



Стратегия-2017

Глобальная экономика и рынки

Прогноз-2017

Показатель	Пессимистичный	Базовый	Оптимистичный	Ссылки на разделы
Сырьевые рынки				
Нефть Brent (среднее по году)	40	52	60	Нефтяной рынок
Золото (конец года)	1100	1250	1400	Металлы
Макропоказатели				
Рост ВВП РФ	0,0%	2,0%	3,0%	Экономика РФ
Инфляция РФ	5,5%	4,0%	3,5%	
Ключевая ставка ЦБ (в скобках – изменение)	9,5% (-0,5%)	8,5% (-1,5%)	8% (-2%)	
Ставка ФРС	1,75%	1,5%	1,25%	Новая администрация США
Рынок акций				
Индекс ММВБ (изменение к закрытию 2016 г.)	-20%	+10%	+15%	Рынок акций Экономика США Стратегии в акциях Глобальная экономика
S&P 500 (изменение к закрытию 2016 г.)	-15%	+7%	+15%	
MSCI Emerging Markets (к закрытию 2016 г.)	-10%	+10%	+20%	
Рынок облигаций и депозиты				
Доходность рублевых облигационных портфелей	9%	13%	16%	Рынок облигаций
Доходность валютных облигационных портфелей	-1%	6%	9%	Стратегии в облигациях
Валютные курсы				
Рубль/доллар (конец года)	70	62	55	Валютный рынок
Евро/доллар (конец года)	1,0	1,12	1,15	
				Оптимистичные сценарии
				Пессимистичные сценарии

Источник: оценки УК «Альфа-Капитал»

Макроэкономическая статистика, выходящая в первые месяцы этого года, оказалась достаточно неплохой. Ни в одном из ключевых регионов не наблюдалось признаков развития кризисных явлений в экономике, напротив, показатели безработицы и инфляции оставались достаточно сильными, выходявшие данные по ВВП за IV кв. в целом указывали на как минимум сохранение достигнутых в 2016 г. темпов роста.

Но по большому счету это не поменяло общей картины. Рост глобальной экономики снова держится 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 мировой экономики снизились и самые грамотные макроэкономическая и денежно-кредитная политики не способны обеспечить устойчивые темпы роста 10–20-летней давности.

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.

Основной риск снижения темпов роста глобального ВВП исходит не столько от самой экономики, сколько от политических и монетарных властей, которые, ориентируясь на устаревшие представления о здоровых темпах роста экономики, ставят завышенные цели, что приводит к тому, что стимулирование продолжается дольше, чем необходимо. Это мы видим, например, в случае США, а также других развитых стран. Основной вопрос в том, получится ли у развитых стран, прежде всего США, надолго задержаться в верхней точке делового цикла, не спровоцировав неосторожными действиями монетарной или фискальной политики переход к циклическому спаду деловой активности.

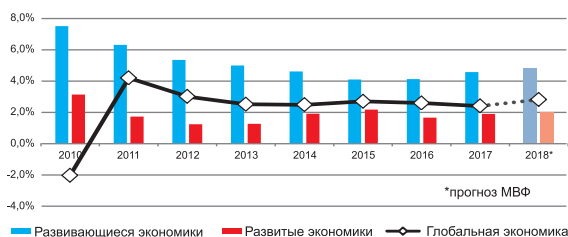
Действия правительств и центральных банков развивающихся рынков выглядят в целом более осмысленными. Хорошим примером служит Россия, где адекватная макроэкономическая политика обеспечила устойчивость экономики к сильному падению цен на нефть, а последовательно жесткая политика ЦБ – к замедлению инфляции до менее 5%. Другой пример – Бразилия, где смена правительства привела к снижению градуса популизма, появлению признаков стабилизации экономики и явному улучшению отношения инвесторов к этой стране.

Глобальная экономика. Системное замедление

Ожидания улучшения

Прогноз МВФ на 2017 г. очень напоминает прогноз годичной давности на 2016 г. Снова та же логика: замедление роста ВВП в предыдущие годы обернется его ускорением в следующем. Причинами ускорения называются программы стимулирования, решение накопленных проблем, увеличение инвестиций и т.п. При этом из года в год уделяется слишком мало внимания фундаментальным факторам замедления роста глобального ВВП. Среди них мы выделяем 1) высокую долговую нагрузку, 2) ухудшение демографии и 3) остановку роста интенсивности мировой торговли. Не говоря уже об исчерпании возможностей для продолжения циклического роста.

Динамика глобального ВВП и прогноз МВФ



Источник: МВФ

Долг

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

В последние десятилетия отношение долга к ВВП имело четкую тенденцию к росту. Правительства не спешили изымать фискальные 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.

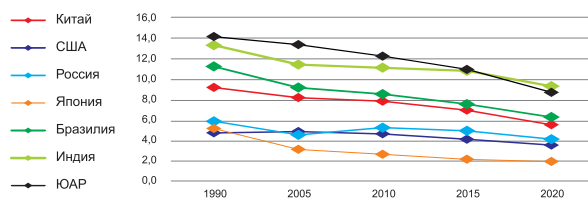
- **Фискальное стимулирование маловероятно (см. Экономика США)**
- **В случае рецессии страны будут в большей степени полагаться на монетарные стимулы**
- **Страны с низким уровнем долга могут расти опережающими темпами (см. Экономика ЕМ)**

Демография

Во всех крупных экономиках доля трудоспособного населения снижается, а людей в пенсионном возрасте – растет. Это приводит к тому, что **экономики, с одной стороны, испытывают дефицит рабочей силы, а с другой – ухудшение мотивации работающих**, так как приходится перераспределять больше ресурсов в пользу пенсионеров.

- **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 – важная причина быстрого роста глобальной экономики в последние десятилетия. Рост торговли посредством глобального разделения труда повышает эффективность глобальной экономики.

Этот фактор себя исчерпал. Естественные ограничения (доля торговли в ВВП не может быть бесконечно большой), а также протекционизм привели к тому, что рост интенсивности мировой торговли остановился. А с ним исчез и тот «бонус», который он добавлял к росту ВВП.

