

Стратегия-2018

Где искать доходность?



Содержание

Основные классы активов



- 6** Стратегия
- 8** Еврооблигации
- 10** Рублевые облигации
- 12** Мировой рынок акций
- 14** Российские акции

Экономика



- 18** Глобальная экономика
- 20** США
- 26** Еврозона
- 32** Экономики ЕМ
- 34** Китай
- 36** БРЮТ
- 38** Россия

Сырьевые рынки



46 Нефть

48 Металлы

Сценарии и прогнозы



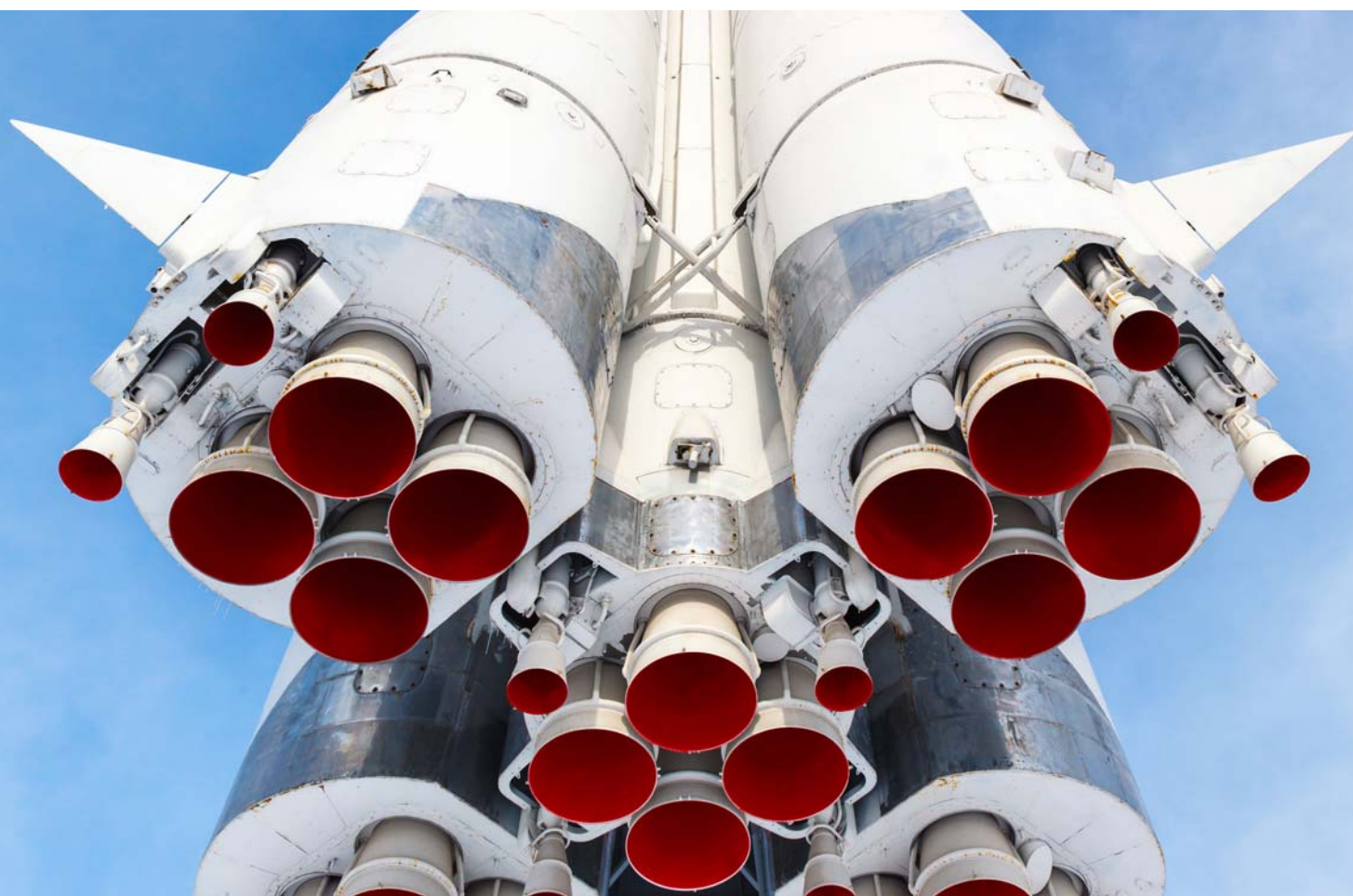
52 Базовый сценарий

54 Пессимистичные
сценарии

56 Оптимистичные
сценарии

58 Сводная таблица
прогноза

Основные классы активов



1

Стратегия	6
Еврооблигации	8
Рублевые облигации	10
Мировой рынок акций	12
Российские акции	14

Основные классы активов

В 2017 году лучшим классом активов стали акции американских компаний. Фондовые индексы США продолжили ралли, снова показав двузначную доходность. В лидерах оказались технологические компании, показавшие сильный рост выручки и прибыли. Рынкам также помогла хорошая макростатистика по США, а также то, что инвесторы перестали воспринимать хорошие данные через призму «а что на это ответит ФРС?». В результате все три повышения ставки ФРС в этом году и запуск программы сокращения баланса ФРС особо не охладили пыл инвесторов.

К сожалению, в 2018 году акциям США будет сложнее повторить успех 2017-го. Ожидания очень высокие, а экономика близка к пику делового цикла и скоро может начать торможение. А с ней затормозится и рост прибылей и доходов, которые инвесторы могли направлять на покупку финансовых инструментов. В этом плане нам больше нравится европейский рынок, который еще очень далек от перегрева, а экономика еврозоны только-только вошла в цикл роста.

Неплохо в этом году себя показали облигации развивающихся рынков. Несмотря на низкие доходности уже в начале года, рынок дал возможность для активного управления портфелем. Были интересные движения в отдельных суверенных именах, продолжилась компрессия спредов, а базовые доходности (доходности казначейских облигаций) не особенно реагировали на изменения ставки ФРС. Ожидания по доходности еврооблигаций ЕМ на следующий год достаточно скромные, возможностей для положительной переоценки облигаций все меньше. Но пока этот инструмент по-прежнему может принести гораздо больше, чем долларовые депозиты.

В рублевом сегменте ожидания в целом благоприятные. Особенно в российских акциях, которые после невнятного 2017 года стоят крайне дешево по мультипликаторам, предлагают щедрую дивидендную доходность. Да и российская экономика, судя по всему, в следующем году покажет неплохие результаты. Кроме того, снижение ожидаемой доходности по облигациям также может способствовать тому, что инвесторы начнут искать альтернативы.

Впрочем, портфели рублевых облигаций, по нашим оценкам, в 2018 году покажут двузначную доходность. Мы полагаем, что ЦБ РФ продолжит цикл снижения ключевой ставки, за которой последуют и рыночные рублевые доходности.



Стратегия-2018

Еще один год роста рынков

В 2017 году хорошие результаты показали и рынки акций развитых и развивающихся стран, и долговые инструменты. Одновременно это привело к исчерпанию многих инвестиционных идей, усложнив поиск новых.

Основная проблема сейчас – это низкие доходности по инструментам в твердых валютах на фоне перспектив роста ключевых процентных ставок в этих валютах.

В то же время ключевые экономики пока не показывают явных признаков проблем, премии за риск продолжают снижаться, поддерживая рост фондового рынка. Особенно это касается рынка акций, его прошлая динамика и стабильная экономика будут притягивать свежие деньги.

Акции: Европа, США (+7%)

Рост рынков акций США и Европы в этом году был поддержан улучшением состояния экономик регионов, а также тем, что регуляторы по-прежнему не спешат с ужесточением денежно-кредитных политик.

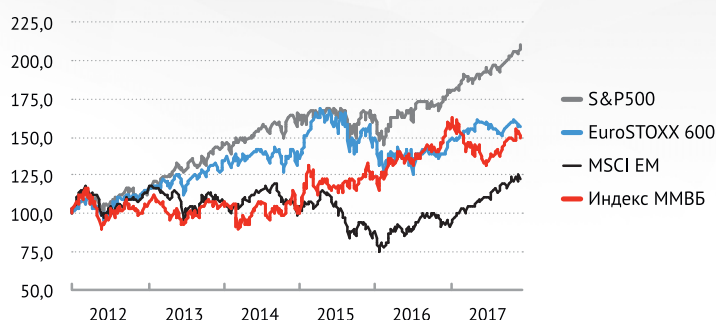
При этом хотя рынок акций США выглядел явно увереннее в 2017 году, в 2018-м, мы думаем, он уступит европейскому рынку акций. Это связано с тем, что, несмотря на хорошее состояние экономики, возможности ее улучшения и особенно роста прибылей компаний во многом исчерпаны, чего нельзя сказать про экономику еврозоны.

Впрочем, это касается широкого рынка, отдельные истории и идеи на рынке акций США будут по-прежнему актуальны.

ПРЕДПОЧТЕНИЕ
ЕВРОПЕЙСКИХ
ИНДЕКСОВ

ТОЧЕЧНЫЕ ИДЕИ
НА РЫНКЕ АКЦИЙ
США

Индексы рынков акций США, Европы, ЕМ и РФ



Источник: Bloomberg

Стратегия-2018

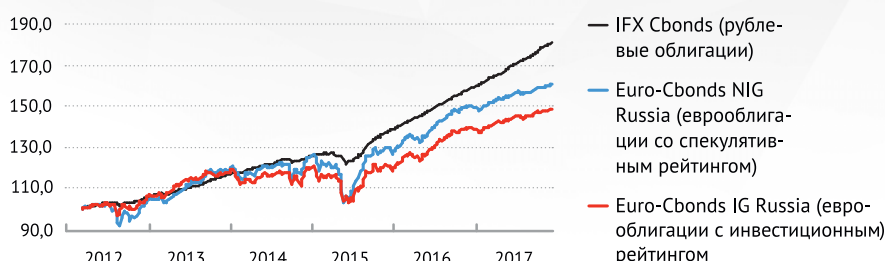
Еврооблигации ЕМ (+5%)

Низкие доходности по качественным еврооблигациям ЕМ ограничивают доходность портфелей в 2018 году при пассивном инвестировании. Требуется активное управление портфелем на основе следующих принципов:

- **Покупка на просадках:** ситуация во многих экономиках ЕМ остается непростой, высоки риски коррекций. При этом риски, связанные с обслуживанием и погашением валютного долга, по-прежнему низки.
- Еврооблигации как защитный актив: хотя дальнейшее сужение суверенных спредов ограничено, их движения все еще могут демпфировать колебания доходности казначейских облигаций.
- Еврооблигации в евро: мы рассчитываем на укрепление евро в 2018 году.
- Идеи «вне рынка»: высокодоходные облигации, слабо чувствительные к рыночным рискам.

АКТИВНО
УПРАВЛЯЕМЫЕ
СТРАТЕГИИ
В ЕВРООБЛИГАЦИЯХ

Индексы широкого рынка облигаций Cbonds



Источник: Bloomberg

Рублевые облигации (+11%)

Один из немногих классов активов, где основная идея остается без принципиальных изменений. Инфляция замедлилась достаточно для нормализации денежно-кредитной политики ЦБ РФ.

Российские акции (+20%)

Сильная коррекция в первой половине года не позволила российским акциям раскрыть свой потенциал в 2017 году. Индекс ММВБ сильно отстал в своей динамике от индексов как развитых, так и развивающихся стран.

Но условия для российского рынка акций складываются благоприятные: хорошее состояние экономики РФ, рост цен на нефть, снижение ключевой ставки ЦБ РФ. При этом его оценка по мультипликаторам низкая, а дивидендная доходность – одна из самых высоких в мире.

ОЖИДАЕМ
ДАЛЬНЕЙШЕГО
СНИЖЕНИЯ
КЛЮЧЕВОЙ СТАВКИ
РФ И ДОХОДНОСТЕЙ
РУБЛЕВЫХ
ОБЛИГАЦИЙ

НАШ ВЫБОР –
КАЧЕСТВЕННЫЕ
КОРПОРАТИВНЫЕ
БУМАГИ

Еврооблигации

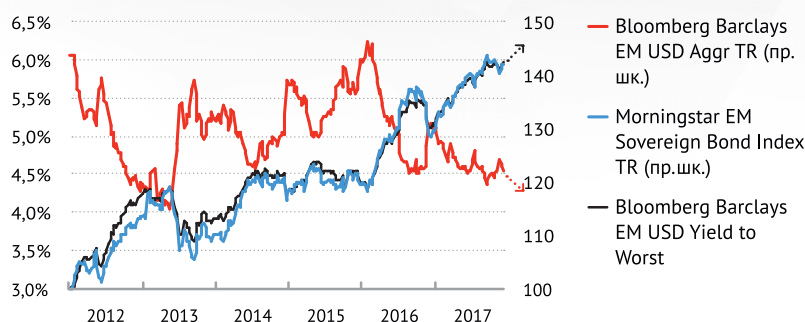
Базовые ставки

Мы не ожидаем устойчивого роста доходностей казначейских облигаций. Сейчас они находятся на уровнях, соответствующих максимальной ставке ФРС в этом цикле 2,25-2,5%, что согласуется с нашим прогнозом. В прошлые циклы повышения ключевой ставки ФРС длинные еврооблигации обычно реагировали в начале повышения, но затем рост их доходностей останавливался.

В то же время и вероятность существенного и устойчивого снижения доходностей казначейских облигаций сейчас мы оцениваем как низкую.

КОРРЕКЦИИ
В КАЗНАЧЕЙСКИХ
ОБЛИГАЦИЯХ –
ПОВОДЫ ДЛЯ
УВЕЛИЧЕНИЯ
ПОЗИЦИЙ В
ЕВРООБЛИГАЦИЯХ

Доходности еврооблигаций ЕМ на минимумах, рост цен ограничен



Источник: Bloomberg

Облигации в евро

Улучшение перспектив евро относительно доллара США заставляет обратить внимание на долговые обязательства в этой валюте. Правда, задача выбора бумаг в этом сегменте ничуть не проще, чем в долларовых инструментах.

- **Низкие доходности:** по облигациям в EUR они на 1,5 п.п. ниже, чем по облигациям в USD. Как результат – основную часть дохода по таким портфелям будет приносить валютная переоценка.
- **Меньше выбор:** эмитенты гораздо чаще выпускают бумаги в USD, чем в EUR.
- **Альтернативы:** акции крупных европейских компаний нередко предлагают 4–5% дивидендной доходности.
- **Точечные идеи, преимущественно из семейства высокодоходных облигаций.**

УВЕЛИЧЕНИЕ ДОЛИ
ВЫСОКОДОХОДНЫХ
ОБЛИГАЦИЙ, МЕНЕЕ
ЧУВСТВИТЕЛЬНЫХ
К РИСКАМ БАЗОВЫХ
СТАВОК

Еврооблигации

Суверенные спреды

Премии за суверенный риск в еврооблигациях ЕМ находятся на низких по историческим меркам уровнях, для многих стран – на минимальных с 2008 года значениях.

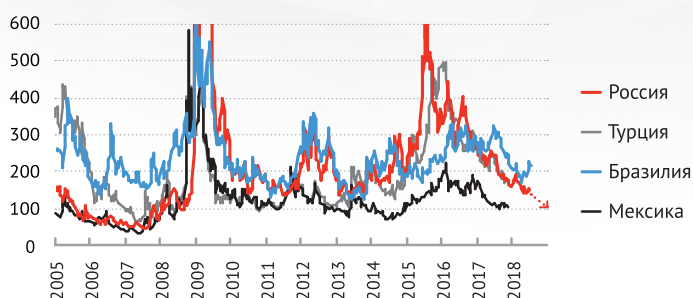
Но сужение спредов возможно по ряду причин:

- 5-летний CDS на Россию до 2007 года котируется ниже 50 б.п., тогда как сейчас он в районе 130 б.п. Похожая ситуация с Мексикой, Бразилией, Турцией и ЮАР.
- Несмотря на макроэкономические риски, присущие этим странам, размер и структура валютного долга находятся на комфортных уровнях, проблемы с его погашением и обслуживанием маловероятны.
- Размещение валютных облигаций странами ЕМ носит в основном индикативный характер, основная цель – поддержание ликвидности и объема рынка. Валютные заимствования не являются основным источником финансирования бюджетных дефицитов.

В нынешних условиях сужение суверенных спредов не будет носить фронтального характера, правильной стратегией является «покупка на просадках».

