

Стратегия-2017

Глобальная экономика и рынки



Прогноз-2017

Показатель	Пессимистичный	Базовый	Оптимистичный	Ссылки на разделы
Сырьевые рынки				
Нефть Brent (среднее по году)	40	55	65	Нефтяной рынок
Золото (конец года)	1100	1250	1400	Металлы
Макропоказатели				
Рост ВВП РФ	0,0%	2,0%	3,0%	Экономика РФ
Инфляция РФ	6,0%	4,5%	4,0%	
Ключевая ставка ЦБ (в скобках – изменение)	9,5% (-0,5%)	8,0% (-2%)	7% (-3%)	
Ставка ФРС	1,5%	1,25%	1,0%	Новая администрация США
Рынок акций				
Индекс ММВБ (изменение к закрытию 2015 года)	-20%	+15%	+30%	Рынок акций
S&P 500 (изменение к закрытию 2015 года)	-15%	0%	15%	Экономика США
MSCI Emerging Markets	-10%	10%	+20%	Стратегия в акциях
Рынок облигаций и депозиты				Глобальная экономика
Доходность рублевых облигационных портфелей	9%	13%	16%	Рынок облигаций
Доходность валютных облигационных портфелей	-3%	6%	9%	
Валютные курсы				
Рубль/доллар (конец года)	75	65,0	60,0	Валютный рынок
Евро/доллар (конец года)	1,0	1,15	1,2	
				Оптимистичные сценарии
				Пессимистичные сценарии

Источник: оценки УК «Альфа-Капитал»

Экономика

В этом году рост глобальной экономики снова оказался ниже исторических средних значений, даже несмотря на явное улучшение динамики многих развивающихся рынков. Причина скорее не столько в структурных проблемах экономик или недостатке стимулов, сколько в изменении базовых фундаментальных условий. Высокий уровень долга, ухудшение демографической ситуации, а также исчерпание потенциала интенсификации глобальной торговли привели к тому, что потенциальные темпы роста экономики снизились, и с этим, к сожалению, лучше смириться.

Основной риск снижения потенциальных темпов роста глобального ВВП исходит не столько от самой экономики, сколько от политиков и регуляторов, которые ставят завышенные цели, что в итоге зачастую приводит к тому, что стимулирование продолжается дольше, чем необходимо, а окно возможностей нормализации той же денежно-кредитной политики оказывается упущенным. Это мы видим, например, в случае США.

Для рынков активов это также приводит к потере ориентиров. Например, год назад ФРС ожидала четыре повышения ставки в течение 2016 года, но провела всего одно, и то в декабре, когда не повысить ставку было просто неприлично. И последние заявления вызывают чувство дежавю. Опять ФРС обещает ускорить движение в сторону нормализации денежно-кредитной политики, кивая в этот раз на обещания Дональда Трампа, выполнение которых, на наш взгляд, под большим вопросом с учетом особенностей текущей ситуации в экономике.

Европейская экономика также формально не дает поводов для ужесточения денежно-кредитной политики ЕЦБ, если не принимать во внимание, что, несмотря на скромные достижения, этот регион находится в целом на растущей стадии делового цикла. Но этому есть разумное объяснение. Экономики отдельных стран находятся в разном состоянии: если одни подают признаки перегрева, то многие по-прежнему зависят от низких ставок. И ЕЦБ будет считаться прежде всего с потребностями «слабых звеньев». А это означает сохранение низких ставок и низких доходностей по инструментам в евро.

Действия правительств и центральных банков развивающихся рынков в этом году выглядели в целом более осмысленными. Помимо России, где жесткая политика ЦБ и адекватная макроэкономическая политика обеспечили высокую степень устойчивости к падению цен на нефть, в Бразилии смена правительства привела к улучшению отношения инвесторов к экономической политике.

Даже в Китае правительству и регуляторам пока удастся успешно противостоять проблемам в экономике и на финансовых рынках, перенаправляя «горячие» внутренние инвестиционные потоки из одних сегментов экономики в другие. В этот раз в фокусе оказался рынок недвижимости, что дает правительству возможность поддержать высокие темпы роста экономики в 2017 году.

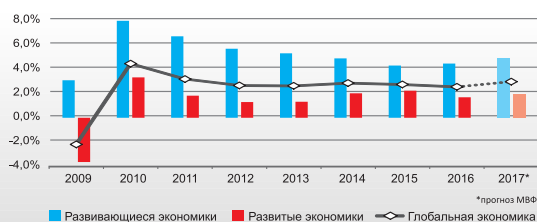
Самый большой вопрос – как все-таки будут вести себя правительства и регуляторы? Опыт последних лет показывает, что страны с адекватной макроэкономической и монетарной политикой смогли достойно пройти тяжелые периоды. Но большой вопрос в том, как регуляторы смогут провести экономику через хорошие периоды. Тот же ЕЦБ, или ФРС, или даже Банк Англии, и даже Народный банк Китая оказались в ситуации, когда нужно не столько спасать экономику, сколько делать все, чтобы отсрочить наступление рецессии.

Глобальная экономика. Системное замедление

Ожидания улучшения

Прогноз МВФ на 2017 г. очень напоминает прогноз годичной давности на 2016 г. В особенности тем, что снова повторяется следующая логика: замедление роста ВВП в предыдущие годы обернется его ускорением в следующем. Причинами ускорения называются как программы стимулирования, так и решение накопленных проблем, увеличение инвестиций и т.п. При этом из года в год уделяется слишком мало внимания фундаментальным факторам замедления роста глобального ВВП, которые в последние годы сильно ограничили потенциальные темпы роста глобального ВВП. Среди них мы выделяем 1) высокую долговую нагрузку, 2) ухудшение демографии и 3) фактор мировой торговли. Не говоря уже об ограничениях роста крупнейших экономик.

Динамика глобального ВВП и прогноз МВФ



Источник: МВФ

Долг

Наращивание госрасходов или сокращение налогов – это один из способов стимулирования экономики в периоды рецессии. Но также правительство должно и изымать стимулы в периоды бума, сокращая долг.

В последние десятилетия отношение долга к ВВП имело четкую тенденцию к росту. Правительства не изымали стимулы после завершения рецессий, что **увеличивало средние темпы роста ВВП**.

В результате долговая нагрузка крупнейших экономик достигла уровня, превышать который опасно, так как это повысит частоту долговых кризисов, что негативно скажется на темпах роста глобального ВВП.

Если же долг не будет расти, то это тоже замедлит рост мировой экономики.

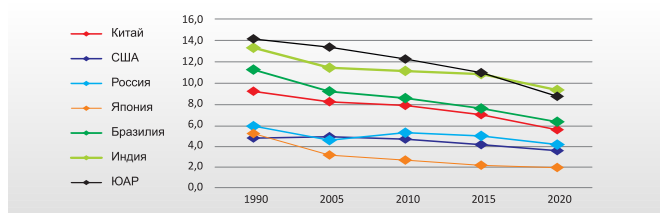
- **Переход к фискальному стимулированию роста маловероятен (см. Экономика США)**
- **В случае рецессии страны будут в большей степени полагаться на монетарные стимулы**
- **Страны с низким уровнем долга могут расти опережающими темпами (см. Развивающиеся экономики)**

Демография

Замедление роста глобальной экономики обусловлено падением темпа роста трудоспособного населения, при увеличении нагрузки на него. Все страны в той или иной степени сейчас испытывают ухудшение демографической картины, и прогноз неблагоприятный. Экономике будут не только испытывать дефицит рабочей силы, но еще и придется больше перераспределять от работающих к пенсионерам, ухудшая мотивацию работающих.

- **Устойчивые темпы роста ВВП на уровне последних десятилетий недостижимы**
- **Опережающий рост ВВП в странах с благоприятной демографией**

Население в трудоспособном возрасте / пенсионеры



Источник: <http://populationpyramid.net>

Мировая торговля

Рост мировой торговли – это еще одна причина быстрого роста глобальной экономики в последние десятилетия. Торговля – это следствие специализации стран, и рост торговли повышает эффективность экономик, то есть увеличение доли торговли в ВВП ускоряет его рост.

Этот фактор себя исчерпал. Замедление роста торговли до темпов роста ВВП связано как с естественными ограничениями (доля торговли в ВВП не может быть бесконечно большой), так и с волной протекционизма.

- **Замедление потенциальных темпов роста всех экономик, интегрированных в мировую торговлю**
- **Риск усиления протекционизма**

Мировая торговля в % от глобального ВВП



Источник: IMF, World Bank, расчеты УК «Альфа-Капитал»

[К таблице с прогнозом](#)



Экономика США. Пик делового цикла

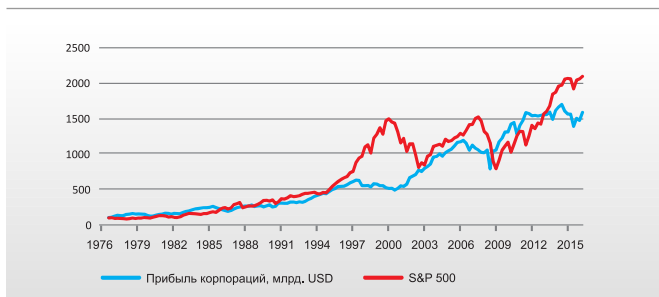
Экономика на пике цикла

Фраза «хорошее состояние экономики» сама по себе не критерий инвестиционной привлекательности. Для цен акций или облигаций динамика безработицы или ВВП вторичны по отношению к ожидаемым прибылям компаний или процентным ставкам.

Сейчас состояние экономики США хорошее, если не сказать отличное. Безработица низкая, ВВП растет, причем быстро, доходы населения растут еще быстрее. Но в этом и проблема. Прибыли компаний перестали расти, так как рост выручки не перекрывает увеличения расходов на рабочую силу, а усиление инфляционного давления из-за увеличения потребительского спроса увеличивает инфляционные ожидания, провоцируя ответную реакцию ФРС в виде ужесточения денежно-кредитной политики.