- **Замедление потенциальных темпов роста всех экономик, интегрированных в мировую торговлю**
- **Риск усиления протекционизма как ответ на снижение вклада торговли в рост ВВП**

Мировая торговля в % от глобального ВВП



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

[К таблице с прогнозом](#)



США: в поисках источников роста

Пик делового цикла

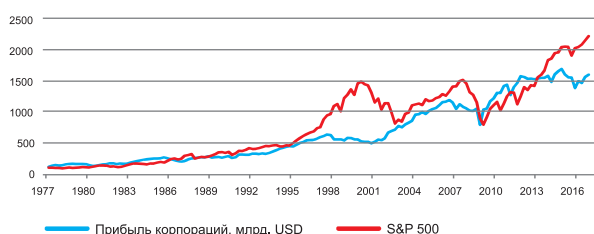
Сейчас состояние экономики США просто отличное. Безработица низкая, ВВП и доходы населения растут, инфляция близка к целевому уровню. Индексы в I кв. 2017 г. обновили исторические максимумы.

Зато прибыли не растут. Это следствие истощения экономикой основного ресурса циклического восстановления – незадействованные ресурсы. Низкая безработица привела к росту издержек компаний на рабочую силу, а усиление конкуренции на рынке финальной продукции – к ограничению роста выручки.

Даже если США удастся удержаться в верхней части цикла, потенциал роста прибылей компаний ограничен. В лучшем случае это будет близко к росту ВВП, то есть 4–5% в год вместо былых двузначных значений.

- Ограниченные перспективы роста индексов акций США (см. [Рынок акций](#))

Прибыль компаний США и индекс S&P 500



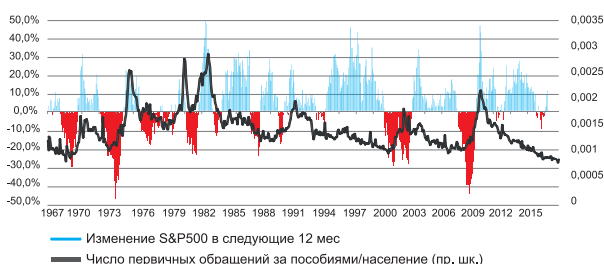
Источник: Bloomberg

Инвестиции не растут

ВВП США сейчас растет за счет потребления, вклад роста инвестиций в 2016 году был нулевым. Это сигнал о том, что ожидания в корпоративном секторе не столь оптимистичны, а слабая инвестиционная активность приведет к ухудшению показателей роста в будущем.

- Замедление роста ВВП США

Безработица и результаты рынка акций



Источник: Bloomberg, расчеты УК «Альфа-Капитал»

Потребление – локомотив роста

Рост потребления обусловлен не только доходами, но и тем, что домохозяйства могут наращивать долг. Сейчас расходы на обслуживание долга домохозяйств США по отношению к их располагаемым доходам находятся на исторических минимумах. Это значит, что домохозяйства не обременены избыточным долгом и могут его наращивать, финансируя этим рост потребления.

- Опережающий рост потребления
- Хорошие финансовые результаты компаний потребительского и финансового секторов (см. [Рынок акций](#))

Долговая нагрузка в % к располагаемым доходам



Источник: Bloomberg

ФРС: рост или стабильность

Низкие расходы на обслуживание долга домохозяйств обусловлены низкими ставками. Размер долга при этом по-прежнему высокий, а по потребительским кредитам – и вовсе на исторических максимумах.

Если повышение ключевой ставки ФРС приведет к ощутимому ухудшению условий потребительского кредитования, то это может негативно сказаться на росте потребления, а значит, и всей экономики.

С другой стороны, рост потребительского кредитования может вызвать перегрев экономики, поэтому ФРС все-таки необходимо повышать ставку.

- Медленный рост ключевой ставки ФРС
- Возобновление тренда на снижение доходности длинных казначейских облигаций (см. [Рынок облигаций](#))

Низкая безработица часто являлась предвестником сильного падения на фондовых рынках США. Это связано с тем, что стадией, следующей за перегревом экономики является рецессия. Поэтому от ФРС сейчас требуется, с одной стороны, не провоцировать спад резким повышением ставки, а, с другой – не допускать перегрева. Поэтому хотя ставка ФРС и будет повышаться, но очень плавно и осмоторительно.

[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%	2,0%
Безработица	8–10%	4,6%
Ставка ФРС	10–15%	1,0%
Трудоспособное население	+1,8% в год	+0,8% в год
Госдолг/ВВП	31%	105%
Стадия делового цикла	Кризис	Пик цикла

- **Экономические условия неблагоприятны для многих анонсированных Д. Трампом мер**
- **Сейчас экономике США требуются не стимулы, а защита от перегрева**

Сомнение вызывает и сама возможность увеличения дефицита бюджета США. Исторически дефицит бюджета в США четко коррелирует с уровнем безработицы – самым надежным индикатором состояния экономики. Сейчас оба на минимумах...

Попытки фискального стимулирования экономики при низкой безработице приведут к ускорению инфляции, но не ускорят существенно рост ВВП. Зато ответная жесткая реакция ФРС на инфляцию может спровоцировать циклический спад.

Добавим сюда увеличение заимствований, а также и без того высокий уровень госдолга США и получим, что фискальное стимулирование будет очень несвоевременным решением.

- **Низкая вероятность увеличения дефицита бюджета. Финансирование «инициатив Трампа» за счет сокращения других статей**
- **Снижение инфляционных рисков. У ФРС будет меньше поводов для повышения ставки (см. [Экономика США](#))**

Ожидания и сценарии

Рост инфляционных ожиданий после победы Д. Трампа привел к пересмотру рынком ожиданий в сторону более масштабного повышения ставки ФРС в 2017–2018 гг. Идея в том, что обещанное увеличение расходов приведет к ускорению инфляции, что не останется без ответа ФРС.

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.

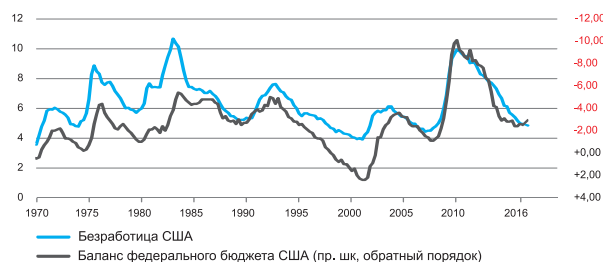
В результате к рецессии правительство США подойдет с высоким дефицитом бюджета и еще увеличенным долгом, что свяжет руки в вопросах антикризисных мер.

