

21 мая 2017 г.

Наталья Орлова, Ph.D.

Главный экономист

(+7 495) 795-3677

Валерия Волгарева

Аналитик

(+7 495) 780-4724

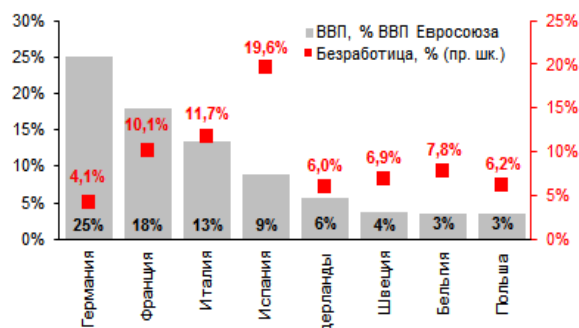
Обзор экономики

Денежные рынки и валюты

Победа Э.Макрона на выборах во Франции, как и ожидалось, оказала значительную поддержку курсу евро и вывела пару доллар/евро на уровень 1,10-1,12. Улучшение отношения к евро связано как с амбициозными планами нового правительства Франции ускорить экономический рост через снижение налоговой нагрузки на бизнес, так и с уменьшением рисков дезинтеграции ЕС. Косвенно от выборов во Франции выиграл и фунт, так как теперь рынок ожидает более легкого компромисса между Европой и Великобританией. Обратная сторона укрепления евро – это рост сомнений в том, что Д.Трамп сможет перезапустить рост экономики США: его планы в торговой и бюджетной политиках противоречат друг другу, что увеличивает политическую напряженность внутри США. Хотя слабый доллар мог бы оказать поддержку валютам развивающихся рынков, в реальности отношение рынков к этим странам осложнено старением их населения, необходимостью сокращать кредитную нагрузку и исчерпанием эффекта глобализации. Ослабление бразильского реала в последние дни является иллюстрацией уязвимости этого класса активов.

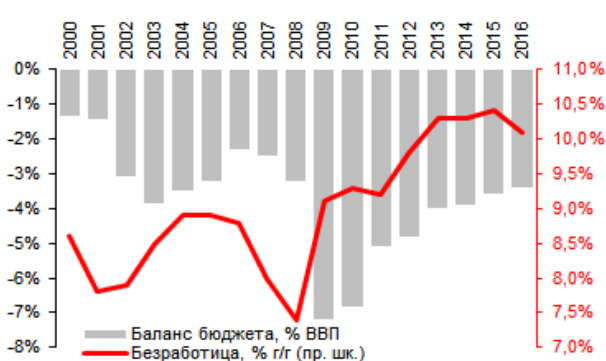
Победа Э.Макрона вернула доверие к евро благодаря ожидаемым реформам во Франции и снижению риска распада еврозоны: Убедительная победа Э.Макрона во втором туре (66% голосов) вывела пару евро/доллар в интервал 1,1-1,12. Улучшение взгляда инвесторов на евро связано с несколькими причинами. Во-первых, рынок позитивно оценивает экономические последствия выборов для собственно французской экономики. Планы нового президента Франции в основном касаются стимулирования бизнес активности: он уже анонсировал план ввести постоянные налоговые льготы для компаний общей суммой в 40 млрд евро, а также снизить налог на прибыль компаний с 33,3% (ставка налога установлена на этом уровне в 2006 году) до 25%. В целях возвращения части капитала в страну, Э.Макрон собирается внести изменения в «налог на богатство», исключив из него вложения в ценные бумаги, тем самым рассчитывая, что компании смогут агрессивнее привлекать средства с рынков капитала. В сочетании с реформами на рынке труда это должно позволить сократить уровень безработицы, который постепенно увеличивался с 2008 года и является одним из самых высоких в ЕС (см. илл. 1 и 2), с нынешних 10% до 7%. При этом в случае успешного сокращения безработицы, Франция и Германия, составляющие 43% всей экономики Евросоюза, смогут существенно ускорить экономический рост в Европе. В результате все эти меры должны позволить ускорить рост экономики Франции до 2-2,5% г/г с текущих 1-1,5% г/г, и, с другой стороны, сократить дефицит бюджета страны с 3,4% ВВП в 2016 г. до 2,8% ВВП в 2017 г. и до 1% ВВП к 2022 г. (в том числе за счет сокращения расходов бюджета на 66 млрд евро или более чем на 5% за 5 лет). Второе важное последствие выборов во Франции – это их влияние на общее состояние еврозоны. Для Германии победа Э.Макрона повышает доверие к про-европейским партиям и позволяет Меркель рассчитывать на хорошие результаты ее партии на выборах в сентябре 2017 года. Кроме того, бюджетная реформа во Франции позволит Германии перейти к стимулированию своей экономики и увеличивает шансы на бюджетную унификацию внутри еврозоны. Периферийные страны – Италия, Испания – выиграют от восстановления экономического роста в основных странах ЕС. В целом, можно говорить о том, что вероятность распада еврозоны, ранее волновавшая рынки, после выборов во Франции существенно снижается. Мы полагаем, что евро имеет перспективы выйти на уровень 1,15-1,2 во втором полугодие 2017 года.