● Ограниченные перспективы роста индексов акций США (см. Рынок акций)

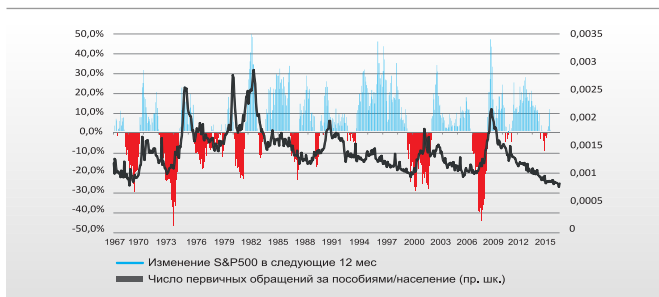
Прибыль компаний США и индекс S&P 500



Источник: Bloomberg

Помимо прибылей и состояния рынка труда беспокойство вызывает и состояние компонент ВВП. Рост общего объема инвестиций по итогам II и III кв. 2016 г. по отношению к прошлому году оказался отрицательным, а в III кв. впервые с 2010 г. в минусе оказались инвестиции в основной капитал. Это сигналы о том, что рост ВВП в обозримой перспективе будет замедляться.

Безработица и результаты рынка акций



Источник: Bloomberg, расчеты УК «Альфа-Капитал»

Особенности момента

В этот раз к верхней точке делового цикла экономика США подошла с рекордно низким уровнем процентных ставок, высоким уровнем госдолга, а также довольно высоким дефицитом бюджета.

В случае рецессии возможности стимулирования экономики за счет увеличения расходов будут ограничены. Значит, единственным реальным рычагом будет монетарная политика: снижение ставок и, возможно, перезапуск количественного смягчения.

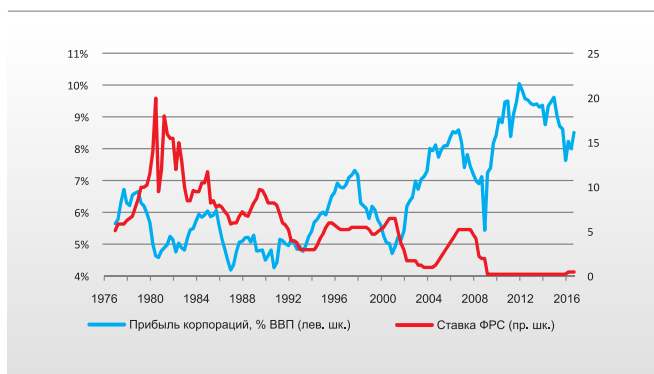
С учетом того что ФРС фактически упустила окно возможностей для повышения ставок на растущей стадии делового цикла, пространство для маневра ставками у регулятора ограничено. Это означает две вещи:

- 1) ФРС может в 2017 г. попытаться поднять ставки, чтобы создать пространство для их последующего снижения;
- 2) повышение вероятности перезапуска программы количественного смягчения.

● Риски давления на доллар, разворот позиций, сформированных против евро на идее расхождения направлений денежно-кредитной политики (см. Валютный рынок)

● Возобновление тренда на снижение доходностей казначейских облигаций (см. Рынок облигаций)

Ключевая ставка ФРС и прибыль компаний в % ВВП



Источник: Bloomberg

Исторически хорошее состояние экономики США часто предшествовало сильным коррекциям на рынке акций. Например, при низких уровнях безработицы динамика S&P 500 в следующие 12 месяцев была существенно хуже, чем после периодов с высокими уровнями безработицы. Это связано с тем, что лучшее время для инвестирования – на дне рецессии, а худшее – на пике делового цикла.

[К таблице с прогнозом](#)



Д. Трамп: обещания против реальности

Новый президент. Что это меняет?

Главным событием года для США стала победа Д. Трампа на выборах президента. Его предвыборные обещания включают в себя снижение налоговой нагрузки, увеличение расходов на инфраструктуру и оборону, упрощение регулирования, реформы в области здравоохранения и многое другое.

Зачастую высказывается мнение, что Трамп может сотворить с США нечто похожее на то, что удалось другому известному республиканцу, Рональду Рейгану. При этом упускается из виду, что условия, в которых оказались эти президенты, кардинально отличаются.

Таблица. Стартовые условия Рейган VS Трамп

	Рейган (1981)	Трамп (2017)
Инфляция	12-13%	1,6%
Безработица	8-10%	4,6%
Ставка ФРС	10-15%	0,75%
Трудоспособное население	+1,8% в год	+0,8% в год
Госдолг/ВВП	31%	105%
Стадия делового цикла	Кризис	Пик цикла

● Сложившиеся экономические условия сильно ограничивают возможности нового президента

В первую очередь большое сомнение вызывает возможность увеличения дефицита бюджета США. Исторические данные показывают, что в США дефицит бюджета четко коррелирует с уровнем безработицы – самым надежным индикатором состояния экономики. Сейчас и то и другое на минимумах.

Проблема в том, что при низкой безработице попытки стимулировать экономику приведут к росту инфляции, но не смогут существенно повлиять на ВВП. Зато ускоренное ужесточение политики ФРС приведет к просадке экономических показателей, сведя на нет фискальные стимулы.

Если к этому добавить увеличение потребности в заимствованиях, а также и без того высокий уровень госдолга США, получается, что фискальное стимулирование может не только спровоцировать рецессию, но и сильно увеличить долговую нагрузку на бюджет.

● **Вероятнее всего, фискальное стимулирование будет отложено до того времени, пока экономика не станет проявлять признаки рецессии, рынок переоценивает инфляционные риски (см. Экономика США)**

● **Высокая цена ошибки при принятии решений**

Ожидания рынка и возможные сценарии

Усиление инфляционных ожиданий после победы Д. Трампа привело к пересмотру рынком ожиданий действий ФРС в сторону более масштабного повышения ставок в 2017–2018 гг. Идея в том, что обещанное увеличение расходов приведет к ускорению инфляции, что не останется без ответа регулятора. В результате резко выросли доходности казначейских облигаций.

При этом рынок обошел вниманием соображение о том, что сценарий ускорения инфляции предполагает запуск фискальных стимулов на пике делового цикла (см. Экономика США), что в лучшем случае приведет к некоторому улучшению макроэкономических показателей на коротком горизонте, но с учетом ответной реакции ФРС ускорит наступление рецессии.

В результате к рецессии правительство США подойдет с высоким дефицитом бюджета и еще увеличенным долгом, что свяжет руки в вопросах антикризисных мер.

Если новая администрация будет думать стратегически, то ей придется отказаться от многих предвыборных обещаний, особенно связанных с увеличением дефицита бюджета. Как следствие, мы увидим пересмотр ожиданий по инфляции США и, естественно, по темпам повышения ставки ФРС.

При этом ничто не мешает новой администрации проводить структурные реформы: например, смягчать регулирование в различных отраслях или упрощать систему налогообложения. Хотя эти меры не окажут быстрого воздействия на экономику в целом, для отдельных отраслей это станет мощной инвестиционной идеей.

- **Возможности повышения ставок ограничены**
- **Сильный рост доходностей казначейских облигаций, а также движения в других активах носят спекулятивный характер (см. Рынок облигаций, Металлы)**
- **Отдельные сегменты рынка акций США сохраняют привлекательность (см. Рынок акций)**

Безработица и дефицит бюджета США



Источник: Bloomberg

[К таблице с прогнозом](#)



Европа: асинхронное развитие

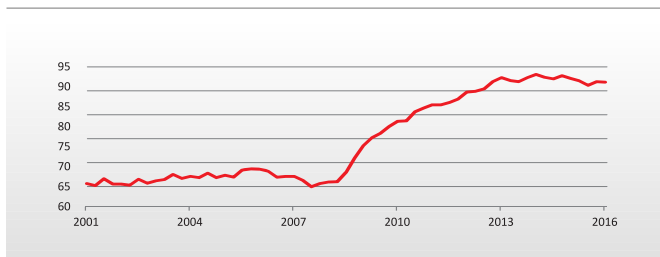
Общее улучшение

Несмотря на ряд неожиданных и неприятных для региона событий, в 2016 г. европейская экономика показала достойные результаты. ВВП Евросоюза вырос на 1,8%, что лишь немногим меньше 2,3% годом ранее, снижались безработица, бюджетный дефицит и даже долговая нагрузка (как отношение госдолга к ВВП). Высокий уровень безработицы и снижение потребности в сокращении бюджетных дефицитов позволяют ВВП еврозоны продолжить рост.

Но улучшение состояния экономики еврозоны – также и результат слабого евро ([см. Валютный рынок](#)), обеспечившего рекордное сальдо по счету текущих операций. Если евро перестанет слабеть, то это негативно скажется на росте.

- Рост ВВП в пределах уровней предыдущих лет
- Низкая вероятность ужесточения политики ЕЦБ

Суммарный госдолг стран еврозоны, в % к ВВП



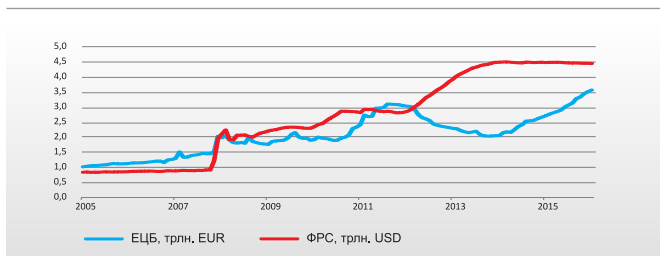
Источник: Bloomberg

ЕЦБ: евро и потребности слабых стран

С учетом слабости экономик отдельных стран еврозоны, а также той поддержки, которую дает слабый евро экономике еврозоны в целом, ЕЦБ не будет прилагать усилия к нормализации денежно-кредитной политики.

- Ставки в евро останутся низкими

Балансы центральных банков (покупка активов => рост баланса)



Источник: Bloomberg

Развитие вразнобой

Еврозона по-прежнему представляет собой разнородное по состоянию экономик сообщество. При этом страны отличаются не только по уровню развития, но и по **стадиям делового цикла**. С одной стороны, разнородность еврозоны обеспечивает более гладкую динамику общих экономических показателей. Но с другой стороны, любые действия ЕЦБ несут риск.

В качестве иллюстрации можно взглянуть на четыре крупнейшие экономики еврозоны:

Германия. Ближе всех к верхней точке делового цикла. Безработица самая низкая с 90-х годов прошлого века, число вакансий, наоборот, на максимумах. Но сильно замедлился рост производительности труда, притом что рост зарплатных плат, наоборот, ускорился. Определенное беспокойство вызывает ухудшение показателей инвестиционной активности, что может указывать на то, что компании уже ощущают рост расходов на оплату труда и усиление конкуренции.