СОХРАНЕНИЕ РОЛИ
ЕВРООБЛИГАЦИЙ
ЕМ КАК БАЗОВОГО
АКТИВА
В ПОРТФЕЛЯХ

Котировки 5-летних CDS на суверенный долг



Источник: Bloomberg

Ожидания по доходности портфелей

По нашим оценкам, усредненная доходность портфелей еврооблигаций составит:

- **+5% в базовом сценарии (из-за низких доходностей к погашению)**
- **+6% в оптимистичном** (потенциал сокращения доходностей очень ограничен даже при благоприятном стечении обстоятельств)
- **+2% в пессимистичном** (дефицит бумаг, а также готовность инвесторов выкупать просадки будет ограничивать силу и продолжительность коррекций в ряде сегментов рынка)

УВЕЛИЧЕНИЕ РОЛИ
АКТИВНОГО
УПРАВЛЕНИЯ

Рублевые облигации

Базовые условия и прогноз

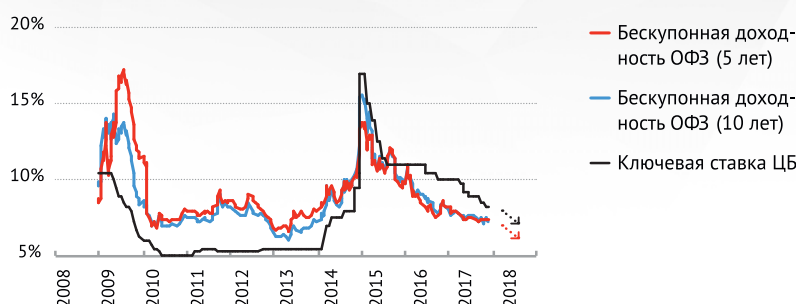
В 2018 году рынок рублевых облигаций входит на достаточно низких уровнях доходности. Например, в сегменте ОФЗ доходности ниже, чем ключевая ставка. Это естественным образом ограничивает возможность положительной переоценки портфелей, поэтому доходность в 2018 году ожидается ниже, чем в 2017-м.

Главными факторами снижения доходности (роста цен) рублевых облигаций в 2018 году, на наш взгляд, станут:

- Снижение ключевой ставки ЦБ РФ на 1 п.п. в базовом сценарии.
- Сокращение объема предложения новых ОФЗ из-за уменьшения дефицита бюджета.
- Улучшение прогноза по нефти и рублю, что увеличит спрос на рублевые активы.
- Сохранение привлекательности ОФЗ как инструмента для *carry trade*, что будет сохранять привлекательность их для иностранных инвесторов.
- Сохранение благоприятной ситуации с рублевой ликвидностью (см. **ЦБ РФ**), что будет обеспечивать низкие рыночные ставки.

УДЕРЖАНИЕ
ДЛИННОЙ ДЮРАЦИИ
ПОРТФЕЛЕЙ

Ключевая ставка ЦБ РФ и рублевые доходности



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

Carry trade

В 2017 году значительная часть нового спроса исходила от иностранных инвесторов. И в 2018-м ситуация, по-видимому, будет схожей. Реальная доходность облигаций (доходность к погашению минус инфляция) по-прежнему очень высокая, а это основной признак привлекательности облигаций в локальной валюте.

СОХРАНЕНИЕ СПРОСА
НА РУБЛЕВЫЕ
ОБЛИГАЦИИ
СО СТОРОНЫ
НЕРЕЗИДЕНТОВ

Рублевые облигации

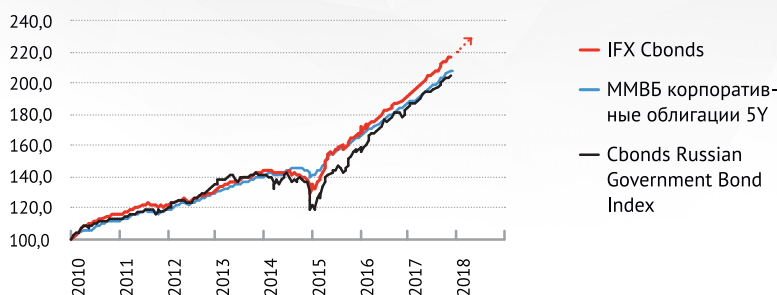
ОФЗ и корпоративные облигации

Снижение доходностей в ОФЗ и корпоративных облигациях происходит неравномерно, кредитные спреды имеют свойство сжиматься и расширяться. Это обусловлено тем, что:

- в ОФЗ больше иностранных инвесторов, поэтому изменения настроений на глобальных рынках быстрее сказываются на госбумагах;
- разная ликвидность: корпоративные облигации менее ликвидны, что сказывается и на скорости реакции на изменение рыночных условий;
- влияние первичного рынка: неравномерное во времени предложение корпоративных облигаций сказывается сильнее на вторичном рынке, чем более или менее равномерный поток новых ОФЗ.

Большая часть изменений спреда ОФЗ – корпоративные облигации – носит технический характер. Широкая инвестиционная декларация позволяет улучшать результаты, своевременно ребалансируя портфель.

Индексы рублевых облигаций



Источник: Bloomberg

Ожидания по результатам портфелей

По нашим оценкам, усредненная доходность портфелей рублевых облигаций составит:

- **+10% в базовом сценарии (рынок отыграл будущее снижение ставок «авансом», но это можно еще компенсировать длинной дюрацией и активным управлением портфелем)**
- **+13% в оптимистичном (если инфляция в следующем году не ускорится, а ЦБ РФ активнее будет снижать ключевую ставку)**
- **+4% в пессимистичном (в случае ускорения инфляции и/или роста валютных рисков ЦБ РФ придется остановить или даже повысить ключевую ставку)**

Рынок акций: США, Европа

Рынок США: сильный инерционный рост

В 2017 году рынок акций США продолжил свое ралли, которое оказалось сильнее, чем в предыдущие годы. S&P 500 прибавил еще 17,4%, Dow Jones +22,2%, Russell 2000 +11,5%, Nasdaq +25,7%.

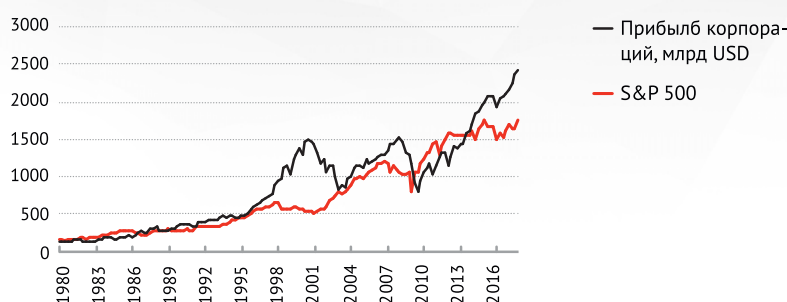
Состояние экономики США в настоящий момент не вызывает особого беспокойства. ВВП растет, безработица стабильно низкая, показатели деловой активности на высоком уровне, динамика потребительских расходов и рост кредитования указывают на высокую уверенность потребителей и сильный спрос.

Все это обеспечивает фондовому рынку поддержку за счет низких оценок макроэкономических рисков.

НИЗКИЕ РИСКИ
РЕЦЕССИИ, АКЦИИ
КОМПАНИЙ США
ИНТЕРЕСНЫ КАК
ЧАСТЬ ПОРТФЕЛЯ

НИЗКИЕ РИСКИ
СИЛЬНОЙ
КОРРЕКЦИИ
В АКЦИЯХ США

S&P 500 и корпоративные прибыли



Источник: Bloomberg

Вопросы фундамента для роста

Если краткосрочные риски в экономике США низки, то долгосрочные перспективы сложно назвать радужными.

В США сейчас практически отсутствует пространство для улучшения макроэкономических показателей (снижения безработицы, загрузки мощностей, кредитования), без чего рост экономики в скором времени должен замедлиться как минимум до «равновесных», а это рост производительности труда (около 1,0–1,5%) плюс темп роста населения.

При этом конкуренция и низкая безработица увеличат давление на рентабельность компаний. Если в последние несколько лет корпоративные прибыли в США в целом по экономике не росли, то в скором времени они могут начать сокращаться, ухудшая тем самым оценку компаний.

Рынок акций: США, Европа

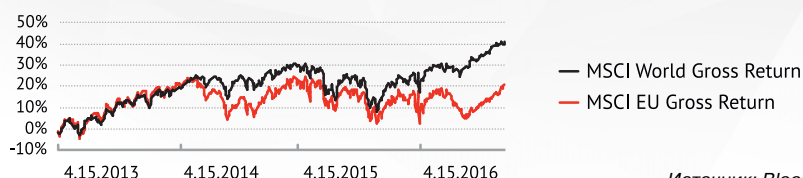
Европейские акции: догнать США

В последние годы плохая макростатистика, долговые проблемы отдельных стран, сокращение расходов бюджета оказывали сильное негативное влияние на европейские фондовые индексы. Но в 2017 году ситуация в экономике еврозоны кардинально изменилась.

Темп роста ВВП еврозоны обогнал США, улучшения наблюдаются во всех крупных экономиках. Это будет привлекать инвесторов, в том числе в ценные бумаги.

ОПЕРЕЖАЮЩИЙ
РОСТ
ЕВРОПЕЙСКИХ
ИНДЕКСОВ

Индексы MSCI Европы в сравнении с глобальным индексом акций



Источник: Bloomberg

Привлекательные мультипликаторы

По сравнению с рынком акций США европейские компании оценены ниже по мультипликаторам и дивидендной доходности. При этом экономика находится на той стадии, где сохраняется возможность быстрого роста прибылей компаний, что будет поддерживать оценки акций. Еще одним аргументом за европейские акции является перспектива укрепления евро.

Оценки европейских акций в сравнении с аналогами (индексы MSCI)

	Дивидендная доходность	Price / Earnings (P/E)	Price / Book Value (P/Bv)
Европа	3,40%	21,1	1,9
Канада	2,80%	18,5	1,9
США	1,80%	22,9	3,2
Япония	1,90%	16,2	1,4

Источник: Bloomberg

Ожидания по результатам портфелей

По нашим оценкам, усредненная доходность портфелей акций иностранных компаний составит:

- **+7% в базовом сценарии: замедление ралли, небольшие локальные коррекции, избежание рецессии всеми ключевыми экономиками**
- **+15% в оптимистичном: рынки продолжают быстрый рост на улучшающихся макроэкономических данных**
- **-10% в пессимистичном: явные признаки приближения рецессии в США и/или другой крупной экономике.**

Рынок акций: Россия

Хронически недооцененный

Российский рынок акций довольно долгое время был обделен вниманием инвесторов. В результате его динамика отстала от аналогов как в развитых, так и в развивающихся странах, тогда как по финансовым мультипликаторам он оставался одним из наиболее недооцененных.

Относительная дешевизна российского рынка акций выражается почти по всем показателям, начиная от отношения цен акций к размеру прибыли на акцию и заканчивая дивидендной доходностью. Исходя из этих оценок, российский рынок акций на 40–50% недооценен относительно аналогов.

Российский рынок акций в сравнении с аналогами

	Дивидендная доходность	Price / Earnings (P/E)	Price / Book Value (P/Bv)
Россия	5,40%	7,2	0,8
Бразилия	2,80%	17,4	1,6
Турция	4,00%	8,5	1,3
ЮАР	2,80%	22,5	2,2
Индия	1,50%	22,7	2,8
Китай	2,10%	16,4	1,9

Источник: Bloomberg

Низкие макроэкономические риски

Среди основных стран ЕМ Россия отличается одними из самых низких макроэкономических рисков. Как показал опыт 2014–2015 годов, российская экономика способна достаточно эффективно адаптироваться даже к очень жестким внешним шокам. Среди основных факторов макроэкономической стабильности:

- Низкий размер суверенного долга, особенно валютного.
- Контролируемый дефицит, в бюджет закладываются очень консервативные ожидания по ценам на нефть.
- Плавающий валютный курс, адекватная денежно-кредитная политика ЦБ РФ.
- Стерилизация нефтегазовых сверхдоходов через покупки валюты Минфином.

ЗНАЧИТЕЛЬНЫЙ
ПОТЕНЦИАЛ РОСТА
ЗА СЧЕТ СОКРАЩЕНИЯ
ОТСТАВАНИЯ ОТ
ДРУГИХ РЫНКОВ
АКЦИЙ

ОГРАНИЧЕННОЕ
ВЛИЯНИЕ ВНЕШНИХ
НЕГАТИВНЫХ ШОКОВ
НА СОСТОЯНИЕ
РОССИЙСКОЙ
ЭКОНОМИКИ

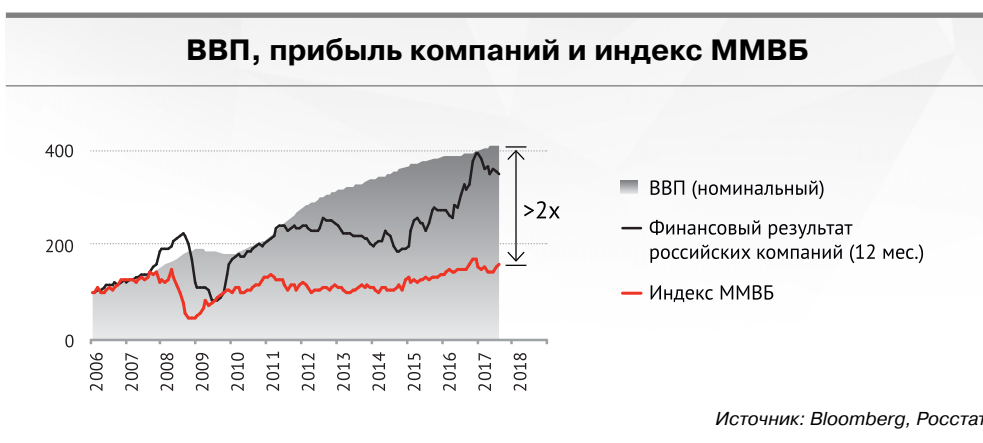
НИЗКИЕ РИСКИ
УВЕЛИЧЕНИЯ
НАЛОГОВОЙ
НАГРУЗКИ
НА КОМПАНИИ ПРИ
НЕБЛАГОПРИЯТНЫХ
ДЛЯ БЮДЖЕТА
УСЛОВИЯХ

Рынок акций: Россия

Рост ВВП и прибыли

Российский рынок накопил гигантское отставание от ВВП и прибылей компаний. Для того чтобы российский рынок акций пришел в соответствие уровню ВВП и финансовому результату компаний, он должен вырасти примерно в два раза. Опыт большинства других стран показывает, что ВВП, прибыли компаний и индексы рынка акций на длинном горизонте растут очень близкими темпами, а расхождения между ними имеют тенденцию закрываться.

СИЛЬНАЯ
ФУНДАМЕНТАЛЬНАЯ
ОСНОВА РОСТА
РОССИЙСКОГО
РЫНКА АКЦИЙ



Сырьевые рынки и российские акции

Улучшение ситуации на рынках промышленных металлов и нефти положительно скажется на отношении инвесторов к российскому рынку акций.

ПОВОДЫ ДЛЯ
ПРОДОЛЖЕНИЯ
РОСТА





2

Глобальная экономика **18**

США **20**

Еврозона **26**

Экономики ЕМ **32**

Китай **34**

БРЮТ **36**

Россия **38**

Экономика

Глобальная экономика в 2017 году показала существенно лучшую динамику, чем изначально прогнозировалось аналитиками, Мировым банком и МВФ. Сильнее других удивила Европа, экономика этого региона наконец начала расти, причем рост сосредоточился в наиболее проблемных до этого года регионах. При этом, в отличие от США, возможности для ускоренного роста экономики еврозоны еще далеко не исчерпаны: безработица находится на высоких уровнях, что позволяет компаниям комфортно себя чувствовать на рынке труда, дефицит инвестиций за последние годы хотя и ограничивает возможности наращивания компаниями выпуска, но зато это серьезно ограничивает конкуренцию, а прямое следствие роста инвестиций и есть рост ВВП.

Российская экономика в этом году также преподнесла приятный сюрприз. Год назад медианное значение прогноза роста ВВП РФ в 2017 году, по опросу Bloomberg, было 1,2%. Мы ожидали 2%, и, судя по всему, результат будет ближе к нашему прогнозу. При этом расти нашей экономике не мешали ни жесткая политика ЦБ РФ, ни угроза новых санкций. Хотя стоит отдать должное ценам на нефть, которые продолжили расти во втором полугодии вопреки нашим ожиданиям.

Экономика Китая в 2017 году также выросла больше ожиданий, властям этой страны по-прежнему удается сохранять контроль над финансовой системой, не позволяя пузырям в различных классах активов заметно влиять на реальный сектор. Мы полагаем, что курс на более сбалансированный рост, обозначенный в ходе съезда в этом году, с одной стороны, подразумевает снижение темпа роста ВВП, но с другой – будет обеспечивать большую стабильность и меньший уровень рисков для глобальной экономики и сырьевых рынков.

