

20 февраля 2017 г.

Наталья Орлова, Ph.D.

Главный экономист

(+7 495) 795-3677

Валерия Волгарева

Аналитик

(+7 495) 780-4724

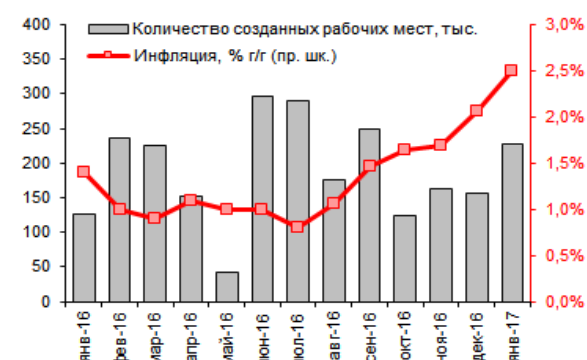
Обзор экономики

Денежные рынки и валюты

Мировые финансовые рынки остаются под влиянием оптимистичных настроений, которые возникли после президентских выборов в США. Инвесторы склонны игнорировать и риск того, что ФРС может пойти на ускоренное повышение процентных ставок для нейтрализации ослабления бюджетной политики, и возможные действия Китая в случае если США введут налог на китайские товары. Улучшению настроений на рынках способствует и рост внимания экономистов к проблематике компаний-зомби почти во всех странах: оценка потерь производительности от этих компаний позволяет надеяться на чистку мировой экономики, что улучшает перспективы выхода из кризиса. Для России улучшение мировых рынков транслируется через укрепление рубля; такая динамика курса существенно снижает экономическую заинтересованность правительства в снятии санкций, что находит отражение в геополитическом раскладе сил.

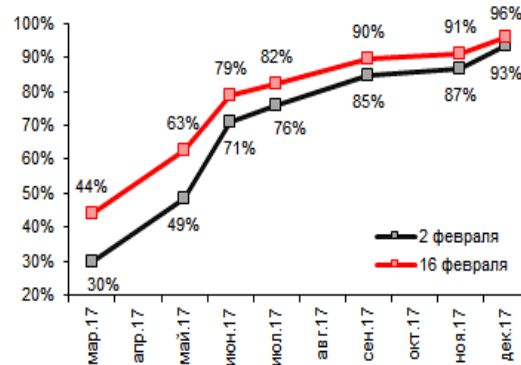
Мировые рынки растут, игнорируя возможное повышение ставок ФРС... Хотя в последние недели команда американского президента давала рынку мало конкретных поводов для оптимизма, настроения инвесторов остаются позитивными. Предпочтение нового президента к бюджетному стимулированию сохраняет интерес к американскому рынку акций, а желание проводить политику слабого доллара означает повышение привлекательности сегмента развивающихся рынков. Стабильно высокие цены на нефть поддерживают валюты стран-экспортеров. Рынки склонны игнорировать риски, которые сейчас исходят из нескольких направлений. В первую очередь речь идет о возможных действиях ФРС. Глава ФРС Д. Йеллен уже дала понять, что с учетом умеренно быстрых темпов восстановления экономики и на фоне роста рисков инфляционного давления ФРС сохраняет предпочтение к быстрому повышению ставок в этом году. В результате последних комментариев главы ФРС рынки теперь оценивают вероятность повышения ставки на мартовском заседании (15 марта) в 44% против 30% ранее. Кроме того, не следует забывать, что срок полномочий г-жи Йеллен истекает в феврале 2018 года, после чего нынешний президент США может предложить более лояльного к себе кандидата. В итоге, нельзя исключать, что политика ФРС в 2017 будет выстраиваться с целью нейтрализовать долгосрочные инфляционные риски, связанные с политикой Трампа; в этом случае рынки существенно недооценивают риски повышения ставки в 2017 году.

Рис. 1. Инфляция, % г/г и количество созданных рабочих мест в США, тыс.