- Самое время для изъятия стимулов, чтобы избежать перегрева

Франция. Не сумела улучшить свое состояние после кризиса 2008 г. Безработица с тех пор выросла, рост ВВП колебался в районе 0–0,5%. Рост промпроизводства в 2016 г. ушел в минус, и это при том, что загрузка мощностей растет. Эти симптомы лучше всего соотносятся с рецессией, но вызвана она, по всей видимости, структурными проблемами в экономике.

- Требуется стимулирование экономики, не говоря уже об экономических реформах

Италия. Близкие к нулю темпы роста ВВП и промышленного производства. При этом высокая долговая нагрузка (более 135% ВВП) и сохранение дефицита бюджета, а также очень серьезные проблемы с качеством активов банков.

- Ужесточение денежно-кредитной политики ЕЦБ может спровоцировать финансовый кризис

Испания. Одна из немногих проблемных экономик еврозоны, где наблюдается ускорение роста ВВП, ощутимое снижение безработицы. Дефицит бюджета, хотя и высокий, сокращается, а долговая нагрузка стабилизировалась. Можно сказать, что Испания находится на ранней стадии восстановления.

- Возможно осторожное уменьшение стимулирования

Если ЕЦБ будет ориентироваться на «слабые звенья» экономики еврозоны, то ему придется сохранять программу выкупа активов, не говоря уже о сохранении низких ставок. Для евро это означает ограниченный потенциал укрепления даже при благоприятном сценарии ([см. Валютный рынок](#)).

[К таблице с прогнозом](#)

Китай: рост любой ценой

Стимулы и еще раз стимулы

Власти Китая пытаются удержать высокие темпы роста, применяя весь спектр мер, включая как фискальные, так и монетарные. Но с каждым годом удерживать высокие темпы роста становится все труднее.

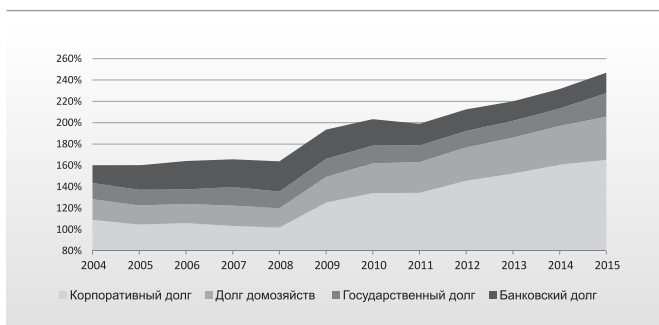
В течение 2017 г. мы, скорее всего, увидим расширение фискальных стимулов, при (в лучшем случае) небольшом снижении ставки Народного банка Китая. Монетарные стимулы привели к образованию пузырей на финансовых рынках (пример – взлет и падение Shanghai Composite в 2015 г.), поэтому рассчитывать придется на фискальные стимулы.

Вариантов не так много. На фоне роста стоимости труда, который снизил привлекательность переноса производственных мощностей в Китай (чистые прямые инвестиции ушли в минус), а также ухудшения счета текущих операций остаются внутренние источники роста. А их можно поддержать, например, смягчением налогового режима, не говоря уже о привычных инвестициях в инфраструктуру.

Между тем такой подход будет означать увеличение долговой нагрузки, которая и без того достигла высоких уровней, которые, по некоторым оценкам, уже угрожают финансовой устойчивости.

- Сохранение режима стимулирования
- Накопление рисков

Государственный и корпоративный долг Китая



Источник: оценки УК «Альфа-Капитал», Bloomberg

В 2017 г. главными проблемами для Китая могут стать «болезни», накопленные в период быстрого роста. Среди них – низкая эффективность инвестиций, доля которых достигает 40% ВВП, потеря позиций на внешних рынках, причем как по причине роста уровня оплаты труда, так и из-за возможных мер протекционизма со стороны США. Наконец, увеличение размера долга, являвшегося для Китая одним из источников роста (как и для [Глобальной экономики](#)), себя, возможно, исчерпало.

Рынок недвижимости – снова опора

Оживление на рынке недвижимости в Китае в 2016 г. стало неожиданностью с учетом большого числа публикаций в последние годы об опасности его обвала.

Цены росли в городах первого уровня, таких как Пекин, Шанхай, Гуанчжоу и Шэньчжэнь. Ужесточение контроля за движением капитала, сузившего возможности инвесторов, разочарование в фондовом рынке (пузырь 2015 г.), сомнения в надежности банков и дешевое фондирование заставили инвесторов снова обратить внимание на недвижимость.

При этом на рост спроса строительство отреагировало с задержкой, что привело к дефициту, который быстро вызвал рост цен.

- Внутренние инвесторы Китая продолжают ходить по кругу, перебирая один за другим варианты инвестиций
- В текущий момент спрос на недвижимость может поддержать рост ВВП Китая

Продажи недвижимости и строительство



Источник: оценки УК «Альфа-Капитал», Bloomberg

Скорее всего, увеличение спроса на недвижимость будет использовано властями для стимулирования экономики – например, через меры поддержки строительных компаний. В этом случае активность в строительстве будет расти особенно быстро, провоцируя спрос на промышленные металлы ([см. Металлы](#)).

- Увеличение спроса на металлы

[К таблице с прогнозом](#)



Развивающиеся экономики

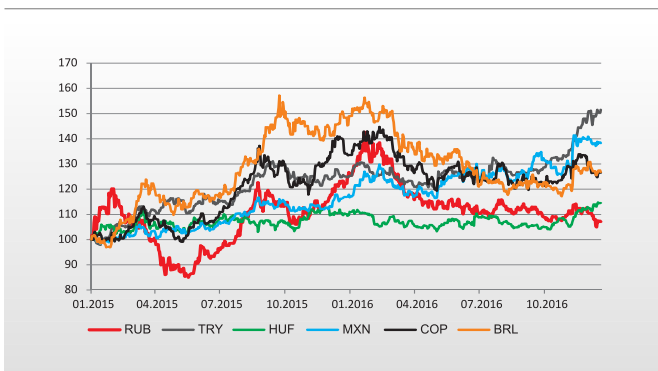
Снижение валютных рисков

Наиболее заметным трендом в развивающихся странах был рост заимствований в локальных валютах и погашение валютных долгов. Околонулевые доходности по госбумагам развитых стран вынудили глобальных инвесторов брать на себя больше рисков в поисках положительных реальных доходностей.

Министерства финансов некоторых стран воспользовались этой возможностью. Например, российское правительство наращивало заимствования через ОФЗ, Венгрия за счет сокращения ЗВР на 20% гасила валютные долги и размещала облигации в форинтах суммарно на 5,4 млрд долл. в 2016 г.

Это особенно важно с той точки зрения, что за последние годы страны массово отказывались от регулирования валютных курсов, что вызвало рост волатильности и валютных рисков.

Динамика валют развивающихся стран



Источник: оценки УК «Альфа-Капитал», IMF, Bloomberg

Внутренние источники роста

Ориентированность на экспорт добавляет рисков стабильности, особенно при замедлении глобальной экономики. Судя по реформам и действиям правительств многих развивающихся экономик, сформировалась тенденция на сокращение левереджа, поиск внутренних источников роста, к примеру импортозамещения.

Реализация глобальных рисков откладывается, что создает окно возможностей для подготовки экономик к кризисным ситуациям.

- **Снижение валютных рисков не позволит сильно просесть экономикам развивающихся стран**
- **Качественный переход на внутренние источники роста будет находить отражение в улучшении счета текущих операций**

Особенности отдельных стран

Различия в кредитном качестве развивающихся экономик на данный момент очень существенные. Как и прогнозы по основным суверенным заемщикам. Источниками различий являются как состояние экономик, так и политические процессы, а также отношения с основными торговыми партнерами.

Больше всего нам нравятся:

Россия, которая выходит на положительные темпы роста ([см. Экономика РФ](#)) и где размер золотовалютных резервов покрывает весь валютный долг.

Венгрия с ее бюджетной и долговой дисциплиной. Занятое ей место в цепочке создания добавленной стоимости обеспечивает большой профицит по счету текущих операций и низкие риски обслуживания долга. Основным торговым партнер, Германия, является лидером по экономическому развитию в Европе ([см. Европейская экономика](#)).

Бразилия, где новое правительство имеет шансы выгнать экономику из рецессии, продолжающейся два с половиной года. А незначительная доля валютного долга в общем его объеме означает низкие кредитные риски.

Перу. Политика ЦБ и фискальные стимулы позволили этой экономике легко перенести снижение сырьевых цен. Несмотря на рост госдолга и дефицита бюджета, кредитные метрики остались на комфортных уровнях.

У нас вызывают вопросы:

Мексика с ее тесными экономическими связями с США, которые в случае циклического спада в США ([см. Экономика США](#)) приведут к ухудшению и без того неважного счета текущих операций. Дополнительный риск исходит и от предвыборных обещаний Трампа.

Индонезия, которая пытается уменьшить влияние Китая на ее экономику. Власти наращивают инфраструктурные расходы, вводят и налоговую амнистию для несырьевых секторов, что создает риски для бюджета.

Нам НЕ нравятся:

Колумбия, где в условиях низких цен на нефть правительство вынуждено наращивать заимствования для поддержки роста экономики. Высокая доля валютных долгов и ухудшение кредитных метрик грозят потерей рейтингов инвестиционного уровня.

Турция. Политические риски уже начали сказываться на экономике (рост ВВП ушел в отрицательную зону), а впереди еще референдум по расширению полномочий президента. Восстановление цен на нефть ухудшит и без того негативный счет текущих операций, а с учетом высокой доли долга в иностранной валюте это грозит снижением рейтингов.