Еще одна крайне важная в экономическом смысле страна, США, также приятно удивила. Несмотря на то что ее экономика находится в районе верхней части делового цикла, признаки приближения рецессии пока отсутствуют, а рост превышает средние исторические уровни. Мы по-прежнему с осторожностью относимся к перспективам экономики США, полагая, что она уступит лидерство Европе, но с учетом нынешней политики ФРС, а также налоговой реформы проблем в 2018 году ей, вероятно, удастся избежать.



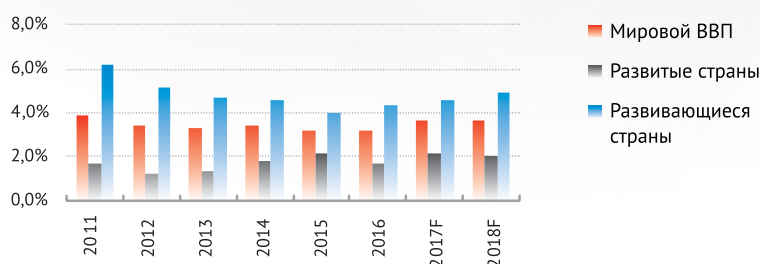
Глобальная экономика: временное ускорение

Прогноз МВФ

Прошедший год оказался крайне удачным для мировой экономики в целом. Рост мирового ВВП, по оценкам МВФ, ускорился до 3,6%, и, по его же прогнозу, в 2018 году рост составит уже 3,7%. Примечательно, что «вытянуть» рост должны развивающиеся рынки. Рост экономик развитых стран, по оценкам МВФ, в 2018 году замедлится до 2%.

Разделяя в целом общие цифры, мы полагаем, что МВФ недооценивает потенциал роста ВВП еврозоны и России и чересчур оптимистично оценивает рост экономики США и Китая. В своих оценках мы особенное внимание уделяем анализу состояния делового цикла, поэтому они могут существенно расходиться с оценками, полученными на основе анализа наблюдаемых тенденций.

Рост мирового ВВП (прогноз МВФ)

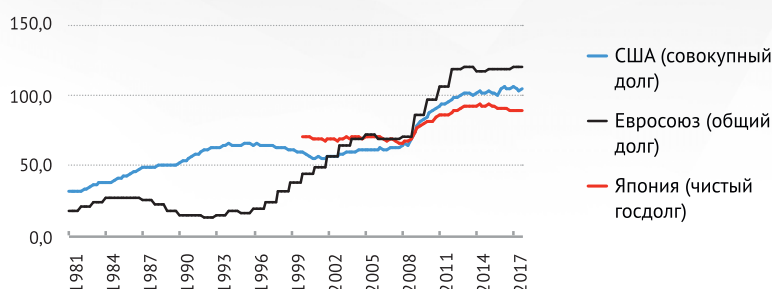


Источник: МВФ

Долг – проблема развитых стран

Одним из ограничений быстрого роста развитых стран является большой объем накопленного долга. Высокий уровень госдолга говорит об активном фискальном стимулировании экономики, из-за чего рост ВВП был выше равновесного и теперь должен замедлиться.

Суверенная долговая нагрузка крупнейших заемщиков



Источник: МВФ, Bloomberg

ЭКОНОМИКИ
ОТДЕЛЬНЫХ СТРАН
И РЕГИОНОВ МОГУТ
ПРЕПОДНЕСТИ
СЕРЬЕЗНЫЕ
СЮРПРИЗЫ

ОГРАНИЧЕННЫЕ
ВОЗМОЖНОСТИ
ФИСКАЛЬНОГО
СТИМУЛИРОВАНИЯ

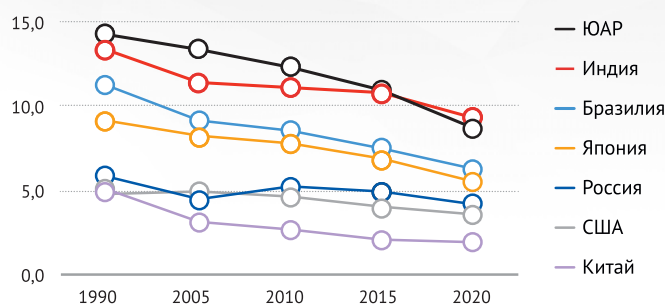
ОЖИДАНИЯ НИЗКИХ
СТАВОК ФРС И ЕЦБ,
В СЛУЧАЕ РЕЦЕССИИ
ПРИДЕТСЯ ВКЛЮЧАТЬ
МОНЕТАРНЫЕ
СТИМУЛЫ.
ФИСКАЛЬНЫЕ
СИЛЬНО
ОГРАНИЧЕНЫ.

Глобальная экономика: временное ускорение

Демография

Во всех крупных экономиках доля трудоспособного населения снижается, а людей в пенсионном возрасте – растет. Это приводит к тому, что **экономики испытывают, с одной стороны, дефицит рабочей силы, а с другой – ухудшение мотивации работающих**, из-за перераспределения средств в пользу пенсионеров.

Население в трудоспособном возрасте, рост в %



Источник: МВФ, Bloomberg

Мировая торговля

Рост интенсивности мировой торговли увеличивал тот бонус, который получала мировая экономика от глобального разделения труда. Сохранение интенсивности торговли (как отношение совокупного мирового экспорта или импорта к ВВП) обеспечит поддержание уровня ВВП, но не ускорение роста.

Мировая торговля в % от глобального ВВП



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

УСТОЙЧИВЫЕ ТЕМПЫ РОСТА ВВП НА УРОВНЕ ПОСЛЕДНИХ ДЕСЯТИЛЕТИЙ НЕДОСТИЖИМЫ

ОПЕРЕЖАЮЩИЙ РОСТ ВВП В СТРАНАХ С БЛАГОПРИЯТНОЙ ДЕМОГРАФИЕЙ

ЗАМЕДЛЕНИЕ ПОТЕНЦИАЛЬНЫХ ТЕМПОВ РОСТА ВСЕХ ЭКОНОМИК, ИНТЕГРИРОВАННЫХ В МИРОВУЮ ТОРГОВЛЮ

ОПАСНОСТЬ УСИЛЕНИЯ ПРОТЕКЦИОНИЗМА, ОСОБЕННО В СЛУЧАЕ РЕАЛИЗАЦИИ МАКРОЭКОНОМИЧЕСКИХ РИСКОВ

США: деловой цикл в зрелой фазе роста

Краткосрочная перспектива: оптимизм

По итогам 2017 года макропоказатели американской экономики подтвердили ее хорошее состояние:

- Рост ВВП ускорился до 2,3% год к году в III кв. 2017
- Безработица снизилась до 4,1%
- Число первичных обращений за пособиями – в районе 30-летних минимумов
- Инфляция (PCE) ускорилась до 1,6%
- Прибыль корпораций росла чуть быстрее ВВП
- Положительный рост инвестиций

Рынок труда: признаки перегрева

Безработица рекордно низкая, поэтому потенциал роста ВВП за счет роста занятости очень ограничен. Это основная причина ожидаемого замедления роста экономики США в ближайшие годы.

Кроме того, продолжают расти зарплаты, поглощая прибыли компаний и ограничивая рост инвестиций. Это также снижает потенциальный рост ВВП. Кроме того, компании начинают накапливать долг, что увеличивает макроэкономические риски.

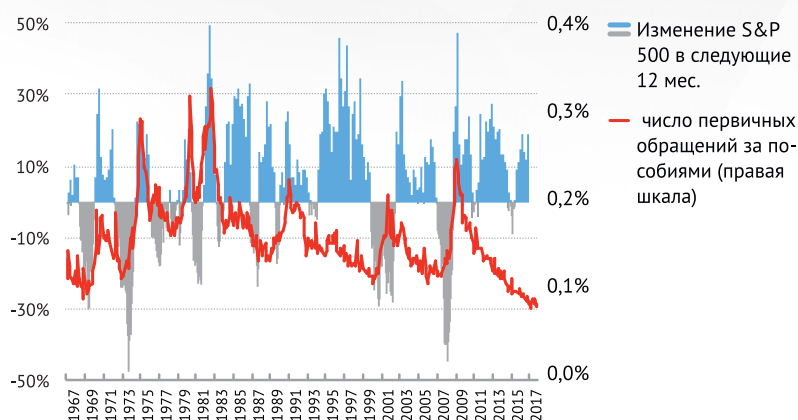
НИЗКИЙ РИСК
РЕЦЕССИИ НА
ГОРИЗОНТЕ ГОДА

ПОЗИТИВНЫЙ
НОВОСТНОЙ ФОН
ДЛЯ РОСТА РЫНКА
(СМ. **РЫНОК АКЦИЙ**)

ВОЗМОЖНОСТИ
ДЛЯ ПОВЫШЕНИЯ
СТАВКИ

ПОСТЕПЕННОЕ
НАКОПЛЕНИЕ
РИСКОВ
В ЭКОНОМИКЕ

Низкая безработица – частый предвестник проблем на рынках



Источник: Bloomberg, расчеты УК «Альфа-Капитал»

ПОТЕНЦИАЛ
СИЛЬНОЙ
ПРОСАДКИ МАКРО-
ПОКАЗАТЕЛЕЙ

США: деловой цикл в зрелой фазе роста

Стагнация как новая нормальность

По оценкам бюджетного комитета, американская экономика может расти в среднем на 1,9% в год в ближайшие 30 лет, что ниже 3,2%, которые она показывала в среднем в послевоенный период.

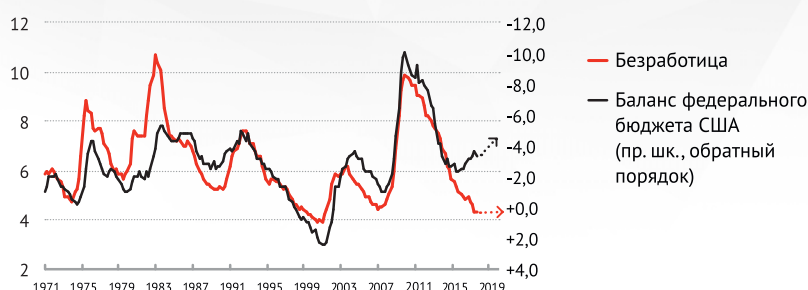
Факторы, способствующие замедлению роста:

- Сложная налоговая система
- Старение населения, снижение его экономической активности
- Ориентация бюджета не на поддержку инвестиций, а на стимулирование потребления
- Рост госдолга и расходов на его обслуживание

Сочетание медленного экономического роста при низкой безработице будет новым явлением в истории США. Выйти из него очень непросто: монетарные стимулы неэффективны, возможность фискального стимулирования ограничена уже большим госдолгом.

СНИЖЕНИЕ
ДОЛГОСРОЧНЫХ
ТЕМПОВ РОСТА

Безработица и дефицит бюджета США



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

Ненормальный дефицит бюджета

Дефицит бюджета США продолжает расти, что на фоне сильных макроэкономических данных выглядит довольно странно. Дефицит бюджета США – хороший циклический индикатор, и его рост – сигнал о том, что финансовое состояние налогоплательщиков начало ухудшаться.

Помимо циклических факторов на дефиците бюджета будет сказываться и налоговая реформа. В 2018 году ее влияние будет незначительным, но далее она добавит к дефициту 0,7–0,8% ВВП.

Опасность роста дефицита бюджета при хорошем состоянии экономики заключается в том, что в случае рецессии у правительства будет мало возможностей для фискальных стимулов, чтобы ее купировать.

НАКОПЛЕНИЕ
МАКРОЭКОНО-
МИЧЕСКИХ
РИСКОВ

УВЕЛИЧЕНИЕ
ПОТЕНЦИАЛЬНОГО
МАСШТАБА
РЕЦЕССИИ

Экономическая политика США

Налоговая реформа Трампа

В конце 2017 года налоговая реформа была принята. Снижение налогов на прибыль корпораций с 35 до 21% отложено на начало 2019 года. По разным оценкам, реформа Трампа обойдется бюджету в 1,5-2,2 трлн долл. в течение 10 лет. Расчет на ускоренный экономический рост (+4%) как на источник увеличения доходов бюджета на текущий момент выглядит неоправданным. Таким образом, возрастает риск значительного роста суверенной долговой нагрузки. Тем не менее, по грубым оценкам, реформа в сокращенном виде ускорит темпы роста ВВП на 0,3 п.п., что позитивно скажется на рынках.

Внедрение налоговой реформы займет много времени, поэтому экономический эффект в 2018 году вряд ли будет заметен. Но даже оптимизация системы, которая уже давно назрела, будет позитивным фактором для экономики.

Сам процесс согласования происходит на фоне острой политической конфронтации между республиканцами и демократами, поэтому возможны информационные вбросы, которые могут вызвать краткосрочные движения на рынке. Однако долгосрочные эффекты можно будет оценить минимум через два года.

РЫНОЧНЫЙ
ОПТИМИЗМ,
СВЯЗАННЫЙ
С НАЛОГОВОЙ
РЕФОРМОЙ,
ПРОДОЛЖИТ
УВОДИТЬ ОЦЕНКУ
РЫНКА ОТ
ФУНДАМЕНТАЛЬНО
ОПРАВДАНЫХ
УРОВНЕЙ

Эффект налоговой реформы

На наш взгляд, рынок сильно переоценивает эффективность налоговой реформы Трампа. Снижение налоговых ставок, конечно, приведет к увеличению прибылей компаний, но это разовое событие. Это не приведет к ускорению роста прибылей на длинном горизонте. Поэтому реформа не оправдывает двузначный рост цен акций.

Кроме того, снижение налогов происходит в тот момент, когда экономика находится в хорошей форме и в ней крайне мало незадействованных ресурсов. Поэтому краткосрочный эффект на макропоказатели будет минимальным.

Единственным плюсом реформы является упрощение налоговой системы, что высвободит какое-то количество ресурсов в экономике. Но этот эффект достаточно сложно просчитать, и он будет очень сильно размазан во времени.

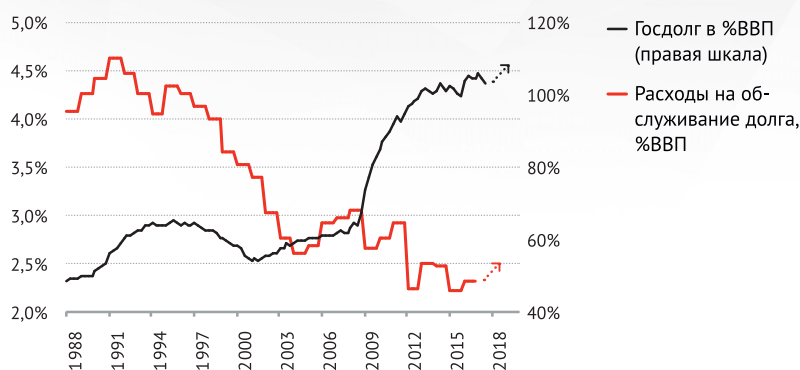
Экономическая политика США

Госдолг и его обслуживание

В последние несколько лет США активно наращивали долг, и, судя по динамике дефицита бюджета, рост объема долга продолжится. При этом стоимость обслуживания долга в последние десятилетия, напротив, снижалась, что было связано с длинным циклом снижения ставки ФРС и долларовых доходностей.

С учетом увеличившегося размера госдолга и перспектив его увеличения, рост средней ставки по нему будет сильнее сказываться на расходах на его обслуживание, чем это было 10-20 лет назад.

Госдолг и стоимость его обслуживания в США



Источник: Bloomberg

План «Б» ФРС

Каким бы хорошим ни было текущее состояние экономики, рано или поздно наступит рецессия. Сейчас по многим показателям экономический цикл в США зашел очень далеко, и макроэкономические риски мы оцениваем как очень высокие.

В 2007 году, незадолго до предыдущей рецессии, ставка ФРС была равна 5,25%, а активов на балансе было менее 1 трлн долл. В начале 2018 года ставка – 1,5%, а портфель превышает 4 трлн долл. Это гораздо менее комфортные стартовые условия для смягчения денежно-кредитной политики.

Поэтому ФРС, для обеспечения пространства для маневра в будущем, может пойти и на более агрессивное, чем ожидает сейчас рынок, ужесточение.

