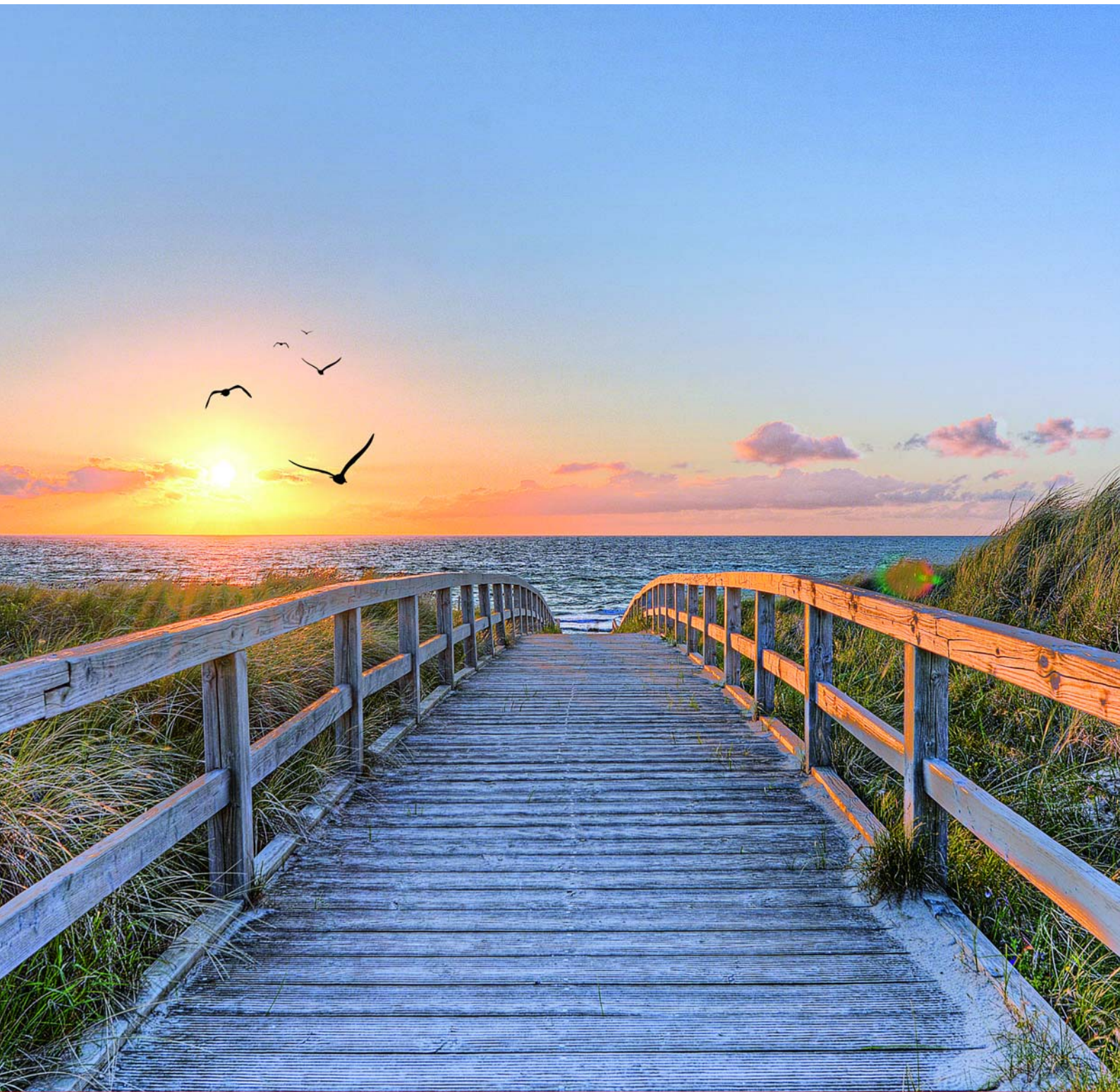


Стратегия-2016

Смена парадигм



Итоги 2015 года

2015 год с очевидностью показал, что оценка процессов, происходящих в экономике, зависит от точки зрения. Например, состояние экономики США с точки зрения рынка труда, а также состояния потребителей оценивалось как очень хорошее: ВВП продолжил расти, безработица и обращения за пособиями снижались, достигнув минимумов с 2009 года, опережающими темпами росли заработные платы и потребление. **Все это позволило ФРС начать повышение ставок в декабре.** Но вот с точки зрения фондового рынка все не так безоблачно. Улучшения в экономике США не оказали положительного влияния на рентабельность компаний в целом по экономике, ослабление позиций компаний на рынке труда и усиление конкуренции привели к тому, что прибыли перестали расти, и инвесторы начали пересматривать вниз прогнозы. В результате S&P 500 завершил год около той же отметки, с которой начал год.

Российская экономика в 2015 году сократилась, как и ожидалось, на 3,9%, и это было неизбежно с учетом падения цен на нефть. Рубль также ослаб к доллару, подскочила инфляция, упали реальные заработные платы, розничные продажи и инвестиции. Но при этом индекс ММВБ вырос на 25%, обновив максимумы с 2009 года. Это связано с тем, что, несмотря на ухудшение состояния экономики, финансовые результаты компаний улучшились. Например, по данным Росстата, **валовая прибыль компаний за 10 месяцев 2015 года выросла на 44% по отношению к аналогичному периоду 2014 года.** Это произошло как раз благодаря ослаблению рубля и снижению реальных заработных плат.

Падение цен на нефть, таким образом, убрало одно из препятствий для инвестиций и долгосрочного роста экономики – слишком большие расходы на оплату труда и слишком низкую долю создаваемой добавленной стоимости, которую оставляли себе компании. Что касается падения инвестиций, то, как показывает опыт предыдущих кризисов, оно не препятствует последующему отскоку экономики. При оптимизации издержек «под нож» идут сомнительные и неэффективные проекты, так что эффект от сокращения инвестиций может оказываться даже позитивным для роста.

