

Стратегия-2018

Где искать доходность?

АПРЕЛЬСКАЯ КОРРЕКЦИЯ: ИСТОЧНИК НОВЫХ ИДЕЙ



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



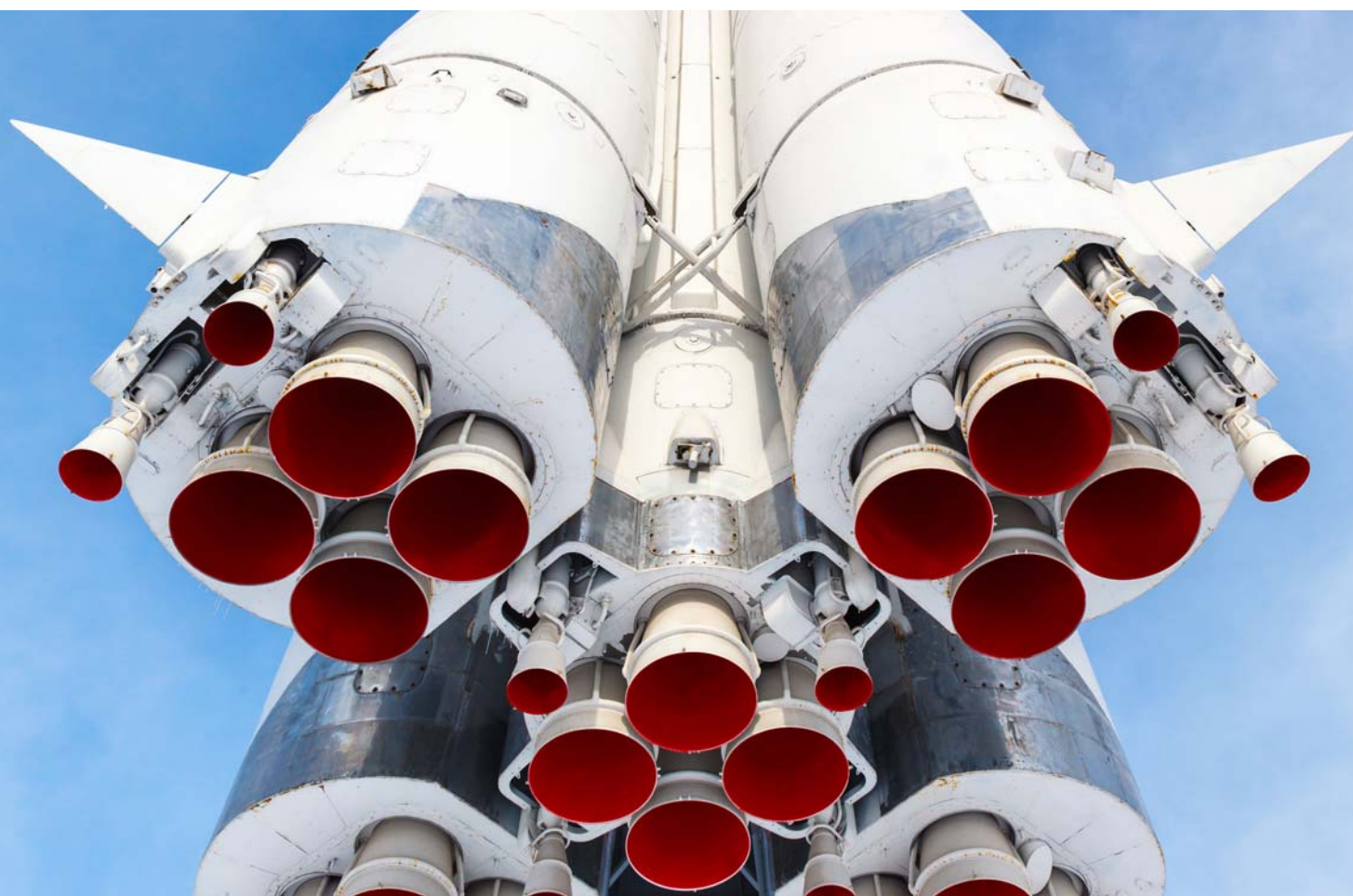
52 Базовый сценарий

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

Начало 2018 года дало массу поводов для того, чтобы как минимум скорректировать взгляд на различные классы активов. Например, если в 2017 году лучшим классом активов были акции американских компаний, а фондовые индексы США, продолжив ралли, показали двузначную доходность, то уже в феврале этого года рынок акций США напомнил, что он может и резко корректироваться. Первый квартал 2018 года индекс S&P 500 завершил в минусе.

Но даже без учета результатов первого квартала акциям США в этом году 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.

Еврооблигации развивающихся рынков в первом квартале также выглядели слабо. Усиление ожиданий повышения ставки ФРС, а также некоторое снижение спроса на рискованные активы в свете роста волатильности на американских рынках привели к преобладанию негативной ценовой динамики в суверенных и корпоративных облигациях. Тем не менее мы полагаем, что ожидания по повышению ставки ФРС сейчас завышены и по мере их ослабления долларовые доходности будут снижаться. Текущие же доходности по ряду бумаг и рынков развивающихся стран уже находятся на очень привлекательных уровнях. Причем даже в российских еврооблигациях, где мы не ожидаем серьезного ухудшения базовых кредитных метрик эмитентов из-за санкций.

Рублевый сегмент, несмотря на текущую внешнеполитическую ситуацию, остается крайне интересным, по фундаментальным оценкам. Российские акции, после невнятного 2017-го и не менее сложного начала этого года, стоят крайне дешево по мультипликаторам, предлагают щедрую дивидендную доходность.

С учетом адекватной макроэкономической политики в РФ, мы оцениваем риски, связанные с повышением налогов или ужесточением регулирования, как невысокие.

Рублевые облигации после коррекции в начале апреля также стали интереснее с инвестиционной точки зрения. Рынок больше не закладывает в цены авансом несколько снижений ключевой ставки ЦБ РФ, что при сохранении низкой инфляции увеличивает потенциал переоценки вслед за нормализацией денежно-кредитной политики. Основным источником неопределенности сейчас – это то, как долго рынок будет ощущать давление со стороны продаж облигаций нерезидентами, входившими в них в течение последних пары лет.



Стратегия-2018

Выборочный рост

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

В первом квартале уже не наблюдалось фронтального роста в широком круге активов. Наоборот, рынки акций развитых стран, а также некоторые сегменты рынка еврооблигаций показали отрицательную динамику, а инвесторы стали более чувствительны к риску.

Ключевые экономики пока не показывают явных признаков проблем, премии за риск, скорее всего, продолжат снижаться, поддерживая цены активов. Коррекции, уже имевшие место в первом квартале, породили ряд новых инвестиционных идей.

Акции: Европа, США (+5%)

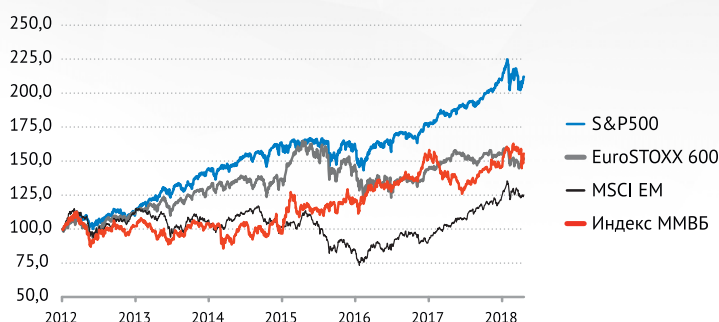
Уже в феврале этого года долгий период спокойствия сыграл с рынками акций злую шутку. Низкая волатильность привела к тому, что управляющие, ориентирующиеся на нее как меру риска, стали выставлять короткие стоп-лосс-уровни, из-за чего относительно небольшое снижение привело к каскадному закрытию позиций и в результате – сильной коррекции.

Развитые экономики по-прежнему не демонстрируют признаков проблем, поэтому мы ожидаем роста рынков акций по итогам года. В традиционных секторах экономики мы предпочитаем европейские акции: если США находятся близко к верхней точке делового цикла, то Европа лишь недавно вошла в цикл роста. В растущих отраслях, в том числе в технологическом секторе, достойных альтернатив компаниям из США по-прежнему нет.

ПРЕДПОЧТЕНИЕ
ЕВРОПЕЙСКИХ
ИНДЕКСОВ

ТОЧЕЧНЫЕ ИДЕИ
НА РЫНКЕ АКЦИЙ
США

Индексы рынков США, Европы, ЕМ и РФ



Источник: Bloomberg

Стратегия-2018

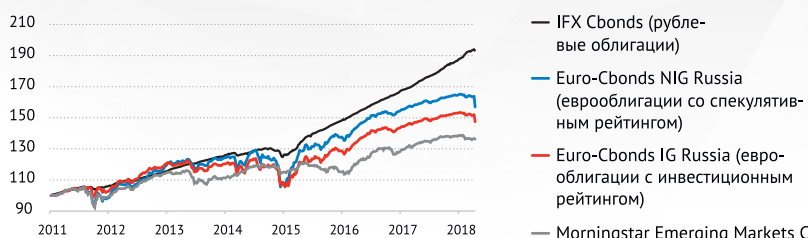
Еврооблигации ЕМ (+5%)

Начало этого года было сложным периодом для рынка еврооблигаций, которые болезненно реагировали на усиление ожиданий по росту ставки ФРС, а также на переоценку рисков. Но при этом снижение было крайне неоднородным, что еще раз напомнило о важности активного управления портфелями. Позитивной стороной коррекции стало появление новых идей.

- **Покупка наиболее просевших бумаг на просадках:** коррекции часто не связаны с ухудшением кредитных метрик.
- Еврооблигации как защитный актив: текущие доходности по многим инструментам позволяют зафиксировать высокую доходность в твердой валюте на длительный срок.
- Диверсификация по странам: реакция рынка на санкции в отношении РФ – напоминание о том, как опасно быть в активах какой-то одной страны.
- Идеи «вне рынка»: высокодоходные облигации, слабо чувствительные к рыночным рискам.

АКТИВНО
УПРАВЛЯЕМЫЕ
СТРАТЕГИИ
В ЕВРООБЛИГАЦИЯХ

Индексы широкого рынка еврооблигаций



Источник: Bloomberg

Рублевые облигации (+9%)

Последствия новой волны санкций, скорее всего, приведут к паузе в снижении ставки ЦБ РФ, а уход иностранных инвесторов не позволит доходностям снова опуститься ниже ключевой ставки. Это означает, с одной стороны, снижение потенциала переоценки рынка вслед за снижением доходностей, но, с другой, доходности будут оставаться высокими дольше, что расширит окно для входа в рынок.

РУБЛЕВЫЕ
ОБЛИГАЦИИ
СОХРАНЯЮТ
ИНВЕСТИЦИОННУЮ
ПРИВЛЕКАТЕЛЬНОСТЬ,
НО ГОРИЗОНТ
УДЛИНИЛСЯ

Российские акции (15%)

С фундаментальной точки зрения российский рынок акций остается крайне привлекательным: низкие оценки по мультипликаторам, высокая дивидендная доходность, хорошие финансовые показатели. Но на другой чаше весов риски, связанные с ужесточением санкционного режима, что может приводить к сильным краткосрочным ценовым движениям. Поэтому российские акции – это отличная долгосрочная идея с горизонтом за рамками года.

РОССИЙСКИЕ АКЦИИ
ФУНДАМЕНТАЛЬНО
ПРИВЛЕКАТЕЛЬНЫ,
НЕСМОТРЯ
НА САНКЦИИ

Еврооблигации

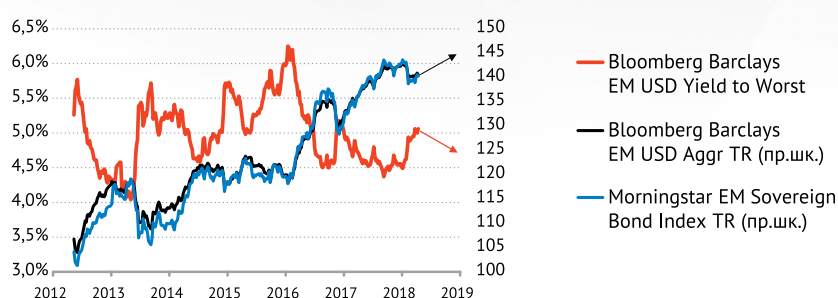
Базовые ставки

Мы не ожидаем устойчивого роста доходностей казначейских облигаций. Сейчас они соответствуют максимальной ставке ФРС в этом цикле 2,5–2,75%. 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. По крайней мере, пока, по мнению рынка, ставки не достигнут максимумов в рамках этого цикла.