Источники: Bloomberg, Альфа-Банк

Рис. 2: Вероятность повышения ставки ФРС, %



Источники: Bloomberg, Альфа-Банк

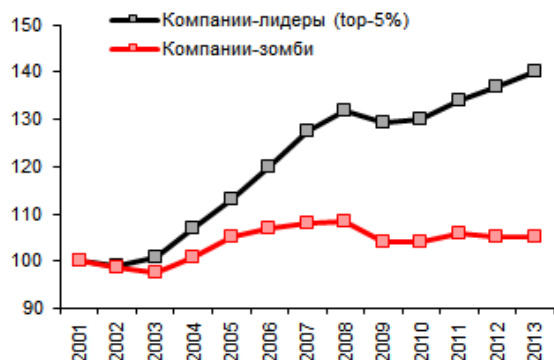
...и возможные действия Китая: Второй фактор риска, безусловно, связан с возможными ответными действиями Китая в случае, если США позволят себе ввести налоги на импорт китайских товаров. На данный момент обсуждается два основных сценария — либо китайские власти серьезно усилят административное давление на американские компании, работающие на китайском рынке, либо пойдут на ослабление юаня, которое сейчас они сдерживают ценой потери резервов. Пока напряженность между Китаем и США растет главным образом в политической плоскости, и руководство Китая вряд ли будет первым делать шаги в плоскости экономической политики; тем не менее, в случае изменения торгового режима со стороны США ответная реакция последует быстро. Это, в свою очередь, будет сигналом роста инфляционного давления в США и, соответственно, роста вероятности повышения ставки ФРС.

Аналитический отдел research@alfabank.ru

Альфа Групп и (или) ее аффилированные лица ведут и намерены далее вести бизнес с компаниями, деятельность которых освещена в настоящем отчете. Инвесторы должны осознавать, что Альфа-Групп и (или) ее аффилированные лица могут иметь конфликт интересов, который может повлиять на объективность данного отчета. Инвесторы должны рассматривать данный отчет только как один из факторов при принятии своего инвестиционного решения. Для получения дополнительной информации об инвестиционно-банковских отношениях Альфа Групп и (или) ее аффилированных лиц, если таковые имеются, с компаниями, упомянутыми в настоящем отчете и относящейся к рейтинговой системе, методам оценки, сертификации аналитиков и потенциальному конфликту интересов Альфа Групп и (или) ее аффилированных лиц обратитесь к разделу «Информация» в конце данного отчета.

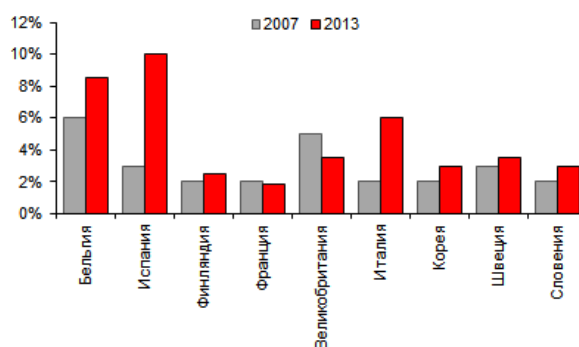
Европа – проблема производительности труда: Дополнительный оптимизм фондовых рынков сейчас связан с активизировавшейся в развитых странах дискуссией о возможных способах повышения производительности труда. Недавние исследования показали, что низкие темпы роста мировой экономики, в частности, в развитых странах, связаны со значительной сегментацией в корпоративном секторе и с наличием большого числа компаний-зомби (структуры, старше 10 лет и испытывающие сложности с обслуживанием кредитной задолженности на протяжении трех лет подряд), которые своей неэффективностью нивелируют результаты эффективной части экономики. В странах ОЭСР, в частности в Европе, разрыв в производительности между наиболее эффективными компаниями и компаниями-зомби составляет порядка 30-40%, и, как показывает график 3, планомерно нарастает. При этом важно отметить, что производительность труда компаний-зомби демонстрировала крайне незначительный рост с 2001 года, а с 2008 года снижалась. Детальный анализ сегментов эффективных и неэффективных компаний показал, что компании-зомби, как правило, представляют собой компании с высоким уровнем занятости и существуют на рынке уже достаточно давно. При этом, число компаний-зомби имеет тенденцию к росту - за 2007-2013 гг. практически во всех развитых странах, за исключением нескольких (Великобритании и Франции), число зомби-компаний существенно выросло. Наиболее негативный эффект с точки зрения рынка труда их рост имел в Бельгии и Испании – в этих странах доля компаний-зомби в общей занятости выросла с 8% до 15% всех занятых за период с 2007 по 2013 гг. С точки зрения аллокации капитала хуже всех выглядит Италия – в этой стране компании-зомби нарастили свою долю в общем капитале компаний с 7% до 20% за аналогичный период. В среднем в странах ОЭСР компании зомби составляют порядка 5% всех компаний: из-за них эффективные компании в разных странах с 2007 по 2013 гг. недополучили около 10-15% капитала и порядка 5% трудовых ресурсов. Иными словами, существование компаний-зомби приводит к неэффективной аллокации трудовых и финансовых ресурсов в экономике, которая возникает из-за того, что они вовремя не ушли с рынка.