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, для отдельных отраслей это станет сильной инвестиционной идеей.

- **Сильный рост доходностей казначейских облигаций, а также движения в других активах несут 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

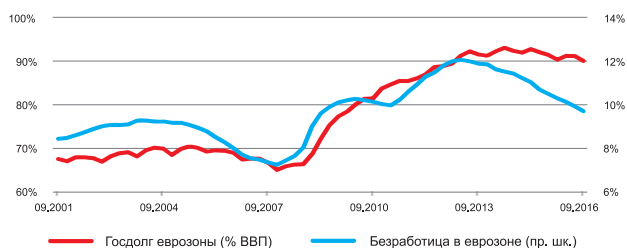
Общее улучшение

В целом европейская экономика находится на стадии циклического роста, который подпитывается ростом занятости (безработица высокая, но снижается), смягчением фискальной политики (у стран нет острой необходимости сокращать дефициты бюджетов), а также слабым евро (см. [Валюты](#)), обеспечившим Европе усиление позиций на внешних рынках.

В результате 2016 г. ВВП Евросоюза вырос на 2,0%, что чуть выше 1,9% годом ранее. Важно, что источники циклического роста деловой активности в Европе далеки от исчерпания: безработица все еще высокая, а ЕЦБ не торопится с повышением ставки.

- Сохранение роста ВВП
- Низкая вероятность ужесточения политики ЕЦБ

Госдолг стран еврозоны (% к ВВП) и безработица



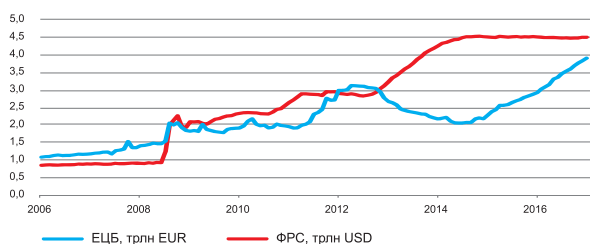
Источник: Bloomberg

ЕЦБ: на повзду у слабых

С учетом слабости экономик отдельных стран еврозоны, а также той поддержки, которую дают слабый евро и низкие ставки 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 образование. При этом страны отличаются не только по уровню развития, но и по **стадиям делового цикла, что приводит к тому, что оптимальная монетарная политика для одних стран не подходит остальным.**

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. Наблюдается ухудшение показателей инвестиционной активности, что может указывать на то, что компании начинают сдавать позиции перед ростом издержек и усилением конкуренции

- Самое время для активного 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 промышленного производства 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 и экономические реформы

Италия. Близкие к нулю темпы роста ВВП и промышленного производства. Высокая долговая нагрузка (более 135% ВВП) и сохранение дефицита бюджета. 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 и ощутимое снижение безработицы. Дефицит бюджета, хотя и высокий, сокращается, а долговая нагрузка стабилизировалась. Можно сказать, что Испания находится на ранней стадии восстановления.

- Возможно осторожное сворачивание стимулирования

Если ЕЦБ будет ориентироваться на «слабые звенья» экономики еврозоны, то ему придется продолжать программу выкупа активов и держать низкие ставки. Для евро это означает ограниченный потенциал укрепления даже при благоприятном сценарии (см. [Валюты](#))

[К таблице с прогнозом](#)

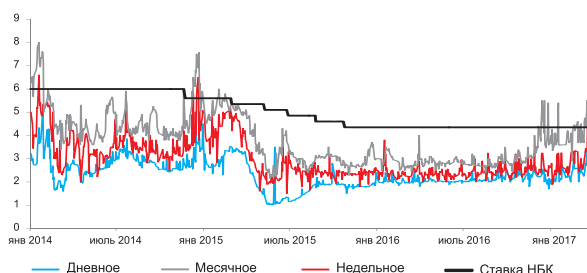
Китай: точечная настройка

Подкручивание гаек

Власти и Народный банк Китая пытаются сдуть многочисленные пузыри в экономике. Вводятся ограничения по количеству ипотек, что должно сдержать раздувание пузыря не только в недвижимости, но и в финансовом секторе. На фоне участвующих дефолтов на рынке РЕПО ужесточаются требования к мелким банкам, которые являются источником риска. Ужесточились требования к листингу компаний, что снизит объемы IPO, но уменьшит число сомнительных предложений инвесторам.

- Ужесточение регулирования финансовых рынков, отток инвесторов из Китая

Ставки РЕПО на межбанковском рынке

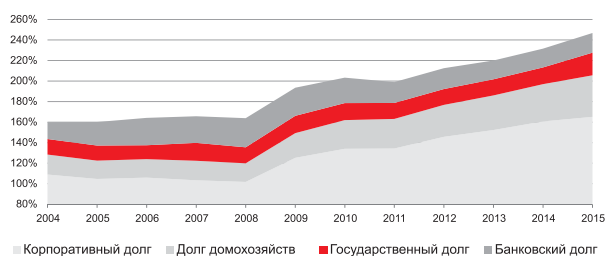


Источник: оценки УК «Альфа-Капитал», Bloomberg

Проблемы роста

Главными проблемами для Китая остаются проблемы, накопленные в период быстрого роста. Среди них: низкая эффективность инвестиций, доля которых достигает 40% ВВП, потеря позиций на внешних рынках из-за роста уровня оплаты труда и отсутствия роста интенсивности торговли, ухудшение демографии. Это не те проблемы, с которыми сталкивается [Глобальная экономика](#). Кроме того, размеры долга достигли опасных уровней, и его наращивание уже не может считаться надежным источником роста.

Государственный и корпоративный долг Китая



Источник: оценки УК «Альфа-Капитал», Bloomberg

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, сузившее 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 и росту 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

Строительство и продажи недвижимости



Изменение год к году, скользящее среднее за 3 мес.