[К таблице с прогнозом](#)



Экономика РФ: возобновление роста

Отложенный отскок

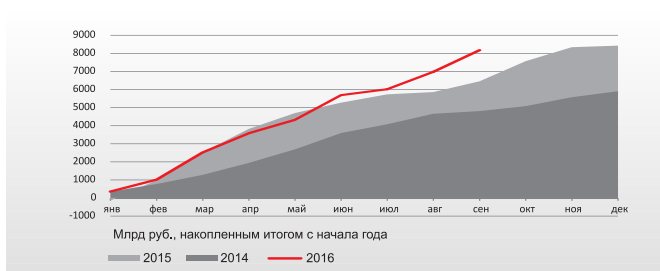
Экономика РФ в 2016 г. продолжила сокращаться, ВВП снизился на 0,6%. Улучшения показателей промпроизводства и инвестиций, а также стабилизации реальных заработных плат оказалось недостаточно для обеспечения роста экономики.

Это не отменяет позитивных процессов в экономике:

- продолжение роста прибылей компаний, причем несмотря на укрепление рубля в этом году;
- замедление инфляции, которое приведет к снижению ставок и росту реальных доходов;
- рост инвестиций в запасы, т.е. компании оптимистично оценивают будущие перспективы, о том же говорит и рост индексов PMI;
- отсутствие изменений в подходах к макроэкономической и монетарной политике.

- **Высокая вероятность возобновления роста экономики в 2017 г.**

Финансовый результат российских компаний



Источник: Росстат

Нефть как фактор роста ВВП

Рост цен на нефть ([см. Нефтяной рынок](#)) означает увеличение доходов бюджета и, как следствие, размораживание отложенных бюджетных расходов, что должно поддержать внутренний спрос.

Кроме того, рост валютных поступлений от экспорта нефти и промышленных металлов ([см. Металлы](#)) позволит наращивать импорт без сильного воздействия на курс. Это благоприятно скажется на внутреннем потреблении и инвестициях, что поддержит рост ВВП.

В выигрыше будут компании розничной торговли, а также экспортеры, которые будут выигрывать от того, что рубль будет отставать от роста цен на сырье из-за роста импорта ([см. Рынок акций](#)).

Инфляция и действия ЦБ

Как показал 2016 г., ЦБ успешно справляется с задачей снижения инфляции. По итогам года она составила 5,7% и с высокой вероятностью замедлится до 4–5% в 2017 г. Но помимо перспектив улучшения условий кредитования компаний замедление инфляции должно позитивно сказаться на покупательной способности населения.

А это означает рост потребительского спроса и, соответственно, ВВП.

Правда, рост потребительского спроса сам по себе провоцирует рост цен, поэтому ЦБ придется сохранять жесткую монетарную политику. Поэтому вряд ли снижение ставки превысит 200 б.п.

Инфляция и ключевая ставка ЦБ



Источник: ЦБ РФ

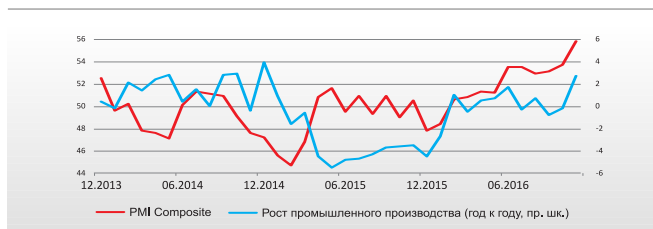
Признаки оживления

В последние месяцы экономика РФ стала показывать явные признаки оживления:

- рост реальных зарплат стабилизировался около 2%;
- промышленное производство в ноябре подскочило на 2,7% к уровню прошлого года;
- индекс PMI Composite на 2-летних максимумах;
- ускорение роста импорта.

- **Признаки оживления затрагивают как потребление, так и производственную активность**
- **Вероятен рост ВВП по итогам I кв. 2017 г.**

Индекс PMI и рост промышленного производства РФ



Источник: Росстат, Bloomberg

[К таблице с прогнозом](#)

РЫНКИ

С учетом нашего умеренно оптимистичного взгляда на глобальную экономику в 2017 г., многие классы активов имеют высокую инвестиционную привлекательность. Например, мы ожидаем продолжения восстановления цен на нефть, а также промышленные металлы. Правда, для рынка нефти мы видим высокие риски возникновения избытка предложения во втором полугодии.

В целом неплохо должны будут смотреться индексы акций развивающихся рынков, среди которых мы выделяем российский, который выглядит дешевле аналогов как по мультипликаторам, так и по отношению к средним историческим значениям. Кроме того, на российском рынке есть интересные внутренние идеи: например, компании потребительского сектора, а также экспортеры.

А вот с развитыми рынками все не так просто. Ралли на рынке США после победы Трампа выглядит не слишком оправданным с учетом ограничений на реализацию его предвыборных обещаний со стороны экономики, хотя некоторые отрасли и могут выиграть от обещанного смягчения регулирования. Европейские же компании, с учетом высокой степени неоднородности состояния экономик региона, интересны в первую очередь как точечные идеи.

Ситуация на рынке облигаций несколько усложнилась. С одной стороны, коррекция после выборов в США дает возможности для покупок по привлекательным ценам, но с другой – следует внимательно оценивать кредитные риски развивающихся стран. Скорее всего, из-за увеличения рисков, связанных с базовыми ставками (доходностью казначейских облигаций), инвесторы будут более избирательно подходить к риску развивающихся рынков.

Российский рынок валютного долга, выглядевший наиболее интересным год назад, был «выкуплен». И даже дефицит нового предложения уже не способен обеспечить результаты инвестирования, хотя бы близкие к тем, что были достигнуты в 2016 г., причем просто исходя из уже достигнутых уровней рыночной доходности инструментов. При этом интересным вариантом остаются рублевые инструменты, где сохранилась актуальность идеи долгосрочного снижения ставок, а с учетом ожиданий стабильного или даже укрепляющегося рубля облигации, номинированные в нем, подходят даже при валютной целевой экспозиции портфеля.



Рынок нефти

Адаптация нефтяной отрасли США

Нефтедобывающие компании США довольно успешно приспосабливались к изменениям условий на рынке в 2014–2016 гг. В ответ на падение цен на нефть с уровней 100 долл. за баррель были снижены капитальные и операционные расходы, активизировалось хеджирование, защитившее от колебаний цен на нефть.

Но операционные издержки в целом по отрасли все равно превышают выручку, что понемногу выдавливает компании из бизнеса, добыча падает. Поэтому соглашение ОПЕК стало подарком для американской нефтедобывающей отрасли: за рост цен на нефть они не должны расплачиваться ограничениями по добыче.

- Сокращение добычи в США замедлится
- С учетом других добывающих стран результат соглашения ОПЕК будет слабее ожидавшегося.

Издержки американских нефтедобывающих компаний

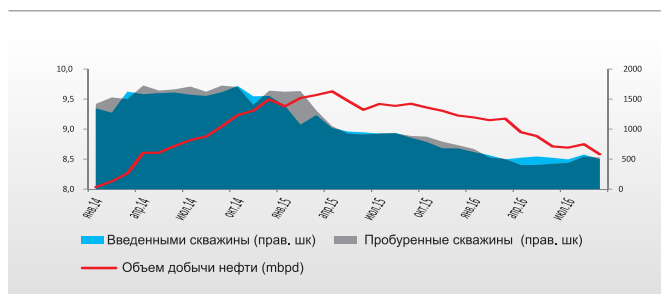


Буровая активность и резервы

Несмотря на слабую буровую активность, добывающие мощности в США могут быть быстро восполнены за счет законсервированных скважин. Добыча в США может быстро вырасти в ответ на рост цен нефти.

- Устойчивый рост цен на нефть ограничен 60–65 долл. за баррель

Буровая активность и добыча в США



Не только рост, но и волатильность

Соглашение об ограничении добычи, достигнутое ОПЕК и поддержанное некоторыми странами, не входящими в эту организацию, окажет влияние не только на уровень цен на нефть, но и на их траекторию.

Самое сильное влияние на баланс спроса и предложения соглашение должно оказать ближе к концу I кв. 2017 г.

Все-таки выполнение соглашения должно занять какое-то время, да и объем накопленных запасов в хранилищах позволит какое-то время демпфировать выпадающее предложение.

- Рост цен на нефть в 1-м пг. 2016 г.

Тем не менее у сделки есть и обратная сторона. Рост цен на нефть (и даже ожидания) замедлит естественный процесс очистки рынка от неэффективных компаний.

А этот процесс до недавнего времени набирал обороты, что проявлялось в росте числа дефолтов по обязательствам добывающих компаний, в снижении количества активных буровых установок, сокращении инвестиционных программ и падении выручки нефтесервисных компаний.

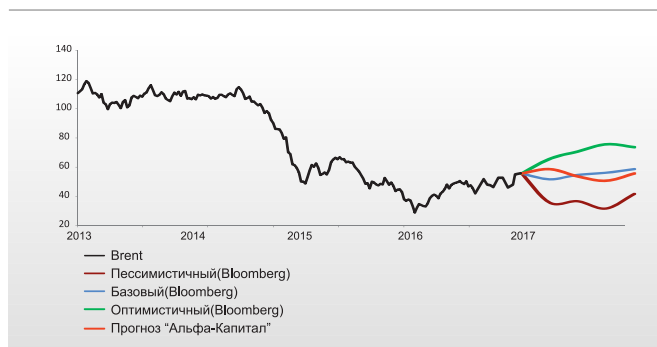
Понятно, что этот процесс инерционный и для возобновления наращивания добычи потребуется время. Но во 2-м пг. 2017 г., вероятно, мы увидим рост добычи в США и других странах, не поддержавших соглашение ОПЕК. И это не останется без внимания рынка.

- Коррекция цен на нефть во 2-м пг. 2016 г.

Еще одним ограничением для роста цен на нефть является состояние глобальной экономики ([см. Глобальная экономика](#)), которая, с высокой вероятностью, не оправдает надежд на ускорение роста.

- Средняя цена нефти в 2017 г. составит 55 долл. за баррель

Варианты прогноза цен на нефть



[К таблице с прогнозом](#)



Металлы

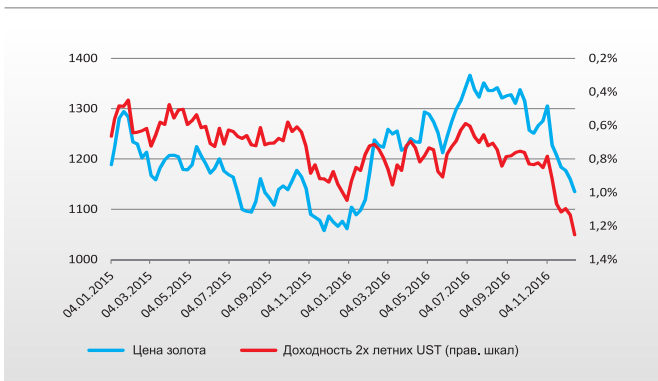
Золото и серебро

Прошедший год еще раз показал, что инвестиционный спрос – основная движущая сила на рынке золота и серебра. Сначала сжатие доходностей по гособлигациям привело к росту спроса на эти металлы, что отразилось в объеме золота в физических ETF и росте цен, а затем после победы Трампа и роста доходностей казначейских облигаций США все развернулось в обратную сторону.