Рис. 3. Индекс производительности труда компаний-лидеров и зомби, 2001 = 100



Источники: OECD, Альфа-Банк

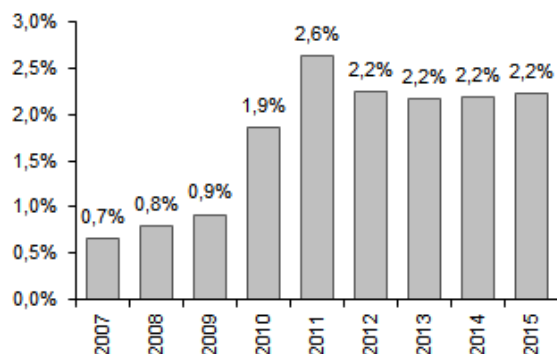
Рис. 4. Количество компаний-зомби по странам, % всех компаний



Источники: OECD, Альфа-Банк

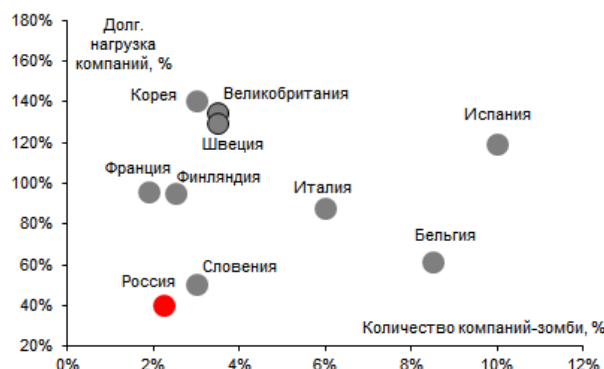
Хотя 2% компаний-зомби сопоставимо с другими странами, кредитные ресурсы в России гораздо менее доступны: Вопросы сегментации и снижения эффективности в отдельных отраслях экономики крайне актуальны и для России. Наши расчеты, проведенные по аналогии с расчетами по странам ОЭСР, показывают, что на долю компаний-зомби в России приходится около 2,2% всех фирм. При этом их доля остается постоянной последние 6 лет и совпадает с сохранением устойчивой доли просроченных кредитов в банковском секторе на уровне 6-7% с 2008 года. Это говорит о том, что этот сегмент производителей безусловно отвлекает на себя финансовые ресурсы экономики. Хотя уровень 2% выглядит незначительным, по факту в основной массе стран доля компаний-зомби как раз составляет 2-4%. При этом, следует помнить, что доступ к кредитным ресурсам в России гораздо ниже, чем в развитых странах: можно предположить, что негативный финансовый эффект от существования компаний-зомби в России может оказаться существеннее, чем в развитых странах с их диверсифицированными кредитными рынками.

