

21 ноября 2016 г.

Наталья Орлова, Ph.D.

Главный экономист, Москва
(+7 495) 795-3677

Обзор экономики: денежные рынки и валюта

Процентные ставки и валютные курсы

Победа Трампа поддержала рынок акций и создала давление на цены на облигационных рынках: Хотя повторение сценария Brexit на выборах в США казалось невероятным, победа Дональда Трампа стала реальностью. Теперь рынки ждут роста государственного стимулирования в США, что приведет к росту цен на акции (реальный сектор выглядит бенефициаром бюджетного ослабления) и к снижению цен на облигации (так как ФРС в этом случае будет вынуждена пойти на радикальное повышение ставки). На фоне роста доходностей развитых стран капиталы начали покидать развивающиеся рынки, что привело к давлению на их валюты. Вопрос, правда, в том, в какой степени Трамп будет последователен в выполнении своих обещаний снизить налогообложение бизнеса и ввести торговые ограничения для поддержки местных производителей: кроме того, эффект от этих мер проявится не сразу, а негативный эффект на мировую экономику может быть быстрым и значительным.

Референдум в Италии 4 декабря – следующая важная дата. Очередным краткосрочным фактором риска для мировых рынков является референдум 4 декабря в Италии, на котором, согласно опросу Deutsche bank, с вероятностью 60% население откажется от проведения конституционных реформ, что может привести к отставке правительства. По своему эффекту это событие может быть сопоставимо с эффектом Brexit, кроме того оно может иметь не только влияние на движение финансовых рынков, но и политические последствия для Европы, которой в 2017 году предстоят президентские выборы во Франции и в Германии. Такое развитие событий может дополнительно усилить бегство в доллары и стать внешним фактором его укрепления.

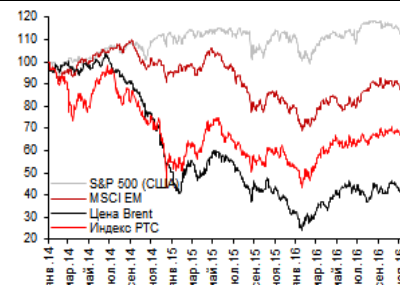
96% инвесторов ждут повышения ставки ФРС 14 декабря. В свете потенциального роста нестабильности рынков после 4 декабря, решение ФРС о повышении процентной ставки 14 декабря не выглядит гарантированным, хотя сейчас порядка 96% инвесторов ожидает рост ставки. Риторика декабрьских комментариев Джанет Йеллен будет играть определяющую роль для валютных и финансовых рынков в 2017 году. Либо мировые рынки получат передышку, и настрой мировых ЦБ повышать ставку смягчится, либо напротив следующий год станет продолжением перетока капиталов в развитые страны.

Россия: неопределенность усиливается

Арест и отставка Алексея Улюкаева стали экстраординарным событием: Без преувеличения можно сказать, что главным событием последнего месяца в России стал арест и отставка министра экономического развития Алексея Улюкаева. Министр был арестован поздним вечером 14 ноября и, по решению президента, 15 ноября отправлен в отставку. Попытка представить эту ситуацию как предсказуемую не выглядит успешной – достаточно того, что после отставки Улюкаева пост министра пустует, а исполняющим обязанности назначен Евгений Елин, который почти неизвестен в экономических кругах. Странной выглядит и версия ареста/отставки – получение взятки за проведение оценки Башнефти, акции которой обращаются на рынке. Значительное беспокойство вызвала также информация о том, что деятельность Алексея Улюкаева находилась под наблюдением спецслужб еще с 2015 года.

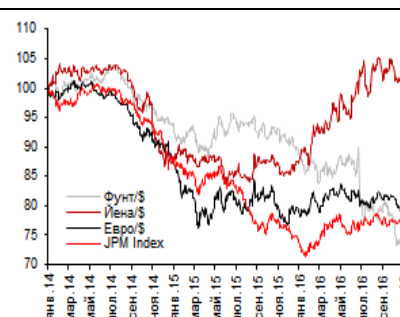
Слабое восстановление розничной торговли повышает риск смягчения бюджетной политики в ближайшее время: Другим поводом для беспокойства является некоторое изменение бюджетной риторики. Если до последнего времени риторика Минфина и правительства в части исполнения социальных обязательств была жесткой, то на днях премьер-министр заявил о необходимости финансировать майские указы президента, что означает потенциальный рост социальных расходов ускоренными темпами в 2017 году. Кроме того, наблюдается пробуксовка дискуссии по бюджетному правилу, которое Минфин хотел запустить в работу с 2020 года и которое требует начала бюджетной консолидации уже в ближайшее время. Слабое восстановление розничной торговли, которая по итогам октября упала на 4,4% г/г, говорит о том, что риски смягчения бюджетной политики возрастают.

