные металлы – в центре внимания

Инфляция сейчас играет против золота

С начала года цена на золото снизилась примерно на 6%. Периодические всплески спроса на защитные активы (новые штаммы вируса, новации регулирования в Китае, признаки замедления экономики) сменялись ростом инфляционных ожиданий и небезосновательными опасениями скорого ужесточения политики ФРС.

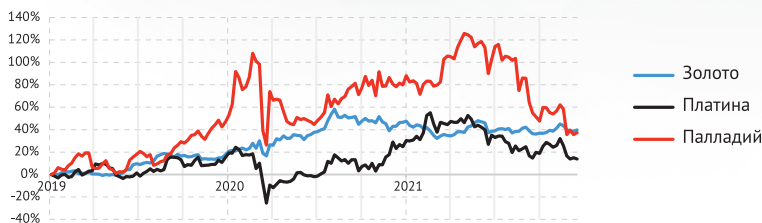
Сократился и инвестиционный спрос на золото, его объемы в физических ETF сократились со 107 млн до 98 млн унций. Спрос со стороны центральных банков частично восстановился, но чистые покупки ими золота пока недотягивают до уровней 2019 года. Пока ситуация на валютных рынках в основном неблагоприятна для накопления резервов странами ЕМ.

– Неблагоприятные условия для роста цен на золото.

СПРОС НА ЗОЛОТО
СО СТОРОНЫ
ИНВЕСТИТОРОВ И
ЦЕНТРАЛЬНЫХ БАНКОВ
ОСТАЕТСЯ СЛАБЫМ

> ФРС

Цены на основные драгоценные металлы
(изменение к 01.01.2018)

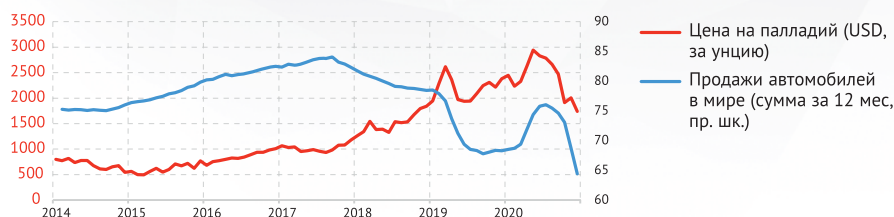


Источник: Bloomberg

Палладий: вопрос к автоиндустрии

Сохраняющийся дефицит полупроводников через спад производства автомобилей привел к снижению спроса на платину и палладий. Например, цена на палладий в конце 2021 года находилась примерно на 50% ниже максимумов начала года, когда производство автомобилей начало показывать признаки жизни.

Производство автомобилей



Источник: Bloomberg

ВОССТАНОВЛЕНИЕ
ЦЕНЫ НА ПАЛЛАДИЙ –
В ПРЯМОЙ
ЗАВИСИМОСТИ
ОТ АВТОИНДУСТРИИ

Промышленные металлы

Несмотря на мощное ралли 2020 года и первой половины 2021-го, рост цен на промышленные металлы продолжился, и в середине октября соответствующий индекс LME обновил исторические максимумы. Данный индекс рассчитывается на основе цен на алюминий, медь, цинк, олово и другие подобные металлы. Спрос на них в условиях форсированного «зеленого перехода» будет расти, поддерживая высокие цены. Особенно это касается алюминия и меди – ключевых металлов, используемых в электроэнергетике. В частности, в распределительных сетях, которые во многих частях мира потребуют серьезной модернизации вслед за ростом потребности в электроэнергии.

Впрочем, цены на сталь в последние месяцы выглядят не так уверенно. Снижение спроса в Китае на фоне проблем в строительной отрасли этой страны и ужесточения экологических норм в преддверии Олимпиады, в Евросоюзе, где промышленность оказалась под давлением высоких цен на природный газ и электроэнергию, привело к резкому снижению цен на прокат и арматуру.

«ЗЕЛЕНАЯ ПОВЕСТКА»
ФОРМИРУЕТ СПРОС
НА СПЕЦИФИЧЕСКИЕ
МЕТАЛЛЫ

Цены на стальную продукцию и индекс LME



Источник: Bloomberg

Прогноз

Базовый прогноз: ориентир цены на золото – 1800 долларов за унцию в 2021 году.