КОРРЕКЦИИ
В КАЗНАЧЕЙСКИХ
ОБЛИГАЦИЯХ –
ПОВОДЫ ДЛЯ
ПОКУПОК

Доходность еврооблигаций EM подросла, увеличив ожидаемые результаты портфелей



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 в среднем на 1,75–2,25 п.п. ниже, чем по облигациям в USD. Поэтому основную часть дохода по таким портфелям будет приносить валютная переоценка.
- Меньше выбор: эмитенты гораздо чаще выпускают бумаги в USD, чем в EUR.
- Точечные идеи, преимущественно из семейства высокодоходных облигаций.
- Альтернативы: акции крупных европейских компаний нередко предлагают дивидендную доходность 4–5%.

ДОХОДНОСТИ В ЕВРО
ОСТАЮТСЯ НИЗКИМИ,
ПРИВЛЕКАТЕЛЬНОСТЬ
ОБУСЛОВЛЕНА
ПЕРСПЕКТИВАМИ
УКРЕПЛЕНИЯ ЕВРО

Еврооблигации

Суверенные спреды

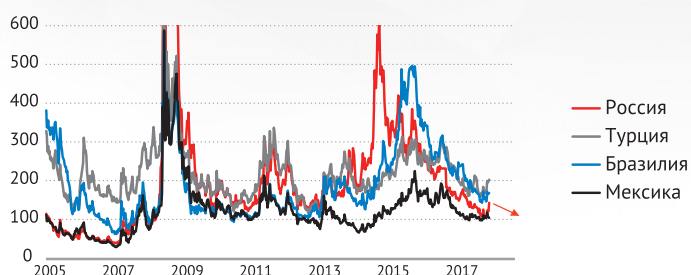
Премии за суверенный риск в еврооблигациях ЕМ, несмотря на расширение суверенных спредов в I кв. 2018 года, находятся на довольно низких по историческим меркам уровням.

Но мы ожидаем их дальнейшего сужения:

- 5-летний CDS на Россию до 2007 года котируется ниже 50 б.п., тогда как сейчас он в районе 140–150 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 для поддержания ликвидности и емкости рынка. Они не являются важным источником финансирования дефицитов бюджетов.

В нынешних условиях сужение суверенных спредов не будет носить фронтального характера, правильной стратегией является покупка на просадках, которых за неполные четыре месяца этого года уже было предостаточно.

Котировки 5-летних CDS на суверенный долг



Источник: Bloomberg

Ожидания по доходности портфелей

По нашим оценкам, усредненная доходность портфелей еврооблигаций составит:

- **+4,5% в базовом сценарии (из-за низких доходностей к погашению)**
- **+6% в оптимистичном сценарии (потенциал сокращения доходностей очень ограничен даже при благоприятном стечении обстоятельств)**
- **+2,5% в пессимистичном сценарии (дефицит бумаг, а также готовность инвесторов выкупать просадки будет ограничивать силу и продолжительность коррекций в ряде сегментов рынка)**

СОХРАНЕНИЕ РОЛИ
ЕВРООБЛИГАЦИЙ
ЕМ КАК БАЗОВОГО
АКТИВА
В ПОРТФЕЛЯХ

АКТИВНОЕ
УПРАВЛЕНИЕ –
ВАЖНЫЙ КОМПОНЕНТ
ДОХОДНОСТИ
ПОРТФЕЛЯ

Рублевые облигации

Базовые условия и прогноз

В 2018 год рынок рублевых облигаций вошел на низких уровнях доходности. В ОФЗ доходности и вовсе были ниже ключевой ставки. Это естественным образом ограничивало потенциал положительной переоценки портфелей.

После коррекции на новой волне санкций доходности вернулись на уровни, соответствующие текущей ключевой ставке. Тем самым рынок вернул себе инвестиционную привлекательность.

Главными факторами снижения доходности (роста цен) рублевых облигаций до конца 2018 года станут:

- снижение ключевой ставки ЦБ РФ еще на 0,5 п.п. (в базовом сценарии при отсутствии усиления инфляционных ожиданий);
- сокращение объема предложения новых ОФЗ из-за более высоких цен на нефть и, соответственно, улучшения баланса бюджета;
- высокие цены на нефть, поддерживающие рубль;
- сохранение привлекательности ОФЗ как инструмента для *carry trade*, особенно после ослабления рубля;
- сохранение благоприятной ситуации с рублевой ликвидностью, обеспечивающей низкую стоимость рублевого фондирования и спрос со стороны локальных инвесторов.

ДЛИННАЯ ДЮРАЦИЯ
ПОРТФЕЛЕЙ
СТРАТЕГИЧЕСКИ
ОПРАВДАНА

НА ТЕКУЩИХ
УРОВНЯХ
ДОХОДНОСТИ
РУБЛЕВЫЕ
ОБЛИГАЦИИ
ИНТЕРЕСНЫ
И НЕРЕЗИДЕНТАМ,
И ЛОКАЛЬНЫМ
ИНВЕСТОРАМ

Ключевая ставка ЦБ РФ и рублевые доходности



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

Рублевые облигации

ОФЗ и корпоративные облигации

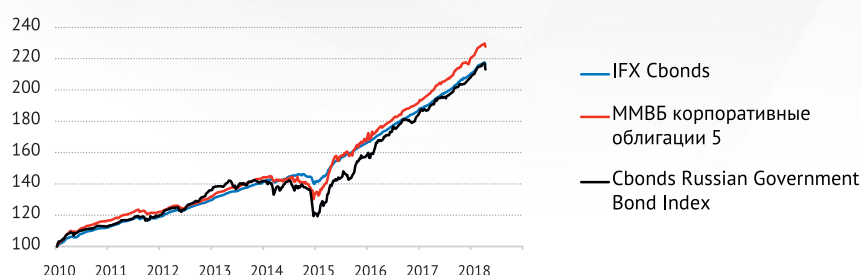
Снижение доходностей в ОФЗ и корпоративных облигациях происходит неравномерно, кредитные спреды имеют свойство сжиматься и расширяться. Это обусловлено тем, что:

- в ОФЗ больше иностранных инвесторов, изменения отношения инвесторов к российскому риску или настроений на глобальных рынках на них сказываются быстрее;
- разная ликвидность: корпоративные облигации менее ликвидны, что сказывается и на визуальной 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 – носят технический характер. Своевременные перекладки из ОФЗ в корпоративные облигации и обратно, а также правильный выбор дюрации портфеля дают возможность получить доходность выше средней по рынку.

АКТИВНОЕ
УПРАВЛЕНИЕ ДОЛЕЙ
И ДЮРАЦИЕЙ
ГОСБУМАГ

Индексы рублевых облигаций



Источник: Bloomberg

Ожидания по результатам портфелей

По нашим оценкам, усредненная доходность портфелей рублевых облигаций по итогам года составит:

- **+9% в базовом сценарии (рынок отыграл будущее снижение ставок авансом, но это можно еще компенсировать длинной дюрацией и активным управлением портфелем)**
- **+11% в оптимистичном сценарии (если инфляция в следующем году не ускорится, а ЦБ РФ активнее будет снижать ключевую ставку)**
- **+5% в пессимистичном сценарии (в случае ускорения инфляции и/или роста валютных рисков ЦБ РФ придется остановить или даже повысить ключевую ставку)**

ОЖИДАЕМАЯ
ДОХОДНОСТЬ
ПОРТФЕЛЕЙ
РУБЛЕВЫХ
ОБЛИГАЦИЙ НАМНОГО
ПРЕВЫШАЕТ
ИНФЛЯЦИЮ

Рынок акций: США, Европа

Рынок США: волатильность вернулась

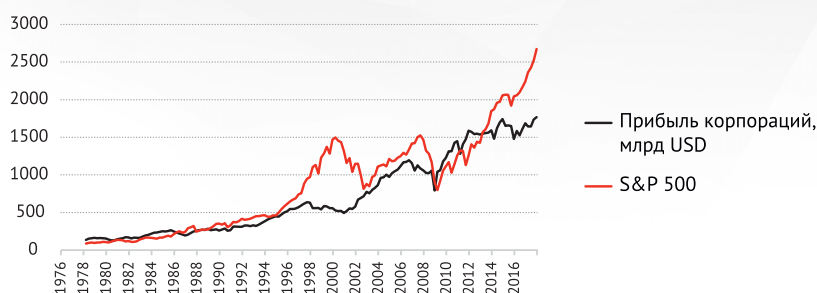
В 2017 году рынок акций США продолжил свое ралли, которое оказалось сильнее, чем в предыдущие годы. S&P 500 прибавил еще 19,4%, Dow Jones +25,1%, Russell 2000 +13,1%, Nasdaq +28,2%.

Тем не менее начало 2018 года оказалось уже не столь удачным. После резкого роста индекса S&P 500 на 7,5% в конце января началась коррекция, в ходе которой индекс потерял более 10% от своих максимумов. В итоге в I кв. 2018 года S&P 500 показал первое квартальное снижение после девяти подряд кварталов роста.

Возвращение волатильности может охладить интерес инвесторов к рынку акций США.

РЫНОЧНЫЙ РИСК
ВЕРНУЛСЯ В НОРМУ

S&P 500 и корпоративные прибыли



Источник: Bloomberg

Вопросы фундамента для роста

Краткосрочные риски в экономике США низки, выходящая в последнее время макростатистика указывала на отсутствие признаков приближения рецессии. Но это не относится к долгосрочным перспективам.

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 0,5–0,7% в год) 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 ощутимо не росли, то в скором времени они могут начать сокращаться, ухудшая тем самым оценку компаний.

НИЗКИЕ
КРАТКОСРОЧНЫЕ
РИСКИ,
НО УХУДШЕНИЕ
ДОЛГОСРОЧНЫХ
ПЕРСПЕКТИВ

Рынок акций: США, Европа

Европейские акции: догнать США

До недавнего времени сложная ситуация в экономике еврозоны негативно сказывалась на европейских фондовых индексах. Но в 2017 году ситуация в экономике еврозоны улучшилась, и эти изменения сохранились и в I кв. 2018. Темп роста ВВП еврозоны обогнал США, улучшения наблюдаются во всех крупных экономиках. Это будет привлекать инвесторов, в том числе в ценные бумаги.

СОСТОЯНИЕ
ЭКОНОМИКИ
ЕВРОЗОНЫ
УЛУЧШАЕТСЯ

Индексы MSCI Европы в сравнении с глобальным индексом акций



Источник: Bloomberg

Привлекательные мультипликаторы

Европейские компании оценены ниже по мультипликаторам, у них выше дивидендная доходность. При этом экономика находится на той стадии, где сохраняется возможность быстрого роста прибылей компаний, что будет поддерживать оценки акций. При этом евро имеет возможность укрепления.

Оценки европейских акций в сравнении с аналогами (индексы MSCI)

	Дивидендная доходность	Price / Earnings (P/E)	Price / Book Value (P/Bv)
Европа	3,6%	15,9	1,8
Канада	3,1%	16,4	1,8
США	1,9%	22,1	3,1
Япония	2,2%	13,6	1,3

Источник: Bloomberg

ЕВРОПЕЙСКИЙ РЫНОК
АКЦИЙ НЕДООЦЕНЕН
ПО ОТНОШЕНИЮ
К АНАЛОГАМ

Ожидания по результатам портфелей

По нашим оценкам, усредненная доходность портфелей акций иностранных компаний по итогам 2018 года составит:

- +5% в базовом сценарии: замедление ралли, небольшие локальные коррекции;
- +15% в оптимистичном сценарии: рынки продолжают быстрый рост на улучшающихся макроэкономических данных;
- -15% в пессимистичном сценарии: если появятся явные признаки приближения рецессии в США и/или другой крупной экономике.

Рынок акций: Россия

Хронически недооцененный

Российский рынок акций уже долгое время обделен вниманием инвесторов, в том числе из-за санкций. В результате его динамика отстала от аналогов как в развитых, так и в развивающихся странах. При этом по финансовым мультипликаторам он один из самых 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
(по состоянию на 19.04.2018)**

	Дивидендная доходность	Price / Earnings (P/E)	Price / Book Value (P/Bv)
Россия	6,2%	7,3	0,8
Бразилия	3,4%	20,2	1,9
Турция	4,6%	8,5	1,2
ЮАР	3,0%	21,1	2,2
Индия	1,7%	22,4	2,6
Китай	2,2%	16,2	1,7

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 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, жесткая денежно-кредитная политика ЦБ РФ;
- стерилизация нефтегазовых сверхдоходов через покупки валюты Минфином.

Новые санкции могут снизить ВВП и вызвать локальную распродажу российских активов и ослабление рубля. Но с учетом выстроенной в последние годы системы механизмов стабилизации экономики, а также превалирования прорыночных подходов в макроэкономической политике, вероятность разрастания проблем в полноценный кризис крайне невысока.