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

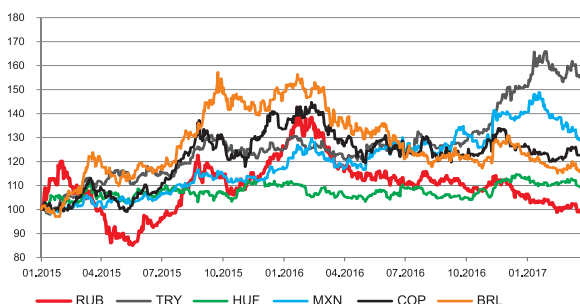
Снижение валютных рисков

Низкие доходности по госбумагам развитых стран вынудили глобальных инвесторов брать на себя больше рисков в поисках положительных реальных доходностей. Это выразилось в увеличении спроса на активы в национальных валютах.

Дополнительный интерес к локальным валютам привлек массовый переход стран к плавающему валютному курсу. Такой режим способствует увеличению потенциала доходности сделок *carry trade*, усиливая приток в локальные инструменты.

Результатом явилось то, что страны стали активнее занимать в национальных валютах, сокращая зачастую, как Венгрия, форсированно, долю валютного долга.

Динамика валют развивающихся стран



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

Внутренние источники роста

Помимо уменьшения доли валютного долга многие развивающиеся страны серьезно продвинулись в вопросе снижения экспортной зависимости и поиске источников внутреннего роста. В итоге, несмотря на пока не слишком впечатляющие результаты в части ускорения роста ВВП, кредитные риски, а также привлекательность их рынков акций заметно увеличились.

- **Снижение валютных, макроэкономических и кредитных рисков развивающихся стран**
- **Улучшение отношения инвесторов к развивающимся рынкам**

Особенности отдельных стран

В целом кредитные метрики развивающихся стран выглядят достаточно неплохо. Облигации этих стран, скорее всего, будут пользоваться спросом со стороны иностранных инвесторов, а с учетом сокращения объемов предложения валютного долга этими странами этот класс активов будет становиться все более дефицитным.

Россия выходит на положительные темпы роста (см. [Экономика России](#)), размер золотовалютных резервов покрывает весь валютный долг. Замедление инфляции формирует ожидания снижения доходностей рублевых доходностей.

Венгрия сохраняет бюджетную и долговую дисциплину. Занятое ею место в цепочке создания добавленной стоимости обеспечивает профицит по счету текущих операций и низкие риски обслуживания долга. Основной торговый партнер, Германия, – локомотив экономики Европы (см. [Экономика Европы](#)).

Бразилия. Новое правительство имеет шансы вытащить экономику из рецессии, продолжающейся 2,5 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.

Мексика имеет тесные экономические связи с США, которые в случае циклического спада в США (см. [Экономика США](#)) приведут к ухудшению и без того неважного счета текущих операций. При этом большой запас прочности по кредитным метрикам означает низкие кредитные риски на обозримом горизонте.

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

Колумбия. В условиях низких цен на нефть ее правительство вынуждено наращивать заимствования, для поддержки роста экономики. Высокая доля валютных долгов и ухудшение кредитных метрик грозят потерей рейтингов инвестиционного уровня. Кредитные метрики пока при этом остаются достаточно крепкими.

Турция. Политические риски уже начали сказываться на экономике (рост ВВП ушел в отрицательную зону). Восстановление цен на нефть ухудшило и без того негативный счет текущих операций, а с учетом высокой доли долга в иностранной валюте это грозит снижением рейтингов. Краткосрочно, впрочем, проблем с обслуживанием долга в иностранной валюте не предвидится.

[К таблице с прогнозом](#)



Экономика РФ: возобновление роста

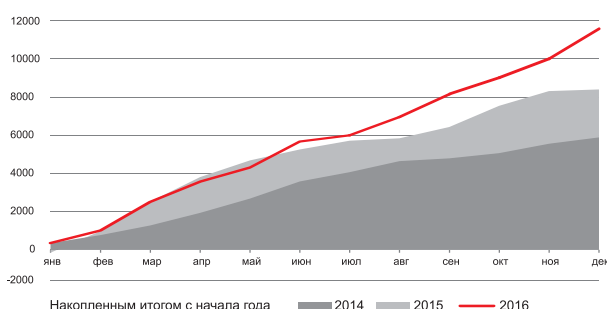
Отложенный отскок

Экономика РФ в 2016 г. продолжила пусть и медленно, но сокращаться: ВВП снизился на 0,2%. При этом наблюдалось улучшение показателей промышленного производства и инвестиций, а также стабилизация реальных заработных плат. Важно, что сохраняется положительная динамика по важнейшим показателям:

- **Продолжение роста прибылей компаний, причем несмотря на укрепление рубля.**
- Замедление инфляции, которое приведет к снижению ставок, а также росту реальных доходов.
- Рост инвестиций в запасы, то есть компании оптимистично оценивают будущие перспективы. О том же говорит и рост индексов PMI.
- Отсутствие негативных 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 окажутся, в первую очередь, 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

ЦБ успешно справляется с задачей снижения инфляции. К концу 1 кв. I она составила 4,3% и, с высокой вероятностью, замедлится до целевых 4% к середине 2017 г. Помимо жесткой монетарной политики снижению инфляции способствует и то, что рост доходов пока не приводит к росту потребления.

Быстрое снижение инфляции означает продолжение цикла снижения ключевой ставки и, как следствие, снижение доходностей облигаций ([см. Долговой рынок](#)).

Инфляция и ключевая ставка ЦБ



Источник: ЦБ РФ

Признаки оживления

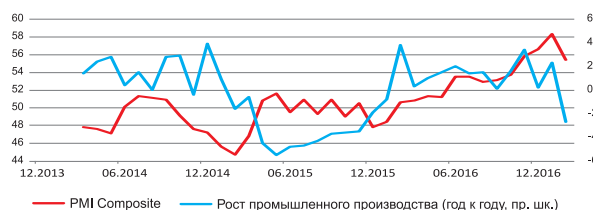
В последние месяцы экономика РФ стала показывать явные признаки оживления:

- Рост реальных зарплат стабилизировался около 2%, но розничные продажи снижаются
- Рост промышленного производства с поправкой на календарные факторы закрепился в плюсе.
- Индекс PMI Composite на 2-летних максимумах
- Ускорение роста импорта

- **Явные признаки оживления, но без инфляционных рисков**

- **Ожидается рост ВВП по итогам 1 кв. 2017**

Индекс PMI и рост промышленного производства РФ



Источник: Росстат, Bloomberg

[К таблице с прогнозом](#)

С учетом сохранения нашего умеренно оптимистичного взгляда на глобальную экономику в 2017 г., многие классы активов имеют высокую инвестиционную привлекательность. 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 снижения валютных рисков рубля локальные российские облигации в ограниченном объеме можно приобретать и в валютные портфели.