При благоприятном для золота сценарии: 2000 долларов в случае замедления инфляции из-за ослабления конечного спроса либо, наоборот, при ее ускорении на фоне сохранения мягкой политики ФРС.

Снижение цен на золото до 1500 долларов за унцию возможно при жестких мерах ФРС против инфляции.

> [Негативные сценарии](#)

> [Прогноз](#)

> [Позитивные сценарии](#)

Валюты развитых стран. Евро

Сырьевые валюты сохраняют тренд на укрепление

В 2021 году валюты стран с высокой долей сырья в экспорте не показали особо выдающихся результатов, несмотря на благоприятную ценовую конъюнктуру. При этом это «заслуга» второй половины года, когда помимо высоких сырьевых цен стал возникать фактор инфляции и замаячившие перспективы повышения ставки ФРС, что привело к укреплению доллара относительно других валют.

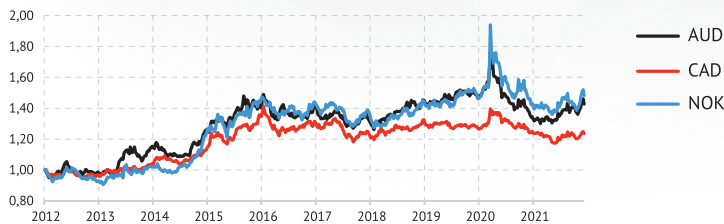
Тем не менее ситуация на сырьевых рынках остается благоприятной, так что в базовом сценарии мы закладываем укрепление сырьевых валют в 2022 году.

СЫРЬЕВЫЕ ВАЛЮТЫ ПОЛНОСТЬЮ ВОССТАНОВИЛИСЬ

> [Нефть](#)

> [Металлы](#)

Сырьевые валюты (единиц валюты за 1 доллар США, 1 = 01.01.2011)



Источник: Bloomberg

Защитные валюты спросом не пользовались

Высокий спрос на рискованные активы в 2021 году, вылившийся в значительный рост фондовых рынков, закономерно негативно сказался на динамике защитных валют. Кроме того, здесь влияние оказало еще и усиление ожиданий повышения ставки ФРС в 2022 году, тогда как от того же банка Японии таких шагов в 2022 году рынок не ждет.

Сингапурский доллар колебался вместе с ценой на золото, то укрепляясь вслед за всплеском интереса к рискованным активам, то откатываясь на очередных словах в заявлениях ФРС, воспринимаемых как ужесточение риторики.

> [Рынок акций](#)

> [ФРС](#)

Защитные валюты (единиц валюты за 1 доллар США, 1 = 01.01.2011)



Источник: Bloomberg

ИНФЛЯЦИОННЫЕ ОЖИДАНИЯ В США В 2021 ГОДУ СПОСОБСТВОВАЛИ УКРЕПЛЕНИЮ ДОЛЛАРА США К ЗАЩИТНЫМ ВАЛЮТАМ

Евро. Под давлением ФРС и ЕЦБ

Евро оказался под сильным давлением во 2-м полугодии 2021 года на фоне ожиданий расхождения траекторий денежно-кредитной политики ФРС и ЕЦБ. Ситуация напоминает 2014–2015 годы, тогда ФРС активно сворачивала стимулы и готовилась к повышению ставок, а ЕЦБ, наоборот, обсуждал меры количественного стимулирования. Сейчас регуляторы расходятся только в скорости ужесточения, но и этого достаточно для ослабления евро.

> [ЕЦБ](#)

> [ФРС](#)

Разница в коротких доходностях гособлигаций и курс евро



Источник: Bloomberg

БУДУЩЕЕ УВЕЛИЧЕНИЕ РАЗНИЦЫ В СТАВКАХ ТРАКТУЕТСЯ КАК ПОВОД ДЛЯ ОСЛАБЛЕНИЯ ЕВРО

Евро. Факторы поддержки

Главный фактор поддержки – профицит по счету текущих операций, который снова превысил 2,5% ВВП. Это, конечно, не может обеспечить укрепление евро, но достаточно, чтобы не пустить его к паритету с долларом США. Евро также не имеет большого потенциала ослабления с позиций реального эффективного курса. В стрессовом варианте он составляет порядка 5%.