ПОВЫШЕНИЕ
СТАВКИ ФРС
ОЩУТИМО
СКАЖЕТСЯ
НА ДЕФИЦИТЕ
БЮДЖЕТА

ДОПОЛНИТЕЛЬНОЕ
ОГРАНИЧЕНИЕ
МАНЕВРА ПРИ
ПРИНЯТИИ
РЕШЕНИЙ
О БЮДЖЕТЕ

ФРС БУДЕТ
ИСПОЛЬЗОВАТЬ
ОБЪЕКТИВНЫЕ
ВОЗМОЖНОСТИ
ДЛЯ ПОВЫШЕНИЯ
СТАВКИ

РОСТ РАСХОДОВ
НА ОБСЛУЖИВАНИЕ
ГОСДОЛГА

ФРС: умеренно ястребиный настрой

Ставка ФРС: базовый вариант

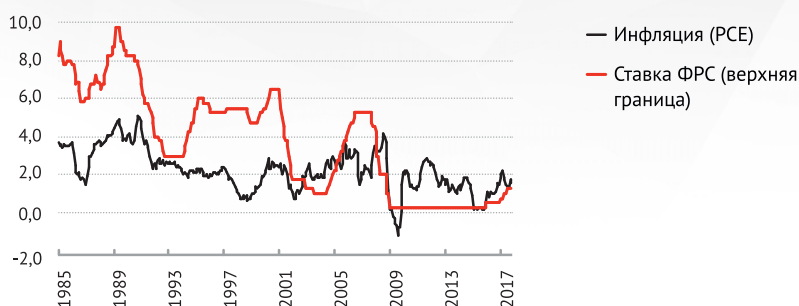
В феврале 2018 года Джером Пауэлл сменит Джанет Йеллен на посту главы ФРС. Ожидается, что Пауэлл не будет серьезно менять подход к денежно-кредитной политике, сохранив присущую ФРС осторожность.

Действия ФРС будут определяться фактическими макроэкономическими данными, которые сейчас позволяют продолжать повышение ставок в 2018 году. В конце 2017-го рынок закладывал 2-3 повышения ставки ФРС в 2018 году.

При этом ФРС по-прежнему опасается низкой инфляции, а текущий быстрый рост экономики может замедлиться. Поэтому есть вероятность, что ФРС не выполнит ожидания рынка.

ПОВЫШЕНИЕ СТАВОК
БУДЕТ ОСТОРОЖНЫМ
НА МИНИМАЛЬНЫЕ
ПОСЛЕДСТВИЯ ДЛЯ
РЫНКА

Инфляция и ставка ФРС США



Источник: Bloomberg

Программа сокращения баланса ФРС

К настоящему моменту размер портфеля активов оценивается в 4,5 трлн долл. Но в октябре 2017 года ФРС начала его сокращение за счет снижения объема реинвестирования погашаемых казначейских облигаций и ипотечных бумаг на 6 млрд и 4 млрд долл. в месяц соответственно, ежеквартально наращивая ограничения реинвестирования на 6 млрд и 4 млрд долл. в месяц соответственно, пока они не достигнут 30 млрд и 20 млрд долл. в месяц. Ожидается, что это произойдет в конце 2018 года.

Программа нормализации баланса будет действовать до момента, пока ФРС не сочтет, что ее баланс находится на уровне, позволяющем эффективно проводить монетарную политику. Точные объемы «нормального» портфеля ФРС не разглашает. Это зависит от того, какой объем резервов следует оставить банкам, а также от представлений ФРС о том, насколько можно будет увеличить баланс в случае перезапуска программы количественного смягчения.

ФРС: умеренно ястребиный настрой

Изъятие избыточных резервов

По замыслу ФРС, сокращение баланса должно пройти спокойно, не вызывая проблем на рынке. Целью являются избыточные резервы, которые банки хранят на балансе ФРС. Эти средства позволили банкам выполнить нормативы по риску и ликвидности, им не пришлось распродавать активы. Поэтому хотя эти деньги не пошли в экономику, они принесли немалую пользу.

Проблема в том, что, оставив эти деньги у банков, ФРС провоцирует взятие ими избыточных рисков. А чем больше рисков возьмут на себя банки, тем выше потенциал следующей рецессии.

Казначейские облигации

Повышение ставок ФРС будет ограниченно влиять на доходность казначейских облигаций. Во-первых, ФРС старается быть максимально открытой и предсказуемой, готовя рынок каждому повышению ставки. Во-вторых, долгосрочные ожидания по ставкам остаются низкими, в текущем цикле максимальное значение ставки ФРС будет существенно ниже прошлых циклов.

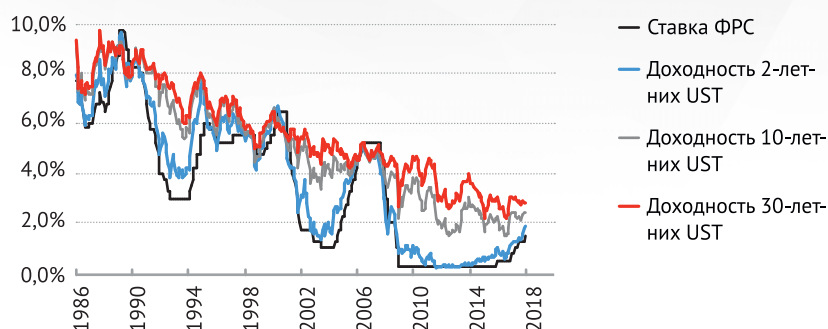
В цены казначейских облигаций уже заложено повышение ставки примерно до 2,5%, что предполагает еще 4 повышения ставки с уровня конца 2017 года. При этом по состоянию на конец 2017-го ФРС ориентировалась на 3 повышения в течение года, рыночные оценки склонялись к 2 повышениям по 0,25 п.п.

Согласно заявлениям нового главы ФРС Джерома Пауэлла, регулятор может позволить себе более медленное повышение ставок, чем запланировано, если инфляция будет оставаться низкой.

ФРС БУДЕТ
ПЛАНОМЕРНО
СОКРАЩАТЬ
БАЛАНС

ОГРАНИЧЕННОЕ
ВЛИЯНИЕ РОСТА
СТАВОК НА
ГЛОБАЛЬНЫЙ
ДОЛГОВОЙ РЫНОК

Ставка ФРС и доходности казначейских облигаций США



Источник: Bloomberg

Еврозона: кризис закончился

Ядро еврозоны становится сильнее

Состояние крупнейших экономик региона в 2017 году существенно улучшилось, причем по многим показателям. В целом же рост ВВП еврозоны обогнал США, но важнее то, что для сохранения высоких темпов роста у еврозоны больше ресурсов.

Состояние крупнейших экономик еврозоны

	Рост ВВП	Безработица	PMI
США	2,3% (+0,8)	4,1% (-0,4)	54,5 (-1,4)
Еврозона	2,6% (+0,9)	8,8% (-1,0)	58,0 (+3,6)
Германия	2,3% (+0,6)	5,6% (-0,4)	58,7 (+3,5)
Франция	2,2% (+1,3)	9,4% (-0,3)	60,0 (+6,9)
Италия	1,7% (+0,8)	11,1% (-0,6)	56,0 (+2,6)
Испания	3,1% (-0,1)	16,4% (-2,5)	55,2 (+0,0)

Источник: Bloomberg

ПОВЫШЕННЫЕ
ТЕМПЫ РОСТА
ЭКОНОМИКИ
ЕВРОЗОНЫ

УВЕЛИЧЕНИЕ
ИНТЕРЕСА
ИНВЕСТИТОРОВ
К ЕВРОПЕЙСКИМ
АКТИВАМ

Оживление внутреннего спроса

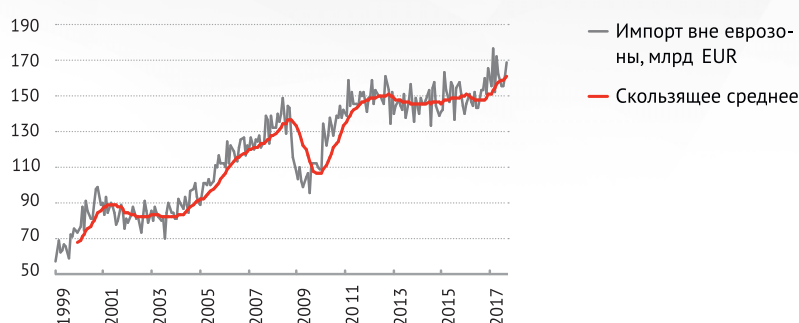
Ускорение роста европейской экономики обусловлено во многом оживлением внутреннего спроса. Преимуществом такого роста является его самоподдерживающийся характер, поэтому, с высокой вероятностью, экономика еврозоны входит в длительный цикл роста.

Судя по динамике компонент ВВП, быстрее всего растет инвестиционный спрос. Это также увеличивает ожидаемую продолжительность растущего цикла.

СОХРАНЕНИЕ
ПОВЫШЕННЫХ
ТЕМПОВ РОСТА
ЭКОНОМИКИ
ЕВРОЗОНЫ

ВЕРОЯТНОСТЬ
УСКОРЕНИЯ
ИНФЛЯЦИИ

Импорт еврозоны начал расти, сигнализируя об оживлении спроса



Источник: Bloomberg

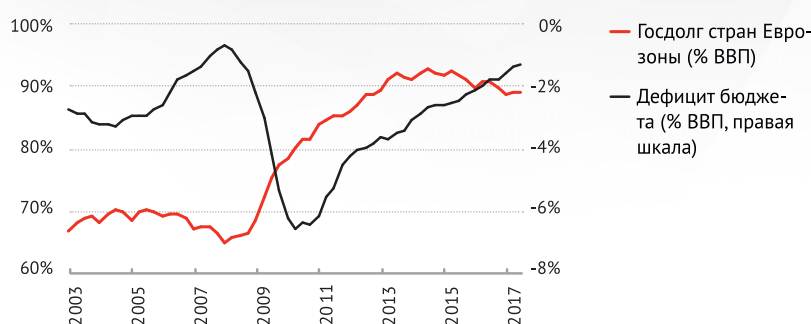
Еврозона: кризис закончился

Госдолг и бюджетный дефицит

За последние несколько лет ситуация с суверенным долгом еврозоны ощутимо улучшилась. Бюджетные дефициты снизились, в том числе у проблемных Испании, Португалии и Италии, а рост размера долга к ВВП замедлился. Отдельные, ранее проблемные, такие как Греция и Ирландия, по итогам 10 месяцев 2017 года даже свели свои бюджеты с небольшим профицитом.

НИЗКИЕ РИСКИ
ВОЗВРАЩЕНИЯ
ДОЛГОВЫХ ПРОБЛЕМ
В ОБОЗРИМОЙ
ПЕРСПЕКТИВЕ

Госдолг стран еврозоны (% ВВП) и дефицит бюджета (% ВВП)



Источник: Bloomberg

Политические риски на втором плане

Ни один из политических рисков 2017 года не вызвал заметной негативной реакции на рынках. В Германии и Франции по итогам выборов обошлось без сюрпризов. Даже неудача коалиции «Ямайка» (провал переговоров Меркель со Свободной демократической партией и «Зелеными») и угроза новых выборов была воспринята рынком крайне спокойно.

Ситуация с Каталонией также была по большому счету проигнорирована рынком. В 2018 году будут риски, связанные с переговорами по Brexit. Кроме того, в мае следующего года состоятся парламентские выборы в Италии, где, с учетом больших проблем с миграцией из стран Ближнего Востока и Африки, а также проблем высокого госдолга, есть риски увеличения веса радикальных и популистских партий.

Если состояние европейской экономики продолжит улучшаться, то политические риски вряд ли смогут реализоваться в полной мере. Самостоятельным фактором, способным повлиять на рынки, они сейчас не являются.

НИЗКИЕ
ПОЛИТИЧЕСКИЕ
РИСКИ НА 2018 ГОД

ЕЦБ: медленный ястреб

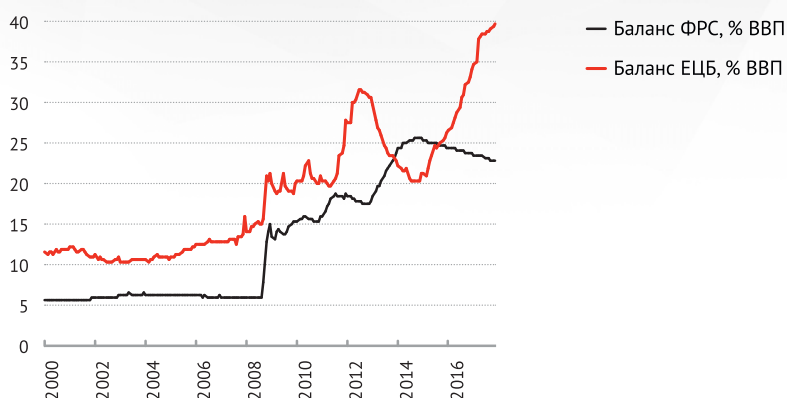
Осторожное ужесточение ДКП

Улучшение состояния экономики заставляет ЕЦБ брать курс на ужесточение денежно-кредитной политики. Правда, пока ЕЦБ сильно отстает от ФРС, проявляя в своих решениях еще больше осторожности, чем американский регулятор.

С января 2018 года ЕЦБ сократит объем покупки активов с текущих 60 млрд до 30 млрд евро в месяц. Его планируется удерживать до сентября 2018-го или дольше в зависимости от состояния экономики региона и особенно инфляции. То есть ЕЦБ будет источником ликвидности, пусть и менее обильным.

Повышение ставок ожидается рынком не раньше 2019 года. ЕЦБ сохраняет крайнюю осторожность, однако при более активном экономическом росте в регионе, а также с учетом того, что Банк Англии впервые за долгое время повысил ставку, есть вероятность того, что и ЕЦБ перейдет к более активному ужесточению в 2018/2019 году.

Балансы ФРС и ЕЦБ (% ВВП)



Источник: Bloomberg

ЕЦБ: высокая цена ошибки

Несмотря на то что ФРС в глобальной экономике играет более значительную роль, чем ЕЦБ, на уровне собственных экономик ЕЦБ имеет сейчас гораздо более важное значение. Размер баланса ЕЦБ по отношению к ВВП еврозоны сейчас в два раза превышает аналогичный показатель ФРС.

СТАВКИ В ЕВРО
БУДУТ ОСТАВАТЬСЯ
НИЗКИМИ ЕЩЕ ОЧЕНЬ
ПРОДОЛЖИТЕЛЬНОЕ
ВРЕМЯ

ЕЦБ НЕ БУДЕТ
ИСТОЧНИКОМ
РИСКА ДЛЯ РЫНКА

НОРМАЛИЗАЦИЯ
ДЕНЕЖНО-
КРЕДИТНОЙ
ПОЛИТИКИ ЕЦБ
ЗАЙМЕТ БОЛЬШЕ
ВРЕМЕНИ, ЧЕМ ФРС

ПРЕДЕЛЬНАЯ
ОСТОРОЖНОСТЬ ЕЦБ
ПРИ ПРИНЯТИИ
РЕШЕНИЙ ОБ
УЖЕСТОЧЕНИИ
ДЕНЕЖНО-
КРЕДИТНОЙ
ПОЛИТИКИ

ЕЦБ: медленный ястреб

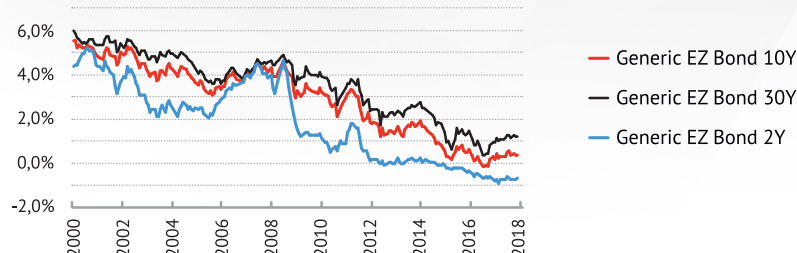
Доходности в евро

Тон заявлений ЕЦБ понемногу становится более агрессивным, но этот процесс идет крайне медленно. Вполне вероятно, что ЕЦБ в этом цикле отстанет от ФРС не на год-полтора, как обычно, а сразу на несколько лет.

С высокой вероятностью, максимальное значение ключевой ставки ЕЦБ будет существенно ниже, чем ФРС. Если мы оцениваем максимальное значение ставки ФРС в этом цикле 2,5%, то ставка ЕЦБ в итоге может не добраться и до 1,0–1,5%.

ДОХОДНОСТИ
В ЕВРО БУДУТ
ОСТАВАТЬСЯ
НИЗКИМИ

Ставка ЕЦБ и доходности суверенных облигаций еврозоны



Источник: Bloomberg

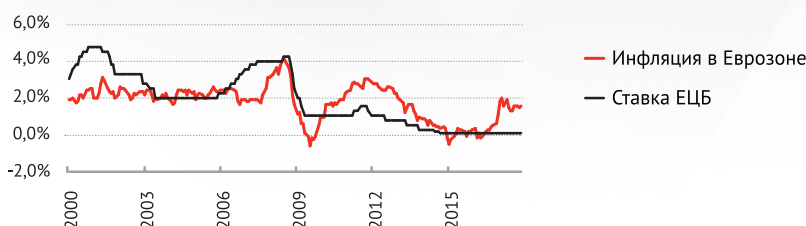
Догма 2% инфляции

В качестве целевого ориентира по инфляции ЕЦБ был принят уровень 2%, это тот уровень, вокруг которого инфляция колебалась в нулевые годы. Сейчас инфляция в еврозоне не дотягивает до 2%, но рост внутреннего спроса (см. **Экономика еврозоны**) может ее ускорить до целевого уровня.