ОЖИДАЕМАЯ
ДОХОДНОСТЬ
РОССИЙСКОГО РЫНКА
АКЦИЙ ВЫШЕ,
ЧЕМ У АНАЛОГОВ

СТАБИЛЬНАЯ
ЭКОНОМИКА

АДЕКВАТНАЯ МАКРО-
ЭКОНОМИЧЕСКАЯ
ПОЛИТИКА, НИЗКИЕ
НАЛОГОВЫЕ
И РЕГУЛЯТОРНЫЕ
РИСКИ

Рынок акций: Россия

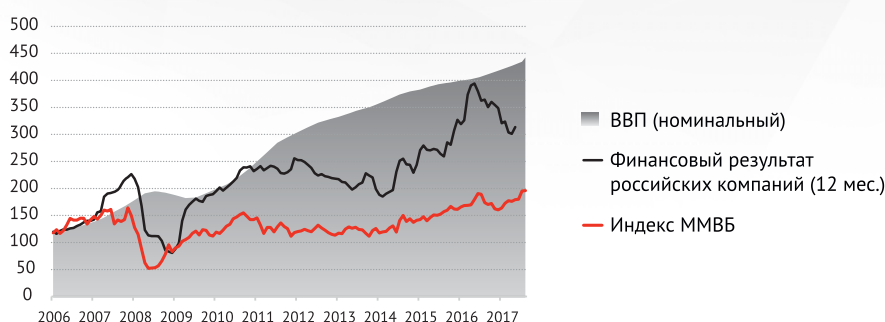
Рост ВВП и прибыли

Российский рынок накопил гигантское отставание от ВВП и прибылей компаний. Ликвидация этого отставания предполагает рост российского рынка акций примерно в 2 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 исчезать.

Неадекватно низкая цена акций по отношению к прибылям также выражается в высокой средней дивидендной доходности, порядка 5%.

ЗНАЧИТЕЛЬНЫЙ
ПОТЕНЦИАЛ РОСТА
ДО УРОВНЕЙ,
АДЕКВАТНЫХ
ПРИБЫЛЯМ
КОМПАНИЙ

ВВП, прибыль компаний и индекс ММВБ (в % к янв. 2006)

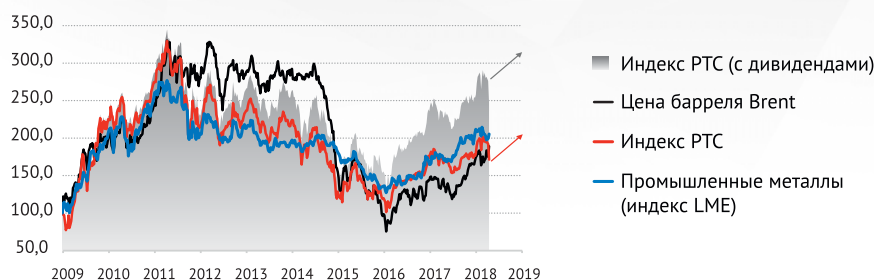


Источник: Bloomberg, Росстат

Сырьевые рынки и российские акции

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

Цены на нефть и металлы и российский рынок акций



Источник: Bloomberg



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 когда-то 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 2017 году также продолжила расти, пусть и с достаточно скромным темпом 1,5%. Росту экономики не мешали ни жесткая политика ЦБ РФ, ни угроза новых санкций. Хотя стоит отдать должное ценам на нефть, повышение которых, несомненно, оказало поддержку экономике.

Экономика Китая в 2017 году также выросла сильнее 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 партии в этом году, с одной стороны, подразумевает снижение темпа роста ВВП, но с другой – будет обеспечивать бóльшую стабильность и меньший уровень рисков для глобальной экономики и сырьевых рынков. Впрочем, по итогам I кв. 2018 года особого замедления роста экономики Китая заметно не было.

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 значения. Однако мы осторожно относимся к перспективам долгосрочного роста экономики США, полагая, что она уступит лидерство Европе. Тем не менее налоговая реформа, а также гибкость ФРС при принятии решений по ставкам позволяют экономике США избежать серьезных проблем в 2018 году.



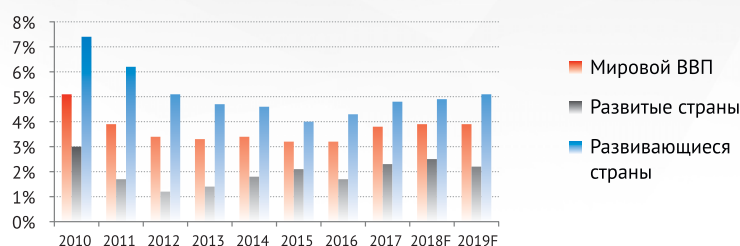
Глобальная экономика: временное ускорение

Прогноз МВФ

Прошедший год оказался крайне удачным для мировой экономики в целом. Рост мирового ВВП, по оценкам МВФ, ускорился до 3,8%, и, по его же прогнозу, в 2018 и 2019 годах рост мировой экономики составит уже 3,9% ежегодно. Примечательно, что вытянуть рост должны снова развивающиеся рынки. Рост экономик развитых стран, по оценкам МВФ, в 2018 году немного превысит 2,5%.

Разделяя в целом общие цифры, мы полагаем, что МВФ недооценивает потенциал роста ВВП еврозоны 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 экстраполяции наблюдаемых тенденций.

Рост мирового ВВП (оценки и прогнозы МВФ)

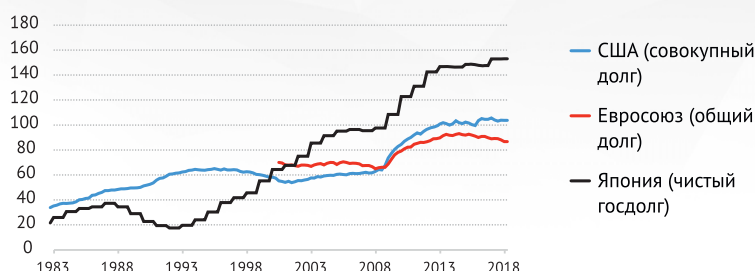


Источник: МВФ

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 в прошлом, из-за чего рост ВВП был выше равновесного и теперь должен замедлиться.

Суверенная долговая нагрузка крупнейших стран-заемщиков



Источник: МВФ, Bloomberg

ЭКОНОМИКИ
ОТДЕЛЬНЫХ СТРАН
И РЕГИОНОВ МОГУТ
ПРЕПОДНЕСТИ
СЕРЬЕЗНЫЕ
СЮРПРИЗЫ

ОГРАНИЧЕННЫЕ
ВОЗМОЖНОСТИ
ФИСКАЛЬНОГО
СТИМУЛИРОВАНИЯ
В БОЛЬШИНСТВЕ
СТРАН

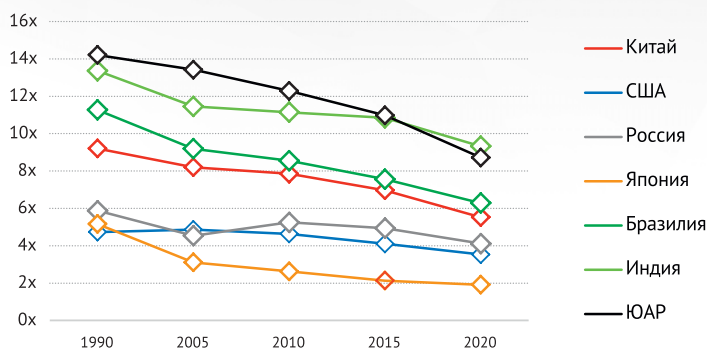
ФРС, ЕЦБ И ДРУГИЕ
ЦЕНТРАЛЬНЫЕ БАНКИ
ОГРАНИЧЕНЫ
В ПОВЫШЕНИИ
СТАВОК СОСТОЯНИЕМ
ЦИКЛА И БОЛЬШИМ
ДОЛГОМ

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.

**Отношение населения в трудоспособном возрасте
к старшему населению**

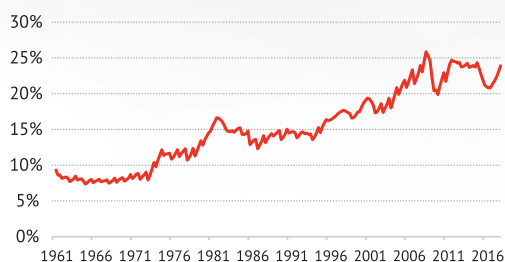


Источник: populationpyramid.net

Мировая торговля

Рост интенсивности мировой торговли увеличивал тот бонус, который получала мировая экономика от глобального разделения труда. Прекращение роста интенсивности торговли означает и замедление (при прочих равных) роста мирового ВВП.

Мировая торговля в % от глобального ВВП



Источник: МВФ, Мировой банк, 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

США: деловой цикл в зрелой фазе роста

Оптимистичные данные

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

- рост ВВП ускорился до 2,9% год к году в IV кв. 2017 года;
- безработица снизилась до 4,1%;
- число первичных обращений за пособиями – в районе 30-летних минимумов;
- инфляция начала расти;
- прибыль корпораций росла чуть быстрее ВВП;
- положительный рост инвестиций.

НИЗКИЙ РИСК
РЕЦЕССИИ НА
ГОРИЗОНТЕ ГОДА

ПОЗИТИВНЫЙ
НОВОСТНОЙ ФОН
ДЛЯ РОСТА РЫНКА

Рынок труда: признаки перегрева

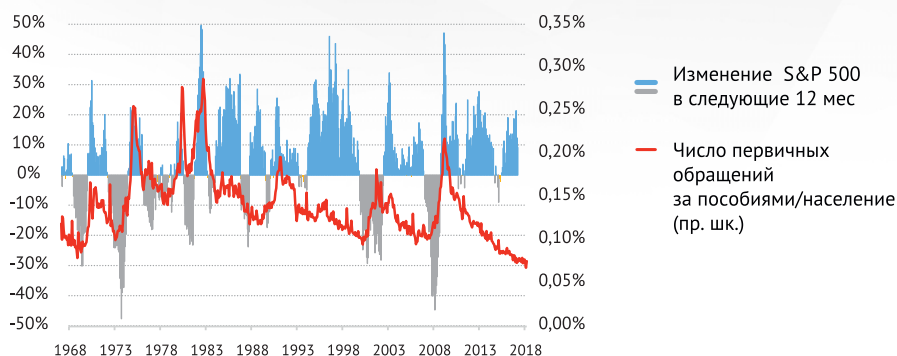
Безработица рекордно низкая, поэтому потенциал роста ВВП за счет роста занятости очень ограничен. Это основная причина ожидаемого замедления роста экономики США в ближайшие годы.

Кроме того, продолжают расти зарплаты, ограничивая рост прибылей компаний и ограничивая рост инвестиций. Это также снижает потенциальный рост ВВП. Кроме того, компании активно накапливают долг, который уже достиг рекордных значений по отношению к ВВП, что указывает на повышенные макроэкономические риски.

ВОЗМОЖНОСТИ
ДЛЯ ПОВЫШЕНИЯ
СТАВКИ ФРС

НАКОПЛЕНИЕ
СИСТЕМНЫХ
РИСКОВ
В ЭКОНОМИКЕ

Низкая безработица – частый предвестник проблем на рынках



Источник: Bloomberg, расчеты УК «Альфа-Капитал»

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.

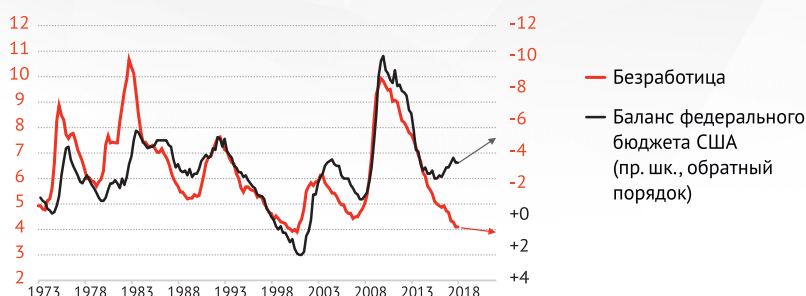
Факторы, способствующие замедлению роста:

- все еще сложная налоговая система;
- снижение экономической активности населения, в том числе из-за его старения;
- ориентация бюджета не на поддержку инвестиций, а на стимулирование потребления;
- рост госдолга и расходов на его обслуживание.

Сочетание медленного экономического роста при низкой безработице очень опасно. Обычно это является предвестником рецессии, и выйти из него очень сложно: ни фискальная, ни монетарная политики в условиях полной занятости неэффективны.

СНИЖЕНИЕ
ДОЛГОСРОЧНЫХ
ТЕМПОВ РОСТА

Безработица и дефицит бюджета США



Источник: Bloomberg

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 влияние будет незначительным, но к 2022-му, по оценке Бюджетного комитета, реформа увеличит дефицит бюджета до 5,1% ВВП.

Опасность роста дефицита бюджета при хорошем состоянии экономики в том, что в случае рецессии у правительства будет мало возможностей ее купировать фискальными стимулами.

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% вступило в силу с начала 2018 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 выглядит излишне оптимистичным, есть риск значительного роста суверенной долговой нагрузки.

По грубым оценкам, реформа в сокращенном виде ускорит темпы роста ВВП на 0,3 п.п., что позитивно скажется на рынках. Однако долгосрочные эффекты можно будет оценить минимум через два года.