Рынок нефти

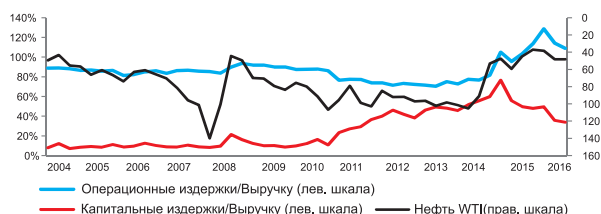
Бенефициары сделки ОПЕК

Страны, не присоединившиеся к сделке ОПЕК, больше всех от нее и выиграли. Рост капитальных издержек, анонсы крупных инвестиционных проектов и наращивание добычи стали итогом стабилизации рынка нефти. Наиболее явно все это заметно на примерах американских нефтяных компаний.

Улучшение внешнего фона позволило им нарастить капитальные издержки, что отразилось в росте буровой активности и добычи. Хорошим примером является Marathon Oil, которая планирует увеличить капитальные расходы в 2 раза в 2017 г.

- Рост добычи в странах вне соглашения
- Слабый долгосрочный эффект сделки ОПЕК
- Увеличение рисков снижения цен на нефть

Издержки американских нефтедобывающих компаний



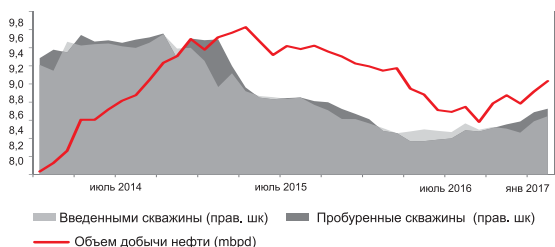
Источник: оценки УК «Альфа-Капитал», Bloomberg

Буровая активность и резервы

Буровая активность довольно быстро отреагировала на рост цен на нефть. Даже USD 45-50 за баррель оказалось достаточно для возобновления финансирования бурения в США.

- Цены на нефть вряд ли смогут преодолеть уровень USD 60-65 за баррель

Буровая активность и добыча в США



Источник: оценки УК «Альфа-Капитал», EIA

За стабильностью идет волатильность

На рынке нефти сформировалась ситуация 2014 года, когда при стабильных ценах на нефть наблюдается рост добычи и капитальных издержек, что привело к излишкам предложения нефти.

Искусственное вмешательство ОПЕК в рыночное ценообразование лишь усугубило проблему. Естественная очистка отрасли не завершилась, число дефолтов в нефтегазовом секторе существенно сократилось. Дальнейшее вмешательство ОПЕК в ценообразование приведет лишь к потере этой организацией своей доли на рынке без устойчивого влияния на цены.

Вторичным эффектом от продолжения вмешательства ОПЕК в рыночные процессы будет рост влияния частных нефтегазовых компаний на рынок. Та же Total SA объявила о 10 крупных проектах запланированных на предстоящие 18 месяцев. Конечно, рост капитальных издержек частных нефтегазовых компаний окажет влияние на рынок с задержкой, мы ожидаем ускорение роста добычи во 2п. 2017 г., или даже в 2018 г. Поэтому ОПЕК на встрече 23 мая еще можно будет принять непростое решение отказаться от ограничений по добыче ради того, чтобы в будущем избежать более серьезной просадки цен.

- Коррекция цен на нефть во 2п. 2017

Другим не менее важным 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. будет ниже текущих уровней

Варианты прогноза цен на нефть



Источник: оценки УК «Альфа-Капитал», Bloomberg

[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.

Рынок уже переосмысливает «ястребиный» настрой ФРС США, что отражается в расхождении цены золота и доходностей облигаций. Не думаем, что в 2017 году подход ФРС к ставкам поменяется, поэтому не следует придавать большое значение ориентирам ФРС, лучше смотреть на состояние экономики (см. [Экономика США](#)).

- **Отсутствие жестких комментариев 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**

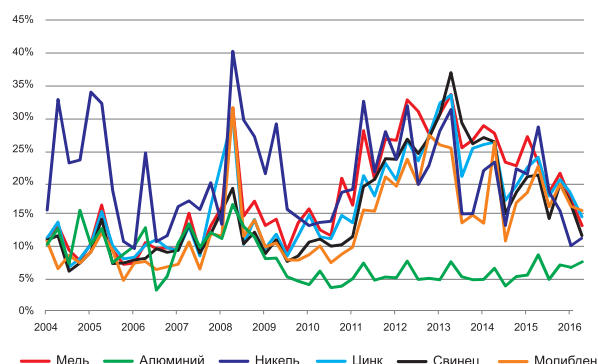
Промышленные металлы

В 2017 году 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 (см. [Экономика Китая](#)) и некоторые другие развивающиеся страны, к которым, если верить обещаниям Трампа, может 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 2-3 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.

Усиление ожиданий повышения ставки ФРС (см. [Новая администрация США](#)) и продление программы количественного смягчения ЕЦБ (пусть и в сокращенном объеме) ослабили евро в конце прошлого года.

Но это ослабление оказалось временным. Ожидание по действиям ФРС смягчилось, а Евро сохранил мощную поддержку от профицита счета текущих операций, превысившего 3% ВВП. Сначала проблемы в экономике, ограничили импорт, затем слабый евро превратил Еврозону в мощного нетто-экспортера.

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

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

Счет текущих операций еврозоны и курс евро к USD



Источник: Bloomberg

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 USD 1,12 за евро, что соответствует верхней границе диапазона

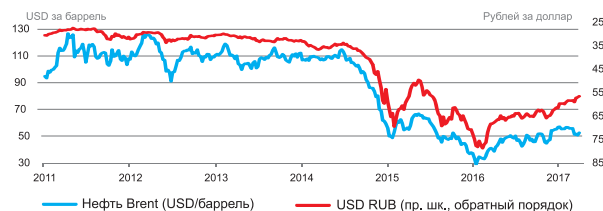
Рубль: нефть и не только

В 2016 году рубль стал реагировать либо на сильные движения в нефти, либо 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 в 2016 г. стал минимальным с 2000 г., и главным фактором стабильности рубля стало улучшение показателей финансового счета. Российские активы стали интересными для нерезидентов. (см. [Рынок Акции](#) и [Рынок облигаций](#)). Колебания же цен на нефть в условиях ожиданий стабилизации этого рынка воспринимались как не заслуживающие внимания.