Счет текущих операций и реальный эффективный курс евро



Источник: Bloomberg

НИЗКИЙ РЕАЛЬНЫЙ КУРС ЕВРО И ПОЗИТИВНОЕ САЛЬДО ПО СЧЕТУ ТЕКУЩИХ ОПЕРАЦИЙ ОГРАНИЧИВАЮТ ПОТЕНЦИАЛ ОСЛАБЛЕНИЯ

Прогноз

Базовый сценарий: **EUR/USD = 1,12**, значительная часть эффекта расхождения уже отыграна, и в этом цикле оно не будет таким существенным.

Сценарий слабого евро: **EUR/USD = 1,05**.

Сценарий сильного евро: **EUR/USD = 1,25**.

> [Прогноз](#)

Рубль и другие валюты развивающихся стран

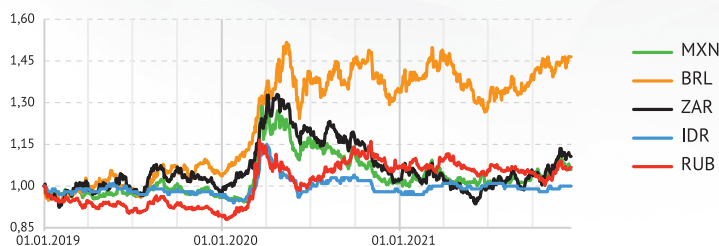
Боковик в условиях санкций

По большому счету весь 2021 год рубль провел в боковике, причем почти вся его волатильность была обусловлена внутри- и внешнеполитическими факторами. Российской валюте пришлось пережить вступление в должность нового президента США и новую волну санкционной риторики, в том числе связанную с внутривнутриполитическими событиями, перипетии «Северного потока – 2», введение санкций в отношении Белоруссии и прочее, чтобы вернуться на те же уровни, с которых он начал год.

Несмотря на санкционное давление на РФ, у рубля есть все возможности для укрепления. В пользу этого говорит состояние платежного баланса, профицит бюджета, резервы, а также более быстрое восстановление экономики. Кроме того, следует отметить возможный рост спроса на российские активы. В акциях российский рынок – это яркая идея «компаний стоимости» и высокой дивидендной доходности, а в рублевых облигациях есть возможность сценария *carry trade*.

– Кстати, по итогам 2021 года российский рубль выглядел лучше многих других валют. Большинство из них по итогам года показали ощутимое ослабление.

Валюты ЕМ (единиц валюты за 1 доллар США, 1 = 01.01.2019)



Источник: Bloomberg

Валюты ЕМ. Пока под давлением

Впрочем, следует отметить, что и валюты других развивающихся стран в основном также не демонстрировали явного укрепления, а некоторые оказались под сильным давлением, источником которого стали проблемы в экономиках и ухудшение суверенных кредитных метрик. Одним из проявлений стало ускорение инфляции и связанная с этим необходимость повышения ставок центральными банками.

На этом фоне турецкая лира (не показана на графике из-за ослабления более чем в 3 раза) стоит особняком. Здесь основная причина – это опасные экономические эксперименты, которые ставит президент Турции.

САНКЦИОННЫЕ РИСКИ НЕ ПОЗВОЛИЛИ РУБЛЮ УКРЕПИТЬСЯ В 1-М ПОЛУГОДИИ 2021 ГОДА

> Экономика РФ

> Рублевые облигации

> Российские акции

> ЦБ РФ

СОСТОЯНИЕ ЭКОНОМИКИ ЕМ ОТРАЖАЕТСЯ НА ДИНАМИКЕ ВАЛЮТ

> Экономика ЕМ

Нормализация курса рубля

Если исходить из сценария нормализации ситуации в экономике и роста интереса к российским активам, то следуют ожидать и как минимум возвращения рубля к фундаментально обоснованным уровням. В качестве ориентира можно взять реальный эффективный курс, рассчитываемый на основе соотношения инфляции в РФ и основных торговых партнеров.