Такое развитие событий усилит агрессию риторики ЕЦБ, но, с учетом осторожности ЕЦБ, вряд ли приведет к фактическому повышению ставок в 2018 году.

ОГРАНИЧЕННОЕ
ВЛИЯНИЕ
ИНФЛЯЦИИ
НА ДОХОДНОСТИ

Инфляция в еврозоне и ставка ЕЦБ



Источник: Bloomberg

Евро: большой потенциал для укрепления

Евро: тренд на укрепление

В 2017 году возникли все условия для укрепления евро, причем, с высокой вероятностью, они сохранятся и в 2018 году. Это и сохранение близкого к рекордному счету текущих операций, и улучшение состояния экономики еврозоны, и постепенное ужесточение риторики ЕЦБ, и сохранение исключительно высокого сальдо по счету текущих операций.

ВЫСОКАЯ
ВЕРОЯТНОСТЬ
УКРЕПЛЕНИЯ ЕВРО
В 2018 ГОДУ

По историческим меркам ожидаемое укрепление евро невелико



Источник: Bloomberg

ОРИЕНТИР НА КОНЕЦ
2018 ГОДА - EUR/USD
= 1,3

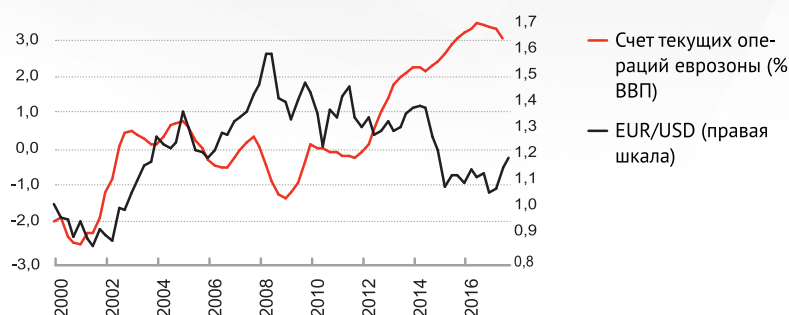
Счет текущих операций

Счет текущих операций еврозоны сократился по сравнению с 2016 годом. Не только из-за улучшения состояния экономики еврозоны и, как следствие, роста импорта, но и укрепления евро. Но эти факторы оказали ограниченное влияние на платежный баланс.

Значение счета текущих операций осталось в районе 3% ВВП, что по меркам развитых экономик является исключительно высоким уровнем, оставаясь мощным фактором поддержки евро.

СЧЕТ ТЕКУЩИХ
ОПЕРАЦИЙ
ЕВРОЗОНЫ
ОСТАЕТСЯ
СИЛЬНЫМ
ФАКТОРОМ
УКРЕПЛЕНИЯ ЕВРО

Счет текущих операций еврозоны близок к рекордно высокому



Источник: Bloomberg

Евро: большой потенциал для укрепления

Технические факторы

Визуально в 2017 году евро сильно укрепился. По отношению к 31 декабря 2016 года рост курса к доллару США составил порядка 15%. Одна эта цифра дала повод для утверждения о том, что евро уже достаточно укрепился и дальнейшее движение ограничено.

Но внушительное укрепление евро в 2017 году во многом обусловлено простым календарным фактором: в течение двух лет курс евро колебался в диапазоне 1,05–1,15, и очередной минимум пришелся на конец прошлого года. Укрепление же от середины диапазона составило всего порядка 8%. При этом в прошедшие десятилетия курс евро в рамках одного тренда на укрепление двигался на 25–30% и более. Так что говорить о том, что евро уже достаточно сильно укрепился, как минимум преждевременно.

Правда, это не отменяет того, что волатильность в евро может быть очень высокой. Все-таки подобные технические факторы важны для существенного числа участников рынка.

Расхождение политик ЕЦБ и ФРС

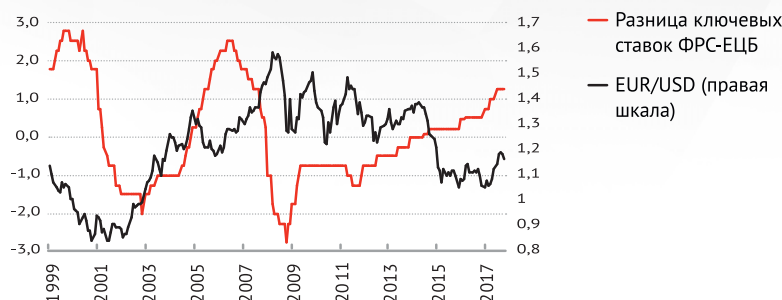
Хотя расхождение политик ФРС и ЕЦБ в конце 2014 и начале 2015 года часто указывается как причина сильного ослабления евро в тот период, подобная связь не подтверждается эмпирически. Были периоды, когда относительно более жесткая политика ФРС приводила к укреплению евро (2003–2005) и, наоборот, более жесткая политика ЕЦБ – к его ослаблению (1999–2000). Поэтому данный фактор следует расценивать в лучшем случае как триггер или повод, а не первопричину.

ПОТЕНЦИАЛ
УКРЕПЛЕНИЯ
ЕЩЕ ДАЛЕКО
НЕ ИСЧЕРПАН

ВОЛАТИЛЬНОСТЬ
БУДЕТ ОСТАВАТЬСЯ
ВЫСОКОЙ

ФАКТОР
РАСХОЖДЕНИЯ
ДЕНЕЖНО-
КРЕДИТНЫХ
ПОЛИТИК ФРС
И ЕЦБ БУДЕТ ТЕРЯТЬ
СВОЮ СИЛУ

Разница в политике ФРС и ЕЦБ неоднозначно влияет на курс евро



Источник: Bloomberg

Экономики ЕМ: фрагментированный рост

Решающий вклад в рост мирового ВВП

В последние десятилетия развивающиеся экономики вносили наибольший вклад в рост мирового ВВП.

По прогнозу МВФ ожидается, что в 2018 году мы увидим замедление роста развитых экономик, но ускорение роста развивающихся приведет к тому, что мировой ВВП вырастет на 3,7% против 3,6% в 2017 году.

В то же время развивающиеся экономики по-прежнему будут представлять собой довольно разнородную группу стран.

СОХРАНЕНИЕ
ИНВЕСТИЦИОННОЙ
ПРИВЛЕКАТЕЛЬНОСТИ
РАЗВИВАЮЩИХСЯ
ЭКОНОМИК В ЦЕЛОМ

УЧЕТ ОСОБЕННОСТИ
ОТДЕЛЬНЫХ СТРАН
(СМ. БРЮТ)

Прогноз МВФ роста экономик отдельных развивающихся экономик

	2015	2016	2017F	2018F
Развивающиеся страны	4,00%	4,30%	4,60%	4,90%
СНГ	-2,80%	0,40%	2,10%	2,10%
Россия	-3,70%	-0,20%	1,80%	1,60%
Азиатские страны	6,60%	6,40%	6,50%	6,50%
Китай	6,90%	6,70%	6,80%	6,50%
Индия	7,60%	7,10%	6,70%	7,40%
Южная Америка	0,00%	-0,90%	1,20%	1,90%
Бразилия	-3,80%	-3,60%	0,70%	1,50%
Мексика	2,50%	2,30%	2,10%	1,90%
Ближний Восток и Северная Африка	2,30%	5,00%	2,60%	3,50%

Источник: МВФ

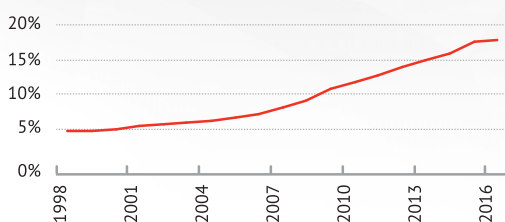
Локомотивы: Индия, Китай

Из отдельных стран наибольший вклад в рост мировой экономики продолжают вносить Индия и Китай. Индия среди крупнейших экономик находится в наиболее выигрышном положении с точки зрения демографии. Китай же пока демонстрирует способность компенсировать усиливающиеся демографические проблемы за счет урбанизации и роста производительности труда.

ХОРОШАЯ ДИНАМИКА
ИНДИИ И КИТАЯ
ОБЕСПЕЧИВАЕТ
ПОДДЕРЖКУ ВСЕЙ
МИРОВОЙ
ЭКОНОМИКЕ

Экономики ЕМ: фрагментированный рост

ВВП Индии и Китая (% мирового ВВП)



Источник: Всемирный банк

Проблемные страны: Бразилия, ЮАР

В последние годы серьезные трудности испытывали экономики с высокой сырьевой зависимостью. При этом наибольшие проблемы наблюдались у стран с высокой степенью популизма при принятии решений. Экстремальный пример – Венесуэла.

Из интересных для нас стран хочется отметить Бразилию, где по мере снижения градуса популизма экономика понемногу стала показывать признаки роста.

Обратная ситуация в ЮАР. Там грядет смена власти, что на фоне высокой безработицы и молодого населения является источником повышенного риска.

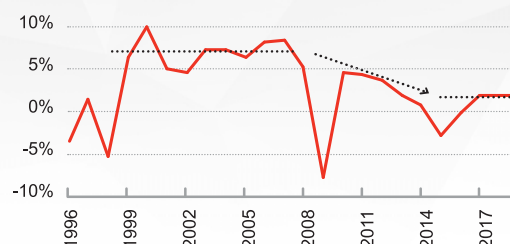
ВЫБОРОЧНЫЙ
ПОДХОД
К ПРОБЛЕМНЫМ ЕМ

Индекс сырьевых товаров Bloomberg на очень низких значениях



Источник: Bloomberg

Рост ВВП РФ



Источник: Bloomberg

В ловушке среднего дохода: Россия

Российская экономика улучшила свое состояние за последние пару лет, оправившись от последствий резкого снижения цен на нефть. Но одновременно стало очевидно, что экономике вряд ли удастся выйти на темпы роста экономики, характерные для нулевых годов.

Такое состояние иногда называют «ловушкой среднего дохода»: на определенном этапе экономика исчерпывает возможности для быстрого догоняющего развития, и рост ВВП резко затормаживается.

ЗАМЕДЛЕНИЕ
ПОТЕНЦИАЛЬНОГО
РОСТА ВВП РФ

УСТОЙЧИВЫЙ РОСТ
В ТЕКУЩИХ
УСЛОВИЯХ – 2–3%
В ГОД

Китай: точечная настройка

Естественное замедление роста

На верховном съезде партии в октябре 2017 года был утвержден план по переходу от количественного роста экономики к качественному. Китайские власти декларируют опору на технологические инновации и производство продукции с высокой добавленной стоимостью, снижение роли «количественного роста».

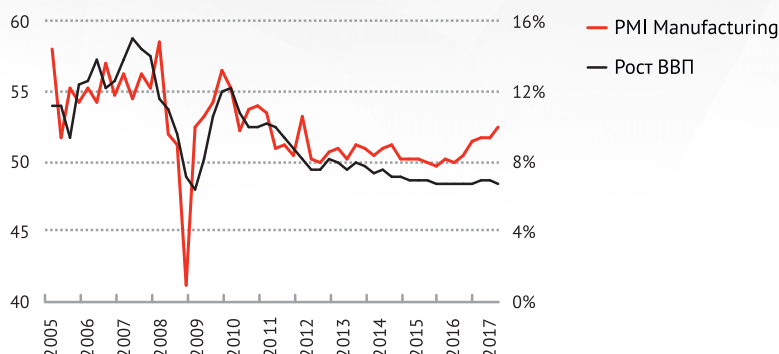
Хотя многое из этого пока похоже больше на декларации, важно то, что **снижение темпов роста ВВП и производства считается новой реальностью и взрослением экономики**. Иными словами, власти Китая не намерены добиваться сохранения темпов роста ВВП (более 6% в год) любыми средствами.

И даже в чем-то находят такое замедление желаемым.

НИЗКАЯ
ВЕРОЯТНОСТЬ
СТИМУЛИРОВАНИЯ
РОСТА В СЛУЧАЕ
ЗАМЕДЛЕНИЯ РОСТА
ВВП КИТАЯ

ВОЗМОЖНО
УЖЕСТОЧЕНИЕ
РЕГУЛИРОВАНИЯ

Рост ВВП Китая замедляется, несмотря на усиление оптимизма



Источник: Bloomberg

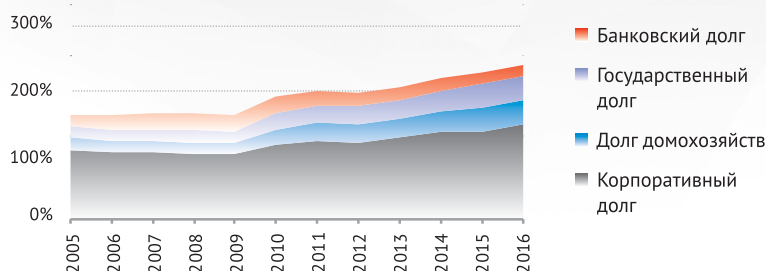
Накопленные проблемы роста

Рост экономики способствовал быстрому увеличению размера долга. Это касается не только корпоративного или банковского секторов, но и правительства и домохозяйств. Суммарный долг вырос в несколько раз с 2008 года, сильно обогнав рост экономики.

Уже накопленный долг, с одной стороны, ограничивает возможности быстрого роста экономики за счет его увеличения, а с другой — создает дополнительные риски.

Китай: точечная настройка

Государственный и корпоративный долг Китая, % ВВП



Источник: оценки УК «Альфа-Капитал», Bloomberg

Экология и структура импорта

Долгие годы промышленность и сельское хозяйство в Китае развивались без должного внимания к вопросам экологии. В последнее время в этих вопросах наметились изменения.

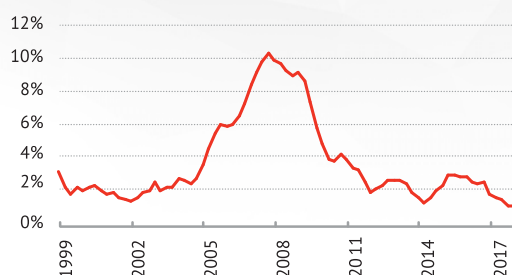
Экологические проблемы власти Китая решают жесткими методами, вплоть до закрытия производств, не удовлетворяющих требованиям экологических норм. Это уже отразилось на предприятиях по производству алюминия и никеля, что, в свою очередь, сказалось на балансе спроса и предложения металлов.

Полагаем, что подобная тенденция приведет к тому, что даже при замедлении роста экономики Китай будет увеличивать импорт промышленных металлов, а также более «чистых» по сравнению с углем энергоносителей (нефть, природный газ).

СОХРАНЕНИЕ
ВЕДУЩЕЙ РОЛИ
КИТАЯ КАК
ИСТОЧНИКА СПРОСА
НА НЕФТЬ
И ПРОМЫШЛЕННЫЕ
МЕТАЛЛЫ

ВЕРОЯТНОСТЬ
ВОЗНИКНОВЕНИЯ
ДЕФИЦИТА НА
ОТДЕЛЬНЫЕ ВИДЫ
МЕТАЛЛОВ

Счет текущих операций Китая снижается из-за роста импорта



Источник: оценки УК «Альфа-Капитал», Bloomberg

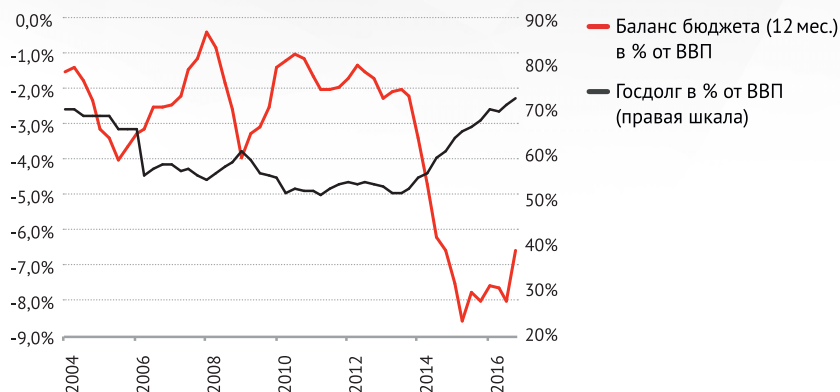
БРЮТ: разные истории, но общая идея

Бразилия

Основная проблема – высокий дефицит бюджета (около 8% ВВП), что при медленном росте ВВП приводит к быстрому росту долговой нагрузки.