Рис. 1: ВВП в 2016 г. по странам, % ВВП ЕС и безработица, %



Источники: Евростат, Альфа-Банк

Рис. 2: Безработица во Франции, % г/г и баланс бюджета, % ВВП



Источники: Евростат, Альфа-Банк

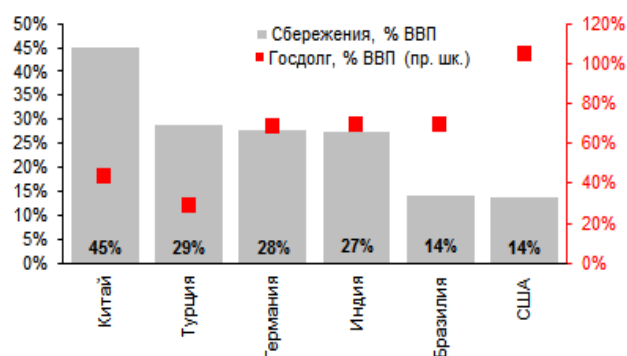
Аналитический отдел research@alfabank.ru

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.

Фунт пока выигрывает от выборов во Франции, но перспективы его укрепления не очевидны: На волне позитивных ожиданий от победы Э.Макрона и будущего обновления взаимоотношений между Францией и Германией растет и курс фунта (+1% с начала месяца). Рынок верит, что снижение рисков распада еврозоны создает более приемлемые условия для переговоров по Brexit. Согласно этой логике, у Великобритании появляется больше стимулов идти на компромисс с Европой, которая в перспективе выглядит более унифицированной в смысле проведения не только монетарной, но и бюджетной политики. В Европе будет больше желания продемонстрировать, что в отличие от США, генерирующих сейчас риски замедления глобализации, ЕС может оказать поддержку международной торговле, сохранив Великобританию в орбите своих интересов. По мнению рынка, вероятность «мягкого» Brexit возрастает, что будет удерживать курс фунта в интервале 1,3-1,35 к доллару. Однако, на наш взгляд, не следует сбрасывать со счета и другой сценарий: консолидация европейских стран может, наоборот, ужесточить их переговорную позицию с Великобританией и усилить позицию тех, кто призывает сделать из Brexit показательный пример того, что страны должны делать ставку на кооперацию, а не на дезинтеграцию.

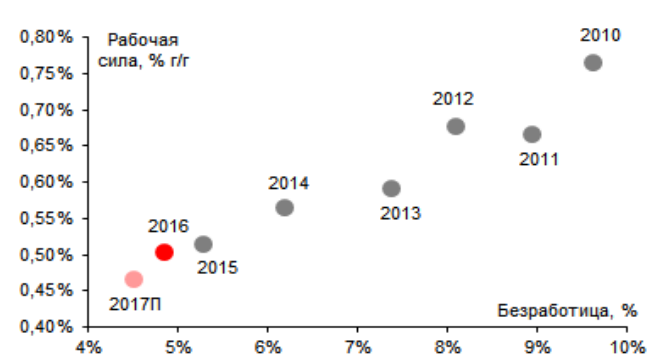
Слабый доллар – обратная сторона улучшения ситуации в ЕС: Улучшение взгляда рынка на европейскую валюту происходит в условиях, когда ситуация в США становится менее однозначной. С одной стороны, экономика США демонстрирует относительную стабильность. Согласно оценкам, к концу 2017 года ВВП США покажет рост на 2,1% г/г, что выше ранее представленных оценок в 1,5-2,0% г/г. Уровень безработицы в США снизился до 4,4%, что считается уровнем естественной занятости. Это уже позволило ФРС дважды повысить процентную ставку с конца 2016 года по настоящее время; по итогам заседания 14 июня, рынок со 100% вероятностью ориентируется на еще одно повышение процентной ставки. С другой стороны, перспективы экономических инициатив президента Трампа вызывают все больше вопросов. За более чем 100 дней своего президентства Д.Трампу не удалось реализовать ни одной особо значимой реформы. Изначально на развитие инфраструктуры США, а также строительство в целом, Д.Трамп обещал выделить \$1 трлн, однако, как стало известно позднее, данная сумма, если и будет выделена, то срок ее предоставления растянется примерно на 10 лет. Основная налоговая реформа Д.Трампа - снижение корпоративных налогов и налога на доходы населения – в последнее время оказалась под огнем критики. В частности, Д.Сакс в своей статье «Will Economic Illiteracy Trigger a Trade War?» отмечает, что предлагаемые налоговые реформы прямо противоречат целям, сформулированным Д.Трампом в торговой политике. Так, одной из ключевых тем во внешней политике является сокращение дефицита текущего счета США, который на самом деле отражает разницу между нормой сбережений и нормой инвестиций США. Для сокращения дефицита текущего счета, таким образом, США необходимо либо больше сберегать, либо меньше инвестировать. Рост нормы сбережений означает, что США должны будут сокращать дефицит бюджета, но бюджетные предложения Д.Трампа ориентированы на увеличение дефицита бюджета. Снижение уровня инвестиций противоречит другим заявлениям Д.Трампа: президент обещал ускорить экономический рост до 3-4%, что требует роста инвестиционной активности. Проблемы с ростом трудоспособного населения делают рост инвестиций безальтернативным: численность работоспособного населения в США в 2016 г. выросла только на 0,5% г/г (10-летняя скользящая средняя), хотя еще в начале 2000-х гг. рост составлял 1,0-1,5% г/г; с учетом того, что правительство не расположено обеспечивать приток иммигрантов в страну, привлекать новые трудовые ресурсы становится затруднительно. В итоге, искусственные попытки контролировать торговый дефицит навредят инвестициям и росту, а реализация бюджетных предложений Трампа грозит дополнительно увеличить и без того значительный дефицит счета текущих операций. Ослабление американской валюты выглядит весьма вероятным последствием новой экономической политики США.