Динамика ключевых индексов, 1 янв. 2014=100



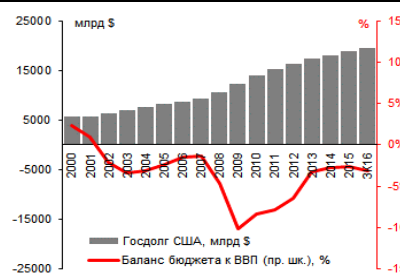
Источники: Bloomberg, Альфа-Банк

Динамика ключевых валют, 1 янв. 2014=100



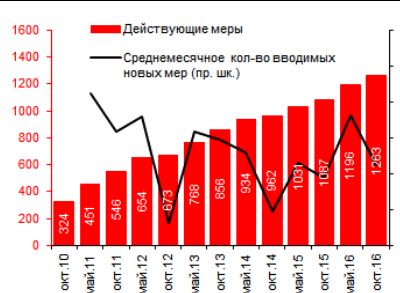
Источники: Bloomberg, Альфа-Банк

Госдолг и баланс бюджета США, млрд долл. и % ВВП



Источники: Bloomberg, Альфа-Банк

Количество действующих торговых ограничений в мире и среднеемесячное кол-во вводимых новых мер



Источники: ВТО, Альфа-Банк

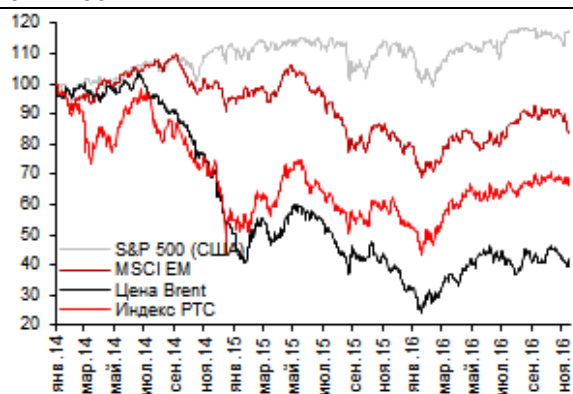


Процентные ставки и валюты

Хотя победа Трампа предполагала рост цен на облигации и падение фондовых индексов, по факту реакция рынков оказалась обратной, и капиталы стали покидать развивающиеся рынки

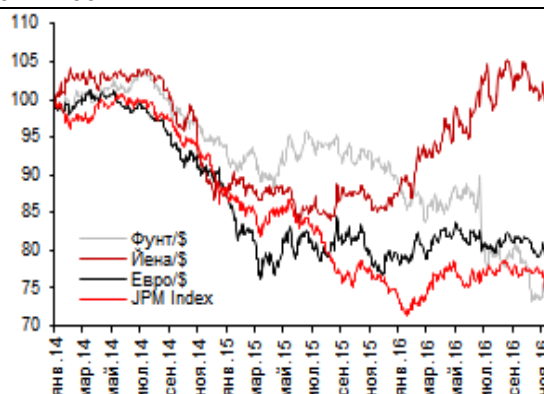
Хотя повторение сценария Brexit на выборах в США казалось невероятным, победа Дональда Трампа стала реальностью. Первоначально считалось, что это станет плохой новостью для фондовых рынков, но хорошей новостью для облигационных рынков (так как его победа снижала вероятность повышения ставки ФРС), но настроения рынков достаточно быстро изменилось. На данный момент их реакция отражает ожидания роста государственного стимулирования в США, что наоборот приводит к росту цен на акции (реальный сектор выглядит бенефициаром бюджетного ослабления) и к снижению цен на облигации (так как ФРС в этом случае будет вынуждена пойти на радикальное повышение ставки). На фоне роста доходностей развитых стран капиталы начали покидать развивающиеся рынки, что привело к давлению на их валюты и росту доходностей по их облигациям.