РЫНОЧНЫЙ
ОПТИМИЗМ,
СВЯЗАННЫЙ
С НАЛОГОВОЙ
РЕФОРМОЙ, БУДЕТ
ИМЕТЬ
ОГРАНИЧЕННОЕ
ВЛИЯНИЕ НА РЫНОК

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.

Несомненным 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 рассредоточен во времени.

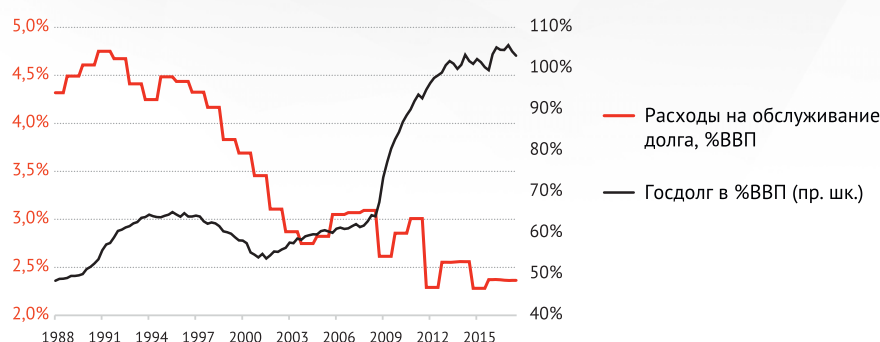
Экономическая политика США

Госдолг и его обслуживание

В последние несколько лет США активно наращивали долг и, судя по росту дефицита бюджета, долг продолжит быстро расти. При этом стоимость обслуживания долга в последние десятилетия, напротив, снижалась, что было связано с длинным циклом снижения ставки ФРС и долларовой доходностей.

С учетом 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

ПОВЫШЕНИЕ
СТАВКИ ФРС
ОЩУТИМО
СКАЖЕТСЯ
НА ДЕФИЦИТЕ
БЮДЖЕТА

ДОПОЛНИТЕЛЬНОЕ
ОГРАНИЧЕНИЕ
МАНЕВРА ПРИ
ПРИНЯТИИ
РЕШЕНИЙ
О БЮДЖЕТЕ

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. Ставка 2018 года – 1,75%, 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.

ФРС МОЖЕТ
АКТИВНЕЕ
ИСПОЛЬЗОВАТЬ
ВОЗМОЖНОСТИ
ДЛЯ ПОВЫШЕНИЯ
СТАВКИ

ФРС: умеренно ястребиный настрой

Ставка ФРС: базовый вариант

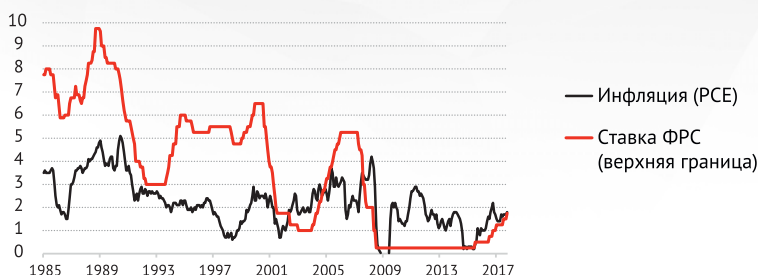
В феврале 2018 года Джером Пауэлл сменил Джанет Йеллен на посту главы ФРС. Риторика Пауэлла не предполагает серьезного изменения подхода к денежно-кредитной политике. Действия ФРС и дальше будут осторожными и определяться фактическим состоянием экономики.

Сейчас рынок закладывает 3–4 повышения ставки ФРС в течение всего 2018 года (одно уже состоялось в марте – до 1,75%). Начало года ознаменовалось процессом адаптации рынка к риторике нового главы. Так, первые публичные выступления прозвучали излишне жестко, вызвав nervozность и распродажи на американском рынке, далее риторика смягчилась, и рынки вернулись к сдержанному росту.

При этом ФРС по-прежнему опасается низкой инфляции, а если еще и замедлится рост экономики, то ФРС не выполнит ожидания рынка.

ПОВЫШЕНИЕ СТАВОК
БУДЕТ ОСТОРОЖНЫМ,
С МИНИМАЛЬНЫМИ
ПОСЛЕДСТВИЯМИ
ДЛЯ РЫНКА

Инфляция и ставка ФРС США



Источник: Bloomberg

Программа сокращения баланса ФРС

В октябре 2017 года ФРС начала сокращение баланса за счет снижения объема реинвестирования погашаемых казначейских облигаций и ипотечных бумаг на 6 млрд и 4 млрд долл. в месяц соответственно. Ежеквартально эти лимиты увеличиваются на 6 млрд и 4 млрд долл. в месяц соответственно, пока они не достигнут 30 млрд и 20 млрд долл. в месяц. Судя по текущим цифрам, план выполняется. К началу апреля 2018 года портфель сократился до 4,39 трлн долл. ФРС предполагает сокращать баланс до тех пор, пока он не окажется на уровне, позволяющем эффективно проводить монетарную политику.

Точный размер «нормального» портфеля ФРС не сообщает. 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.

УСИЛИВАЮЩЕЕСЯ
ДАВЛЕНИЕ
НА КОТИРОВКИ
КАЗНАЧЕЙСКИХ
ОБЛИГАЦИЙ

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 в свое время выполнить нормативы по риску и ликвидности, им не пришлось распродавать активы, что помогло стабилизировать рынки и экономику.

Проблема в том, что, надолго оставляя эти деньги у банков, ФРС провоцирует взятие ими избыточных рисков. А чем больше рисков возьмут на себя банки, тем больше проблем у них возникнет при следующем кризисе.

Казначейские облигации

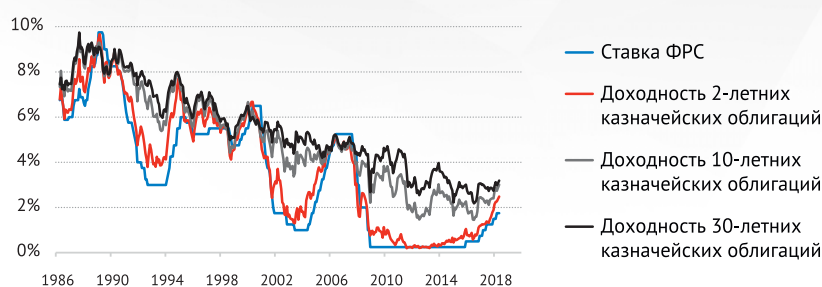
Повышение ставок ФРС будет ограниченно влиять на доходность казначейских облигаций. Во-первых, ФРС старается быть максимально открытой и предсказуемой, готовя рынок к каждому повышению ставки. Во-вторых, долгосрочные ожидания по ставкам остаются низкими, в текущем цикле максимальное значение ставки ФРС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

В цены казначейских облигаций уже заложено повышение ставки примерно до 2,5–2,75%, что предполагает ее повышение еще на 0,75–1,0 п.п. до достижения предполагаемого максимума в рамках текущего цикла. То есть за пределами этого года повышения будут очень ограниченны. Согласно заявлениям нового главы ФРС Джерома Пауэлла, регулятор будет принимать решения исходя из текущей макроэкономической ситуации, он призвал инвесторов обращать меньше внимания на достаточно агрессивные долгосрочные прогнозы ФРС, поскольку их надежность исторически крайне низка.

ФРС БУДЕТ
ПЛАНОМЕРНО
СОКРАЩАТЬ
БАЛАНС,
«ИЗБАВЛЯЯ» БАНКИ
ОТ ИЗБЫТОЧНЫХ
РЕЗЕРВОВ

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. Рост ВВП еврозоны обогнал США, но, что еще важнее, у еврозоны больше ресурсов для сохранения высоких темпов роста в рамках нынешнего цикла, чем у США.

Состояние крупнейших экономик еврозоны

	Рост ВВП	Безработица	PMI
США	2.6 (+0.8)	4.1 (-0.4)	54,2
Еврозона	2.8 (+0.9)	8.5 (-1.0)	55,2
Германия	2.3 (+1.0)	5.3 (-0.5)	55,1
Франция	2.5 (+1.3)	8.6 (-1.1)	56,3
Италия	1.6 (+0.5)	11.0 (-0.5)	53,5
Испания	3.1 (+0.1)	16.1 (-2.1)	55,8

Источник: Bloomberg, актуальные данные по состоянию на 19.04.2018

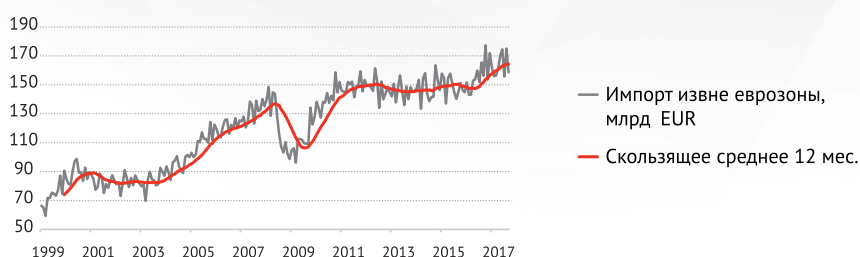
Оживление внутреннего спроса

Ускорение роста европейской экономики обусловлено во многом оживлением внутреннего спроса в условиях сокращения высокой безработицы. Это в первую очередь видно по динамике импорта.

Такой рост является самоподдерживающимся: рост экономики снижает безработицу, что увеличивает внутренний спрос и поддерживает рост экономики. Высокая безработица в таком случае является залогом того, что циклический рост будет продолжительным.

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

Оживление спроса в еврозоне увеличивает импорт



Источник: Bloomberg

ЭКОНОМИКА
ЕВРОЗОНЫ ИМЕЕТ
БОЛЬШИЕ ШАНСЫ
ОБОГНАТЬ США
В БЛИЖАЙШИЕ ГОДЫ

УЛУЧШЕНИЕ
ОТНОШЕНИЯ
ИНВЕСТИТОРОВ
К ЕВРОПЕЙСКИМ
АКТИВАМ

ВЕРОЯТНОСТЬ
УСКОРЕНИЯ
ИНФЛЯЦИИ ВСЛЕД
ЗА РОСТОМ СПРОСА

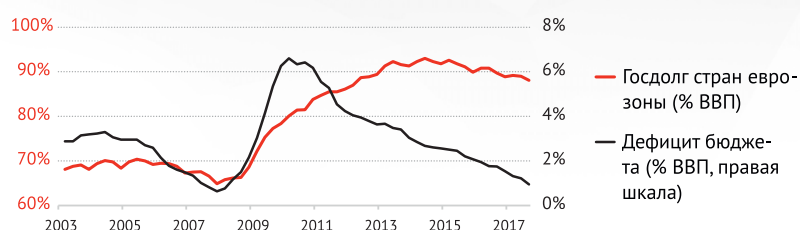
Еврозона: кризис закончился

Госдолг и бюджетный дефицит

За последние несколько лет ситуация с суверенным долгом еврозоны улучшилась. Бюджетные дефициты снизились, в том числе у проблемных Испании, Португалии и Италии, а отношение суверенного долга к ВВП начало снижаться. Даже ранее проблемные страны – Греция и Ирландия – практически избавились от дефицитов бюджета.

НИЗКИЕ РИСКИ
ВОЗВРАЩЕНИЯ
ДОЛГОВЫХ ПРОБЛЕМ
В ОБОЗРИМОЙ
ПЕРСПЕКТИВЕ

Госдолг стран еврозоны и общий дефицит бюджета



Источник: Bloomberg

Политические риски на втором плане

Ни один из политических рисков 2017 года и начала 2018-го 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 были восприняты рынком крайне спокойно. Консенсус был достигнут в феврале 2018 года.

Ситуация с Каталонией также была по большому счету проигнорирована рынком. В 2018 году будут риски, связанные с переговорами по Brexit. Кроме того, в мае 2018-го 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

Предельно осторожное ужесточение ДКП

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

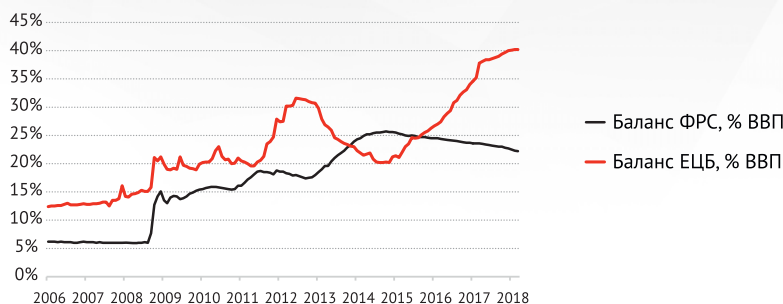
С января 2018 года ЕЦБ сократил объем покупки активов с 60 млрд до 30 млрд евро в месяц и планирует покупать бумаги в таких объемах до сентября 2018-го или дольше в зависимости от состояния экономики и инфляции. Так что ЕЦБ будет источником ликвидности, пусть и не столь обильным, как раньше.