Рис. 3: Сбережения и госдолг по странам, % ВВП



Источники: EIU, Альфа-Банк

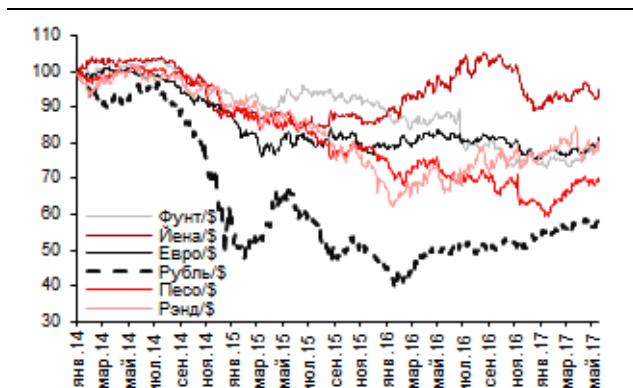
Рис. 4: Рабочая сила США*, % г/г и безработица, %



Источники: EIU, Альфа-Банк
*10-летняя скользящая средняя

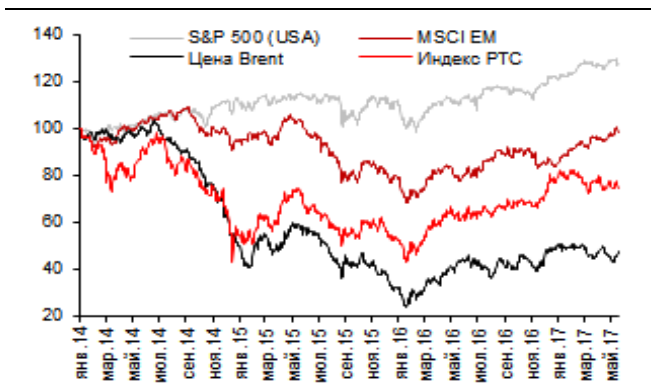
Депопуляция, деглобализация и снижение долговой нагрузки вредят росту: Слабый доллар поддерживает не только укрепление евро, но и содействовал укреплению валют основных развивающихся стран: с начала года рубль укрепился на 8,7%, мексиканский песо на 10,8%, индийская рупия на 5,2%, южноафриканский рэнд на 3,8%. Однако этот сегмент остается под давлением беспокойств по поводу низких темпов роста мировой экономики, которые отражают три негативные тенденции – старение населения, деглобализацию и сокращение спроса на кредиты. По состоянию на 2016 год, прирост работоспособного населения в мире составляет всего 1% в год против 3-4% в начале 2000-х гг. и по ряду стран данные за 2016 г. уже оказываются самыми худшими за все время наблюдения, например, в США. Старение населения и низкий прирост трудоспособного населения увеличивают нагрузку на бюджеты стран, что в итоге отражается в замедлении роста экономик. Тенденции последних лет по росту протекционистских настроений в странах приводят к тому, что страны начинают активнее вводить торговые барьеры (в среднем в 2016 год в месяц вводилось 15 торговых ограничений против 10 в 2010-2015 гг.), ограничивающие мировую торговлю и соответственно мировой рост. А после финансового кризиса 2008 г. население и компании резко изменили свое поведение и стали снижать уровень долговой нагрузки, в результате чего мировой поток капитала, представляющий в основном банковские кредиты, сократился с 16% ВВП в 2008 г. до 2% ВВП в 2016 г. Для роста кредитования не помогает даже политика сверхнизких процентных ставок, применяемых большинством развитых стран. Кроме того, давление на развивающиеся страны оказывают и политические волнения в этих странах, что существенно сказывается на динамике валют. Например, в результате политического кризиса в Бразилии реал ослаб более чем на 8% на прошлой неделе, хотя ранее показывал укрепление на 5% с начала года. В результате, под давлением всех этих факторов, мировая экономика находится в ловушке роста: развивающиеся рынки, на рост которых многие эксперты возлагали надежды после 2008 года, остаются источником нестабильности.

Рис. 5: Динамика валют, 1 янв. 2014=100



Источники: Bloomberg, Альфа-Банк

Рис. 6: Динамика индексов, 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.