Исходя из этих оценок, можно отметить, что рубль сейчас намного слабее, чем был в среднем за последние 10 или даже 5 лет. Потенциал его укрепления при нормализации ситуации оценивается в 5–10% (расстояние до средних значений). Но нужно учесть еще и то, что эти средние значения искажены высокой санкционной премией, присутствовавшей в курсе большую часть этого времени. Так что снижение влияния санкций означает и увеличение потенциала укрепления рубля.

– **Риски в рубле сейчас асимметричны: потенциал и вероятность укрепления рубля превышает и потенциал, и вероятность его ослабления в обозримой перспективе.**

> Российская экономика

Индексы реального эффективного курса рубля



Источник: Bloomberg

РУБЛЬ НЕДООЦЕНЕН
ПО ПАРИТЕТУ
ПОКУПАТЕЛЬНОЙ
СПОСОБНОСТИ

Прогноз

USD/RUB = 72. Сохранение благоприятной внешней конъюнктуры без критического усиления санкционных рисков.

USD/RUB = 67. При благоприятном для рубля сценарии он может значительно укрепиться. Например, в случае замедления инфляции и возникновения волны *carry trade*.

USD/RUB = 80. Такой курс мы можем увидеть в случае усиления санкционного режима и/или серьезных проблем в мировой экономике. Например, если глобальная коррекция вынудит инвесторов избавляться от рублевых активов. Также риском для рубля остается возможность роста популизма при принятии решений правительством РФ.

> Прогноз

Сценарии и прогноз



4

Базовый сценарий **54**

Пессимистичные сценарии **56**

Оптимистичные сценарии **58**

Макроэкономический прогноз – 2022 **60**

Как и в любом прогнозе, существует бесчисленное множество вариантов развития событий, которые приведут к отклонению фактических показателей от прогнозных. Сочетание разных факторов и вариации во времени их включения и выключения могут приводить к самым разным сочетаниям значений показателей. Поэтому в этом разделе мы не приводим законченные возможные сценарии, а рассматриваем то, как тот или иной фактор или событие может повлиять на прогноз.

Один из наиболее важных вопросов – как будет развиваться ситуация в США и еврозоне. Фаза быстрого восстановительного роста подходит к концу, а с учетом возникших проблем с транспортировкой товаров, дефицитом рабочей силы и структурными изменениями в экономике замедление может оказаться очень резким. Кроме того, остаются проблемы больших бюджетных дефицитов, необходимости сворачивания монетарных стимулов, что в условиях горячих рынков может привести к нежелательным последствиям. А не делать этого уже нельзя из-за ускорения инфляции.

Как и в прошлом году, остается вопрос геополитики, санкций, возвращается тема торговых войн. Но эти факторы могут развиваться как в негативном, так и в позитивном ключе.

Базовый сценарий – 2022

Особенности базового сценария

Базовый сценарий описывает наиболее вероятный, на наш взгляд, ход событий, изменения в экономике и динамику рынков. Указанные в прогнозе данные являются ориентировочными, их задача – обрисовать общее направление развития ситуации. Вероятность полного соответствия фактических данных прогнозу всегда низка.

1. Замедление роста мировой экономики

Хотя в 2022 году мы ожидаем существенного замедления роста мировой экономики вслед за исчерпанием возможностей для быстрого восстановительного роста, на данной стадии цикла еще рано говорить о том, что экономика достигла его пика. Более того, если некоторые страны, например Китай, уже вышли на долгосрочную траекторию роста экономики, то многие развивающиеся страны и страны Европы еще имеют возможности для быстрого восстановления.

Серьезным ограничением возможности роста мировой экономики остаются логистические ограничения. Решение этой проблемы требует времени, поэтому в 2022 году сохранятся затруднения, связанные со сроками и стоимостью транспортировки товаров.

Правда, на этот раз рост экономики не обходится без инфляции, что будет негативно сказываться на динамике долговых инструментов.