Правда, в основном увеличение долга происходит за счет облигаций в национальной валюте. Доля валютных обязательств низка, их совокупный объем намного ниже золотовалютных резервов, а график погашений валютного долга очень комфортный.

Дефицит бюджета Бразилии и суверенная долговая нагрузка



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

Россия

Наиболее качественный заемщик среди этой группы стран. Контролируемый и весьма скромный дефицит бюджета, низкая долговая нагрузка, положительное сальдо по счету текущих операций, большой объем золотовалютных резервов и рост ВВП. У России наилучшее сочетание указанных параметров среди стран с близким уровнем доходности суверенных облигаций.

С учетом улучшения состояния экономики, сокращения дефицита бюджета, а также сохранения высоких цен на нефть, рейтинговые агентства могут повысить суверенные рейтинги России в обозримой перспективе.

НИЗКИЙ РИСК
КРЕДИТНЫХ
СОБЫТИЙ

УХУДШЕНИЕ
КРЕДИТНЫХ МЕТРИК

ПРОСАДКИ
КОТИРОВОК
ВАЛЮТНОГО ДОЛГА
СЛЕДУЕТ
ИСПОЛЬЗОВАТЬ
КАК ВОЗМОЖНОСТИ
ДЛЯ ПОКУПОК

МИНИМАЛЬНЫЙ РИСК
КРЕДИТНЫХ СОБЫТИЙ

ДИСКОНТ
ПО ДОХОДНОСТИ
ПО ОТНОШЕНИЮ
К ДРУГИМ СТРАНАМ
ГРУППЫ

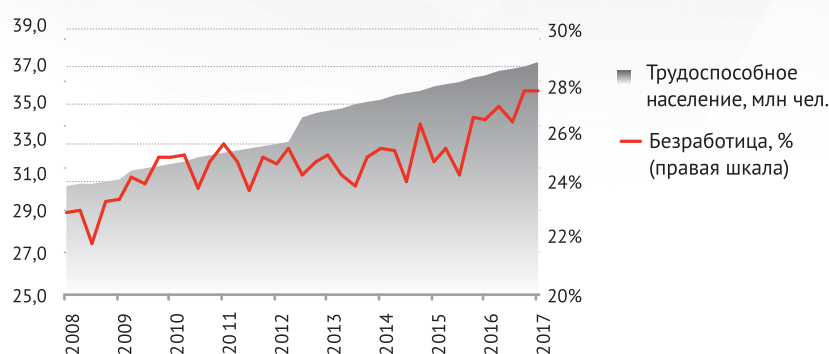
ЗАЩИТНЫЙ
АКТИВ СРЕДИ
ЕВРООБЛИГАЦИЙ
ЕМ

БРЮТ: разные истории, но общая идея

ЮАР

Пожалуй, наиболее проблемный заемщик среди стран БРЮТ. У нее хронический дефицит бюджета (около 4% ВВП), слабый рост ВВП, дефицит по счету текущих операций. Показатели суверенной долговой нагрузки растут, происходит постепенная эрозия кредитных метрик. Основной риск, впрочем, носит не экономический, а политический характер. Молодое население, высокая безработица и стареющий лидер – очень опасное сочетание для страны подобного типа.

Рост населения в трудоспособном возрасте и безработицы в ЮАР



Источник: Bloomberg

Турция

У этой страны довольно неплохие кредитные метрики, касающиеся долговой нагрузки. Доля валютного долга

в общем его объеме ощутимо выше, чем у других стран, зато общий размер госдолга по отношению к ВВП низкий и снижается.

Единственная, но достаточно серьезная проблема Турции состоит в высокой степени зависимости финансовой системы от внешнего финансирования, а также от сохранения высоких темпов роста ВВП. Если Россия или Бразилия могут относительно безболезненно для кредитных метрик проходить периоды низких темпов роста ВВП, то для кредитных метрик Турции это может стать серьезной проблемой.

ВЕРОЯТНОСТЬ
СНИЖЕНИЯ
КРЕДИТНЫХ
РЕЙТИНГОВ

РОСТ СПРАВЕДЛИ-
ВОЙ ДОХОДНОСТИ
СУВЕРЕННЫХ
ОБЛИГАЦИЙ

ПОВЫШЕННЫЕ
МАКРОЭКОНОМИ-
ЧЕСКИЕ РИСКИ

ВЫСОКАЯ
ВЕРОЯТНОСТЬ
ПРОСАДОК, КОТОРЫЕ
МОЖНО
ИСПОЛЬЗОВАТЬ ДЛЯ
ПОКУПОК В СЛУЧАЕ
ОТСУТСТВИЯ УГРОЗЫ
РЕЗКОГО ПАДЕНИЯ
ТЕМПОВ РОСТА
ЭКОНОМИКИ

Экономика РФ: трансформация модели

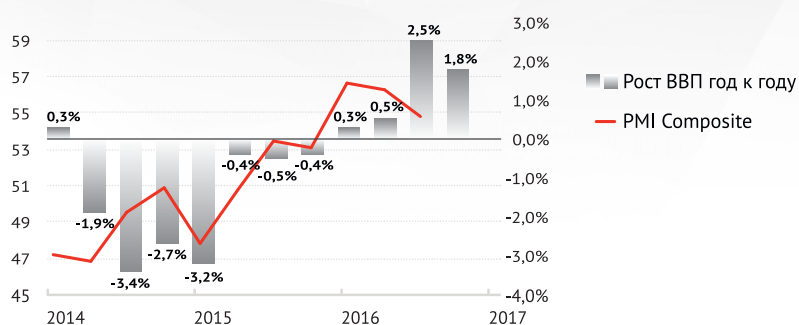
Начало цикла роста

Экономика РФ в 2017 году продемонстрировала улучшение своего состояния по большинству параметров:

- замедление инфляции, позволившее ЦБ РФ продолжить снижение ставок;
- рост реальных заработных плат, снижение безработицы, рост розничных продаж;
- рост индекса PMI и других показателей уверенности;
- ускорение роста ВВП почти до 2%;
- рост промышленного производства вышел в положительную зону;
- отсутствие негативных изменений в подходах к макроэкономической и монетарной политике.

РОСТ ЭКОНОМИКИ РФ
НАБИРАЕТ СИЛУ

Композитный индекс PMI и рост ВВП РФ



Источник: Bloomberg, Росстат

Снижение значимости нефти

Цены на нефть, хотя и, бесспорно, важны для бюджета РФ, курса рубля и экономики в целом, за последние десятилетия серьезно уменьшили свою значимость. Снижение цен на нефть в 2014 году привело к гораздо более скромному снижению реального ВВП, чем предыдущие эпизоды.

В первую очередь это было обусловлено плавающим курсом рубля, а также тем, что падение цен на нефть не привело в итоге к серьезным проблемам в банковском секторе.

Тем не менее устойчивость к падению цен на нефть имеет и обратную сторону: рост цен не приводит к ускорению роста ВВП. В том числе, кстати, из-за действующего бюджетного правила, не позволяющего направлять сверхдоходы от нефти на потребление через, например, увеличение зарплат в бюджетном секторе.

Экономика РФ: трансформация модели

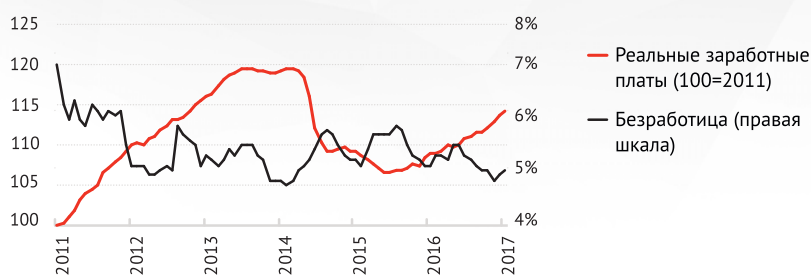
Рынок труда далек от перегрева

Российский рынок труда отреагировал на кризис 2014 года резким снижением реальных заработных плат при слабом росте безработицы. Поэтому низкая безработица сейчас не является признаком перегрева, основной показатель в рамках нынешнего цикла – это реальные заработные платы.

Реальные заработные платы пока даже не вернулись к уровням 2014 года, поэтому состояние рынка труда пока остается благоприятным для корпоративного сектора.

СОСТОЯНИЕ РЫНКА
ТРУДА ОСТАЕТСЯ
БЛАГОПРИЯТНЫМ
ДЛЯ РОСТА
ЭКОНОМИКИ

Безработица низкая, но зарплаты далеки от перегрева



Источник: Росстат

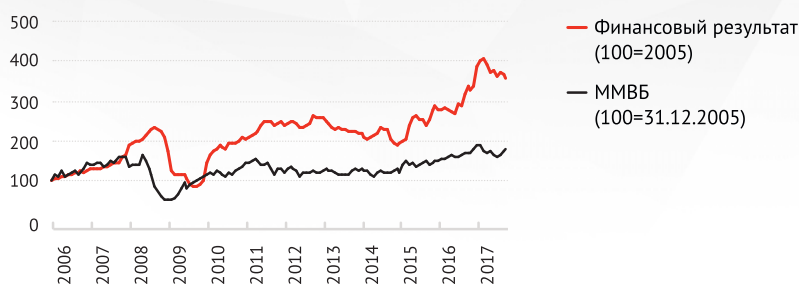
ТЕМП РОСТА
ЭКОНОМИКИ ВЫШЕ
РАВНОВЕСНЫХ (НАШ
ПРОГНОЗ – 2,5%)

Прибыли – источник инвестиций

После двух лет бурного роста корпоративные прибыли в этом году немного скорректировались. Это обусловлено как укреплением рубля, так и ростом заработных плат. Тем не менее кумулятивный рост прибылей за последние годы обеспечил большой запас финансовой устойчивости и ресурсов, которые компании могут направить на инвестиции.

ПРЕДПОСЫЛКИ
ДЛЯ ПРОДОЛЖЕНИЯ
РОСТА ИНВЕСТИЦИЙ

Финансовый результат российских компаний (сумма за 12 мес.)



Источник: Росстат, расчеты УК «Альфа-Капитал»

ЦБ РФ и Минфин

ЦБ РФ: жесткость и осторожность

В 2017 году ЦБ РФ проводил умеренно жесткую денежно-кредитную политику, не торопясь снижать ставки в ответ на неожиданно быстрое замедление инфляции. По итогам года она составила 2,5%, ощутимо ниже цели, озвучиваемой ЦБ РФ (4%).

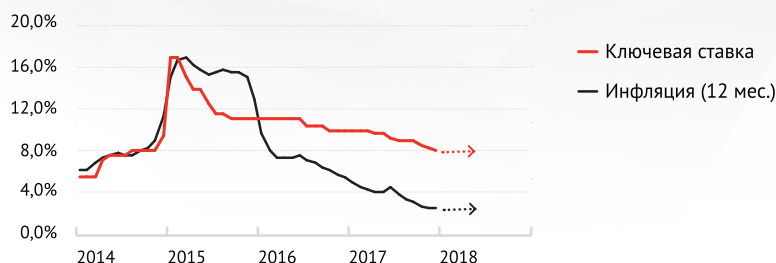
При этом рынок с пониманием воспринимал подобную жесткость. Такой подход ЦБ РФ к ставкам увеличивает вероятность того, что в долгосрочной перспективе инфляция стабилизируется на низком уровне, что позволит регулятору установить низкие ставки.

В результате доходности ОФЗ держались ниже ключевой ставки (см. **Рублевые облигации**).

Хотя мы ожидаем некоторого ускорения инфляции в 2018 году (см. **Инфляция и рубль**), она вряд ли выйдет за пределы ориентира ЦБ РФ, а значит, ключевая ставка продолжит снижаться.

ПРОГНОЗ КЛЮЧЕВОЙ
СТАВКИ НА КОНЕЦ
2018-ГО – 6,75%

Инфляция и ключевая ставка ЦБ РФ



Источник: ЦБ РФ, Росстат, прогноз УК «Альфа-Капитал»

Антикризисное управление

Последовательность ЦБ РФ проявлял не только в монетарной политике, но и в регулировании банковского сектора. Несмотря на продолжение отзыва лицензий и вскрытие проблем у крупных банков, проблем у самой банковской системы не возникло.

В 2018 году ЦБ РФ может сыграть еще одну важную роль. В его распоряжении есть ряд сейчас не используемых инструментов, способных компенсировать отток иностранных инвесторов из российских бумаг в случае, например, жестких санкций:

- валютные интервенции: для стабилизации рубля;
- беззалоговые кредиты: предоставление рублевой ликвидности взамен изъятой при продаже валюты;
- валютное РЕПО: увеличение внутреннего спроса на российские валютные инструменты.

ЦБ РФ В СОСТОЯНИИ
УМЕНЬШИТЬ
ПОСЛЕДСТВИЯ
ВОЗМОЖНЫХ
САНКЦИЙ

ЦБ РФ и Минфин

Консервативный бюджет

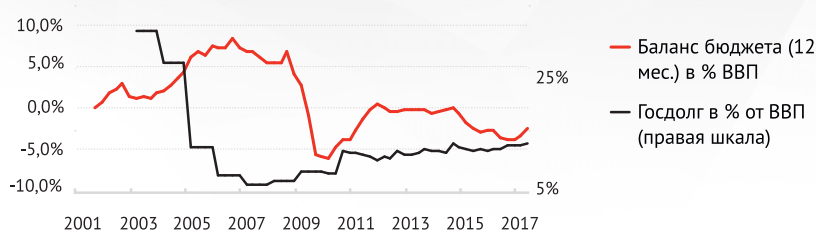
Отличительной особенностью бюджетной политики РФ в последние годы был предельный консерватизм в оценках доходов. Основной принцип: бюджет должен выполняться даже при неблагоприятных условиях. И для этого, например, бюджет на 2018 год сверстан исходя из предположения цены на нефть 40,8 долл. за баррель.

Следствием этого стало и ограничение расходов, благодаря чему дефицит бюджета в последние годы оставался контролируемым, несмотря на снижение цен на нефть и слабый рост экономики.

С учетом того что ожидания по ценам на нефть сейчас существенно выше, чем заложено в бюджете (см. **Нефть**), дефицит бюджета будет, скорее всего, ниже, чем заложено в законе о бюджете.

ОГРАНИЧЕННОЕ
ПРЕДЛОЖЕНИЕ
НОВОГО ДОЛГА ДЛЯ
ФИНАНСИРОВАНИЯ
ДЕФИЦИТА

Дефицит бюджета РФ и долговая нагрузка



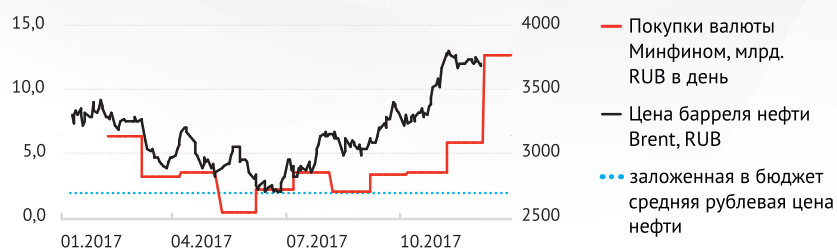
Источник: Bloomberg

Интервенции Минфина

В 2018 году меняются правила расчета покупок валюты Минфином. Если в 2017 году считалась разница между фактическими доходами бюджета и доходами, которые бы он получил при заложенных в бюджет курсе рубля и ценах на нефть, то теперь это разница между фактическими доходами и оценкой на основе фактического курса и заложенной в бюджет цене нефти.

ПРИ КУРСЕ НИЖЕ
ЗАЛОЖЕННОГО
В БЮДЖЕТ
ИНТЕРВЕНЦИИ
БУДУТ ВЫШЕ,
ЭТО ОГРАНИЧИТ
УКРЕПЛЕНИЕ РУБЛЯ
ПРИ РОСТЕ ЦЕН
НА НЕФТЬ

Цены на нефть и покупки валюты Минфином



Источник: Минфин, Bloomberg

Инфляция и курс рубля

Инфляция в РФ: системное замедление

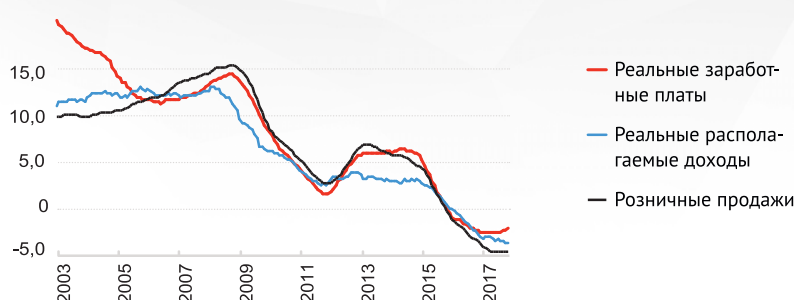
Хотя рекордное замедление инфляции в РФ в 2017 году было во многом обусловлено благоприятным для этого сочетанием временных факторов, таких как рекордный урожай и укрепление рубля в 2016–2017 годах, важную роль сыграли и системные факторы:

- Замедление роста реальных заработных плат (по сравнению с периодом до 2008 года), что замедлило рост платежеспособного спроса и повысило ценовую чувствительность потребителей.
- Исчерпание эффекта девальвации: после адаптации валютного рынка к плавающему курсу волатильность снизилась, а снижение импорта сократило вклад валютного курса в потребительские цены.
- Консервативная бюджетная политика, в том числе в вопросах увеличения социальных расходов.
- Снижение сырьевой ренты, остающейся в экономике, уменьшило объем не обеспеченного предложением товаров и услуг денежного предложения.
- Консервативная денежно-кредитная политика ЦБ РФ (см. **ЦБ РФ**), ограничившая рост кредитования, и циклический рост инфляции.