- Текущий курс рубля отражает высокий интерес иностранных инвесторов к российским активам
- Краткосрочно рубль может оставаться крепким

Курс рубля к доллару США и цены на нефть



Источник: Bloomberg

Рубль: долгосрочные риски

Возобновление роста экономики означает рост инвестиций, потребления, и импорта, что ухудшит счет текущих операций. Уже высокая доля нерезидентов в российских активах означает рост рисков ослабления рубля в случае их ухода. Цены на нефть, по нашим оценкам, должны снизиться к концу года (см. [Рынок нефти](#)).

- Ослабление рубля до RUB 62 за USD к концу года

Счет текущих операций РФ



Источник: Росстат, ЦБ РФ

[К таблице с прогнозом](#)

Долговой рынок

Казначейские облигации

Рост доходности казначейских облигаций США в конце 2016 г. – это не смена рыночной парадигмы. Исходя из наших оценок стадии делового цикла (см. [Экономика США](#)), потенциал повышения ставок ФРС ограничен, поэтому мы полагаем, что нисходящий тренд, если и не возобновиться, то сменится боковым.

- **ФРС сможет поднять ставку 2-3 раза в 2017 г.**
- **Доходности длинных казначейских облигаций США стабилизируются**

Доходность казначейских облигаций и ставка ФРС



Источник: Bloomberg

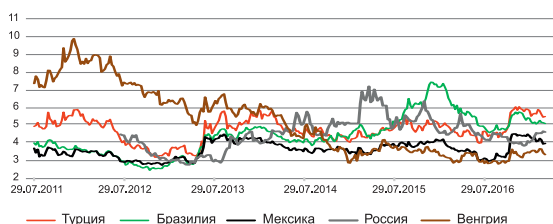
Еврооблигации ЕМ

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](#)).

Облигации этих стран привлекательны, вероятностью снижения базовых долларовых доходностей, а также сокращения кредитных спредов, неоправданно расширившихся после выборов президента США (см. [Новая администрация США](#)).

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

Доходность 10-летних суверенных облигаций



Источник: Bloomberg

Российские еврооблигации

Этот сегмент одним из первых отыграл коррекцию, спровоцированную победой Трампа. Но при этом не потерял инвестиционной привлекательности в качестве защитного актива.

Дефицит российских еврооблигаций растет, в 2017 году рынок сократится еще на 20-25%. С учетом отличных кредитных метрик России (см. [Экономика ЕМ](#)), а также низких ставок по депозитам, любую просадку в российских евробондах рынок будет выкупать.

- **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

Инфляция замедляется, и вполне может достичь 4.0% уже к середине 2017 г. (см. [Экономика РФ](#)). Риски со стороны увеличения зарплат, индексации тарифов, а также курса рубля сейчас невысоки. Основное препятствие для снижения ключевой ставки – это осторожность ЦБ.

С другой стороны, темп замедления инфляции уже начинает вызывать беспокойство. Слишком жесткая денежно-кредитная политика может привести даже к дефляционному сценарию. В этом случае темп снижения ставок может ускориться.

Хотя ОФЗ быстрее будут реагировать на снижение ставок, мы предпочитаем корпоративные облигации, где среди держателей меньше нерезидентов, которые своим выходом могут спровоцировать волну распродаж.

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

[К таблице с прогнозом](#)

Рынок акций

Рынок США

Отчетности за 4 кв. 2016 г. стали приятным сюрпризом для рынка: больше половины компаний показали результат лучше ожиданий. Вместе с фактором Трампа, это позволило американскому рынку продолжить рост.

Рост ожиданий повышения ставки ФРС не особо сказалось на рынке. Инвесторы связывают повышение ставки с улучшением оценки ФРС состояния экономики США, а также создания возможности стимулирования в будущем. **Тем не менее, широкий рынок выглядит дорогим, поэтому стоит сконцентрироваться на точечных идеях**, соответствующих нынешней стадии делового цикла: дивиденды, потребительский и технологический секторы, фармацевтика (см. [Экономика США](#)).

● Точечные покупки защитных имен

Динамика корпоративных прибылей в США (год к году)



Источник: Bloomberg

Еврозона и другие развитые рынки

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](#)).

Хотя большинство проблем остаются актуальными, европейский рынок сейчас выглядит дешевым, а ряд секторов даже выигрывает от сложившейся ситуации.

● Экспортеры будут выигрывать от слабого евро (британские от слабого фунта)

● Банки и ритейл будут оставаться под давлением слабой экономики и низких ставок

Индексы MSCI Европы в сравнении с глобальным индексом



Источник: Bloomberg

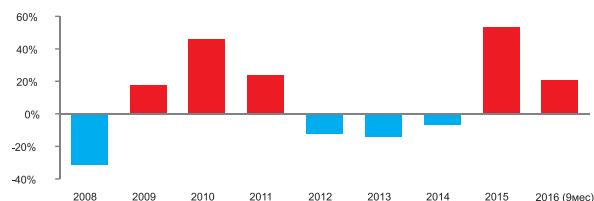
Российский рынок

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 лежит на населении, реальные доходы почти не растут, сократился потребительский спрос. Вместо этого растут прибыли компаний.

● Рост прибыли – ключевой фактор роста российского рынка акций в 2017 году

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



Источник: Росстат

Рост цен на нефть из-за сделки с ОПЕК (см. [Нефть](#)) 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 Российский остается одним из самых дешевых и потому наиболее интересным. Средняя дивидендная доходность рынка выше, чем у аналогов. С учетом коррекции на 10% в первом квартале рынок выглядит более чем интересно.