Рис. 5. Количество компаний-зомби в России, % всех компаний



Источники: СПАРК, Альфа-Банк

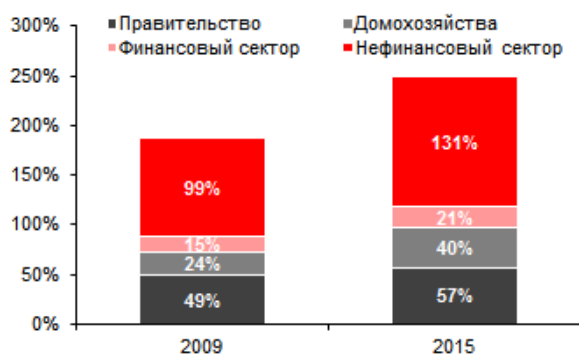
Рис. 6. Долговая нагрузка компаний и количество компаний-зомби по странам, 2015



Источники: OECD, World Bank, Альфа-Банк

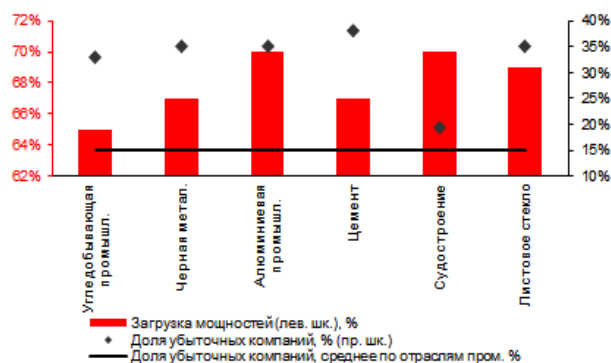
В Китае на долю госкомпаний приходится 70,2% всей кредитной задолженности корпоративного сектора. Проблема компаний-зомби весьма актуальна для Китая, где госкомпании, которые в большинстве своем и являются зомби, активно ежегодно наращивают свой долг. За период с 2009 г. до 2015 г. долговая нагрузка корпоративного сектора выросла с 99% ВВП до 131% ВВП (\$13,5 трлн), что в основном было обеспечено приростом задолженности госкомпаний, чья задолженность составляет примерно \$11 трлн, или 70,2% всей кредитной задолженности корпоративного сектора. Компании-зомби Китая – это в основном компании промышленных секторов (угледобывающая и алюминиевая, черная металлургия, цемент, стекольная промышленность), характеризующиеся излишними производственными мощностями и высокой долей убыточных компаний, продолжающих свою деятельность за счет кредитной поддержки банков и правительства. По состоянию на конец 2015 г., загрузка мощностей в данных секторах составляла всего 65-70%, а доля убыточных компаний – 35%, в то время как прочие сектора экономики были загружены на 90-95%, а доля убыточных компаний среди них всего 15%. Правительство Китая, осознавая угрозы, исходящие от таких компаний-зомби, в 2015 г. разработало план, согласно которому госкомпании должны сократить избыточные мощности на 10% и закрыть 345 зомби-компаний к 2020 г. Однако считается, что сокращение мощностей на 10% будет означать потерю 4,3 млн рабочих мест и \$24-73 млрд. дополнительных затрат для правительства, что может вызвать социальные волнения, что в свою очередь ставит под вопрос возможность реализации такой программы действий.