СОХРАНЕНИЕ НИЗКОЙ
ИНФЛЯЦИИ

ВОЗМОЖНОСТЬ
НЕБОЛЬШОГО
УСКОРЕНИЯ В 2018
ГОДУ В СЛУЧАЕ
НОРМАЛИЗАЦИИ
ВРЕМЕННЫХ
ФАКТОРОВ

Доходы и розничные продажи (в % год к году, среднее за 3 года)



Источник: Росстат

Ускорение инфляции в 2018 году

В 2017 году помимо системных причин замедления инфляции серьезную роль сыграли и разовые факторы. Например, рекордный урожай, а также эффект укрепления рубля в 2016–2017 годах. Вследствие этого, а также из-за ожидаемого ускорения роста заработных плат и доходов инфляция в 2018 году должна ускориться.

БАЗОВЫЙ ПРОГНОЗ
ПО ИНФЛЯЦИИ – 4%
(СМ. **ПРОГНОЗ**)

Инфляция и курс рубля

Рубль: «за» и «против» укрепления

Прогноз по курсу рубля на 2018 год у нас достаточно благоприятный. Мы видим целый ряд причин, почему **рубль может укрепиться**:

- Улучшение состояния рынка нефти: рост предложения отстает от спроса (см. **Нефть**).
- Ожидания снижения рублевых доходностей (см. **Рублевые облигации**), привлекательность *carry trade*.
- Сохранение положительного сальдо по счету текущих операций, в том числе за счет снижения стоимости обслуживания валютного долга.
- Инвестиционная привлекательность российских акций (см. **Российские акции**).
- Замедление инфляции, снижение давления со стороны реального обменного курса.
- Высокое кредитное качество РФ как заемщика, нет предпосылок для значимых кредитных событий (см. **Российские еврооблигации**).

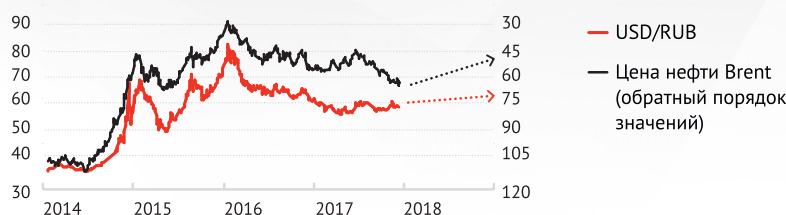
В то же время есть немало причин и для ослабления рубля или ограничения его укрепления:

- Объем погашения валютных обязательств в 2018 году будет примерно на 10 млрд долл. выше, чем в 2017-м.
- Увеличение импорта из-за роста потребительского и инвестиционного спроса (см. **Экономика РФ**).
- Покупки валюты Минфином. В 2018 году объемы будут выше, чем в 2017-м (см. **ЦБ и Минфин**).
- Риски новых санкций.
- Риски ухудшения отношения к странам ЕМ (см. **БРЮТ**).

В целом мы ожидаем, что рубль сохранит тенденцию к укреплению в 2018 году, но его потенциал будет ограниченным.

УМЕРЕННОЕ
УКРЕПЛЕНИЕ В 2018
ГОДУ. БАЗОВЫЙ
ПРОГНОЗ ПО КУРСУ
USD/RUB = 58
(СМ. ПРОГНОЗ)

Курс рубля к доллару США и цены на нефть



Источник: Bloomberg, прогноз УК «Альфа-Капитал»

Сырьевые рынки



3

Нефть **46**

Металлы **48**

Сырьевые рынки

Прошедший год оказался крайне удачным для сырьевых рынков и, соответственно, сырьевых экономик. Цены на нефть выросли с уровней в районе 55 долл. за баррель Brent в начале года до 60–65 долл. за баррель – в конце года. Вопреки нашим опасениям, рост предложения со стороны стран, не вошедших в соглашение ОПЕК+, оказался меньше суммы увеличения мирового спроса на нефть и сокращения квот на добычи, достигнутой в рамках упомянутого соглашения.

В результате достигнутый к середине года баланс спроса и предложения нефти обернулся к концу года некоторым дефицитом предложения.

Выросли также и цены на промышленные металлы, индекс LME за год прибавил почти 20%. Судя по всему, здесь мы имеем дело с закономерным процессом: долгий период низких цен привел к снижению инвестиций в отрасли, компании оказались попросту не в состоянии увеличить выпуск в достаточном для удовлетворения проснувшегося спроса объеме. Скорее всего, в 2018 году при сохранении роста мировой экономики цены промышленных металлов продолжат расти.

С драгоценными металлами все выглядит менее однозначно. Перспективы ужесточения денежно-кредитных политик основными центральными банками увеличивают альтернативную стоимость владения этими активами. В условиях ограниченного промышленного использования основным фактором, определяющим их стоимость, остается оценка глобальных рисков.

По нашему мнению, несмотря на видимое спокойствие, глобальные макроэкономические риски понемногу увеличиваются. Это касается прежде всего США, где экономика близка к исчерпанию ресурсов для циклического роста и Китая, к которому есть вопросы по поводу устойчивости финансовой системы. Поэтому позиции в драгоценных металлах сейчас следует расценивать как хедж на случай реализации подобных рисков.



Рынок нефти

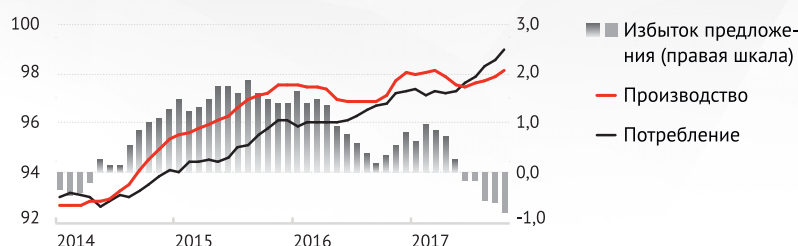
ОПЕК+ и новостной фон

Сделка ОПЕК+ в 2017 году достигла главной цели: цены на нефть ощутимо выросли, восстановился баланс спроса и предложения. Средняя цена нефти Brent в 2017 году составила 53 долл. за баррель, а к концу года она находилась около 62,5 долл. за баррель. Неудивительно, что указанное соглашение 30 ноября 2017 года было единогласно продлено до конца 2018-го.

Помимо соглашения существенный вклад в рост цен на нефть в конце года оказали разрушительные ураганы в Техасе (треть НПЗ США были остановлены вместе с закрытием буровых установок), вооруженный конфликт на Ближнем Востоке и политические события в Саудовской Аравии.

УСЛОВИЯ ДЛЯ
СОХРАНЕНИЯ
ВЫСОКИХ ЦЕН
НА НЕФТЬ

Мировое производство и потребление нефти (млн баррелей в день)



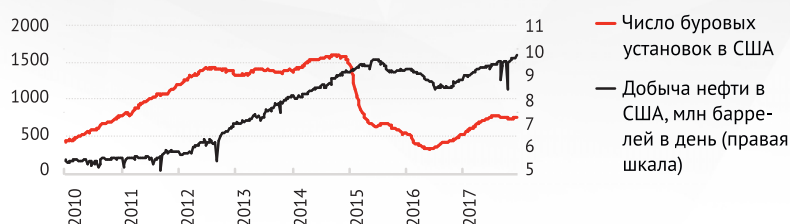
Источник: Bloomberg

Нежелательные последствия роста цен

Рост цен на нефть пошел на пользу не только бюджетам и экономикам стран ОПЕК+. С ростом цен начали снова расти буровая активность и добыча нефти в США.

По оценкам EIA, в конце 2017 года США добывали 9,9 млн баррелей в сутки, на 1,1 млн выше, чем в начале 2017-го. То есть только США почти на 2/3 закрыли выпавшие от соглашения ОПЕК+ 1,8 млн баррелей в сутки. Другие страны не отстают, мировая добыча растет.

Добыча нефти и буровая активность в США



Источник: оценки УК «Альфа-Капитал», EIA

Рынок нефти

Испытание высокими ценами

В 2018 году соглашение ОПЕК+ должно будет пройти испытание высокими ценами. И оно ничуть не проще, чем ситуация, когда странам необходимо было придерживаться квот в условиях низких цен.

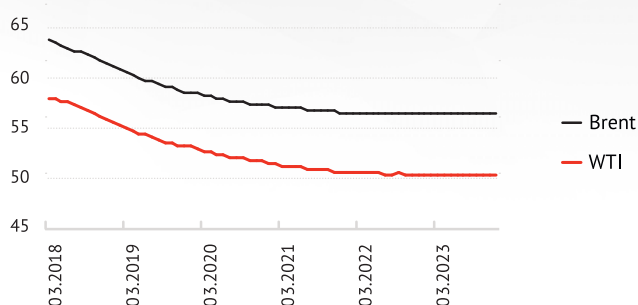
- Высокие цены на нефть могут использоваться как оправдание того, что соглашение выполнило свои цели и необходимость в нем отпала.
- При росте спроса на нефть страны, вошедшие в соглашение, будут терять свою долю рынка.
- **Снижение поддержки соглашения участниками**
- Выше «приз» за нарушение соглашения.
- **Мотивация отдельных стран нарушить соглашение**

Для того чтобы соглашение и дальше оставалось жизнеспособным, должен появиться механизм увеличения квот. Это позволит сдерживать рост цен и, соответственно, увеличит предложения со стороны стран вне соглашения. Также такой механизм уменьшил бы риски сильных ценовых просадок в будущем.

Ожидания рынка

Сильный отрицательный наклон фьючерсных кривых нефти – это не совсем обычное их состояние. Если такой вид кривых вызван спросом на хеджирование, то производители смогут более комфортно себя чувствовать при фактическом снижении цен, а значит, и предложение будет снижаться медленнее, усиливая коррекцию.

Фьючерсные кривые сортов Brent и WTI (по состоянию на 21.12.2017)



Источник: оценки УК «Альфа-Капитал», Bloomberg

УВЕЛИЧЕНИЕ
ДОБЫЧИ
И ИНВЕСТИЦИЙ
В ОТРАСЛИ

СНИЖЕНИЕ
ПОДДЕРЖКИ
СОГЛАШЕНИЯ
УЧАСТНИКАМИ



МОТИВАЦИЯ
ОТДЕЛЬНЫХ СТРАН
НАРУШИТЬ
СОГЛАШЕНИЕ

ПРОГНОЗ ЦЕНЫ
НЕФТИ – 57 ДОЛЛ.
ЗА БАРРЕЛЬ BRENT

Металлы

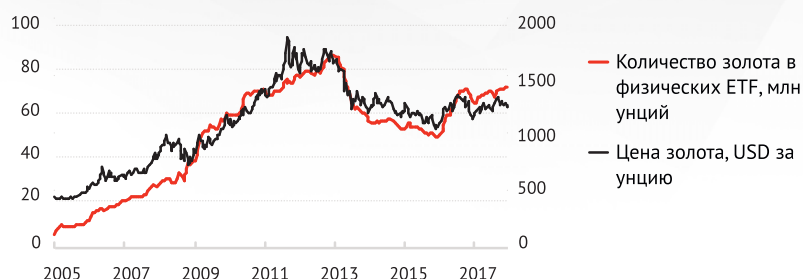
Золото и серебро

Цена золота в 2017 году выросла, проигнорировав три повышения ставки ФРС. Несмотря на перспективы дальнейшего ужесточения денежно-кредитной политики ведущими центральными банками, спрос на драгоценные металлы продолжал восстанавливаться. Например, объем золота в физических ETF вырос примерно на 11%, вернувшись к максимумам 2016 года. Центральные банки также увеличили объем золота в резервах.

В 2018 году ФРС продолжит повышение ставок, что будет негативно сказываться на котировках золота и серебра. С другой стороны, замедление роста экономики США и усиление опасений того, что ралли на рынках зашло далеко, будет подталкивать инвесторов к покупкам защитных активов.

РОСТ ЦЕНЫ ЗОЛОТА
ДО 1350 ДОЛЛ.
ЗА УНЦИЮ

Цена золота и его объемы в физических ETF



Источник: Bloomberg

Платина и палладий

Палладий – металл, добываемый из сульфидных руд никеля, серебра и меди как побочный продукт. Его добыча мало зависит от его рыночной цены, поэтому ключевым фактором является спрос, который растет из-за ужесточения экологических требований к выхлопам и использованию палладия в катализаторах выхлопных систем автомобилей.

В отличие от палладия платина – менее интересный актив, перспективы роста ее цены ограничены из-за незначительного применения в промышленности и низкого спроса на ювелирные изделия.

РАЗНОНАПРАВЛЕННОЕ
ДВИЖЕНИЕ
В ПЛАТИНЕ
И ПАЛЛАДИИ

Металлы

Промышленные металлы

Промышленные металлы в 2018 году имеют хорошие перспективы роста цены. Наибольший вклад в увеличение спроса внесет Европейский союз, скорость роста экономики которого обогнала США. Китай же, хотя и является крупнейшим потребителем металлов, но замедление экономики может негативно сказаться на спросе на промышленные металлы.

Отдельно стоит отметить дополнительный спрос на никель и медь со стороны производителей электромобилей (аккумуляторы, двигатели).

В отдельных сегментах есть риски сокращения предложения. Например, в меди формируется дефицит предложения из-за снижения добычи в Чили, с начала 2017 года оно упало на 27%. Впрочем, и вся отрасль, пройдя через период низких цен на металлы, испытывает недостаток мощностей. К этому стоит добавить ужесточение экологических требований в Китае, что также увеличит издержки и ограничит объемы производства стали и других металлов в этой стране.

РОСТ ЦЕН
ПРОМЫШЛЕННЫХ
МЕТАЛЛОВ

Дефицит основных промышленных металлов (2017)

	Спрос	Предложение	Дефицит
Медь	23 412	23 310	102
Алюминий	58 099	57 910	189
Никель	1 903	1 835	67

Источник: Bloomberg

Металлы и российские акции

Цены промышленных металлов имеют гораздо более сильную статистическую связь с российским рынком акций. Поэтому ожидаемый рост цен промышленных металлов повышает вероятность того, что российский рынок акций в 2018 году реабилитируется после невнятных результатов прошлого года.