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 в ноябре 2017 повысил ставку до 0,5%, есть вероятность того, что и ЕЦБ перейдет к более активному ужесточению в 2018/2019 году.

СТАВКИ В ЕВРО
БУДУТ ОСТАВАТЬСЯ
НИЗКИМИ ЕЩЕ
ПРОДОЛЖИТЕЛЬНОЕ
ВРЕМЯ

ЕЦБ НЕ БУДЕТ
ИСТОЧНИКОМ
РИСКА ДЛЯ РЫНКА

Баланс ФРС и ЕЦБ



Источник: Bloomberg

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

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 2 раза превышает аналогичный показатель ФРС. Поэтому его слишком быстрое сокращение может болезненно сказаться на экономике региона.

ЕЦБ: медленный ястреб

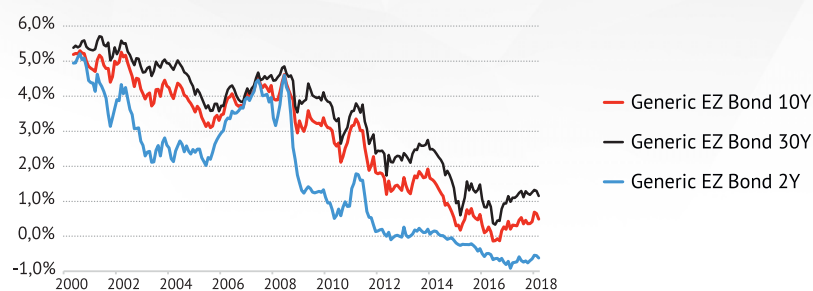
Доходности в евро

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 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 2,5–2,75%, то ставка ЕЦБ в итоге может не добраться и до 1,0–1,5%.

ДОХОДНОСТИ
В ЕВРО БУДУТ
ОСТАВАТЬСЯ
НИЗКИМИ

Ставка ЕЦБ и доходность суверенных облигаций стран еврозоны



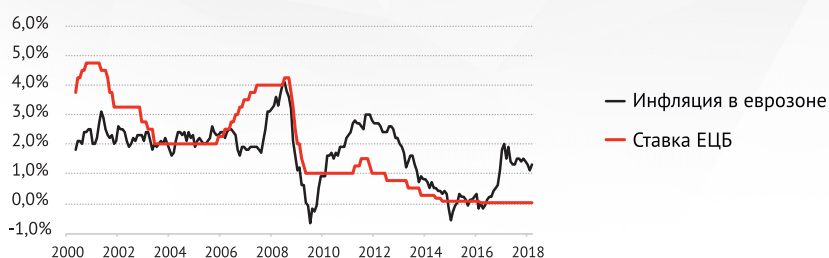
Источник: Bloomberg

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 стабильно ниже 2%, но рост внутреннего спроса 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 ключевая ставка ЕЦБ



Источник: Bloomberg

Евро: большой потенциал для укрепления

Евро: тренд на укрепление

В 2017 году возникли все условия для укрепления евро, сохранившиеся в начале 2018 года. Это и очередной рекорд по профициту счета текущих операций (3,5% ВВП в IV кв. 2018 года), и ускорение роста экономики, которое будет способствовать притоку денег иностранных инвесторов в еврозону.

ЕВРО
ФУНДАМЕНТАЛЬНО
СИЛЕН

Прогнозируемое нами укрепление евро невелико по историческим меркам



Источник: Bloomberg, оценки УК «Альфа-Капитал»

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

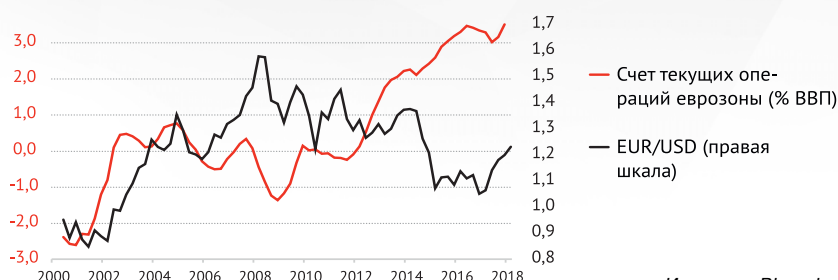
Счет текущих операций

Несмотря на укрепление евро в 2017 году, счет текущих операций еврозоны продолжил расти, обновив в IV кв. 2017 года исторический максимум. **Таким образом, укрепление евро пока даже минимально не подорвало основной источник своего укрепления.** Поэтому евро может продолжать укрепляться в рамках тренда, сформировавшегося в начале прошлого года.

Для развитой экономики такой профицит счета текущих операций не является типичным. В свое время он не позволил реализоваться сценарию ухода курса евро к паритету к доллару США, а сейчас формирует условия для продолжения укрепления европейской валюты.

СЧЕТ ТЕКУЩИХ
ОПЕРАЦИЙ
ЕВРОЗОНЫ
ОСТАЕТСЯ
СИЛЬНЫМ
ФАКТОРОМ
УКРЕПЛЕНИЯ ЕВРО

Счет текущих операций еврозоны рекордно высокий, несмотря на укрепление евро



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 14%. 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 2016 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

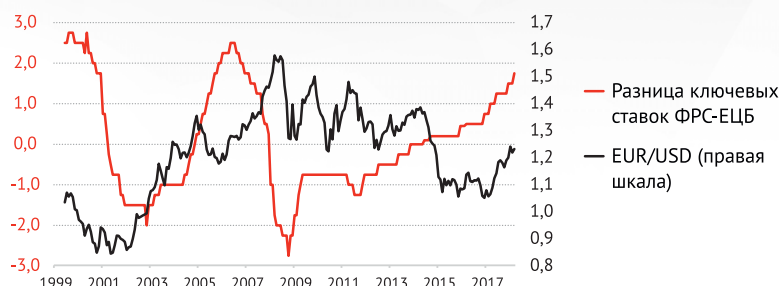
Хотя расхождение политик ФРС и ЕЦБ в конце 2014 года и начале 2015-го часто указывается как причина сильного ослабления евро в тот период, подобная связь не подтверждается эмпирически. Были периоды, когда относительно более жесткая политика ФРС приводила к укреплению евро (2003–2005) и, наоборот, более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

ОСНОВНЫЕ
ПРЕПЯТСТВИЯ
УКРЕПЛЕНИЯ ЕВРО
НОСЯТ
ТЕХНИЧЕСКИЙ
ХАРАКТЕР

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 к доллару



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, в 2018 году замедлится рост развитых экономик, но ускорится рост развивающихся. Мировой ВВП вырастет на 3,9% против 3,7% в 2017 году. Развивающиеся экономики по-прежнему будут представлять собой разнородную группу стран.

СОХРАНЕНИЕ
ИНВЕСТИЦИОННОЙ
ПРИВЛЕКАТЕЛЬНОСТИ
РАЗВИВАЮЩИХСЯ
ЭКОНОМИК В ЦЕЛОМ

Прогноз МВФ роста экономик отдельных развивающихся стран

	2016	2017	2018F	2019F
Развивающиеся страны	4,3%	4,8%	4,9%	5,1%
СНГ	0,4%	2,1%	2,2%	2,1%
Россия	-0,2%	1,5%	1,7%	1,5%
Азиатские страны	6,4%	6,5%	6,5%	6,6%
Китай	6,7%	6,9%	6,6%	6,4%
Индия	7,1%	6,7%	7,4%	7,8%
Южная Америка	-0,9%	1,3%	2,0%	2,8%
Бразилия	-3,6%	1,0%	2,3%	2,5%
Мексика	2,3%	2,0%	2,3%	3,0%
Ближний восток и Северная Африка	5,0%	2,6%	3,4%	3,7%

Источник: МВФ

УЧЕТ ОСОБЕННОСТЕЙ
ОТДЕЛЬНЫХ СТРАН

Локомотивы: Индия, Китай, Индонезия, Филиппины

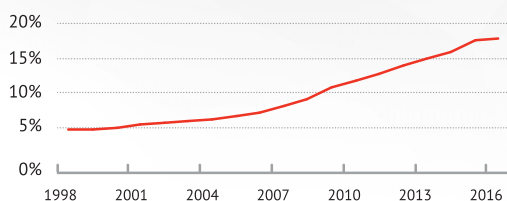
Наибольший вклад в рост мировой экономики продолжают вносить Индия и Китай. Индия находится в наиболее выигрышном положении с точки зрения демографии. Китай же компенсирует демографическую проблему урбанизацией и ростом производительности труда.

Рост локомотивов создает благоприятные условия для других стран региона, например Индонезии и Филиппин, которые мы оцениваем очень высоко с точки зрения кредитных метрик, особенно валютного долга.

ХОРОШАЯ ДИНАМИКА
ИНДИИ И КИТАЯ
ОБЕСПЕЧИВАЕТ
ПОДДЕРЖКУ ВСЕЙ
МИРОВОЙ
ЭКОНОМИКЕ

Экономики ЕМ: фрагментированный рост

ВВП Индии и Китая (% мирового ВВП)



Источник: Всемирный банк

Бразилия, ЮАР: свет в конце тоннеля

В Бразилии по мере снижения градуса популизма экономика стала показывать признаки роста, замедлилась эрозия кредитных метрик.

В ЮАР обострение политической ситуации, по итогам которой президент Зума был отправлен в отставку, завершилось благополучно для рынка. Новый глава правящей партии АНК, Рамафоса, вероятный кандидат в президенты, декларирует готовность решить проблему безработицы и нормализовать госфинансы. Выборы состоятся в 2019 году.

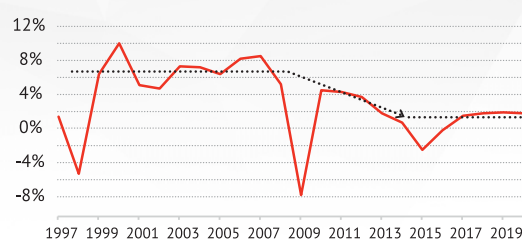
ВЫБОРОЧНЫЙ
ПОДХОД
К БУМАГАМ ЕМ

Индекс сырьевых товаров Bloomberg находится на очень низких уровнях



Источник: Bloomberg

Рост ВВП РФ и консенсус-прогноз Bloomberg



Источник: Bloomberg

В ловушке среднего дохода: Россия

Российская экономика возобновила рост, оправившись от последствий снижения цен на нефть. Но уже очевидно, что ей не удастся достичь темпов роста, характерных для нулевых годов. Иногда говорят про «ловушку среднего дохода»: на определенном этапе экономика исчерпывает возможности для быстрого догоняющего развития, и рост ВВП замедляется.

Но несмотря на слабые темпы роста, у России отличные кредитные метрики суверенного долга.

ЗАМЕДЛЕНИЕ
ПОТЕНЦИАЛЬНОГО
РОСТА ВВП РФ

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

Китай: точечная настройка

Естественное замедление роста

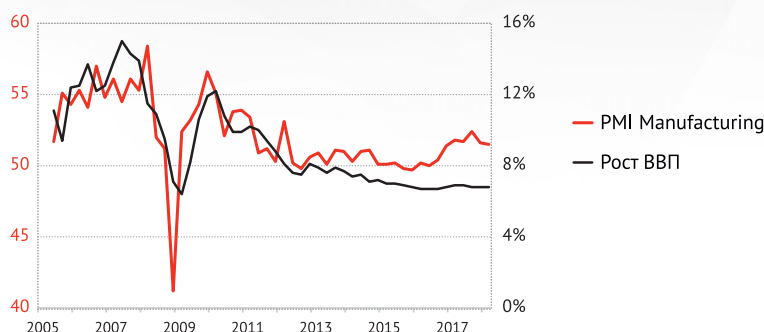
На верховном съезде партии в октябре 2017 года был утвержден план по переходу от количественного роста экономики к качественному. Китайские власти декларируют опору на технологические инновации и производство продукции с высокой добавленной стоимостью, снижение роли «количественного роста».

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 только не намерены добиваться сохранения темпов роста ВВП (более 6% в год) любыми средствами, но даже находят такое замедление желаемым.

КУРС НА ЗАМЕДЛЕНИЕ
РОСТА ВВП КИТАЯ

ВОЗМОЖНО
УЖЕСТОЧЕНИЕ
РЕГУЛИРОВАНИЯ

Рост ВВП Китая замедляется, несмотря на рост оптимизма



Источник: Bloomberg

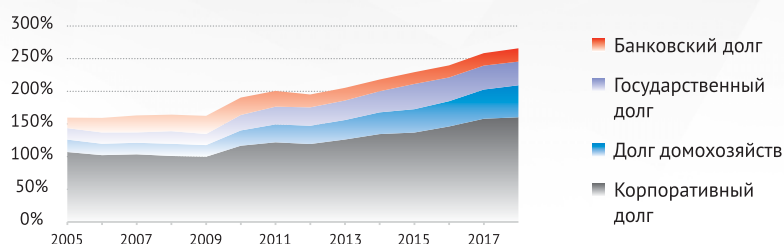
Накопленные проблемы роста

Рост экономики способствовал быстрому увеличению размера долга. Это касается не только корпоративного или банковского сектора, 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. Но снижение этого показателя подразумевает хотя бы временное снижение и темпов роста ВВП.