- **Позитивная динамика по рынкам акций.**
- **Сохранение высоких цен на сырье и энергоносители.**

2. Сохранение разногласий США с РФ и Китаем

С приходом нового президента внешняя политика США не стала менее агрессивной. Напротив, складывается такое ощущение, что внутренние проблемы заставляли власти США искать темы для отвлечения внимания во внешней политике. Яркими примерами стали сообщения о готовящемся вторжении РФ на Украину, отказ от поездки официальной делегации на Олимпийские игры, которые пройдут в Китае зимой 2022 года, да и целый ряд других действий с разных сторон.

По мере того как острота проблемы COVID-19 начинает спадать, все понемногу возвращается на круги своя: США нужно как-то решать проблему с торговым дисбалансом с Китаем, да и в Европе у США есть значительные интересы. А это значит, что улучшения отношений США с РФ и Китаем ждать не приходится.

- **Сохранение санкционного давления.**
- **Риски новой волны торговых ограничений.**

3. Китай на траектории долгосрочного роста

Китай раньше других столкнулся с коронавирусом, быстрее других вышел из режима жесткого карантина и, соответственно, раньше всех крупных экономик вернулся на свою траекторию долгосрочного роста. При этом замедление относительно доковидных темпов – это не следствие пандемии, а проявление тех же процессов, которые начали тормозить рост задолго до нее. В частности, это демография, уменьшение ресурса урбанизации, исчерпание эффекта низкой базы (Китай – это уже страна со средними доходами, расти за счет дешевой рабочей силы экономика уже не может).

- **Сохранение спроса на сырье.**
- **Вклад в рост мирового ВВП и торговли.**

4. Высокие цены на сырье

Сохранение позитивной динамики ВВП, влияние «зеленой повестки», усиление контроля ОПЕК+ над рынком нефти, рост экономики Китая и Индии – все это факторы, которые будут способствовать сохранению высоких сырьевых цен.

- **Цены на нефть останутся на высоких уровнях.**

5. Неоднородное движение суверенных спредов

В условиях повышения процентных рисков инвесторы будут более внимательно оценивать кредитные риски. Тем более что развивающиеся страны очень по-разному прошли «коронакризис». Некоторые, как Мексика, Россия или Индонезия, смогли удержаться от резкого увеличения расходов и сохранили здоровые макропоказатели и кредитные метрики. Другие, например Бразилия, пустились во все тяжкие, резко увеличив расходы бюджета, и сейчас вынуждены закрывать образовавшиеся дыры. Кто-то, к примеру Турция, проводит опасные эксперименты, а кто-то, как Чили, пускается в популизм. Это будет приводить к большим различиям в отношении инвесторов к активам разных стран.

Избирательный подход при формировании портфелей еврооблигаций.

6. Стабилизация инфляции

Разогрев экономики привел к ускорению инфляции в большом числе стран, что вынудило центральные банки ужесточать денежно-кредитную политику. Циклическое замедление роста мировой экономики и исчерпание эффекта отложенного спроса также должны несколько снизить инфляционное давление. Еще одной причиной замедления инфляции является снижение госрасходов, направленных на поддержку экономики в период «коронакризиса». Например, в США это стало главной причиной роста денежной массы.

- **Ограниченный рост ставок в твердых валютах.**

Пессимистичные сценарии – 2022

Многообразие стресс-сценариев

Из-за разнообразия существующих рисков реализация в разных сочетаниях имеет различное влияние на прогнозные показатели. Единого негативного сценария не существует. Здесь мы приводим варианты развития событий с наиболее существенным влиянием на отклонение от базового прогноза.

Некоторые негативные сценарии для одних активов не являются таковыми для других.

1. Стагфляция

Восстановительный рост в 2021 году оказался лучше ожиданий, но обратной стороной стал рост издержек. Транспортная и логистическая инфраструктуры оказались не готовы к резкому увеличению нагрузки. Кроме того, рост цен на газ в Европе и Азии, перспективы роста цен на нефть, дефицит рабочей силы создают угрозу для продолжения роста мировой экономики. Не говоря уже о больших инфляционных рисках.

Рост базовых ставок, в том числе в долларах и евро, может спровоцировать также волну дефолтов, что приведет к росту суверенных и кредитных премий, в результате произойдет значительное снижение цен на облигации.