Илл. 1: Динамика ключевых индексов, 1 янв. 2014=100



Источники: Bloomberg, Альфа-Банк

Илл. 2: Динамика ключевых валют, 1 янв. 2014=100



Источники: Bloomberg, Альфа-Банк

Основа экономических взглядов Трампа – это склонность к протекционизму

Главный вопрос безусловно заключается в том, в какой степени такие ожидания рынка обоснованы и будут преобладать в течение длительного времени. Для этого, во-первых, следует прояснить основные положения экономических взглядов нового президента, а, во-вторых, понять насколько такой подход может быть воплощен в реальность. В двух словах экономические предпочтения Трампа определяются склонностью к протекционизму. Ключевыми положениями экономической программы Трампа являются снижение максимальных налоговых ставок для домохозяйств до 33% с текущих 39%, для компаний до 15% с 35%, а также существенное увеличение военных расходов до 6,5% ВВП с одновременным сокращением общих расходов бюджета не менее чем на 500 млрд долл. США. В целом, это означает увеличение дефицита бюджета и рост аппетита государства на рынке заимствований. Кроме того, Трамп выступает за активную протекционистскую политику для американской промышленности и введение торговых пошлин для товаров из Китая и Мексики, борьбу с иммигрантами и пересмотр соглашений по НАФТА и Транстихоокеанскому партнерству. В своей программе Трамп обещает ускорить экономический рост страны до 4-6% в год.

Планы Трампа могут подвергнуться корректировке при реализации

С другой стороны, реализация части этих ожиданий, в частности ограничений по импорту товаров из Мексики и Китая, может идти в разрез с международным регулированием ВТО, да и эффект от анонсируемых мер проявится далеко не сразу. В частности, только от снижения ставок по налогам долговая нагрузка США будет ежегодно расти на 1 трлн долл., а эффект от переноса американских предприятий из-за рубежа в страну



Мировая торговля находится под давлением не только из-за идей Трампа: скорость введения торговых ограничений выросла в 2016 году

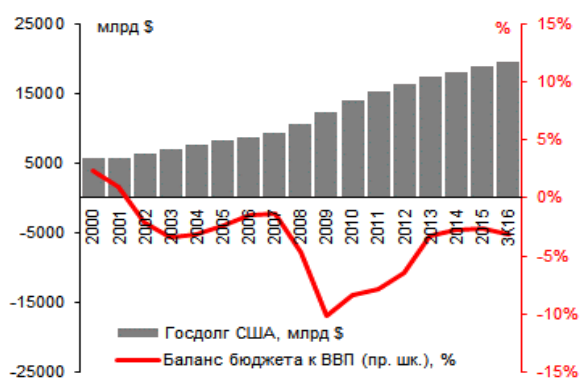
Возможная политическая нестабильность в Италии является фактором краткосрочных рисков для рынков

проявится только после строительства новых заводов. В свете этого и планы нового президента могут подвергнуться значительной корректировке, когда дело дойдет до их реализации.

Кроме того, рост протекционизма в крупнейшей мировой экономике нанесет удар по общим темпам роста мировой экономики и рикошетом может негативно сказаться на США через замедление мировой торговли. По состоянию на 2011-2014 гг. темп роста мировой торговли составлял 3,9%, к 2015 г. он замедлился до 2,8% при прогнозе в 2,6% на 2016 г. Замедление мировой торговли отчасти связано со снижением инвестиционного роста и падающими ценами на сырье, но также и с ростом протекционизма и введением торговых ограничений развитыми странами. В нашей публикации от марта 2016 года мы уже писали, что, согласно статистике ВТО, с 2008 года в мире действовало 1087 торговых ограничений по состоянию на октябрь 2015 года; по состоянию на октябрь 2016 года их число выросло до 1263. Если в 2014-2015 гг. в среднем в месяц вводилось 10 ограничений, то в 2016 году ежемесячное увеличение числа ограничений выросло до 15. Возможный рост протекционизма при Трампе, желание Великобритании дистанцироваться от ЕС являются важными факторами, которые могут еще сильнее усилить сжатие мировой торговли.

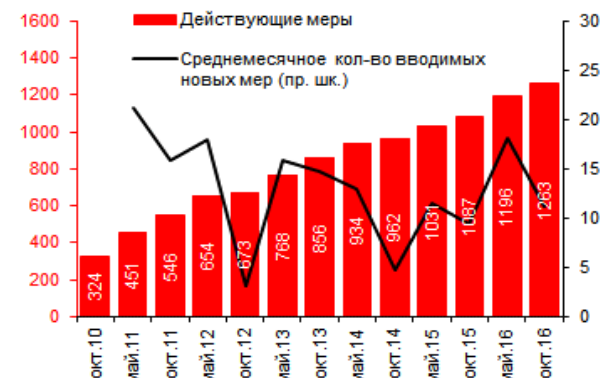
Дополнительным краткосрочным фактором риска для мировых рынков является референдум 4 декабря в Италии, на котором согласно опросу Deutsche bank с вероятностью 60% население откажется от проведения конституционных реформ, что может привести к отставке правительства. По своему эффекту это событие может быть сопоставимо с эффектом Brexit, кроме того оно может иметь не только влияние на движение финансовых рынков, но и политические последствия для Европы, которой в 2017 году предстоят президентские выборы во Франции и в Германии. Такое развитие событий может дополнительно усилить бегство в доллары и стать внешним фактором их укрепления.