Мы думаем, что рынок переоценивает «ястребиный» настрой ФРС США. Не думаем, что 2017 г. окажется иным с точки зрения подхода ФРС к ставкам, поэтому не стоит придавать большого значения ориентирам ФРС, лучше смотреть на реальное состояние экономики ([см. Экономика США](#)).

- **Отсутствие повышения ставки ФРС США в первом полугодии приведет к сжатию доходностей US Treasuries и возвращению спроса на золото и серебро**

Доходность 2-летних US Treasuries и цена золота



Источник: Bloomberg

Платина и палладий

Ужесточение экологических требований сыграло злую шутку со спросом на платиноиды. Ожидалось, что оно должно привести к увеличению спроса на качественные системы очистки. Но при этом ужесточение требований к выбросу CO2 привело к снижению потребления топлива, а значит, к уменьшению требуемой емкости систем очистки.

Идея безудержного роста спроса в этих металлах не работает. А из двух этих металлов интереснее выглядит палладий по причине сформировавшегося дефицита. Собственно, это и позволило палладию расти в цене при падении цен остальных драгоценных металлов после выборов в США.

- **Большая зависимость от состояния экономики Китая как страны с самым большим потенциалом роста продаж новых автомобилей**

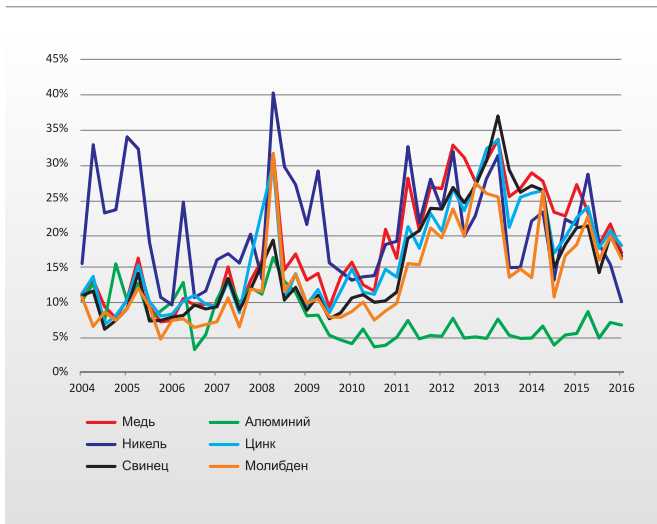
Промышленные металлы

В 2017 г. высоки риски роста спроса на базовые металлы. Замедление роста мировой торговли ([см. Глобальная экономика](#)) вынуждает страны искать внутренние источники поддержания темпов роста экономики. Один из вариантов – инвестиции в инфраструктуру. Особенно в этом преуспевает Китай, а также некоторые другие развивающиеся страны, к которым, если верить обещаниям Трампа, могут присоединиться США.

И здесь возникает вопрос о рыночном предложении. Длительный период низких цен и негативные ожидания по спросу на промышленные металлы привели к падению инвестиций, что уменьшило возможности наращивания выпуска. Если компании сейчас начнут наращивать инвестиции, то это скажется на объемах производства только через два-три года.

- **Рост цен промышленных металлов**
- **Улучшение результатов российских металлургических компаний**

Доля капитальных издержек в выручке металлургов



Источник: оценки УК «Альфа-Капитал», Bloomberg

Разные металлы, впрочем, могут по-разному отыгрывать увеличение спроса. Например, рост спроса на сталь и при потенциальном продолжении снижения добычи никеля на Филиппинах будет поддерживать цены на металл. С другой стороны, на рынке цинка хотя и наблюдается дефицит, но он вполне может существенно сократиться в 2017 г. из-за ввода новых производственных мощностей в Китае.

[К таблице с прогнозом](#)



Валютный рынок

Евро: фундамент против потоков

После просадки в конце 2014 – начале 2015 г., вызванной ожиданиями запуска QE от ЕЦБ при сворачивании монетарных стимулов ФРС, курс евро к доллару США закрепился в диапазоне 1,05–1,15.

Рост усиления ожиданий повышения ставки ФРС ([см. Новая администрация США](#)) укрепил доллар к основным валютам. При этом ЕЦБ продлил программу количественного смягчения, что в сочетании с ожиданиями по действиям ФРС должно было привести к новой волне ослабления евро.

Но евро не сразу вышел из сложившегося за последние полтора года диапазона. Дело в том, что в последние годы евро получал поддержку со стороны счета текущих операций, превысившего 3% ВВП. Сначала проблемы в экономике ограничили спрос на импорт, затем слабая валюта превратила еврозону в мощного нетто-экспортера. И сейчас сальдо по счету текущих операций компенсирует оттоки по финансовому счету.

Кроме того, в пользу евро играло и снижение размера долга к ВВП, и отсутствие кредитных событий ([см. Европейская экономика](#)).

- **У евро мощная фундаментальная поддержка, позволяющая компенсировать давление со стороны действий регуляторов.**

Счет текущих операций еврозоны и курс евро к USD



Поддержку евро получает и от позиционирования глобальных игроков. Судя по всему, против евро открыто слишком много позиций, увеличение размера которых имеет физические ограничения.

Но вот если эти позиции будут разворачиваться в обратную сторону, то евро может показать сильное укрепление относительно доллара, особенно с учетом состояния платежного баланса еврозоны. А это возможно, если не будет пробит вниз уровень 1,05.

- **Базовый прогноз – 1,15 долл. за евро, что соответствует верхней границе диапазона**

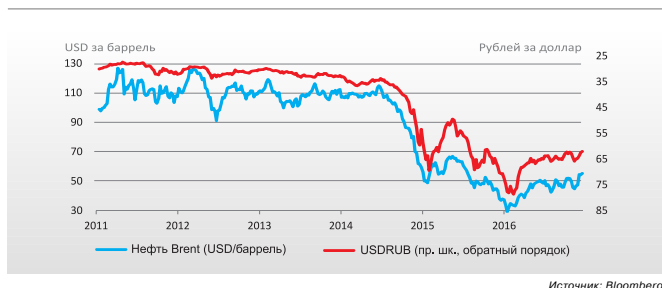
Рубль: нефть и не только

В 2016 г. рубль стал реагировать либо на сильные движения в нефти, либо на серьезные изменения ожиданий. Умеренные движения в нефти воспринимались им спокойно. Так, если в начале года рост цен на нефть привел к укреплению рубля, то последующие колебания приводили к слабым движениям курса.

Счет текущих операций почти обнулится во II и III кв. 2016 г., а главным фактором стабильности рубля стало улучшение показателей финансового счета. Российские активы стали интересными для нерезидентов ([см. Рынок акций](#) и [Рынок облигаций](#)). Колебания цен на нефть при усилении ожиданий восстановления нефтяных котировок воспринимались как не заслуживающие внимания.

- **Текущий курс рубля отражает высокий интерес иностранных инвесторов к российским активам**
- **Рост цен на нефть ([см. Нефтяной рынок](#)) поддерживает счет текущих операций**

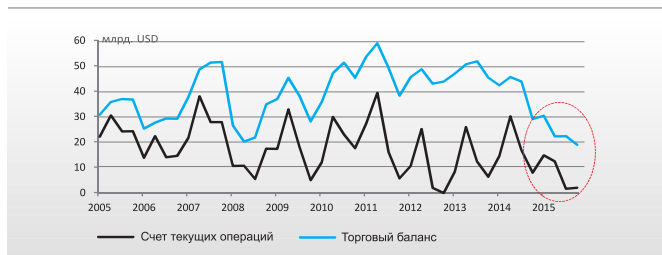
Курс рубля к доллару США и цены на нефть



Возобновление роста экономики сопровождается ростом инвестиций и потребления, а значит, и импорта ([см. Экономика РФ](#)). Поэтому несмотря на ожидаемый рост цен на нефть счет текущих операций будет оставаться низким. Еще один сдерживающий фактор – уже высокая доля иностранных инвесторов в российских активах.

- **Базовый сценарий – 65 руб. за доллар (конец 2017 г.)**

Счет текущих операций РФ



[К таблице с прогнозом](#)



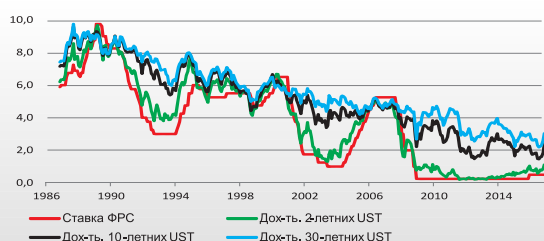
Долговой рынок

Казначейские облигации

Разворот в казначейских облигациях США в конце 2016 г. выглядит как смена рыночной парадигмы: на место «тренда на обнуление доходностей» пришла «нормализация денежно-кредитной политики». Но это лишь на первый взгляд. Исходя из наших оценок стадии делового цикла ([см. Экономика США](#)), потенциал повышения ставок ФРС ограничен.

- **ФРС сможет поднять ставку один-два раза в 2017 г.**
- **Доходности казначейских облигаций США возобновят снижение**

Доходность казначейских облигаций и ставка ФРС



Источник: Bloomberg

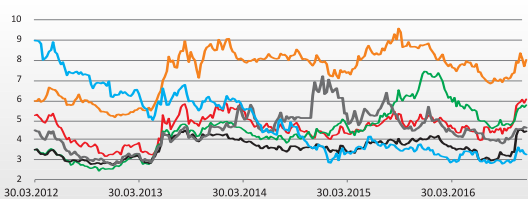
Еврооблигации ЕМ

Развивающиеся экономики – очень неоднородная масса. И хотя рост доходностей по этим инструментам дает возможность для покупки по хорошим ценам, следует внимательно оценивать кредитное качество отдельных заемщиков ([см. Экономика ЕМ](#)).