Главным разочарованием года стали сырьевые рынки. Падение, начавшееся в 2014 году, не только не приостановилось, но и усилилось в течение 2015 года. Снижение цен на нефть пока не смогло оживить мировую экономику до состояния ускорения роста потребления металлов, нефти и других ресурсов. Более того, сокращение потребления ресурсов внутри Китая привело к увеличению сырьевого экспорта из этой страны. И при всем этом ослабление валют стран – экспортеров сырья позволило компаниям активнее включаться в ценовую конкуренцию. Так что пока перспективы сырья выглядят в лучшем случае туманно.



Итоги-2015. Экономика

Мировая экономика

Рост мировой экономики в 2015 году замедлился до 3,1% против 3,4% в 2014 году. Источником замедления стали развивающиеся экономики (с 4,6 до 4,0%), развитие, напротив, ускорили рост (с 1,8 до 2,0%).

Проблемы развивающихся экономик вышли за пределы Китая: рост экономики этой страны замедлился до 6,8%, рост потребления сырья в связи с этим существенно уменьшился. Падение сырьевых цен, в свою очередь, болезненно сказалось на экспортерах сырья. Например, ВВП России и Бразилии сократился на 3,9% и 3,0% соответственно, отрицательный рост показал и целый ряд других стран.

Развитые экономики выглядели намного лучше. Рост ВВП США ускорился с 2,4 до 2,6%, еще лучше смотрелась еврозона, здесь рост ВВП ускорился с 0,9 до 1,5%, продолжила снижаться безработица, начало оживать внутреннее потребление.

Рост ВВП развитых и развивающихся стран



Источник: МВФ

Новые возможности

Тенденции в экономике, характерные для 2015 года, будут иметь логическое продолжение, но не обязательно в форме простого продолжения наметившейся динамики.

- Ослабление валют развивающихся стран улучшило их конкурентоспособность на мировом рынке.
- Низкие сырьевые цены товары могут подстегнуть экономический рост в мире.
- Приближение пика делового цикла в экономике США: в ближайшие годы рост экономики здесь может замедлиться.