Илл. 3: Госдолг и баланс бюджета США, млрд долл. и % ВВП



Источники: Bloomberg, Альфа-Банк

Илл. 4: Количество действующих торговых ограничений в мире и среднеемесячное кол-во вводимых новых мер



Источники: ВТО, Альфа-Банк

Нестабильность рынков может отсрочить повышение ставки ФРС

Таким образом, возвращаясь к главному событию предстоящих недель — решению ФРС о повышении процентной ставки 14 декабря, хотя сейчас порядка 96% инвесторов ожидает рост ставки, это решение не выглядит гарантированным. Рост неопределенности и нестабильности финансовых рынков скорее вынудит ФРС сохранить выжидательную позицию до тех пор, пока контуры новой экономической политики не станут окончательно ясными. Любое ослабление статистики создания рабочих мест (выход очередных данных ожидается 2 декабря) станет дополнительным аргументом в пользу выжидательной позиции.

Илл. 5: Создание новых рабочих мест в США, тыс. чел. в месяц

	Количество новых рабочих мест в:											
	ноя.15	дек.15	январ.16	фев.16	мар.16	апр.16	май16	июн.16	июл.16	авг.16	сен.16	окт.16
Первая оценка	211	292	151	242	215	160	38	287	255	151	156	161
Финальная оценка	280	271	168	233	186	144	24	271	252	176	191	

Источники: Минтруда США, Альфа-Банк

Даже если ФРС не повысит ставку, отношение инвесторов к развивающимся рынкам пока будет прохладным

Сохранение процентной ставки неизменной вряд ли сможет улучшить отношение инвесторов к развивающимся рынкам. На данный момент глобальные инвесторы скорее рассматривают ближайшие несколько месяцев как период нисходящего тренда, благоприятный для постепенного выхода в кэш и аккумуляции ресурсов для будущего роста рынков. Это особенно проявлено в сегменте развивающихся рынков, где давление наблюдается не только в валютах Латинской Америки (песо за последние две недели потерял 11%), но и в азиатских валютах. Юань, который торговался на уровне 6,4-6,5 с осени 2015 года, в последние дни вышел на уровне 6,88 к доллару и, видимо, продолжит свое движение вниз.

Россия: неопределенность усиливается

Арест Алексея Улюкаева стал неожиданностью, об этом говорит отсутствие кандидата на его замену

Без преувеличения можно сказать, что главным событием последнего месяца в России стал арест и отставка министра экономического развития Алексея Улюкаева. Министр был арестован поздним вечером 14 ноября и, по решению президента, 15 ноября отправлен в отставку. Попытка представить эту ситуацию как предсказуемую и ожидавшуюся не выглядит успешной – достаточно того, что после отставки Улюкаева пост министра пустует уже почти неделю, а исполняющим обязанности назначен Евгений Елин, который почти неизвестен в экономических кругах. Странной выглядит и версия ареста и отставки – получение взятки за проведение оценки Башнефти, хотя акции торгуются на рынке и никакой особенно важной роли министр Улюкаев не мог играть при определении стоимости компании. Значительное беспокойство вызвала также информация о том, что деятельность Алексея Улюкаева находилась под наблюдением спецслужб еще с 2015 года, а с середины 2016 года они прослушивали его разговоры.

Весь контекст отставки Улюкаева заставляет задаться вопросом по поводу дееспособности правительства

Оставляя в стороне ситуацию в министерстве, следует отметить также беспокойство по поводу деятельности всего правительства. Согласно информации правоохранительных органов, Алексей Улюкаев не был единственным подозреваемым, кроме него интерес спецслужб вызывали также и другие члены кабинета министров. В прессе упоминались фамилии Аркадия Дворковича и Андрея Белоусова, занимающего должность помощника президента. В этой связи не совсем понятно, не последуют ли в будущем дополнительные отставки и в какой степени в таком контексте правительство остается дееспособным. Показательно также, что хотя Алексей Улюкаев считался одним из немногих руководителей правительства, которых Медведев приглашал на работу лично, премьер-министр не встал на его защиту.

Отставка не выглядит как отражение борьбы с коррупцией, так как для этого не обязательно было компрометировать правительство

Активно обсуждаемая версия о том, что отставка Улюкаева является сигналом начала борьбы с коррупцией также не выглядит реалистичной – для борьбы с коррупцией было достаточно уговорить его написать заявление по собственному желанию, не раздувать публичный скандал, компрометирующий правительство, а просто заменить неугодного министра более приемлемым кандидатом. Отсутствие такового означает, что речь скорее всего идет о росте противостояния в политическом поле. Кроме того, возможно на фоне ухудшения настроений населения история с отставкой призвана отвлечь внимание публики от насущных экономических проблем.