Эти инструменты привлекательны из-за вероятности возобновления снижения базовых долларовых доходностей и сокращения кредитных спредов по мере стабилизации экономик и улучшения кредитных метрик.

- **Неоднородное снижение доходностей долларовых облигаций развивающихся рынков**

Доходность 10-летних суверенных облигаций



Источник: Bloomberg

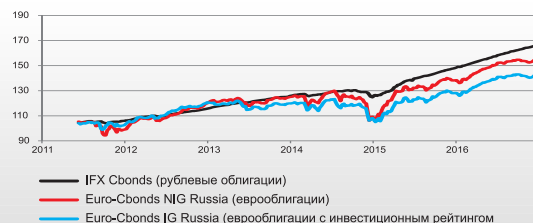
Российские еврооблигации

Этот сегмент к концу 2016 г. отыграл коррекцию, спровоцированную победой Трампа. Но при этом не потерял инвестиционной привлекательности, прежде всего, как защитного актива.

Дефицит российских еврооблигаций растет. В 2017 г. рынок сократится еще на 20–25%. С учетом отличных кредитных метрик России ([см. Экономика ЕМ](#)), а также низких ставок по валютным депозитам, любая просадка в российских евробондах будет быстро выкуплена.

- **Снижение доходности евробондов на 30–50 б.п. в базовом сценарии**
- **Низкая ликвидность, сложности восстановления позиций в случае тактических продаж**

Российские облигационные индексы



Источник: Bloomberg

Рублевые облигации

Основной вопрос – будет ЦБ РФ снижать ставки, и если да, то насколько. Инфляция замедляется и вполне может достичь 4,5% к концу 2017 г. ([см. Экономика РФ](#)). Риски идут со стороны увеличения зарплат бюджетникам, индексации тарифов, а также курса рубля. Все это может при определенных условиях привести к тому, что базовый сценарий снижения ставок ЦБ не будет выполнен.

В этом случае сильнее пострадают ОФЗ, где выше доля иностранных инвесторов. В корпоративном сегменте из-за высокой доли локальных инвесторов риски ниже.

Впрочем, в 2017 г. спрос на ОФЗ от банков может серьезно вырасти из-за изменения норм резервирования. Предложение ОФЗ при выполнении прогноза по нефти 55 долл. за баррель ([см. Нефтяной рынок](#)) будет меньше ожидаемого, бюджет РФ сверстан для 40 долл. за баррель.

- **Снижение уровня рыночной доходности рублевых облигаций на 150–200 б.п. в базовом сценарии**
- **Длинные ОФЗ – интересный, но рискованный актив**
- **Защитный актив – качественные корпоративные облигации**

[К таблице с прогнозом](#)



Рынок акций

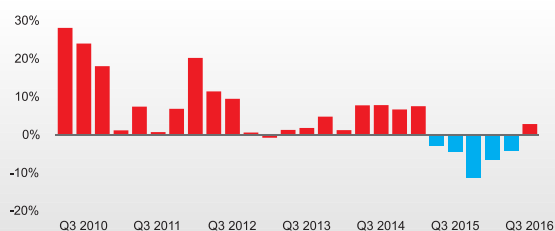
Рынок США

В 2017 г. влиять на интерес к акциям будут ставки и динамика корпоративных прибылей, и оба фактора сейчас играют против рынка.

ФРС проводит нормализацию денежно-кредитной политики и может повысить ставку один-два раза в следующем году, отвечая на рост инфляционных ожиданий на фоне победы Трампа и создавая задел для будущего стимулирования. В то же время деловой цикл в США переходит от пика к стадии циклического замедления ([см. Экономика США](#)) и проявляется через замедление роста прибылей.

- Низкая доходность инвестирования в акции США

Динамика корпоративных прибылей в США (год к году)



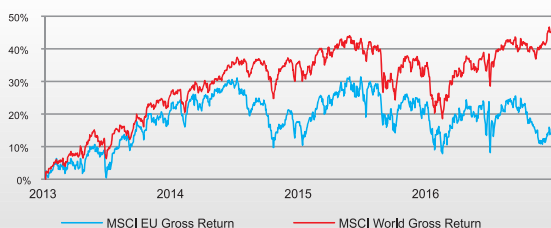
Источник: Bloomberg

Европа

Последние два года европейский рынок акций выглядел слабо из-за наличия структурных проблем в экономике еврозоны и дисбалансов между различными странами – участниками союза ([см. Еврозона](#)). Но хотя проблемы никуда не денутся, следует учитывать дешевизну европейского рынка, а также тот факт, что ряд секторов получает преимущества от сложившейся ситуации, например, слабого евро.

- Экспортеры будут выигрывать от слабого евро (британские – от слабого фунта)
- Банки и ритейл будут оставаться под давлением

Индексы MSCI Европы в сравнении с глобальным индексом



Источник: Bloomberg

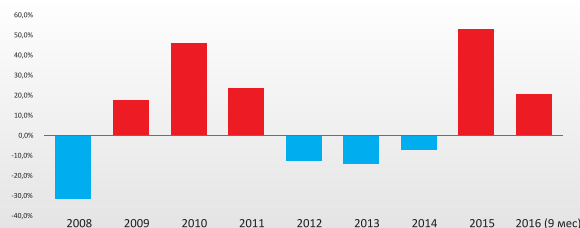
Российский рынок

Российская экономика, успешно пройдя кризис 2014–2015 гг., оказалась на начальной стадии цикла роста. Это обстоятельство делает российский рынок акций привлекательным ([см. Экономика РФ](#)).

Бремя кризиса легло на население: упали реальные доходы, сильно сократился потребительский спрос. Но то, что плохо для населения, оказалось хорошо для компаний.

- Рост прибыли – ключевой фактор роста российского рынка акций в 2017 г.

Рост прибылей корпоративного сектора РФ (крупный и средний бизнес, за исключением банков)



Источник: Росстат

Рост цен на нефть из-за сделки с ОПЕК ([см. Нефтяной рынок](#)) также позитивно отразится на рублевых активах, в том числе и акциях. Фактически рост цен на нефть приведет к росту доходов бюджета, а это снижает риски роста налоговой нагрузки.

- Рост цен на нефть – позитивный фактор, несмотря на риски укрепления рубля

В сравнении с другими развивающимися рынками российский остается одним из самых дешевых и потому наиболее интересным. Средняя дивидендная доходность рынка выше, чем у развивающихся аналогов.

Российский рынок акций в сравнении с аналогами

	Дивидендная доходность	Price/Earnings (P/E)	Price/Book Value (P/Bv)	Yield
Россия	4.6%	7.4	0.8	13.5%
Бразилия	3.4%	23.0	1.7	4.4%
Турция	2.7%	9.3	1.2	10.8%
ЮАР	3.0%	21.1	2.3	4.7%
Индия	1.3%	21.3	3.1	4.7%
Китай	2.2%	13.6	1.6	7.4%

Источник: Bloomberg

[К таблице с прогнозом](#)

Инвестиционные продукты

При управлении инвестиционными портфелями мы учитываем не только сами цифры прогноза, но и тактические соображения, основанные на нашем взгляде на то, как рынок будет отыгрывать те или иные события. Например, сейчас мы понимаем, что наше видение того, как должна будет себя вести администрация Трампа, не совпадает с тем, на что сейчас ориентируется рынок. Поэтому хотя мы оптимистично смотрим на ставки (не ждем повышения долларовых доходностей по итогам 2017 г.), сейчас мы предпочитаем более консервативный подход к формированию портфелей.

Точно так же в случае стратегий в акциях мы стратегически позитивно смотрим на российский рынок. Но при этом держим небольшую долю иностранных ценных бумаг. На наш взгляд, соображения диверсификации не должны списываться со счетов, даже если это ухудшает ожидаемую доходность в базовом сценарии. Кроме того, на западных рынках есть много интересных точечных идей. Например, реализация обещаний Трампа смягчить регулирование некоторых отраслей – это очевидная инвестиционная идея 2017 г.

В структурных продуктах, на наш взгляд, следует предпочитать вещи с защитой капитала, которые могут при определенных сценариях показать хорошие результаты. Из недооцененных активов нам нравится российский рынок акций, который при благоприятном сценарии может выстрелить вверх, а также евро, который может начать неожиданное для рынка укрепление в случае если обстоятельства вынудят ФРС вернуться к монетарному стимулированию. Кроме того, на более коротком горизонте отлично может сыграть нефть – например, в случае увеличения объемов сокращения добычи ОПЕК и/или если окажется, что остальные страны не смогут быстро закрыть образовавшийся дефицит.



Облигационные стратегии

Стратегии в рублевых облигациях

В рублевом сегменте долгового рынка главным ньюсмейкером должен стать ЦБ РФ. Если инфляция в 2017 г. продолжит замедляться, то снижение ставки может последовать уже в марте, что должно будет позитивно воспринято рынком.

Но важно и позиционирование портфеля. Хотя ОФЗ – самый чувствительный к ставкам сегмент рынка, в настоящий момент они слишком сильно привязаны не к текущим условиям, а к ожиданиям, причем относительно далеким. Кроме того, в длинных ОФЗ сейчас очень много позиций занято нерезидентами, которые очень чувствительны к рискам.

Это приводит к асимметрии рисков в ОФЗ. Потенциал снижения доходности в отсутствие снижения ключевой ставки ЦБ уже исчерпан, а серьезные просадки очень вероятны ([см. Рынок облигаций](#)). Поэтому позиции в ОФЗ если и следует занимать, то из тактических соображений, например с целью увеличения дюрации портфелей на просадках.

Основу портфеля, по крайней мере в начале года, должны составлять качественные корпоративные облигации. В них при таком же, как и в ОФЗ, отсутствии потенциала снижения доходности без снижения ключевой ставки ЦБ выше текущая доходность, а также ниже чувствительность к рыночным рискам. Хотя бы потому, что доля нерезидентов в качественных корпоративных облигациях гораздо ниже.

● Основа портфеля – качественные корпоративные облигации

Мы ожидаем снижения рублевых доходностей вслед за снижением ставки ЦБ, а также по мере формирования рынком ожиданий продолжения смягчения денежно-кредитной политики в 2017 г.