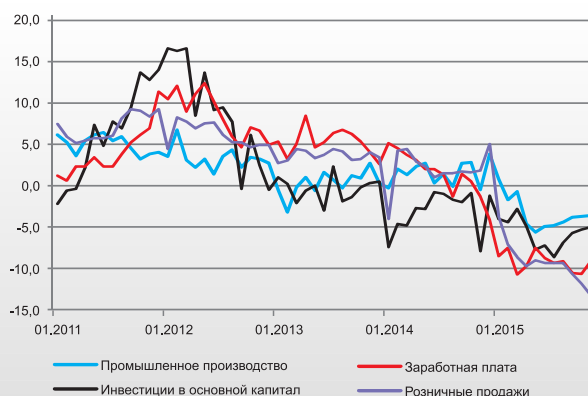
Исходя из этого, позиции части развивающихся стран сейчас лучше, чем США. Первые прошли самую тяжелую фазу спада, а США, напротив, близки к пику делового цикла.

Российская экономика

Несмотря на общее ухудшение ряда макроэкономических показателей, ставшее результатом обвала сырьевых цен, ситуация в российской экономике в этом году развивалась очень близко к нашему прошлогоднему прогнозу. Падение ВВП составило 3,9%, реальные заработные платы сократились на 10%, инвестиции – на 7%. Но в целом это падение оказалось слабее, чем в кризисы 1998 и 2008 годов.

Хотя внешнеполитический фон оставался негативным (санкции, торможение Китая, события на Ближнем Востоке), существенно ухудшить состояние экономики они не смогли. Нынешние проблемы экономики пока укладываются в рамки циклического спада.

Некоторые макроиндикаторы РФ, рост в % год к году



Источники: Росстат, Bloomberg

Неизбежность спада и условия отскока

Спад в российской экономике при сложившихся условиях был неизбежен. При этом крайне важно, что российское правительство в этом году на макроуровне не сделало ничего, чтобы этот спад трансформировался в длительную рецессию:

- Не наращивались госрасходы (и налоги), не росла налоговая нагрузка на корпоративный сектор.
- Не было активного вмешательства правительства в политику занятости, оплаты труда, ценообразования.
- Не было попыток фиксации валютного курса.

Благодаря этому экономика сохранила гибкость, а компании – способность быстрее адаптироваться к внешним шокам.

Несмотря на падение ВВП, прибыли компаний выросли (на 44% за 10 месяцев 2015 года), и это создает фундамент для оживления деловой активности в 2016 году, причем даже в отсутствие роста цен на нефть.



Итоги-2015. Акции и облигации

Акции

Динамика фондовых рынков в 2015 году отражала как изменение экономической конъюнктуры, так и действия центральных банков. Рынок США в 2015 году не был в лидерах из-за сокращения темпов роста прибылей компаний. Зато уверенный рост показали европейские площадки, где ЕЦБ запустил стимулирующие программы, а рынок труда далек от перегрева:

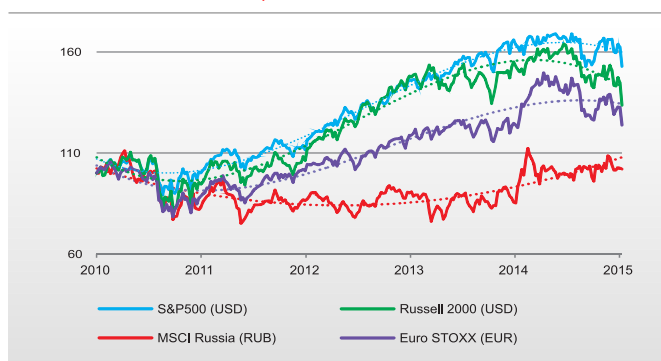
- Индекс S&P 500: -0,7% (+11,3% в 2014)
- Dow Jones: -2,2% (+7,5% в 2014)
- Russell 2000 (индекс компаний малой и средней капитализации): -6,1% (+3,5% в 2014)
- EUROSTOXX 600: +6,3% (+4,1% в 2014)

Рост сосредоточился в отдельных секторах – потребительском, секторе здравоохранения и высоких технологий, а также в крупных транснациональных компаниях.

Спросом пользовались акции компаний, в меньшей степени уязвимых к росту затрат на рабочую силу и больше других выигрывающих от роста потребительской активности.