Китай: точечная настройка

Государственный и корпоративный долг Китая, % ВВП



Источник: оценки УК «Альфа-Капитал», Bloomberg

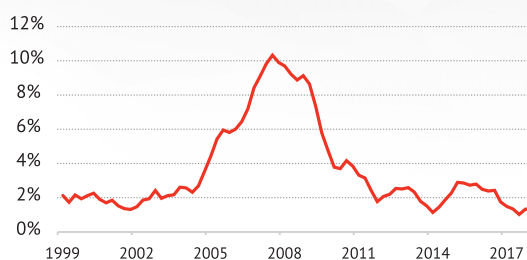
Экология и структура импорта

Экологические проблемы власти Китая решают жесткими методами, вплоть до закрытия грязных производств. Это уже отразилось на производителях алюминия и никеля, что сказалось на балансе спроса и предложения металлов. Полагаем, что это 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).

Торговые отношения с США

На текущий момент, несмотря на жесткую позицию сторон, речь идет скорее о пересмотре торговых отношений между крупнейшими экономиками, что закономерно и необязательно выльется в торговую войну. Но неопределенность сохраняется и оказывает давление на рынки.

Счет текущих операций снижается из-за уменьшения торгового профицита



Источник: Bloomberg

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

ВЕРОЯТНОСТЬ
ВОЗНИКНОВЕНИЯ
ДЕФИЦИТА НА
ОТДЕЛЬНЫЕ ВИДЫ
МЕТАЛЛОВ

ПЕРЕСМОТР
ТОРГОВЫХ
СОГЛАШЕНИЙ С США
В ЦЕЛОМ НАЗРЕЛ,
ОДНАКО БУДЕТ
ДЕРЖАТЬ РЫНКИ
В НАПРЯЖЕНИИ

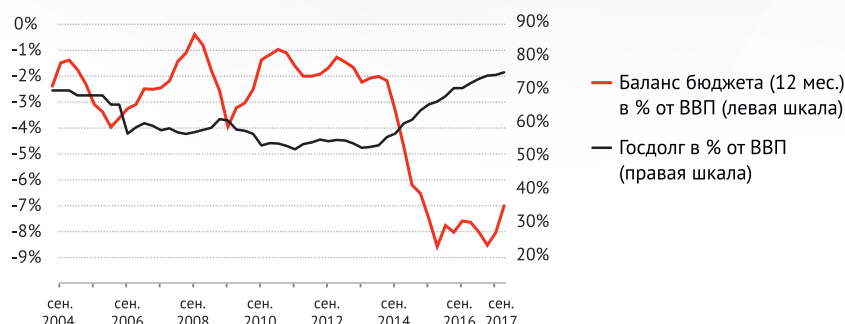
БРЮТ: разные истории, но общая идея

Бразилия

Основная проблема – высокий дефицит бюджета (около 8% ВВП), что при медленном росте ВВП приводит к быстрому росту долговой нагрузки. В основном увеличение долга происходит за счет облигаций в национальной валюте. Доля валютных обязательств низка, их совокупный объем намного ниже золотовалютных резервов, график погашений валютного долга очень комфортный.

В октябре 2018 года состоятся выборы президента, от результата которых будет зависеть курс экономической политики, в особенности перспективы реформ.

Дефицит бюджета Бразилии и суверенная долговая нагрузка



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

Россия

Наиболее качественный заемщик среди этой группы стран. 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, рейтинговое агентство S&P уже повысило суверенные рейтинги до инвестиционного уровня.

НИЗКИЙ РИСК
КРЕДИТНЫХ
СОБЫТИЙ

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

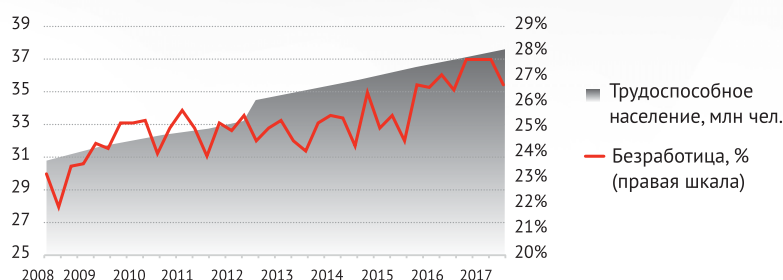
ЮАР

Заметное улучшение кредитных метрик. Дефицит бюджета и дефицит счета текущих операций снижаются, рост ВВП ускоряется. Показатели долговой нагрузки не растут.

В начале 2018 года президент Зума был отправлен в отставку, новый лидер, Рамафоса, декларирует намерения провести ряд реформ и решить острые вопросы, в первую очередь с высокой безработицей и контролем над госфинансами. Так что пока политические риски реализуются в благоприятном для рынка ключе.

ВЕРОЯТНОСТЬ
СНИЖЕНИЯ
КРЕДИТНЫХ
РЕЙТИНГОВ
СНИЗИЛАСЬ.
ДОЛГОСРОЧНЫЙ
ТРЕНД НА СНИЖЕНИЕ
СПРЕДОВ

Рост населения в трудоспособном возрасте и высокая безработица 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 благодаря быстрому росту экономики.

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.

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

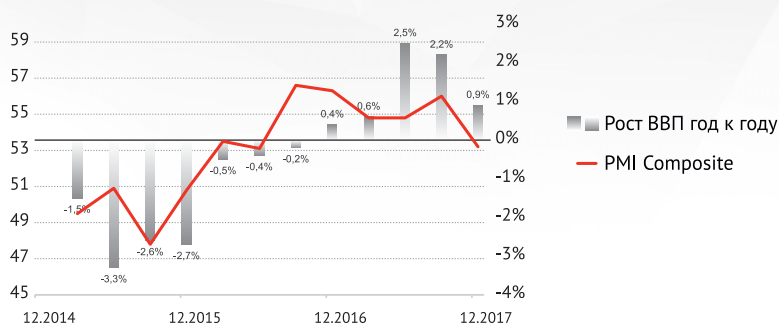
Начало цикла роста

Состояние экономики РФ в 2017 году и начале 2018-го стабилизировалось, а по ряду параметров даже заметно улучшилось:

- замедление инфляции, позволяющее ЦБ РФ продолжать снижение ставок;
- рост реальных заработных плат, сохранение низкой безработицы обеспечили рост внутреннего спроса и розничных продаж;
- достаточно высокие значения PMI и других показателей уверенности;
- ускорение роста ВВП до 1,5% в 2017 году на фоне снижения на 0,2% в 2016 году;
- рост промышленного производства и грузооборота транспорта говорит об оживлении реального сектора;
- отсутствие негативных изменений в подходах к макроэкономической и монетарной политике.

СОСТОЯНИЕ
ЭКОНОМИКИ РФ
ПОСТЕПЕННО
УЛУЧШАЕТСЯ

Композитный индекс PMI и рост ВВП РФ



Источник: Bloomberg, Росстат

Снижение значимости нефти для рубля

Цены на нефть, бесспорно, важны для бюджета РФ, курса рубля и экономики в целом, но этот параметр уменьшает свою значимость. Например, 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 к серьезным проблемам в банковском секторе, которые, в свою очередь, не ударили и по компаниям через остановку кредитования.

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

ЦЕНЫ НА НЕФТЬ
ИМЕЮТ
ОГРАНИЧЕННОЕ
ВЛИЯНИЕ
НА СОСТОЯНИЕ
ЭКОНОМИКИ

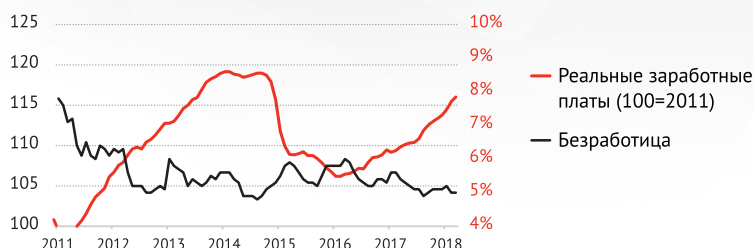
Экономика РФ: трансформация модели

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. А они пока даже не вернулись к уровням 2014 года, поэтому состояние рынка труда остается благоприятным для корпоративного сектора.

РЫНОК ТРУДА
НЕ ПЕРЕГРЕТ,
НЕ СОЗДАЕТ РИСКОВ
ЦИКЛИЧЕСКОГО
СПАДА

Безработица низкая, но зарплаты еще не перегреты

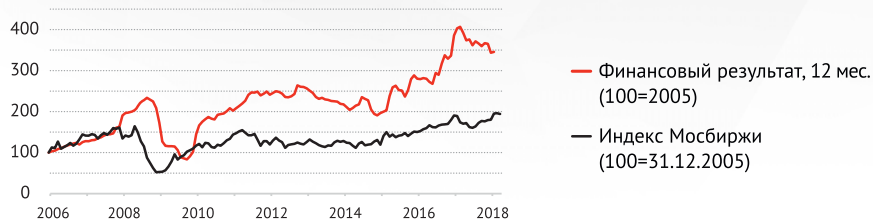


Источник: Росстат

КОМПАНИИ ИМЕЮТ
РЕСУРСЫ ДЛЯ
УВЕЛИЧЕНИЯ
ИНВЕСТИЦИЙ

Прибыли – источник инвестиций. После двух лет бурного роста корпоративные прибыли в 2017 году немного снизились. 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.

Финансовый результат российских компаний (сумма за 12 мес.) и рынок акций



Источник: Росстат, Bloomberg, расчеты УК «Альфа-Капитал»

ЦБ РФ и Минфин

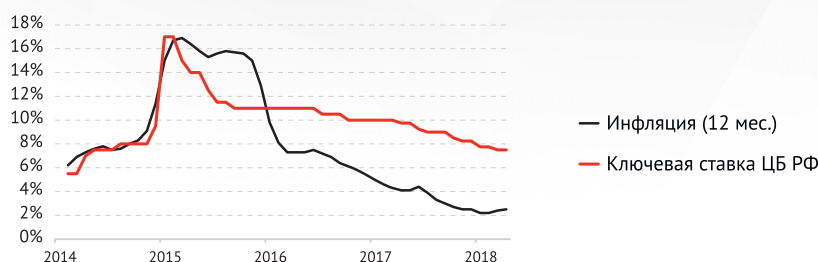
ЦБ РФ: жесткость и осторожность

В 2017 году ЦБ РФ не торопился снижать ключевую ставку на фоне замедления инфляции. По итогам года она составила 2,5%, намного ниже цели, озвучиваемой ЦБ РФ (4%).

В первом квартале ЦБ РФ, признав, что замедление инфляции было обусловлено не только разовыми факторами урожая и укрепления рубля, смягчил риторику и в I кв. снизил ключевую ставку суммарно на 0,5 п.п. – до 7,25%.

Хотя мы ожидаем некоторого ускорения инфляции в 2018 году, она вряд ли выйдет за пределы ориентира ЦБ РФ, а значит, ключевая ставка продолжит снижаться.

Инфляция и ключевая ставка ЦБ РФ



Источник: ЦБ РФ, Росстат

УМЕРЕННО ЖЕСТКАЯ
ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНАЯ
ПОЛИТИКА
ОБЕСПЕЧИВАЕТ
НИЗКУЮ ИНФЛЯЦИЮ
НА ДЛИННОМ
ГОРИЗОНТЕ

Антикризисное управление

На фоне усиления санкций в 2018 году ЦБ РФ может сыграть еще одну важную роль. У него есть ряд инструментов, способных стабилизировать рынок в случае жестких санкций:

- валютные интервенции: для стабилизации рубля;
- беззалоговые кредиты;
- валютное РЕПО.

В условиях апрельской коррекции ЦБ РФ не пришлось прибегать к этим инструментам, разве что на какое-то время приостановились покупки валюты Минфином.

ЦБ РФ продолжает быть последовательным и в регулировании банковского сектора. Отзывы лицензий и вскрытие проблем у крупных банков не создали проблем для банковской системы.