● Ориентир по доходности рублевых портфелей выше текущей доходности к погашению

Доходность ОФЗ и ключевая ставка ЦБ



Источник: ЦБ РФ, Bloomberg, расчеты УК «Альфа-Капитал»

Еврооблигационные стратегии

Рост базовых долларовых ставок (доходностей казначейских облигаций) стал не единственным последствием победы Дональда Трампа на выборах в США. Это также привело к расширению кредитных спредов по суверенному долгу.

Хотя мы скептически относимся к возможности избранного президента реализовать свои обещания ([см. Новая администрация США](#)), в ближайшие месяцы рынок, скорее всего, будет жить в этой парадигме. Поэтому те просадки, которые мы сейчас видим в разных сегментах долгового рынка, – это не тот случай, когда нужно слепо покупать на просадках.

Российские евробонды на общем фоне выглядят защитным активом: отчасти благодаря хорошему кредитному качеству России как суверенного заемщика по сравнению с другими развивающимися странами ([см. Развивающиеся экономики](#)), а отчасти – за счет того, что кризис не испортил финансовое положение компаний ([см. Экономика РФ](#)).

Не стоит также забывать, что дефицит ценных бумаг на российском рынке будет только нарастать ([см. Рынок облигаций](#)), что также является мощным фактором поддержки.

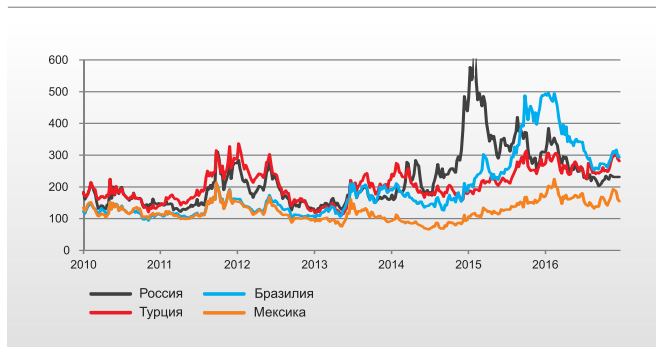
● Тактическая концентрация на российских бумагах

Тем не менее российский рынок при текущих уровнях доходностей не сможет обеспечить результаты по портфелям, хотя бы близкие к результатам 2015–2016 гг. Поэтому имеет смысл присматриваться к отдельным развивающимся рынкам, а также учитывать возможности, которые могут дать инструменты в евро и рубле ([см. Валютный рынок](#)).

● Поиск возможности для увеличения позиций в ценных бумагах других развивающихся стран

● Возможность включения небольшой доли рублевых инструментов в валютные портфели

Котировки 5-летних CDS на суверенный долг



Источник: Bloomberg

[К таблице с прогнозом](#)



Стратегии в акциях

Стратегии широкого рынка

Ралли на рынках акций в конце 2016 г. существенно сократило потенциальную доходность этого инструмента в 2017 г. Особенно это касается рынка акций США, где инвесторы очень оптимистично оценили последствия результатов выборов.

При этом с учетом текущей стадии делового цикла экономики США ([см. Экономика США](#)), рынок акций этой страны, по идее, не должен демонстрировать выдающихся результатов в ближайшие годы. Поэтому увеличение доли акций компаний США в портфелях должно носить тактический или точечный характер.

А вот российский рынок акций после многих лет невнятных результатов смог в последние два года показать, что улучшение финансовых показателей компаний не остается без внимания. Российский рынок акций остается одним из самых дешевых крупных рынков по финансовым мультипликаторам. Что еще важно, рост цен российских акций в 2016 г. сопровождался ростом прибылей публичных компаний, в результате чего ралли не ухудшило их оценку.

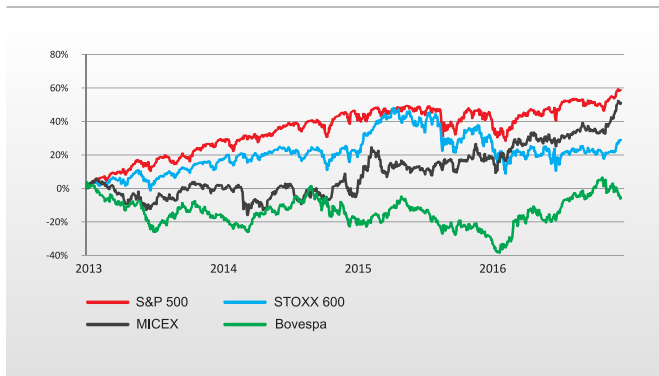
Мы, конечно, сомневаемся в том, что российский рынок акций в 2017 г. повторит результаты 2016 г., но из всех рассматриваемых нами вариантов российский рынок акций выглядит наиболее привлекательно.

● Увеличенная доля акций российских компаний

При этом часть обещаний Трампа не подразумевает увеличения дефицита бюджета или жестких торговых ограничений. Среди них – смягчение регулирования финансовых и нефтегазовых компаний.

● Точечные идеи в акциях компаний США (финансовый, нефтегазовый сектора)

Фондовые индексы разных стран



Отраслевые стратегии

Точечный поход к выбору ценных бумаг в 2017 г. будет актуальным как для глобального рынка акций, где потенциал роста широкого рынка ограничен, так и для российского, где отдельные бумаги по-прежнему могут обеспечить доходность лучше рынка в целом.

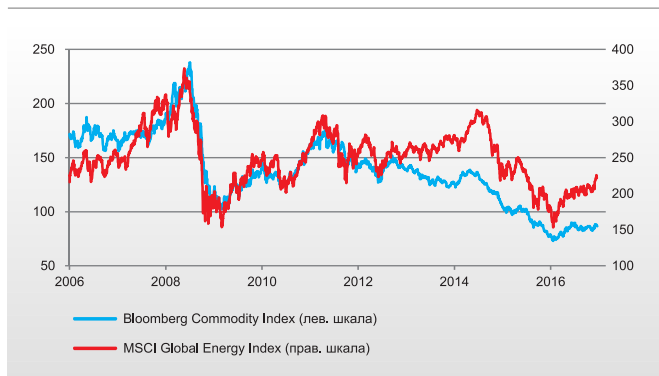
Одна из таких точечных идей – технологический сектор. Мы будем делать ставку на рост компаний, работающих с перспективными технологиями (например, альтернативная энергетика, производство модулей памяти, производство лекарств). При этом мы стараемся держать в портфелях акции всех крупных компаний, которые потенциально могут занимать лидирующее место на новых рынках.

Ресурсные сектора также могут выстрелить в 2017 г., особенно в тех странах, где национальная валюта ослабла или будет слабеть: это, например, еврозона, Великобритания, Бразилия, Россия. Восстановление цен на ресурсы только началось, и, если Китай и США реализуют свои масштабные программы по инвестициям в инфраструктуру, рост цен ускорится стремительно.

● Высокая доля ресурсных компаний в портфелях

Еще одна точечная идея – контрциклические сектора, например инфраструктурные компании. Слабость американского рынка акций ([см. Рынок акций](#)) будет стимулировать инвесторов искать альтернативы с доходностью выше, чем у госбумаг. Защитные дивидендные истории как раз могут стать такой тихой гаванью.

Цены на сырье и цены акций сырьевых компаний



[К таблице с прогнозом](#)



Смешанные портфели и структурные продукты

Акции vs облигации

Российские рублевые и валютные облигации, будучи нашими топ-пиками на 2016 г., постепенно исчерпывают потенциал снижения доходности. Это означает, что оптимальная структура портфелей будет меняться в сторону увеличения доли других инструментов. Среди них мы выделяем российские акции ([см. Акции](#)). Облигации других развивающихся стран ([см. Облигации](#)), хотя и предлагают привлекательную доходность, несут в себе серьезный краткосрочный риск, связанный с базовыми ставками.

В акциях, с учетом мультипликаторов, а также наших прогнозов, мы предпочитаем российский рынок.

● Увеличенная доля российских акций

Российские акции и рублевые облигации на длинном горизонте



Источник: ММВБ, Cbonds, Bloomberg

Другие источники доходности

В наших сбалансированных стратегиях помимо акций и корпоративных облигаций мы часто используем другие инструменты. Это повышает уровень диверсификации портфелей, а также при эффективном управлении позволяет повысить доходность.

Потенциально интересные в 2017 г. идеи:

Казначейские облигации США. Рост доходностей казначейских облигаций в конце 2016 г., вызванный ростом инфляционных ожиданий, с высокой вероятностью окажется неустойчивым ([см. Новая администрация](#)). Критически важным будет I кв. 2017 г., когда станет ясно, насколько новая администрация склонна действовать стратегически, учитывая экономические реалии.

Сырьевые активы. На сырьевом рынке складывается довольно интересная картина ([см. Нефть](#) и [Металлы](#)). Если мы правы в наших оценках, то в 2017 г. интересными могут быть ставки на рост золота, а также тактические ставки на нефть.

Идеи для структурных продуктов

С учетом обычно длинного инвестиционного горизонта структурных продуктов, а также рисков, связанных с досрочным выходом из таких стратегий, при оценке их привлекательности следует исходить из соображений, выходящих за рамки горизонта данного прогноза.

По некоторым активам мы тем не менее можем сформировать долгосрочный взгляд.

1. Драгоценные металлы

После победы Трампа рост спроса на защитные активы продолжался несколько часов, после чего рынки стали смотреть на итоги выборов под другим углом. Рост расходов бюджета – значит, инфляция – значит, повышение ставки ФРС – значит, надо уходить из золота. Соображения о том, что золото тоже может быть защитой от инфляции, ушли на второй план.

Если мы правы в оценке условий, в которых будет действовать Трамп, то скоро рынки могут разочароваться в инфляционных ожиданиях, а спрос на защитные активы может вырасти.

2. Нефть

Хотя худшее для нефти в этом цикле, скорее всего, осталось позади, это не отменяет высокой вероятности глубоких, но краткосрочных просадок цен. Из ближайших к нам рисков хочется отметить фактическое выполнение или невыполнение соглашения ОПЕК. Если дисциплина ограничения добычи будет низкой, то это развеет весь оптимизм, который царил на рынке нефти в конце 2016 г.