Рис. 7. Задолженность секторов экономики Китая, % ВВП



Источники: Bloomberg, Альфа-Банк

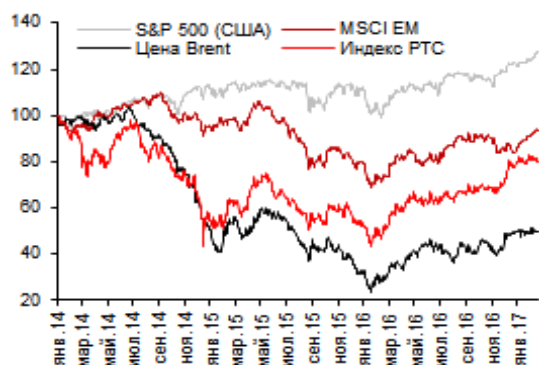
Рис. 8. Загрузка мощностей и доля убыточных компаний в секторах производства в Китае, %



Источники: HSBC, Альфа-Банк

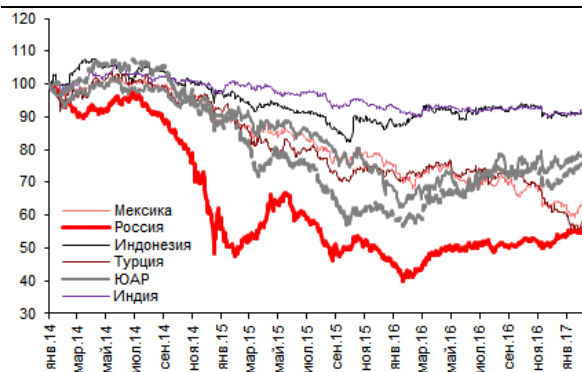
В России правительство обеспокоено укреплением курса. Рост оптимизма на мировых рынках приводит не только к росту финансовых рынков, но и к укреплению валют, особенно валют развивающихся рынков. В России с начала этого года укрепление курса рубля (на 7%) находится в центре пристального внимания правительства. ЦБ, следуя логике таргетирования инфляции, из дискуссии по валютному курсу устранился, поэтому основные вербальные интервенции поступают на рынок от правительства. Начало покупки валюты Минфином пока никак не отразилось на валютном курсе, курс в середине февраля укреплялся до уровня 56-57 руб/долл. По слухам, одной из причин такого укрепления была продажа валюты российскими экспортерами, в частности Роснефтью, которой нужны были рубли для выкупа акций у миноритариев Башнефти. Если эта информация соответствует действительности, можно рассчитывать, что курс вернется ближе к уровню 58-60 руб/долл, если только приток иностранного капитала в российские активы не ускорится. В целом, в нынешней ситуации, оказывается, что возможное снятие санкций только существенно усугубит и без того сложную ситуацию на валютном рынке, скажется негативно как на доходах бюджета, так и на динамике экономической активности. В итоге, как мы писали ранее, экономическая заинтересованность России в снятии или смягчении режима санкций будет значительно снижаться. При этом следует учитывать, что хотя финансово это уменьшит вероятность резкого укрепления рубля и временно поддержит экономику, долгосрочно режим закрытости грозит технологическим отставанием и дальнейшим ростом компаний-зомби в то время, когда другие страны будут сокращать их присутствие в экономике.

Рис. 9. Динамика ключевых индексов, 1 янв. 2014=100



Источники: Bloomberg, Альфа-Банк

Рис. 10. Динамика валют развивающихся стран, 1 янв. 2014=100



Источники: Bloomberg, Альфа-Банк

Информация

Альфа-Банк (Москва)

Телефон/Факс

Аналитический отдел

Телефон/Факс

Макроэкономика

Россия, Москва, 107078, пр-т Академика Сахарова, 12
(7 495) 795-3712

(7 495) 795-3676

Наталья Орлова, Ph.D, Валерия Волгарева

Розничная торговля

Аналитическая поддержка российских клиентов

Редактор

Перевод

Торговые операции и продажи

Телефон

Продажи российским и иностранным клиентам

Продажи российским и иностранным клиентам

Александра Мельникова, Евгений Кипнис

Гельды Союнов, Алан Казиев

Анна Мартынова

(7 495) 223-5500, (7 495) 223-5522

Александр Зоров

Кирилл Сильвестров

Группа продаж Альфа-Директ

(7 495) 795-3680

Сергей Рыбаков, Валерий Кремнев, Ольга Бабина

© Альфа-Банк, 2012 г. Все права защищены. Генеральная лицензия ЦБ РФ № 1326 от 29 01 1998 г.