Большой интерес представляли компании с экспозицией на международные рынки. Чисто региональные истории были в аутсайдерах.

Индексы рынков акций США, Европы и России в национальных валютах



Источники: Bloomberg, расчеты УК «Альфа-Капитал»

Российские акции

Индекс ММВБ впервые за несколько лет вышел за пределы диапазона в 1300-1600 пунктов и завершил год в лидерах среди индексов развивающихся стран.

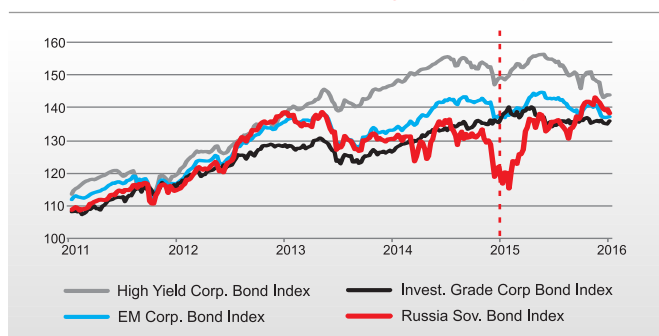
Опережающий рост российского рынка акций отчасти объясняется эффектом «низкой базы». Но во второй половине года рост был связан с изменением отношения иностранных инвесторов России в целом и увеличением доли российских активов в крупных портфелях иностранных фондов.

Долговой рынок

Расклад сил на долговом рынке в 2015 году кардинально поменялся. Корпоративные облигации инвестиционной категории уже не были топ-пиком инвесторов. Бонды развивающихся стран снова показали околонулевую доходность из-за обвала на рынке Бразилии.

Лучше всего выглядел рынок российских еврооблигаций. По итогам 2015 года он полностью восстановился после падения 2014 года, а индекс суверенных облигаций вырос на 16,6%.

Облигационные индексы Bloomberg (в % к концу 2009 года)



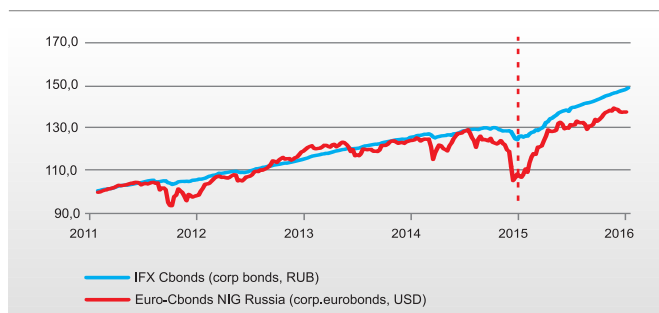
Источник: Bloomberg

Российские облигации

Российский долговой рынок оказался одним из лучших классов активов в мире. Мощный отскок был связан не только с тем, что российские эмитенты продолжали платить по долгам, несмотря на весь негативный фон, но и с банальным дефицитом ценных бумаг. **При этом размещений по-прежнему мало, а доходности находятся на стрессовых уровнях.**

Рублевый сегмент, несмотря на рост в 2015 году, также сохраняет потенциал снижения доходности вслед за снижением инфляции и, как следствие, ставок ЦБ.

Корпоративные облигации (в % к концу 2009 года)



Источник: Bloomberg



Итоги-2015. Сырье и валюты

Нефть

Цены на нефть в 2015 году оправдали худшие ожидания. На рынке сохранился избыток предложения, снижение капитальных издержек в отрасли пока не сказывается на объемах добычи.

ОПЕК придерживался озвученной более года назад стратегии «доля рынка важнее цены», сохраняя квоты неизменными – 30 млн баррелей в день. По факту, объем добычи стран ОПЕК за год вырос с 30,5 до 32 млн баррелей в день.