Российский рынок акций в сравнении с аналогами

	Дивидендная доходность	Price/Earnings (P/E)	Price/Book Value (P/Bv)	Yield
Россия	4,5%	7,7	0,8	13,0%
Бразилия	3,0%	20,8	1,7	4,8%
Турция	2,5%	9,8	1,3	10,2%
ЮАР	3,1%	21,2	2,3	4,7%
Индия	1,3%	21,4	3,2	4,7%
Китай	2,0%	14,2	1,7	7,1%

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, евро, который может начать неожиданное для рынка укрепление, в случае если обстоятельства вынудят ФРС остановить или сильно замедлить цикл ужесточения денежно-кредитной политики. Кроме того, при некоторых сценариях отлично может сыграть нефть. Например, в случае сильного 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 году продолжит теми же темпами, то цикл снижения ставки может ускориться.

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 ожиданиям, причем относительно далеким. Кроме того, в длинных ОФЗ сейчас очень много позиций занято нерезидентами, которые могут оказаться очень чувствительными 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. [Облигации](#)). Поэтому позиции в ОФЗ если и следует занимать, то из тактических соображений, например, с целью увеличения дюрации портфелей на просадках.

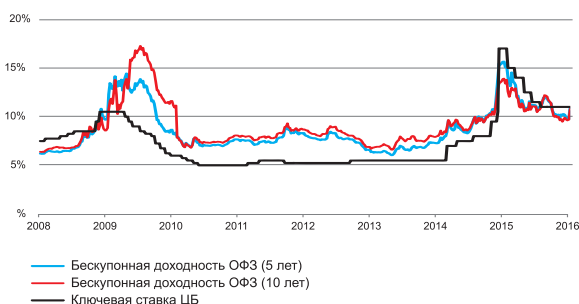
Основу портфеля должны составлять качественные корпоративные облигации. В них при таком же, как и в ОФЗ, потенциале снижения доходности вслед за ключевой ставкой ЦБ, выше текущая доходность, а также ниже чувствительность к рыночным рискам. Хотя бы потому, что доля нерезидентов в качественных корпоративных 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.

● 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) стало не единственным последствием победы Д.Трампа на выборах с США. Это также привело к расширению кредитных спредов по суверенному долгу.

Мы скептически относимся к возможности Трампа реализовать свои обещания (см. [Новая администрация](#)). Начало его президентства показало, что проведение далеко не самых радикальных мер натывается на сильное сопротивление, и можно представить, чего будет стоить ему проведение всей заявленной программы.

Российские евробонды на общем фоне выглядят недешевыми. Хорошее кредитное качество России как суверенного заемщика (см. [Развивающиеся экономики](#)), тому, устойчивое финансовое положение компаний (см. [Экономика РФ](#)), а также дефицит бумаг нарастать (см. [Облигации](#)) привели к тому, что относительные и абсолютные доходности по облигациям в РФ дошли до рекордно низких уровней.

Но низкие доходности могут спровоцировать увеличение первичного предложения, что оттянет на себя часть спроса. Риск коррекции увеличивается,

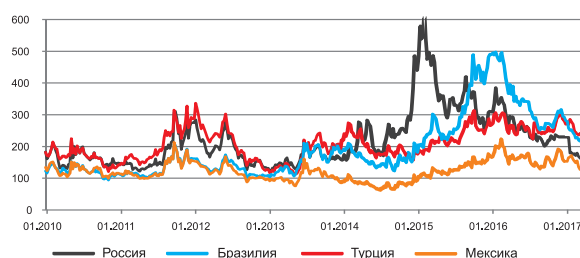
● Короткая дюрация в портфелях российских еврооблигаций

Российский рынок при текущих уровнях доходностей не сможет обеспечить результаты по портфелям, хотя бы близкие к результатам 2015-2016 гг. Поэтому имеет смысл увеличивать долю развивающихся рынков, а также рассматривать возможности, которые могут дать инструменты в евро и рубле (см. [Валюты](#))

● Увеличенная доля еврооблигаций ЕМ в портфелях

● Тактические позиции в рублевых инструментах в валютных портфелях

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 года существенно сократило потенциальную доходность этого инструмента в 2017 году. Например, широкий рынок в США выглядит дорогим даже с учетом роста прибылей в последнем квартале прошлого года.

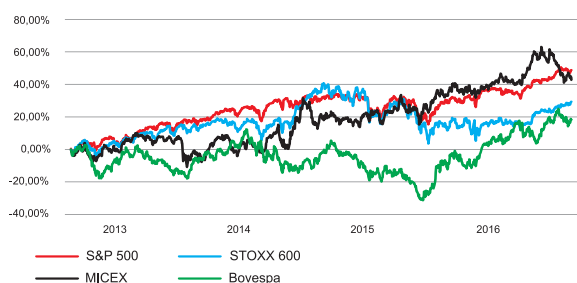
При этом с учетом текущей стадии делового цикла экономики США (см. [Экономика США](#)), рынок акций этой страны, по идее, не должен демонстрировать выдающихся результатов в ближайшие годы. Какой-то рост на фоне реформ Трампа еще возможен, но интрига в том, что конкретно он сможет провести через законодателей. 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 году сопровождался ростом прибылей публичных компаний, в результате чего ралли не ухудшило их оценку.

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

- **Увеличенная доля акций российских компаний**
- **Точечные идеи в акциях компаний США (финансовый, нефтегазовый секторы, дивидендные бумаги)**

Фондовые индексы разных стран



Источник: Bloomberg

Отраслевые стратегии

«Точечный» поход к выбору бумаг в 2017 году 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.

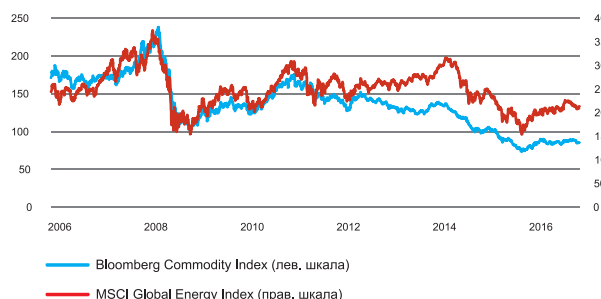
Ресурсные сектора и экспортеры также могут хорошо себя показать в 2017 году. Особенно в тех странах, где национальная валюта за последние годы существенно ослабла. Это Еврозона, Великобритания, Бразилия, Россия. Особенно интересной эта идея станет, если Китаю удастся и дальше держать ситуацию в своей экономике под контролем (см. [Экономика Китая](#)).