Настоящий отчет и содержащаяся в нем информация являются исключительной собственностью Альфа-Банка. Несанкционированное копирование, воспроизводство и распространение настоящего материала, частично или полностью, в отсутствие разрешения Альфа-Банка в письменной форме строго запрещено.

Данный материал предназначен ОАО «Альфа-Банк» (далее – «Альфа-Банк») для распространения в Российской Федерации. Он не предназначен для распространения среди частных инвесторов. Несмотря на то, что приведенная в данном материале информация получена из источников, которые, по мнению Альфа-Банка, являются надежными, Альфа-Банк, его руководящие и прочие сотрудники не делают заявлений и не дают заверений ни в прямой, ни в косвенной форме, относительно своей ответственности за точность, полноту такой информации и отсутствие в данном материале каких-либо важных сведений. Любая информация и любые суждения, приведенные в данном материале, могут быть изменены без предупреждения. Альфа-Банк не дает заверений и не заявляет, что упомянутые в данном материале ценные бумаги и/или суждения предназначены для всех его получателей. Данный материал и содержащиеся в нем сведения носят исключительно информативный характер и не могут рассматриваться ни как приглашение или побуждение сделать оферту, ни как просьба купить или продать ценные бумаги или другие финансовые инструменты, или осуществить какую-либо иную инвестиционную деятельность. Альфа-Банк и связанные с ним компании, руководящие сотрудники и прочие сотрудники всех этих структур, в т.ч. лица, участвующие в подготовке и издании данного материала, могут иметь отношения с маркет-мейкерами, а иногда и выступать в качестве таковых, а также в качестве консультантов, брокеров или представителей коммерческого или инвестиционного банка в отношении ценных бумаг, финансовых инструментов или компаний, упомянутых в данном материале, либо входить в органы управления таких компаний. Ценные бумаги с номиналом в иностранной валюте подвержены колебаниям валютного курса, которые могут привести к снижению их стоимости, цены или дохода от вложений в них. Кроме того, инвесторы, вкладывающие средства в ценные бумаги типа АДР, стоимость которых изменяется в зависимости от курса иностранных валют, принимают на себя валютный риск. Инвестиции в России и в российские ценные бумаги сопряжены со значительным риском, поэтому инвесторы, прежде чем вкладывать средства в такие бумаги, должны провести собственное исследование и изучить экономические и финансовые показатели самостоятельно. Инвесторы должны обсудить со своими финансовыми консультантами риски, связанные с таким приобретением. Альфа-Банк и их дочерние компании могут публиковать данный материал в других странах. Поскольку распространение данной публикации на территории других государств может быть ограничено законом, лица, в чьем распоряжении окажется данный материал, должны быть информированы о таких ограничениях и соблюдать их. Любые случаи несоблюдения указанных ограничений могут рассматриваться как нарушение закона о ценных бумагах и других соответствующих законов, действующих в той или иной стране. Примечание, касающееся законодательства США о ценных бумагах: Данная публикация распространяется в США компанией Alfa Capital Markets (USA) Inc. (далее «Alfa Capital»), являющейся дочерней компанией Альфа-групп, постольку, поскольку это разрешено законодательством США по ценным бумагам и другими соответствующими законами и положениями. В этой связи Alfa Capital несет ответственность за содержание данного исследования. Лица на территории США, получившие данную публикацию и желающие осуществить сделку с той или иной ценной бумагой или финансовым инструментом, анализируемым в ней, должны делать это только после уведомления об этом представителя Alfa Capital в США. Любые случаи несоблюдения данных ограничений могут рассматриваться как нарушение законодательства США о ценных бумагах.