ПОЛИТИКА ЦБ РФ
СНИЖАЕТ РИСКИ,
СВЯЗАННЫЕ
С БЕГСТВОМ
КАПИТАЛА ИЗ
РОССИЙСКИХ
АКТИВОВ

ЦБ РФ и Минфин

Консервативный бюджет

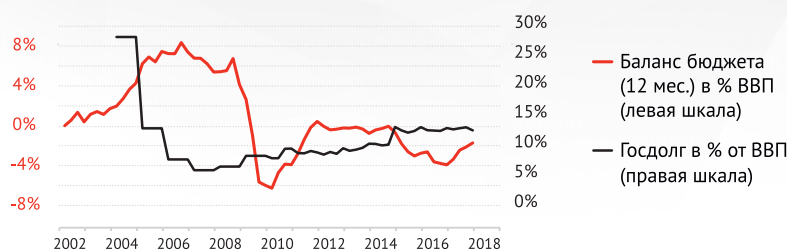
Отличительной особенностью бюджетной политики РФ в последние годы был предельный консерватизм в оценках доходов. Основной принцип: бюджет должен выполняться даже при неблагоприятных условиях. И для этого, например, бюджет на 2018 год изначально был сверстан исходя из предположения цены на нефть 40,8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

ДЕФИЦИТ БЮДЖЕТА
БУДЕТ ОСТАВАТЬСЯ
КОНТРОЛИРУЕМЫМ
ДАЖЕ ПРИ НИЗКИХ
ЦЕНАХ НА НЕФТЬ

Баланс бюджета РФ и суверенная долговая нагрузка



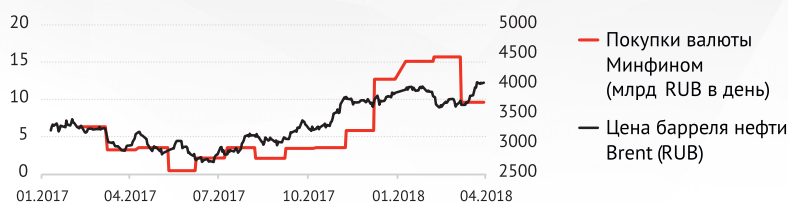
Источник: Bloomberg

Интервенции Минфина

В 2018 году изменились 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 цены нефти.

МЕХАНИЗМ
ИНТЕРВЕНЦИЙ
МИНФИНА С 2018
ГОДА ЕЩЕ БОЛЬШЕ
СНИЖАЕТ
ВОЛАТИЛЬНОСТЬ
КУРСА

Цена нефти и покупки валюты Минфином



Источник: Минфин, Bloomberg

Инфляция и курс рубля

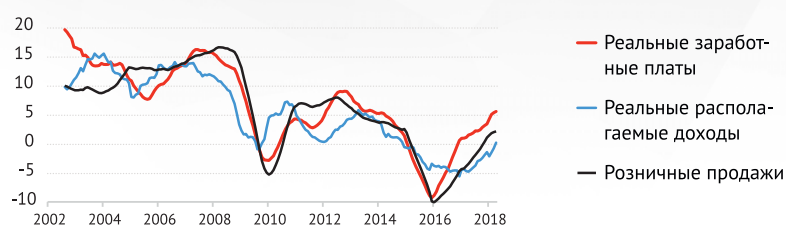
Инфляция в РФ: системное замедление

Хотя рекордное замедление инфляции в РФ в 2017 году было во многом обусловлено благоприятным для этого сочетанием рекордного урожая и укрепления 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 обеспеченных предложением товаров и услуг денежного предложения.
- Консервативная денежно-кредитная политика ЦБ РФ, ограничившая рост кредитования и денежного предложения.

ЗАМЕДЛЕНИЕ
ИНФЛЯЦИИ – ЭТО НЕ
ТОЛЬКО РЕЗУЛЬТАТ
ВРЕМЕННЫХ
ФАКТОРОВ

Доходы и розничные продажи (в % год к году, среднее за 12 мес.)



Источник: Росстат, расчеты УК «Альфа-Капитал»

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.

В начале 2018 года мы уже наблюдали ускорение роста заработных плат и доходов, а новая волна санкций в апреле привела к ощутимому ослаблению рубля. Поэтому инфляция в 2018 году должна ускориться.

УСКОРЕНИЕ
ИНФЛЯЦИИ
В 2018 ГОДУ –
ЗАКОНОМЕРНЫЙ
ПРОЦЕСС

Инфляция и курс рубля

Рубль: «за» и «против» укрепления

Несмотря на усиление санкционного режима, прогноз по курсу рубля на 2018 год у нас по-прежнему достаточно благоприятный.

Мы видим целый ряд причин, почему рубль не должен сильно слабеть:

- улучшение состояния рынка нефти: рост предложения отстает от спроса;
- высокие реальные рублевые доходности, рублевые облигации привлекательны для *carry trade*;
- высокое положительное сальдо по счету текущих операций, в том числе за счет снижения стоимости обслуживания валютного долга;
- инвестиционная привлекательность российских акций;
- замедление инфляции, снижение давления со стороны реального обменного курса;
- высокое кредитное качество РФ как заемщика, нет предпосылок для значимых кредитных событий (см. **Российские еврооблигации**).

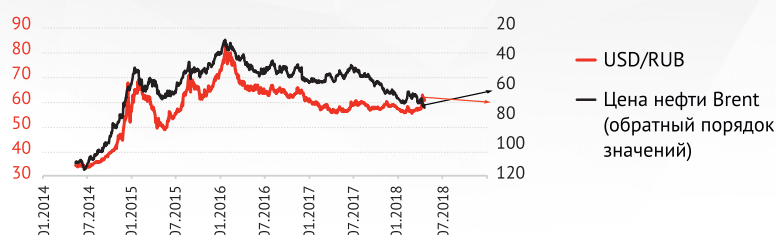
В то же время есть немало причин и для ослабления рубля или ограничения его укрепления:

- Объем погашения валютных обязательств в 2018 году будет примерно на 10 млрд долл. выше, чем в 2017-м, рефинансировать их в условиях санкций будет сложнее.
- Увеличение импорта из-за роста потребительского и инвестиционного спроса.
- Покупки валюты Минфином. В 2018 году объемы будут выше, чем в 2017-м (см. **ЦБ и Минфин**).
- Усиление санкционного режима ограничит приток нерезидентов на российский рынок акций и облигаций.
- Риски ухудшения отношения инвесторов к странам ЕМ.

В целом мы ожидаем, что рубль не будет показывать явно выраженного тренда в 2018 году, хотя в случае продолжения ужесточения санкций он будет несколько слабее уровней начала года.

ОТСУТСТВИЕ ЯВНО
ВЫРАЖЕННОГО
НАПРАВЛЕНИЯ
ДВИЖЕНИЯ КУРСА
РУБЛЯ

Курс рубля к доллару США и цены на нефть



Источник: Bloomberg, прогноз УК «Альфа-Капитал»

Сырьевые рынки



3

Нефть **46**

Металлы **48**

Сырьевые рынки

Начало 2018 года оказалось крайне удачным для сырьевых рынков и, соответственно, сырьевых экономик. Цены на нефть начали год с уровней в районе 66 долл. за баррель Brent, а уже в апреле достигли 74 долл. за баррель. Вопреки нашим опасениям, рост предложения со стороны стран, не вошедших в соглашение ОПЕК+, остается меньше суммы увеличения мирового спроса на нефть и сокращения квот на добычи, достигнутой в рамках упомянутого соглашения.

В результате дефицит предложения, сформировавшийся во второй половине 2017 года, сохранился и в начале 2018 года.

Неплохо смотрятся и промышленные металлы. Индекс LME за 2017 год прибавил почти 20%, и, несмотря на попытки захода вниз, индекс к середине апреля удержал позиции.

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 основными факторами, определяющими их стоимость, являются реальные ставки и 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 страховку на случай реализации подобных рисков.



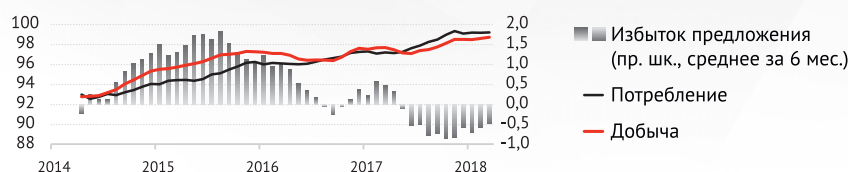
Рынок нефти

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 на отметке около 66 долл. за баррель. Неудивительно, что указанное соглашение 30 ноября 2017 года было единогласно продлено до конца 2018 года.

В начале 2018 года рост цен продолжился, цена барреля Brent достигла 73 долл. за баррель. Предложение по-прежнему отстает от спроса.

Мировая добыча и потребление нефти (млн баррелей в день)



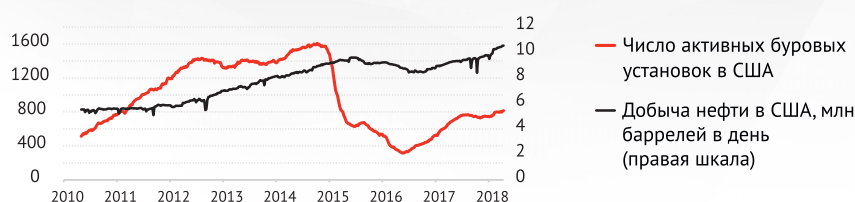
Источник: Bloomberg, расчеты УК "Альфа-Капитал"

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, добыча нефти в США установила новый рекорд 10,46 млн баррелей в сутки и продолжила расти. Успех, достигнутый сокращением добычи странами ОПЕК+, может быть нивелирован другими странами-экспортерами, включая США.

Сейчас это компенсируется тем, что страны ОПЕК+ сокращают добычу сверх установленных ограничений. К середине апреля 2018 года страны ОПЕК+ сократили добычу на 2,2 млн баррелей в сутки против оговоренных 1,8 млн баррелей. Свой вклад в падение добычи нефти странами ОПЕК+ внесла Венесуэла, где из-за отсутствия инвестиций в нефтяную отрасль резко упала добыча и пока нет предпосылок для ее восстановления.

Добыча нефти и буровая активность в США



Источник: Bloomberg

СПРОС
ПО-ПРЕЖНЕМУ
ОПЕРЕЖАЕТ
ПРЕДЛОЖЕНИЕ

США ЗАБИРАЮТ
ДОЛЮ РЫНКА
НЕФТИ У СТРАН
ОПЕК+

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.

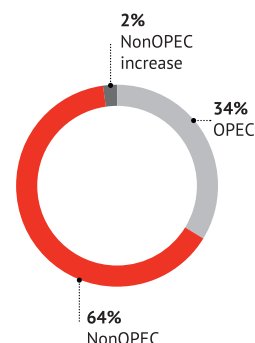
- Высокие цены на нефть могут использоваться как оправдание того, что соглашение выполнило свои цели и необходимость в нем отпала.
- При росте спроса на нефть страны, придерживающиеся соглашения, будут терять свою долю рынка.
- Снижение поддержки соглашения участниками.
- Выше «приз» за нарушение соглашения.

Для того чтобы соглашение и дальше оставалось жизнеспособным, должен появиться механизм увеличения квот. Это позволит сдержать рост цен и, соответственно, увеличение предложения со стороны стран вне соглашения. За счет этого уменьшились бы риски сильных ценовых просадок в будущем.

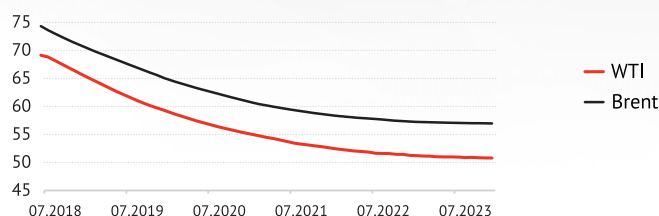
Ожидания рынка

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

РОСТ ЦЕН
НА НЕФТЬ СНИЖАЕТ
МОТИВАЦИЮ СТРАН
ПРИДЕРЖИВАТЬСЯ
СОГЛАШЕНИЯ
ОПЕК+



Фьючерсные кривые сортов Brent и WTI (по состоянию на 19.04.2018)



Источник: Bloomberg

Металлы

Золото и серебро

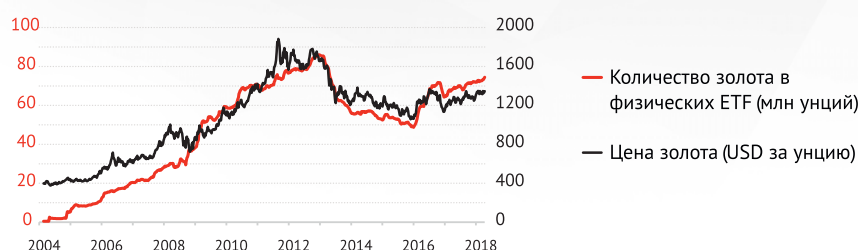
Цена золота продолжила расти в I кв. 2018 года. Несмотря на ужесточение денежно-кредитной политики ведущими центральными банками, спрос на драгоценные металлы рос. Например, объем золота в физических ETF увеличился примерно на 11%, вернувшись к максимумам 2016 года. Центральные банки также увеличили объем золота в резервах.

Заявления нового главы ФРС Джерома Пауэлла, в частности его отношение к долгосрочным прогнозам ФРС, снизили вероятность сильного повышения ставки, особенно на длинном горизонте. Такой сценарий, безусловно, позитивно отразится на рынке драгоценных металлов.

Но ключевыми драйверами роста спроса на золото могут стать экономика и геополитика. Сложные взаимоотношения между Россией и странами Запада, перспективы замедления роста экономики США, накопление рыночных рисков будут подталкивать инвесторов к покупкам защитных активов.