- **Высокая доля ресурсных компаний в портфелях**

Еще одна точечная идея – контрциклические секторы, 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».

- **Акции с высокой дивидендной доходностью**

Цены на сырье и цены акций сырьевых компаний



Источник: Bloomberg

[К таблице с прогнозом](#)

Смешанные портфели и структурные продукты

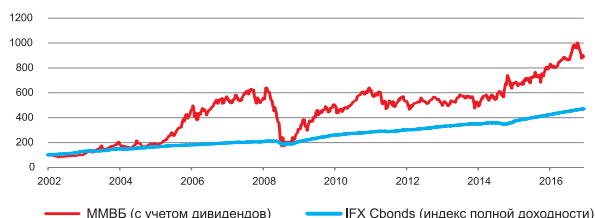
Акции vs облигации

Российские рублевые и валютные облигации, будучи нашими топ-пиками на 2016 год 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 года, вызванный ростом инфляционных ожиданий, с высокой вероятностью окажется неустойчивым ([см. Новая администрация](#)). По итогам 1 квартала стало ясно, что легко провести через конгресс свои обещания Трампу не удастся. А значит инфляционные ожидания должны снизиться.

Сырьевые активы. На сырьевом рынке складывается довольно интересная картина ([см. Нефть и Металлы](#)). Если мы правы в наших оценках, то в 2017 году 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

Если мы правы в оценке условий, в которых будет действовать Трамп ([см. Новая администрация](#)), то скоро рынки могут разочароваться в инфляционных ожиданиях, что вызовет коррекцию в рискованных активах и увеличение спроса на защитные.

2. Нефть

Хотя худшее для нефти в этом цикле, скорее всего, осталось позади, это не отменяет высокой вероятности глубоких просадок цен. Ближайший к нам риск – это развал соглашения об ограничении добычи ОПЕК под давлением роста добычи в странах, не вошедших в соглашение ([см. Нефтяной рынок](#)). При таком сценарии на рынке быстро образуется избыток нефти, который приведет к сильной просадке цен.

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 продолжить сокращать отрыв от фундаментальных оценок, который остался большим несмотря на рост на почти 60% за 2015-2016 гг.

4. Акции компаний США

Несмотря на хорошую историческую доходность последних лет, брать экспозицию на фронтальный рост американского рынка акций нецелесообразно. Основная растущая стадия делового цикла осталась позади ([см. Экономика США](#)), 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 ([см. Валюты](#)). 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

Развитие событий в экономике крайне редко точно соответствуют базовому сценарию, с высокой вероятностью в течение прогнозного периода будут происходить события, которые будут приводить к отклонению фактических данных от прогнозных значений. Ярким примером прошлого года стала победа Дональда Трампа на выборах президента США. Последовавшая за этим волна оптимизма привела к ралли на рынке акций, сильному росту доходностей казначейских облигаций, что распространилось на самый широкий круг активов. Другим неожиданным событием стали итоги референдума в Великобритании по поводу членства в Евросоюзе. Решение о выходе из Евросоюза привело не только к сильному ослаблению фунта, но и не позволило укрепиться евро.

В этом разделе мы указали некоторые из возможных сценариев, которые могут привести к сильному отклонению от базового прогноза. Это далеко не исчерпывающий список, более того, он содержит только те сценарии, которые просматриваются сейчас.

Больше всего неопределенности сейчас исходит от США с их новым президентом, который, с одной стороны продвигает очень радикальные изменения, а, с другой, натывается на сильнейшее сопротивление со стороны других ветвей власти. По-прежнему сильным источником риска остается Китай, где властям пока удастся удерживать ситуацию под контролем, оперативно купируя возникающие проблемы то на рынке недвижимости, то в теневом банковском секторе, то на фондовом рынке. Но насколько долго получится избегать рисков, которые могут спровоцировать назревающий циклический спад – большой вопрос. И, конечно, источником неопределенности является и российская экономика, которая, хотя и показывает все больше признаков восстановления, пока не может похвастаться стабильно хорошей статистикой.

Пессимистичные сценарии

Многообразие пессимизма

Из-за разнообразия существующих рисков, реализация которых может по-разному сказаться на прогнозных показателях единого негативного сценария не существует.

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

Не следует рассматривать негативные прогнозы 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 в совсем другом ключе, который предполагает ускорение инфляции, а значит и быстрое увеличение 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 развивающихся рынках**
- **Увеличение спроса на защитные активы (золото)**

Ускорение инфляции в РФ

Есть риск, что наблюдаемое сейчас замедление инфляции в РФ окажется временным. Например, ускорение инфляции может произойти в результате падения цен на нефть или реализации геополитических рисков, следствием чего станет сильное ослабление рубля. Или если рост доходов населения спровоцирует возникновение отложенного спроса.

Ускорения 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 ставки снижаться не будут, то мы увидим коррекцию в рублевых долговых инструментах и отток иностранных инвесторов из этого сегмента.

- **Рост рублевых доходностей, снижение цен рублевых облигаций, ухудшение результатов по рублевым портфелям**
- **Охлаждение интереса к рублевым облигациям со стороны нерезидентов, ослабление рубля**
- **Коррекция на российском рынке акций**

Сильное замедление экономики Китая

Хотя возможные проблемы в экономике Китая – это уже стандартная страшилка, списывать этот риск со счетов 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

Также как и с пессимистичными сценариям, из оптимистичных также невозможно сложить единый «усредненный сценарий». Сочетания оптимистичных сценариев и особенно с пессимистичными могут приводить к очень странным и неожиданным результатам.

Поэтом 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, усиление ожиданий отмены 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 экономика США исчерпала возможности для циклического роста, он может принять другую форму. Низкая безработица будет толкать вверх заработные платы, которые потянут за собой потребительский спрос. Кроме того, низкая долговая нагрузка домохозяйств позволяет им наращивать потребление за счет роста долга.

Все это, конечно, не останется без внимания рынка, а также ФРС.

- **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 фаза «нестабильность на Ближнем востоке» уже навязла в зубах, этот фактор не исчезает 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 ограничено. 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 экономики 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 этим 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 14 апреля 2017 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.