**Премьер-министр
обещает исполнить
майские указы
президента, и
дискуссии по
принятию
бюджетного правила
затруднены**

**На фоне роста
зарплат и
восстановления
розничного
кредитования
экономика
возвращается к
докризисной
потребительской
модели роста**

Другим поводом для беспокойства по итогам последнего месяца является некоторое изменение бюджетной риторики. Если до последнего времени риторика Минфина и правительства в части исполнения социальных обязательств была жесткой, то в последние дни премьер-министр заявил о желании финансировать майские указы президента, что означает потенциальный рост социальных расходов ускоренными темпами в 2017 году. Кроме того, наблюдается пробуксовка дискуссии по бюджетному правилу, которое Минфин хотел запустить в работу с 2020 года и которое требует начала бюджетной консолидации уже в ближайшее время. Оба эти сигнала говорят о вероятном росте инфляционных угроз, связанных с бюджетной политикой на 2017 год.

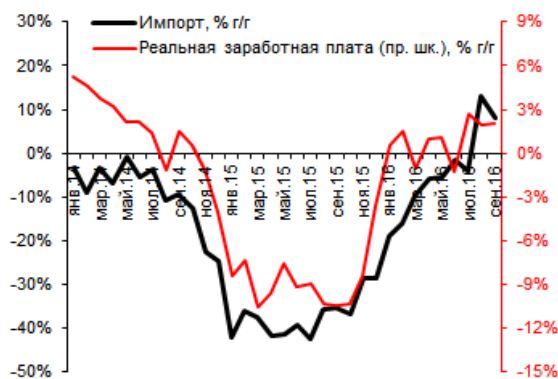
Эти беспокойства тем более обоснованы, что восстановление экономического роста в России трудно представить себе без бюджетного стимулирования. Модель роста экономики не поменялась: сейчас происходит возврат к докризисной модели, то есть восстановление потребления на фоне ограниченной инвестиционной активности. В сентябре динамика розничной торговли уже преподнесла сюрприз, продемонстрировав снижение всего на 3,6% г/г, и постепенное восстановление розничного кредитования (на 0,2-0,4% м/м с середины лета) также поддерживает обороты розничной торговли. Хотя, по итогам октября, оборот розничной торговли упал на 4,4% г/г, тем не менее с августа в России наблюдается рост импорта, что безусловно говорит о том, что экономика вошла в режим посткризисного восстановления. При этом объемы строительства по-прежнему сжимаются, что говорит о достаточно умеренных перспективах инвестиционного роста. Консолидация в нефтяной отрасли, в частности покупка Башнефти Роснефтью, приведет к сокращению расходов на инвестиции. О снижении инвестиционных планов недавно объявил и Лукойл. Таким образом, хотя вероятность увидеть экономический рост в 2017 г. на уровне 1-1,5% достаточно велика, перспективы восстановления в основном отражают улучшение настроений в потреблении и ставку на электоральное ослабление бюджетной политики. В этой логике ближайшие год-полтора выглядят благоприятно, но исчерпанию бюджетных резервов после 2018 года означает череду отложенных и болезненных для экономики решений, которые последуют после середины 2018 года.

Илл. 6: Численность населения с денежными доходами ниже прожит. мин. млн чел. и потребление домохозяйств, % г/г



Источники: Росстат, Альфа-Банк

Илл. 7: Импорт и реальная заработная плата, % г/г



Источники: ЦБ РФ, Росстат, Альфа-Банк

Информация

Альфа-Банк (Москва)

Россия, Москва, 107078, пр-т Академика Сахарова, 12

Телефон/Факс Аналитический отдел

(7 495) 795-3712

Телефон/Факс
Макроэкономика
Розничная торговля, IT
Металлургия, Горнодобыча
Аналитическая поддержка российских клиентов
Перевод

(7 495) 795-3676
Наталия Орлова, Ph.D, Валерия Волгарева
Александра Мельникова
Никанор Халин
Гельды Союнов, Алан Казиев
Анна Мартынова

Торговые операции и продажи

Телефон
Продажи иностранным клиентам
Продажи российским клиентам
Группа продаж Альфа-Директ

(7 495) 223-5500, (7 495) 223-5522
Александр Зоров
Мария Родионова, Владимир Александров
(7 495) 795-3680
Сергей Рыбаков, Валерий Кремнев

© Альфа-Банк, 2015 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 АО «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.