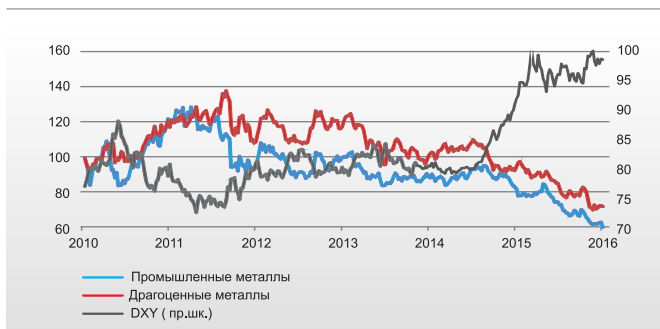
Но все же были первые признаки восстановления равновесия. В США вслед за снижением буровой активности начали снижаться объемы добычи нефти. Пока снижение не очень значительное, но все же пик добычи там был достигнут еще в апреле 2015 года.

Промышленные металлы

На фоне избытка предложения индекс промышленных металлов Bloomberg снизился на 25%. Причем даже крупнейший потребитель ресурсов, Китай, продолжил наращивать экспорт промышленных металлов.

Во второй половине года возросли риски «жесткой посадки» Китая. Ее рост замедлился до 6,9%, а Caixin PMI большую часть 2-го полугодия 2015 года держался ниже 50 пунктов, указывая на охлаждение деловой активности.

Индексы цен металлов



Драгоценные металлы

Драгоценные металлы не стали исключением в общей картине на сырьевых рынках. Во-первых, ожидание повышения ставки ФРС США поддерживало доллар, что негативно влияло на цены металлов. Во-вторых, импорт золота в Китай сокращался, несмотря на низкие цены. В-третьих, «дизельгейт» привел к снижению цен палладия и при этом не смог толкнуть вверх цену платины. С начала года металлы платиновой группы показали худшую доходность среди драгоценных металлов: платина -26%, палладий -29%.

Рубль

2015 год стал годом адаптации российского рубля к режиму плавающего курса. Ослабление рубля в совокупности со снижением реальных доходов привело к сокращению импорта, что позволило удерживать положительное сальдо торгового баланса несмотря на падение цен на природные ресурсы. Помимо этого, за год произошли серьезные изменения по другим статьям платежного баланса, что привело к сокращению спроса на иностранную валюту. В итоге к концу года рубль стал гораздо менее зависим от цен на нефть, чем год назад.

Большую роль сыграло и валютное РЕПО ЦБ, ставшее источником долларовой ликвидности в период ее недостатка. Это уменьшило чувствительность финансовой системы к ограничениям на глобальном долговом рынке.

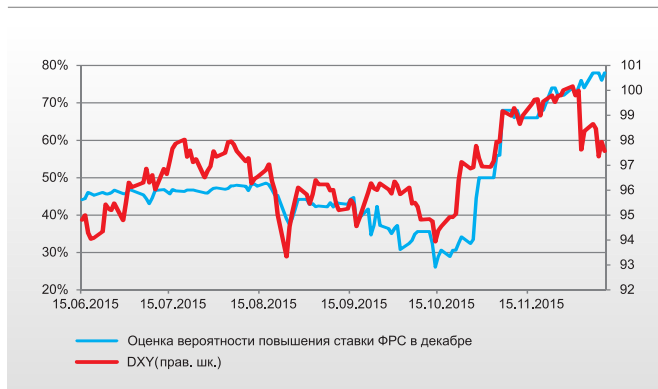
А по мере того, как инвесторы осознали, что российские заемщики продолжают исправно выполнять свои обязательства, вернулся спрос на российские ценные бумаги, что также поддержало рубль.

Доллар

Ожидания повышения ключевой ставки в 2015 году сделали американский доллар валютой года. Индекс доллара в прошедшем году достигал отметки в 100 пунктов. Хорошие данные по рынку труда увеличивали вероятность повышения ключевой ставки: безработица снизилась до 5%, обращения за пособиями – на многолетних минимумах.

С инфляцией, еще одним целевым показателем для ФРС, было сложнее. Сильный доллар мешал разогнать рост цен, причем укреплялся доллар во многом из-за ожиданий повышения ставки. Во многом поэтому ФРС решилась на повышение ставки только в декабре, на последнем заседании FOMC 2015 года.

Индекс доллара DXY и ожидания повышения ставки ФРС



Прогноз-2016. Экономика

Ситуация в экономике в 2016 году будет мало похожа на то, что происходило в 2015-м. Процессы, наблюдавшиеся как в глобальной, так и в российской экономике, сформировали условия для слома сформировавшихся в последние годы тенденций.