- **Снижение на рынках акций, особенно в сегменте акций роста.**
- **Падение рынков облигаций.**

2. Агрессивная внешняя политика США

США не забыли о претензиях к Китаю и при первой возможности напомнили о них. При этом вопрос даже не столько в торговле, сколько в защите интеллектуальной собственности, что отражается, в частности, в серьезных нападках на отдельные китайские IT-компании. Также немаловажен вопрос геополитики и той экономической и политической роли, которую Китай уже давно играет не только в азиатском регионе, но и во всем мире.

Смена администрации США может внести определенные коррективы в стратегию США на этом направлении. Возможно, поменяются формы или способы воздействия на Китай. С учетом сохраняющегося дисбаланса торговли между этими странами, а также с усилением экономики относительно других стран Китая за счет быстрого выхода из «коронакризиса» попытки его сдерживания со стороны США не должны прекратиться.

То же самое касается и России. В данном случае санкционные риски резко возрастут, что скажется и на рубле, и на ценах на российские активы. Это, например, может произойти при серьезной эскалации конфликта на востоке Украины.

- **Ухудшение ожиданий по сырьевым рынкам, рост страновых рисков ЕМ, снижение долгосрочных прогнозов роста экономик и рынков акций.**
- **Риски дестабилизации экономик азиатского региона.**

3. Распад ОПЕК+

Значительные различия между странами, в том числе по желаемому уровню цен на нефть, могут привести к нарастанию противоречий и в итоге к развалу соглашения. Такой риск усилится в случае оживления нефтяного сектора в США, которые могут начать быстро теснить ОПЕК+, возвращая себе потерянную в 2020 году долю рынка.

- **Снижение цен на нефть, ослабление сырьевых валют.**
- **Коррекция на российском рынке акций и корпоративных облигаций.**

4. Энергетический кризис в Европе

Сохранение дефицита газа в Европе и сверхвысокие цены могут привести к серьезному ущербу, включая повреждения коммунального хозяйства, разрушение производственных цепочек, ускорение инфляции в еврозоне. В этом случае пострадает не только сама Европа, но и ее торговые партнеры, в том числе Россия. Также это чревато ухудшением отношений РФ с Западом, новыми санкционными рисками.

- **Ослабление евро.**
- **Давление на цены на российские активы.**

5. Волна дефолтов на развивающихся рынках

Значительное ухудшение кредитных метрик увеличивает вероятность кредитных событий. Есть риск, что одна или несколько стран если и не окажутся в дефолте, то начнут переговоры с держателями долга о реструктуризации. Такой сценарий возможен, если восстановление экономик ЕМ замедлится настолько, что у правительств не окажется возможностей для нормализации госфинансов. Это также увеличит вероятность корпоративных дефолтов.

- **Распродажа еврооблигаций ЕМ, а также локальных облигаций.**
- **Снижение спроса на российские активы.**

6. Инфляционная спираль

Сейчас рынок довольно спокойно смотрит на инфляцию в США и других странах, считая, что регуляторы держат ситуацию под контролем. Да и сами регуляторы эту уверенность активно подпитывают. Кто как ЦБ РФ – ужесточением денежно-кредитной политики, а кто как ФРС – заверениями о том, что инфляция носит временный характер.

Но если наблюдаемый сейчас рост инфляционных ожиданий примет устойчивый характер, это может привести к тому, что и сама инфляция будет гораздо более устойчивой к мерам регуляторов. И это приведет к смене всей рыночной парадигмы.

- **Значительный рост базовых доходностей.**
- **Коррекция на рынках акций.**

Оптимистичные сценарии – 2022

Разные комбинации оптимизма

Единого оптимистичного сценария мы также не приводим ввиду их многообразия в зависимости от сочетания различных факторов. Некоторые сценарии, являясь оптимистичными для одних классов активов, могут не быть таковыми для других.

Следует отметить, что некоторые события являются позитивным сценарием для одних показателей, но негативным для других.