3. Российский рынок акций

Крайне интересный актив, особенно с учетом нескольких лет стояния на месте, когда цены бумаг почти не реагировали на рост доходов компаний, инфляцию и т.п. С учетом улучшения состояния экономики, в ближайшие годы этот актив может ликвидировать отрыв от фундаментальных оценок.

4. Акции компаний США

Несмотря на хорошую историческую доходность последних лет, брать экспозицию на рост американского рынка акций нецелесообразно. Растущая стадия делового цикла осталась позади, а с ней и быстрый рост прибылей компаний, поддерживавший быстрый рост котировок.

5. Евро

Мы видим высокую вероятность укрепления евро на горизонте нескольких лет, причем такое движение будет сюрпризом для рынка. Проблема в том, что краткосрочно евро не выглядит достигшим дна, поэтому играть на укрепление евро пока можно только в рамках опционных стратегий.

[К таблице с прогнозом](#)

Альтернативные сценарии

Первая половина 2016 г. подтвердила идею о том, что 2016-й будет существенно отличаться от 2015-го. Процессы, наблюдавшиеся как в глобальной, так и в российской экономике, сформировали условия для слома многих тенденций.

Ухудшение состояния развивающихся экономик в 2012–2015 гг. стало результатом накопленных проблем роста, таких как излишняя зависимость от внешних рынков, потеря конкурентоспособности из-за опережающего роста заработных плат, а также социальная ориентация бюджетных политик правительств. На этом фоне падение сырьевых цен, ослабление национальных валют, а также в отдельных случаях изменение приоритетов экономической политики позволят или уже позволили улучшить конкурентоспособность экономик, привести их в более сбалансированное состояние, пусть и за счет падения уровня жизни. Например, в случае России это выразилось в снижении реальных заработных плат и сокращении расходов правительства в реальном выражении, что привело к улучшению положения корпоративного сектора (росту прибылей компаний).

Кроме того, низкие цены сырья, например нефти, – это не вечное состояние сырьевого рынка. Нынешний избыток предложения – это результат больших инвестиций в разведку и бурение, осуществленных в период высоких цен на нефть. Судя по текущим данным и новостям, инвестиционная активность в отрасли в 2015 г. резко сократилась и продолжила сокращаться в 2016 г. Как следствие, рост предложения нефти будет сокращаться, тогда как спрос из-за низких цен на нефть – расти. Это будет способствовать росту как российской экономики, так и других сырьевых экономик.

Главным источником риска для мировой экономики и рынков остаются США. Данные указывают на то, что экономика этой страны находится в районе пика делового цикла (если еще его не прошла): компаниям приходится все активнее конкурировать друг с другом как на рынке труда, так и на рынке готовой продукции. Безработица и число обращений за пособиями находятся на многолетних минимумах, а заработные платы растут опережающими темпами. Это хорошо для широкого круга потребителей, но плохо для компаний, которые сталкиваются с падением рентабельности бизнеса.

В первом квартале рынок акций США сумел удержаться в плюсе, на наш взгляд, лишь благодаря изменению взгляда ФРС на будущее денежно-кредитной политики, фундаментальные же показатели, такие как рентабельность компаний, соотношение цен и ожидаемых прибылей, продолжили ухудшаться. Логика делового цикла предполагает, что следующим этапом должна быть сильная коррекция на рынке акций США, а это может вызвать негативные последствия в очень широком круге активов.

Впрочем, все может обернуться и в лучшую, чем мы ожидаем, сторону. Мы видим в качестве вероятных источников оптимизма Европу, где в отличие от других регионов огромный резерв незадействованных ресурсов. Пример той же Испании показал, что прорыночные реформы рынка труда способны привести к ускорению роста экономики. Рост глобальной экономики также может оказаться выше наших ожиданий за счет развивающихся рынков, в случае если те улучшения, которые происходили в 2016 г., обернутся улучшением макроэкономических показателей в 2017 г. Наконец, и в отношении российской экономики возможна сильная недооценка потенциала роста ВВП, особенно в случае улучшения ее отношений с основными торговыми партнерами, снятия санкций и пр.



Пессимистичные сценарии

Многообразие пессимизма

Из-за разнообразия существующих рисков, реализация которых может по-разному сказаться на прогнозных показателях, свести негативный сценарий к единому знаменателю не удастся.

Поэтому каждый показатель негативного сценария отражает вероятное его значение в случае неблагоприятного стечения обстоятельств именно для этого показателя.

Не следует рассматривать совокупность негативных прогнозов по отдельным показателям как цельный и непротиворечивый сценарий.

Трампономика

Мы предполагаем, что администрация Трампа будет действовать стратегически и будет учитывать существующие ограничения, обусловленные экономической ситуацией.

В то же время если верх возьмут соображения выполнения предвыборных обещаний, то ситуация может развиваться совсем в другом ключе, который предполагает ускорение инфляции, а значит, и ставок ФРС. В текущей экономической ситуации это с высокой вероятностью ускорит наступление рецессии, что скажется на результатах инвестирования во все классы активов.

- **Снижение цен на нефть, ослабление рубля**
- **Рост доходностей долговых инструментов, ухудшение результатов по портфелям облигаций**
- **Проблемы в глобальной экономике и на развивающихся рынках**
- **Увеличение спроса на защитные активы (золото)**

Ускорение инфляции в РФ

Есть угроза, что наблюдаемое сейчас замедление инфляции в РФ окажется временным – например, если в результате падения цен на нефть или реализации геополитических рисков произойдет ослабление рубля или если рост доходов населения спровоцирует возникновение отложенного спроса.

Ускорение инфляции приведет к тому, что ЦБ не будет снижать ставки, что вызовет разочарование участников рублевого долгового рынка. Доходности по ОФЗ сейчас сложились на уровне ниже ключевой ставки, то есть снижение ставок уже «в цене». Если этого не произойдет, то мы увидим сильную коррекцию в рублевых долговых инструментах и отток иностранных инвесторов из этого сегмента.

- **Рост рыночных рублевых доходностей, снижение цен рублевых облигаций, ухудшение результатов по рублевым портфелям**
- **Ослабление рубля**
- **Спад рыночного оптимизма в отношении российского рынка акций**

Сильное замедление экономики Китая

Хотя возможные проблемы в экономике Китая – это уже стандартная страшилка, списывать этот риск точно не стоит. Правительство этой страны в последние годы довольно успешно купировало возникающие проблемы, не позволяя им запустить цепную реакцию по всей экономике. То это пузырь на рынке теневого банкинга, то пузырь на фондовом рынке, то пузырь на рынке недвижимости.

Но это не отменяет того, что в случае резкого замедления роста экономики Китая проблемы для остального мира будут более чем серьезные.

- **Снижение цен на нефть и металлы**
- **Ухудшение показателей платежного баланса РФ, ослабление рубля**

[К таблице с прогнозом](#)



Оптимистичные сценарии

Оптимистичные сценарии

Так же как и с пессимистичными сценариями, из оптимистичных тоже невозможно сложить единый «усредненный сценарий». Сочетания оптимистичных сценариев (и особенно с пессимистичными) могут приводить к очень странным и неожиданным результатам.

Поэтому указанные сценарии следует рассматривать как поправки, которые необходимо сделать к базовому сценарию в соответствующих обстоятельствах.

Ускорение роста ВВП России

Хотя российская экономика довольно успешно адаптировалась к внешним негативным факторам, таким как санкции и цены на нефть, они же отсрочили выход ее на траекторию роста.

На наш взгляд, позитивные геополитические изменения (например, отмена санкций) могут повысить уверенность бизнеса и спровоцировать рост инвестиций. К слову, ресурсы для инвестиций у корпоративного сектора, если судить по динамике прибылей компаний, есть. Кроме того, источником роста ВВП может стать увеличение потребительской активности за счет отложенного спроса, сейчас российские домохозяйства предпочитают больше сохранять, рост потребительских расходов сильно отстает от роста заработных плат и доходов.

- **Улучшение результатов российского рынка акций**
- **Риск роста инфляционных ожиданий, менее активное повышение ставки ЦБ**

Разогрев экономики США

Хотя у экономики США остается все меньше ресурсов для циклического роста, они исчерпаны не на 100%. Например, в условиях низкой безработицы рост занятости может идти за счет вовлечения на рынок труда неактивного населения. В этом случае рост заработных плат, снижающий рентабельность компаний, может затормозиться. Кроме того, поддержать рентабельность компаний может также и упрощение регулирования.

- **Улучшение результатов рынка акций США**
- **Более высокие темпы повышения ставки ФРС, снижение доходностей казначейских облигаций США, укрепление доллара**
- **Рост цен промышленных металлов, риски падения цен на нефть из-за улучшения перспектив добычи в США**

Нефтяной кризис

Хотя фраза «нестабильность на Ближнем Востоке» уже навязла в зубах, этот фактор не исчезнет из списка важнейших рисков еще очень долго. Новый конфликт или обострение старых проблем, выбытие одной из стран из числа поставщиков нефти на мировой рынок, перекрытие Ормузского пролива и много чего еще, что может случиться и привести к серьезным перебоям поставок.

При таком сценарии, впрочем, влияние на курс рубля будет ограниченным. Скорее всего, правительство воспользуется этой возможностью для наращивания резервных фондов, а покупки валюты в таком случае будут ограничивать потенциал укрепления рубля. Кроме того, не факт, что ЦБ сможет избежать соблазна нарастить золотовалютные резервы.

- **Рост цен на нефть, укрепление рубля**
- **Рост доходов бюджета, снижение дефицита**
- **Замедление глобальной экономики**
- **Усиление инфляционных ожиданий в США**

Ускорение роста глобального ВВП

Если рост глобальной экономики окажется больше ожидаемого (например, из-за улучшения состояния развивающихся экономик или ускорения роста Китая на фоне активных антикризисных мер, проводимых в период передачи власти в следующем году), то ожидания по ценам активов следует пересмотреть вверх. Это касается нефти и рынков акций. А вот для облигаций это может оказаться плохой новостью из-за рисков ускорения роста ставок.

- **Рост цен на нефть, металлы**
- **Рост рынка акций США, а также индексов развивающихся экономик**
- **Рост темпов повышения ставок ФРС**

[К таблице с прогнозом](#)

Обязательная информация

Информация, изложенная в данном документе, актуальна на 25 декабря 2016 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.