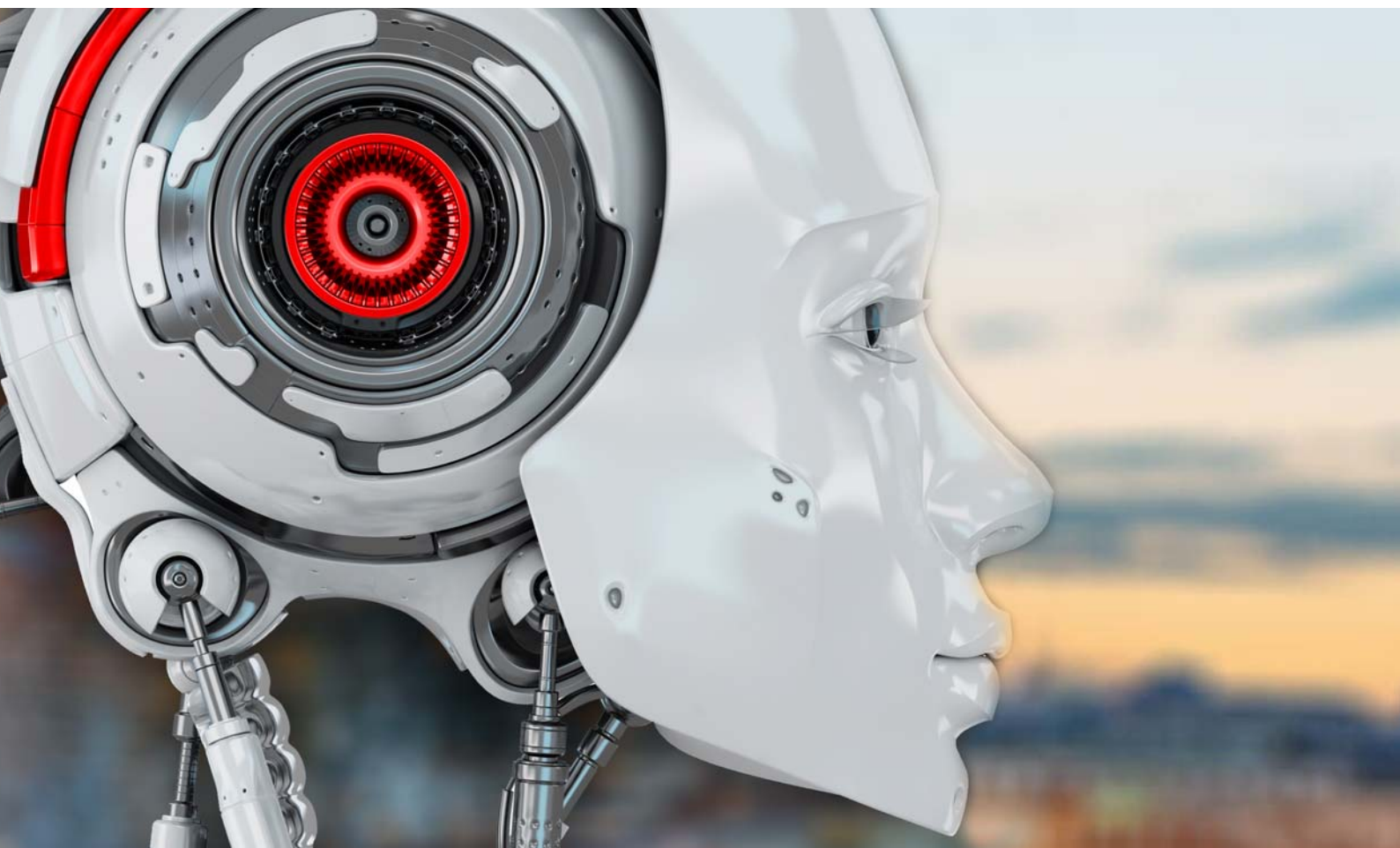
ПОВОД ДЛЯ РОСТА
РОССИЙСКОГО
РЫНКА АКЦИЙ

Индекс цен промышленных металлов и индекс РТС



Источник: Bloomberg

Сценарии и прогноз



4

Базовый сценарий	52
Пессимистичные сценарии	54
Оптимистичные сценарии	56
Сводная таблица прогноза	58

Сценарии и прогноз

Прошедший год для мировой экономики и фондовых рынков оказался крайне удачным. Не реализовалось ни одного из существенных рисков, спрос на рискованные активы продолжал расти, а премии за риск – снижаться. В базовом варианте мы ожидаем продолжения наблюдаемых тенденций, разве что полагаем, что локомотивом среди развитых стран станет еврозона, заменив собой США, где осталось очень мало возможностей для продолжения ускоренного роста экономики.

В отсутствие реализации основных рисков мы думаем, что инвесторы продолжат движение все в более рискованные истории, вызывая рост цен широкого круга активов. То есть мы будем видеть типичное для поздней стадии цикла поведение инвесторов.

Отличие оптимистичного сценария от базового состоит в том, что мы можем недооценивать те возможности и ресурсы, которые есть у глобальной экономики для продолжения циклического роста. В пессимистичном сценарии мы предполагаем, что стадия роста делового цикла закончится и экономики некоторых стран перегреются или перейдут в стадию рецессии.



Базовый сценарий

Особенности базового сценария

Базовый сценарий описывает наиболее вероятный, на наш взгляд, ход событий и изменения в экономике и реакцию рынков. Указанные в прогнозе цифры являются ориентировочными, их задача – показать общую картину, вероятность полного соответствия фактического развития событий прогнозу очень низка.

Данный сценарий основывается на нескольких основных предположениях.

1. Ускорение роста ВВП России

Хотя российская экономика довольно успешно адаптировалась к внешним негативным факторам, таким как санкции и цены на нефть, она находится на ранней стадии роста.

Состояние рынка труда, макроэкономическая политика, улучшения ситуации на сырьевых рынках сформировали благоприятные условия для ускорения роста потребления и инвестиций.

В первую очередь это обусловлено ростом реальных заработных плат, основного источника финансирования роста потребления и одновременно пока недостаточно высоким их уровнем, чтобы системно угрожать рентабельности компаний. Ресурсы для инвестиций у корпоративного сектора, если судить по динамике прибылей компаний, есть.

2. Разогрев экономики США

Хотя экономика США визуально исчерпала возможности для циклического роста, она не обязана впасть в рецессию. 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.

Снижение налогов поддержит рентабельность компаний, отложив момент, когда рост издержек приведет к снижению рентабельности до тех уровней, где компании вынуждены будут сокращать персонал и/или выходить из бизнеса.

УСКОРЕНИЕ РОСТА
ВВП

ИНТЕРЕС
ИНВЕСТИРОВ
К РЫНКУ АКЦИЙ РФ

НЕБОЛЬШОЙ РОСТ
ИНФЛЯЦИОННЫХ
ОЖИДАНИЙ,
МЕДЛЕННОЕ
СНИЖЕНИЕ
КЛЮЧЕВОЙ СТАВКИ
ЦБ РФ

ЭКОНОМИКА США
ИЗБЕГАЕТ РЕЦЕССИИ
В 2018 ГОДУ, ХОТЯ
РОСТ, С ВЫСОКОЙ
ВЕРОЯТНОСТЬЮ,
ЗАМЕДЛИТСЯ

УМЕРЕННЫЙ РОСТ
РЫНКА АКЦИЙ США

УСИЛЕНИЕ
ИНФЛЯЦИОННОГО
ДАВЛЕНИЯ,
ПОВЫШЕНИЕ
СТАВКИ ФРС

Базовый сценарий

3. Относительно высокие цены на нефть

Баланс спроса и предложения нефти, достигнутый рынком в середине 2017 года, к его окончанию обернулся дефицитом предложения (см. Нефть).

С учетом дисциплинированного выполнения условий соглашения ОПЕК+ об ограничении добычи странами-участниками, а также роста мирового спроса на нефть, риски возникновения избытка предложения крайне невелики. Как следствие, цены на нефть останутся на повышенных уровнях.

При этом мы ожидаем некоторого снижения цен на нефть в 2018 году вследствие нормализации размера «геополитической премии». На конец 2017 года в цене нефти было заложено слишком много краткосрочных рисков.

СОХРАНЕНИЕ
СРАВНИТЕЛЬНО
ВЫСОКИХ ЦЕН
НА НЕФТЬ,
УКРЕПЛЕНИЕ РУБЛЯ

СНИЖЕНИЕ
ДЕФИЦИТА
БЮДЖЕТА РФ

4. Рост экономики еврозоны

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.

ПОДДЕРЖКА РОСТА
ГЛОБАЛЬНОЙ
ЭКОНОМИКИ

ХОРОШИЕ
РЕЗУЛЬТАТЫ РЫНКА
АКЦИЙ РАЗВИТЫХ
СТРАН

5. Избежание «жесткой посадки» Китая

Мы полагаем, что в 2018 году Китай снова избежит негативного сценария «жесткой посадки». Несмотря на вероятное замедление экономики этой страны, оно будет обусловлено естественными причинами, связанными с эффектом базы, а также необходимостью решения некоторых накопленных проблем.

В базовом сценарии мы полагаем, что Китаю удастся избежать сценария финансово-экономического кризиса.

СОХРАНЕНИЕ СПРОСА
НА НЕФТЬ И МЕТАЛЛЫ

ПОДДЕРЖКА РОСТА
ГЛОБАЛЬНОГО ВВП

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.**

1. Перегрев экономики США

Постоянные заявления властей США о необходимости стимулирования роста экономики, создания новых рабочих мест и т.д. противоречит идее контрциклической макроэкономической политики. Сейчас экономика США находится в отличной форме, и властям, напротив, следует делать шаги по ее охлаждению.

Та же налоговая реформа, хотя и увеличит привлекательность рынка акций, в условиях низкой безработицы может привести к ускорению роста заработных плат, что перекроет непосредственный эффект снижения налоговых расходов компаний.

При неблагоприятном сценарии это может ускорить наступление рецессии в США, ответить на которую правительству будет сложнее из-за выросшего дефицита бюджета и большого размера госдолга.

НЕ СЛЕДУЕТ РАССМАТРИВАТЬ НЕГАТИВНЫЕ ПРОГНОЗЫ ПО ОТДЕЛЬНЫМ ПОКАЗАТЕЛЯМ КАК ЦЕЛЬНЫЙ И НЕПРОТИВОРЕЧИВЫЙ СЦЕНАРИЙ.

РОСТ ДОХОДНОСТЕЙ ДОЛГОВЫХ ИНСТРУМЕНТОВ, УХУДШЕНИЕ РЕЗУЛЬТАТОВ ПО ПОРТФЕЛЯМ ВАЛЮТНЫХ ОБЛИГАЦИЙ

ПРОБЛЕМЫ В ГЛОБАЛЬНОЙ ЭКОНОМИКЕ И НА РАЗВИВАЮЩИХСЯ РЫНКАХ

КОРРЕКЦИЯ РЫНКА
АКЦИЙ США

СНИЖЕНИЕ ЦЕН
НА НЕФТЬ,
ОСЛАБЛЕНИЕ
РУБЛЯ

Пессимистичные сценарии

2. Ускорение инфляции в РФ

Есть риск, что наблюдаемое сейчас замедление инфляции в РФ окажется временным. Например, ускорение инфляции может вызвать сильное снижение цен на нефть. Также ускорение роста цен может быть спровоцировано ускорением роста заработных плат и потребительских расходов и даже плохим урожаем.

В любом случае ускорение инфляции может привести к тому, что ЦБ РФ придется ужесточать денежно-кредитную политику, что, в свою очередь, отпугнет инвесторов от рублевых активов, причем не только облигаций, но и акций.

РОСТ РУБЛЕВЫХ ДОХОДНОСТЕЙ, СНИЖЕНИЕ ЦЕН РУБЛЕВЫХ ОБЛИГАЦИЙ,
УХУДШЕНИЕ РЕЗУЛЬТАТОВ
ПО РУБЛЕВЫМ ПОРТФЕЛЯМ

КОРРЕКЦИЯ
НА РОССИЙСКОМ
РЫНКЕ АКЦИЙ

ОХЛАЖДЕНИЕ
ИНТЕРЕСА
К РУБЛЕВЫМ
ОБЛИГАЦИЯМ
СО СТОРОНЫ
НЕРЕЗИДЕНТОВ,
ОСЛАБЛЕНИЕ РУБЛЯ

3. 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 если в какой-то момент ситуация выйдет из-под контроля, то проблемы для остального мира будут более чем серьезные.

СНИЖЕНИЕ ЦЕН НА
НЕФТЬ И МЕТАЛЛЫ

УХУДШЕНИЕ
ПОКАЗАТЕЛЕЙ
ПЛАТЕЖНОГО
БАЛАНСА РФ,
ОСЛАБЛЕНИЕ
РУБЛЯ

4. Снижение цен на нефть

Снижение цен на нефть может произойти из-за распада соглашения об ограничении добычи (ОПЕК+) или быстрого роста предложения нефти со стороны стран, в него не вошедших.

При этом вероятность распада соглашения повышается в случае быстрого увеличения спроса, так как его участники будут быстрее терять свою долю рынка.

УХУДШЕНИЕ
ПОКАЗАТЕЛЕЙ
ПЛАТЕЖНОГО
БАЛАНСА РФ,
ОСЛАБЛЕНИЕ
РУБЛЯ

УСКОРЕНИЕ
ИНФЛЯЦИИ В РФ,
ЗАМЕДЛЕНИЕ
РОСТА ВВП

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.

1. 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

2. Ускорение роста экономики США

Возможно, мы не правы в оценке возможностей продолжения быстрого роста ВВП США на коротком горизонте. Налоговая реформа, поддерживающая прибыль компаний, низкая безработица и рост заработных плат могут дать экономике мощный импульс, который выльется в еще один год ралли на фондовом рынке.

УЛУЧШЕНИЕ
РЕЗУЛЬТАТОВ
РЫНКА АКЦИЙ
США

РОСТ ЦЕН ПРОМЫШЛЕННЫХ МЕТАЛЛОВ, НО РИСКИ ПАДЕНИЯ ЦЕН НА
НЕФТЬ ИЗ-ЗА УЛУЧШЕНИЯ ПЕРСПЕКТИВ ДОБЫЧИ В США

БОЛЕЕ ВЫСОКИЕ
ТЕПЫ ПОВЫШЕНИЯ
СТАВКИ ФРС,
СНИЖЕНИЕ
ДОХОДНОСТЕЙ
КАЗНАЧЕЙСКИХ
ОБЛИГАЦИЙ США,
УКРЕПЛЕНИЕ
ДОЛЛАРА

3. Сырьевое ралли

Хотя фраза «нестабильность на Ближнем Востоке» уже набилась оскомину, 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

Оптимистичные сценарии

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

УСИЛЕНИЕ ИНФЛЯЦИОННЫХ ОЖИДАНИЙ В США, УСКОРЕНИЕ
ТЕМПОВ ПОВЫШЕНИЯ СТАВКИ ФРС

4. Ускорение роста глобального ВВП

Если рост глобальной экономики окажется больше ожидаемого (например, из-за улучшения состояния развивающихся экономик или ускорения роста Китая), 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 РЫНКА АКЦИЙ США, А ТАКЖЕ ИНДЕКСОВ РАЗВИВАЮЩИХСЯ
ЭКОНОМИК

5. Экономический бум в еврозоне

В 2017 году европейская экономика показала, что она может расти быстрее экономики США. Более того, и потенциал роста экономики еврозоны на горизонте нескольких лет гораздо выше, чем у США. Высокая безработица означает, что компании могут комфортно наращивать занятость, кроме того, недостаток инвестиций в последние годы означает, что при благоприятной ситуации компании начнут их восполнение, что также подтолкнет вверх ВВП.

С точки зрения глобальной экономики это будет способствовать улучшению состояния развивающихся экономик, для которых Европа – важный рынок сбыта.

РОСТ ЦЕН НА НЕФТЬ,
УМЕРЕННОЕ
УКРЕПЛЕНИЕ РУБЛЯ

РОСТ ДОХОДОВ
БЮДЖЕТА, СНИЖЕНИЕ
ДЕФИЦИТА

ЗАМЕДЛЕНИЕ
ГЛОБАЛЬНОЙ
ЭКОНОМИКИ

РОСТ ЦЕН НА НЕФТЬ,
МЕТАЛЛЫ

РОСТ ТЕМПОВ
ПОВЫШЕНИЯ
СТАВОК ФРС

УКРЕПЛЕНИЕ
ЕВРО

РОСТ ЦЕН НА НЕФТЬ
И МЕТАЛЛЫ

УЛУЧШЕНИЕ
СОСТОЯНИЯ
РАЗВИВАЮЩИХСЯ
ЭКОНОМИК

Прогноз-2018

Показатель	Пессимистичный	Базовый	Оптимистичный	Ссылки на разделы
Сырьевые рынки				
Нефть Brent (среднее по году)	45	57	62	Нефть
Золото (конец года)	1150	1350	1400	Металлы
Промышленные металлы (индекс LMEХ)	-20%	+12%	+20%	
Макропоказатели				
Рост ВВП РФ	1%	2,5%	3,5%	Экономика РФ
Инфляция РФ	6%	4%	2,5%	Инфляция и рубль
Ключевая ставка ЦБ (в скобках – изменение)	8,5% (+0,75)	6,75% (-1)	5,5% (-2,25)	ЦБ и Минфин
Ставка ФРС	1,5%	2%	2,25%	ФРС
Рынок акций				
Индекс ММВБ (изменение к закрытию 2016 г.)	-15%	+20%	+30%	Российские акции
S&P 500 (изменение к закрытию 2016 г.)	-10%	+7%	+15%	Акции США и Европа
MSCI Emerging Markets (к закрытию 2016 г.)	-15%	+10%	+20%	Экономики EM
Рынок облигаций и депозиты				
Доходность рублевых облигационных портфелей	4%	10%	13%	Рублевые облигации
Доходность валютных облигационных портфелей	2%	5%	6%	Еврооблигации
Валютные курсы				
Рубль/доллар (конец года)	67	58	52	Инфляция и рубль
Евро/доллар (конец года)	1,1	1,3	1,35	Евро

Обязательная информация

Информация, изложенная в данном документе, актуальна на 31 декабря 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.