1. Продолжение восстановительного роста

Довольно большая часть людей, лишившихся работы в период «коронакризиса», по разным причинам предпочитают пока оставаться в числе неактивного населения, то есть не ведут активного поиска работы. Тем не менее этот ресурс обычно постепенно включается в процесс в период продолжительного роста экономики и заработных плат. Так что, возможно, уже низкая безработица во многих странах мира не означает, что возможность увеличения занятости себя полностью исчерпала.

Следует отметить, что по мере адаптации рынка труда к структурным изменениям производительность труда также должна расти. А это тоже внесет определенный вклад в рост экономики.

- **Значительный рост рынков акций и сырьевых активов.**
- **Усиление инфляционного давления.**
- **Более быстрый рост ставок в твердых валютах.**

2. Снижение геополитической напряженности

Хуже, чем сейчас отношения между ключевыми странами в мире за последние несколько десятилетий были очень редко. С одной стороны, это создает повышенные геополитические и санкционные риски. С другой стороны, история показывает, что из такого положения может найтись выход и отношения между, казалось бы, непримиримыми конкурентами как-то налаживаются.

- **Улучшение перспектив рынка акций и активов стран ЕМ.**
- **Улучшение динамики сырьевых рынков.**

3. Сырьевое ралли

Если станет понятно, что низкие сырьевые цены оказали действительно разрушительное влияние на инвестиции в отрасли или что предложение не успевает за растущим спросом, может произойти резкий рост цен на

сырьевые активы. Это касается и нефти, и промышленных металлов, и даже, возможно, платины и палладия.

- **Укрепление рубля, снижение доходностей по российским долговым инструментам.**
- **Рост российского рынка акций.**

4. Инвестиционный рост в РФ

Дефицит рабочей силы в РФ на фоне активного спроса в экономике создает мотивацию для инвестиций. При этом хорошие данные о финансовых результатах компаний говорят о том, что у корпоративного сектора есть для этого ресурсы. Так что вполне можем увидеть опережающий рост инвестиций РФ в ВВП.

- **Укрепление рубля, рост цен на российские активы.**
- **Ускорение роста ВВП РФ.**

5. Замедление инфляции

Если окажется, что ФРС все-таки права в оценке ускорения инфляции как переходного явления, то это приведет к корректировке ожиданий по будущей траектории ставок. Также это затронет и ожидания по срокам сворачивания программ количественного смягчения. Это будет означать возвращение парадигмы отсутствия инфляции с соответствующими последствиями для рынков.

- **Усиление ожиданий низких ставок в долларах, компрессия спредов по облигациям развивающихся рынков.**
- **Компрессия кредитных и суверенных спредов.**
- **Волна спроса на «компании роста».**

6. Оживление экономики еврозоны

Коронавирус сильно встряхнул экономику еврозоны, что приведет к серьезным структурным изменениям, которые в нормальных условиях были бы неосуществимы. С учетом большого объема высвободившихся трудовых ресурсов, отказа от бюджетного консерватизма, нулевых ставок и большого объема ликвидности, скорость восстановления экономики может оказаться намного выше, чем это видится сейчас.