СПРОС НА ЗОЛОТО
РАСТЕТ, НЕСМОТРЯ
НА ПОВЫШЕНИЕ
СТАВКИ ФРС

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.

ПРОМЫШЛЕННЫЙ
СПРОС – ОСНОВНОЙ
ФАКТОР РОСТА ЦЕН

Металлы

Промышленные металлы

Наибольший вклад в увеличение спроса на металлы в 2018 году внесет Европейский союз, скорость роста экономики которого обогнала США. Ужесточение экологических требований в Китае увеличит издержки и ограничит объемы производства стали и других металлов в этой стране, увеличив потребности в импорте.

На некоторые виды металлов спрос растет со стороны новых отраслей: например, растет потребность в никеле и меди со стороны производителей электромобилей (аккумуляторы, двигатели).

Есть риски сокращения предложения. Например, меди, из-за снижения добычи в Чили с начала 2017 года на 27%. Да и вся отрасль, пройдя через период низких цен на металлы, испытывает недостаток мощностей. Санкции, затронувшие Русал, могут привести к сокращению предложения алюминия.

РОСТ ЭКОНОМИКИ
КИТАЯ – ОСНОВНОЙ
ФАКТОР ДИНАМИКИ
ЦЕН ПРОМЫШЛЕННЫХ
МЕТАЛЛОВ

Дефицит основных промышленных металлов (2017)

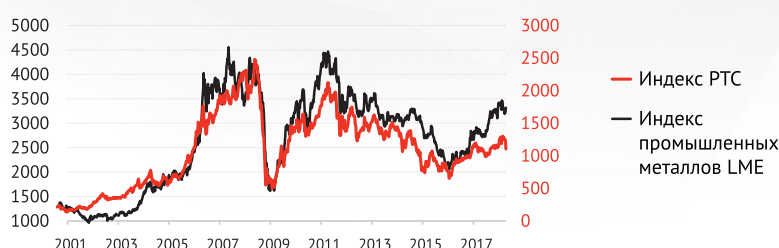
	Спрос	Предложение	Дефицит
Медь	23 412	23 310	102
Алюминий	58 099	57 910	189
Никель	1903	1835	67

Источник: Bloomberg

Промышленные металлы и российские акции

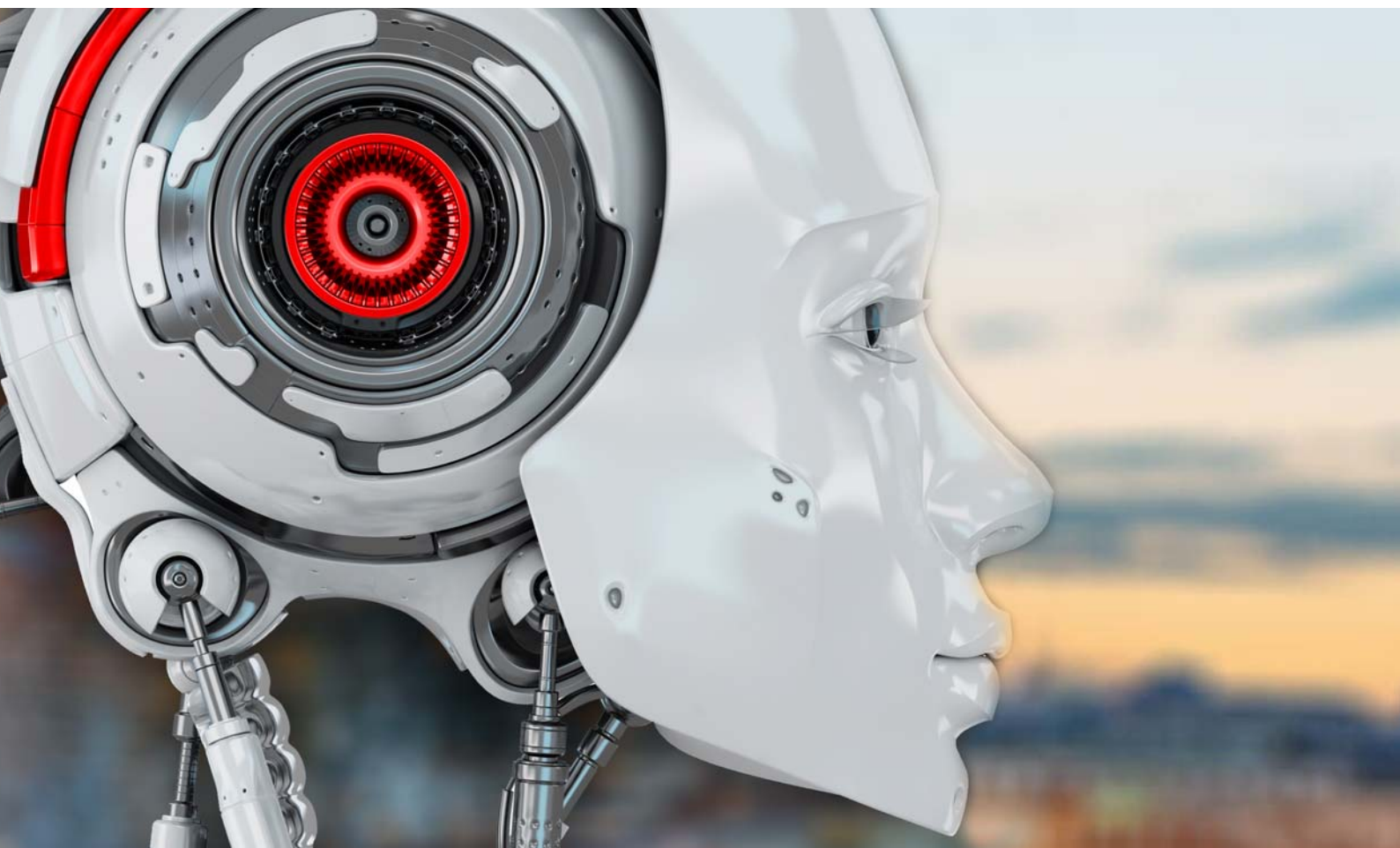
Промышленные металлы статистически сильнее связаны с российским рынком акций, чем нефть. Ожидаемый рост цен промышленных металлов повышает вероятность того, что российский рынок акций в 2018 году реабилитируется после невнятных результатов прошлого года и отыграет падение, вызванное санкциями, объявленными в начале апреля.

Индекс 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 рисковые активы продолжал расти, а премии за риск – снижаться.

Тем не менее в начале 2018 года многие из рисков так или иначе реализовались. Это касается и роста волатильности на рынке акций США, и новых санкций в отношении РФ. Многие события января – апреля 2018 года заставили скорректировать прогноз на текущий год.

Хотя основные риски остались без изменений, в базовом варианте стоит заложить усиление санкционного давления на Россию, что, естественно, негативно скажется на ожидаемой доходности активов в базовом и оптимистичном сценариях. Также стоит скорректировать некоторые прогнозные показатели с учетом фактической наблюдаемой динамики.

Некоторые процессы идут, напротив, скорее по оптимистичному сценарию. Это касается, например, инфляции в РФ, цен на нефть, роста мировой экономики.



Базовый сценарий

Особенности базового сценария

Базовый сценарий описывает наиболее вероятный, на наш взгляд, ход событий и изменения в экономике, а также 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. Сохранение роста ВВП России

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

Состояние рынка труда, макроэкономическая политика, улучшение 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.

ИСТОЧНИК
ПОДДЕРЖКИ РОСТА
ВВП РФ –
УВЕЛИЧЕНИЕ
ВНУТРЕННЕГО
СПРОСА

2. Разогрев экономики США

Хотя экономика США визуально исчерпала возможности для циклического роста, она не обязана впадать 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, когда компании вынуждены будут сокращать персонал и/или выходить из бизнеса.

КРАТКОСРОЧНЫЕ
ПОКАЗАТЕЛИ
НЕ УКАЗЫВАЮТ
НА ПРИБЛИЖЕНИЕ
РЕЦЕССИИ В США

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.

ОПЕК+
– КЛЮЧЕВОЙ ФАКТОР
СОХРАНЕНИЯ
ВЫСОКИХ ЦЕН
НА НЕФТЬ

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.

ЕВРОПЕЙСКАЯ
ЭКОНОМИКА ЛУЧШЕ
ДРУГИХ
ПОЗИЦИОНИРОВАНА
ДЛЯ РОСТА

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.

ПОКА ВЛАСТЯМ
КИТАЯ УДАВАЛОСЬ
УДЕРЖИВАТЬ
СИТУАЦИЮ ПОД
КОНТРОЛЕМ

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. противоречат 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.

РЕЦЕССИЯ В США
МОЖЕТ ОКАЗАТЬСЯ
ОЩУТИМО СИЛЬНЕЕ
ПРОШЛЫХ
ЭПИЗОДОВ

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.

РУБЛЕВЫЕ
ОБЛИГАЦИИ В ЭТОМ
СЛУЧАЕ ПОКАЖУТ
ПОЛОЖИТЕЛЬНУЮ
ДОХОДНОСТЬ ЗА СЧЕТ
ВЫСОКОЙ ТЕКУЩЕЙ
ДОХОДНОСТИ
К ПОГАШЕНИЮ

Пессимистичные сценарии

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.

НЕГАТИВНЫЕ ПОСЛЕДСТВИЯ БУДУТ ПО ВСЕМУ СПЕКТРУ АКТИВОВ

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.

БОЛЕЕ СЛАБЫЙ РУБЛЬ, НИЖЕ ТЕМП РОСТА ВВП РФ, НО, СКОРЕЕ ВСЕГО, БЕЗ МАСШТАБНОГО КРИЗИСА

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, нормализация отношений РФ с западными странами) 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.

У РФ ЕСТЬ
ВНУТРЕННИЕ
ВОЗМОЖНОСТИ
УСКОРЕНИЯ РОСТА
ВВП, РЕАЛИЗАЦИЯ
КОТОРЫХ МОЖЕТ
ПРИВЕСТИ К РОСТУ
РЫНКА АКЦИЙ
И УСКОРЕНИЮ
ИНФЛЯЦИИ

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.

ОДНОВРЕМЕННО
ЭТО БУДЕТ
СПОСОБСТВОВАТЬ
НАКОПЛЕНИЮ
РИСКОВ
В ЭКОНОМИКЕ,
БОЛЕЕ ВЫСОКОЙ
СТАВКЕ ФРС

Оптимистичные сценарии

3. Сырьевое ралли

Хотя фраза «нестабильность на Ближнем Востоке» уже набила 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 рынок, перекрытие Ормузского пролива и многое другое, что может случиться и привести к серьезным перебоям поставок, – все надо учитывать.

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

ВЫСОКИЕ ЦЕНЫ
НА НЕФТЬ ПОЗВОЛЯТ
РФ МЕНЬШЕ
ЗАНИМАТЬ, А ТАКЖЕ
ПОДДЕРЖАТ
КОТИРОВКИ
НЕФТЕГАЗОВЫХ
КОМПАНИЙ РФ

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.

ЭТО ТАКЖЕ ОЗНАЧАЕТ
СУЖЕНИЕ КРЕДИТНЫХ
СПРЕДОВ И РОСТ
ОБЛИГАЦИЙ

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.

УЛУЧШЕНИЕ
ЭКОНОМИКИ
ЕВРОЗОНЫ УЛУЧШИТ
ПЕРСПЕКТИВЫ ЕВРО

Прогноз-2018

Показатель	Пессимистичный	Базовый	Оптимистичный	Ссылки на разделы
Сырьевые рынки				
Нефть Brent	50	62	72	Нефть
Золото (конец года)	1200	1400	1450	Металлы
Промышленные металлы (индекс LMECH)	-20%	+12%	+20%	
Макропоказатели				
Рост ВВП РФ	0,5%	1,5%	2%	Экономика РФ
Инфляция РФ	5%	3,5%	2,5%	Инфляция и рубль
Ключевая ставка ЦБ (в скобках – изменение)	7,5% (-0,25)	6,75% (-1)	6,25% (-1,5)	ЦБ и Минфин
Ставка ФРС	1,75%	2,25%	2,5%	ФРС
Рынок акций				
Индекс ММВБ (изменение к закрытию 2017 г.)	-15%	+15%	+20%	Российские акции
S&P 500 (изменение к закрытию 2017 г.)	-15%	+5%	+15%	Акции США и Европа
MSCI Emerging Markets (к закрытию 2017 г.)	-10%	+5%	+15%	Экономики EM
Рынок облигаций и депозиты				
Доходность рублевых облигационных портфелей	5%	9%	11%	Рублевые облигации
Доходность валютных облигационных портфелей	2,5%	4,5%	6%	Еврооблигации
Валютные курсы				
Рубль/доллар (конец года)	72	61	58	Инфляция и рубль
Евро/доллар (конец года)	1,15	1,3	1,35	Евро

Обязательная информация

Информация, изложенная в данном документе, актуальна на 30.04.2018. 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.