- **Опережающий рост европейского рынка акций.**
- **Укрепление евро.**

Макроэкономический прогноз – 2022

Показатель	Базовый прогноз*	min max	Диапазон возможных значений и комментарии к сценариям
Сырьевые рынки			
Нефть Brent	75	55 100	Значительное снижение спроса из-за проблем в экономике Хорошие темпы роста мировой экономики и спроса на нефть при слабом росте добычи
Золото (СМЕ)	1800	1500 2000	Повышение ставок на фоне улучшения макроданных или ускорения инфляции Бегство в защитные активы, мягкая политика ФРС, медленное восстановление экономики
Макропоказатели			
Рост ВВП РФ	3,0%	1,0% 4,0%	Новые волны ограничений, коррекция сырьевых цен, санкции Активное стимулирование роста экономики, инвестиционный сценарий роста
Инфляция РФ	6,0%	5,0% 7,5%	Слабый потребительский спрос, крепкий рубль, ограниченный рост издержек Ослабление рубля, разогрев потребительского спроса, бум кредитования
Ключевая ставка ЦБ РФ	8,0%	7,0% 10,0%	Крепкий рубль и слабый рост потребительского спроса, низкие внешние инфляционные риски Ускорение инфляции, значительное ослабление рубля, рост цен на импорт
Ставка ФРС	1,0%	0,25% 1,50%	Низкие темпы восстановления экономики США Разогрев потребительского спроса, быстрое восстановление экономики США, инфляция
Рынок акций			
Индекс МосБиржи	+15%	-5% +25%	Проблемы в мировой экономике, санкции, ухудшение макроэкономической политики РФ Высокие сырьевые цены, высокие темпы роста экономики РФ и мировой экономики
S&P 500	+7,5%	-5% +15%	Значительное ужесточение монетарной политики, охлаждение экономики США и еврозоны Рост экономики США и Европы, мягкая монетарная политика относительно инфляции
MSCI Emerging Markets	+5%	-10% +20%	Новые эпизоды проблем на развивающихся рынках, негативное отношение к Китаю Улучшение отношения инвесторов к Китаю, хорошие данные по другим экономикам
Рынок облигаций			
Результаты портфелей рублевых облигаций	+11,0%	+0,4% +13,0%	Сохранение высокой инфляции в РФ и жесткой политики ЦБ РФ Замедление инфляции, волна carry trade
Результаты портфелей валютных облигаций	+2,5%	-4,0% +4,5%	Агрессивная риторика и политика ФРС, рост риск-премий Сжатие спредов, замедление инфляции в США
Валюты			
Рубль/доллар	72	67 80	Высокие цены на нефть и металлы, отсутствие новых санкций, волна carry trade в рубле Низкие цены на нефть и металлы, усиление санкций, рост инфляции и ключевой ставки ЦБ РФ
Евро/доллар	1,12	1,05 1,25	Слабая экономика еврозоны, проблемы после Brexit, проблемы в мировой экономике Улучшение показателей еврозоны, ослабление доллара к мировым валютам

* Прогнозы изменения цен и результатов портфелей указаны в абсолютном выражении за весь 2022 год.

Обязательная информация

Информация, изложенная в данном документе, актуальна на 22 декабря 2021 года. ООО УК «Альфа-Капитал» осуществляет инвестиционную деятельность на основании лицензии на осуществление деятельности по управлению ценными бумагами № 077-08158-001000, выдана ФСФР России 30 ноября 2004 года, без ограничения срока действия.

Информация, содержащаяся в данном документе, предназначена исключительно для определенного круга лиц и не имеет целью рекламу, размещение или публичное предложение ценных бумаг, продуктов или услуг или приглашение к подаче заявок на покупку ценных бумаг, продуктов или услуг. ООО УК «Альфа-Капитал» не намеревается предоставлять услуги инвестиционного консультанта через настоящий документ и не делает заверения в том, что ценные бумаги или услуги, описываемые в нем, удовлетворяют требованиям кого-либо из клиентов.

ООО УК «Альфа-Капитал» не утверждает, что приведенная информация или мнения верны или приведены полностью, хотя и базируются на данных, полученных из достоверных источников. Принимая во внимание вышесказанное, не следует использовать данный документ в качестве единственного руководства для принятия самостоятельных инвестиционных решений. ООО УК «Альфа-Капитал» не дает гарантий или заверений и не принимает какой-либо ответственности в отношении финансовых результатов, полученных на основании использования информации, содержащейся в настоящем документе. Информация, данная в настоящем документе, не является исчерпывающей и может быть изменена в любое время без предварительного уведомления. ООО УК «Альфа-Капитал» рекомендует не полагаться на какую-либо содержащуюся в настоящей презентации информацию в процессе принятия инвестиционного решения, которое должно быть основано на исчерпывающей информации. ООО УК «Альфа-Капитал» не несет ответственности за использование данной информации.

Подробную информацию о деятельности ООО УК «Альфа-Капитал» вы можете получить по адресу: 123001, Москва, ул. Садовая-Кудринская, д. 32, стр. 1, телефоны 783-47-83, 8 (800) 200-28-28, а также на сайте ООО УК «Альфа-Капитал» в сети Интернет по адресу www.alfacapital.ru.