Так, ухудшение состояния развивающихся экономик в 2012-2015 годах стало результатом накопленных проблем роста, таких как излишняя зависимость от внешних рынков, потеря конкурентоспособности из-за опережающего роста заработных плат, а также социальной ориентации бюджетных политик правительств. На этом фоне падение сырьевых цен, ослабление национальных валют, а также в отдельных случаях изменение приоритетов экономической политики позволят или уже позволили улучшить конкурентоспособность экономик, привести их в более сбалансированное состояние, пусть и за счет падения уровня жизни. Например, в случае России это выразилось в снижении реальных заработных плат и сокращении расходов правительства в реальном выражении, что привело к улучшению положения корпоративного сектора (росту прибылей компаний). Поэтому развивающиеся экономики (пусть и не все) в 2016 году могут приятно удивить темпами восстановления.

Кроме того, низкие цены сырья, например нефти, – это не вечное состояние сырьевого рынка. Нынешний избыток предложения – это результат больших инвестиций в разведку и бурение, осуществленных в период высоких цен на нефть. Судя по текущим данным и новостям, инвестиционная активность в отрасли за последний год резко сократилась. Как следствие, рост предложения нефти будет сокращаться, тогда как спрос из-за низких цен на нефть – расти. Если этот сценарий реализуется в 2016 году, то это будет способствовать росту как российской экономики, так и других сырьевых экономик.

Как ни странно, главным источником риска для мировой экономики в 2016 году являются США. Данные все яснее указывают на то, что экономика этой страны находится в районе пика делового цикла: компаниям приходится все активнее конкурировать друг с другом на рынке труда. Безработица и число обращений за пособиями находятся на многолетних минимумах, а заработные платы растут опережающими темпами. Это хорошо для широкого круга потребителей, но плохо для компаний, которые сталкиваются с падением рентабельности бизнеса. Фондовый рынок уже начал реагировать на эту проблему. Несмотря на продолжающийся рост экономики, индексы рынка акций США весь год топтались на месте на фоне ухудшения прогнозов роста прибылей компаний, а 2016 год начали и вовсе с обвала. Логика делового цикла предполагает, что следующим этапом должна быть сильная коррекция на рынке акций США, а это может вызвать негативные последствия в очень широком круге активов.



Точки разворота

Сырьевые рынки

Рынок нефти остается рынком, и обвал цен обусловлен рыночными законами, а именно – превышением предложения над спросом. Но нынешний объем предложения – это результат инвестиций в разведку и бурение при цене 100 долл. за баррель.

При цене 40 и даже 50 долл. объем инвестиций будет совсем другим. Подобные циклы взлетов и падений нефтяных котировок наблюдались в 80-е годы. Похоже, история повторяется.

Рост от текущих уровней на горизонте года более вероятен, чем падение.

Цены на нефть на длинном горизонте



Источник: Bloomberg

Боковик ≠ стабильность

Если проводить аналогии с 80-ми – нулевыми годами, то отсутствие тренда на рост или падение сырьевых цен не мешает ценам, например на нефть, колебаться в широком диапазоне. Например, с 1988 по 1999 год цены на нефть большую часть времени держались в диапазоне 15-20 долл. за баррель, изредка ненадолго выходя из этого диапазона.

Перекладывая это на современные реалии, цены на нефть должны колебаться в диапазоне 40-60 долл. за баррель.

Деловой цикл

Деловой цикл – это последовательность стадий или фаз, через которые проходит любая экономика: быстрый рост, пик делового цикла (перегрев), спад (кризис), стабилизация – и снова быстрый рост. Каждая стадия имеет собственные топ-пики среди инвестиционных активов.

Продолжительность и сила каждой из стадий меняются от цикла к циклу и несут на себе отпечаток особенностей каждой страны. И к настоящему моменту мы наблюдаем сильнейшую рассинхронизацию деловых циклов в мире.

1. Приближение к пику делового цикла

США: рынок труда перегрет, прибыли компаний стагнируют, ФРС повышает ставку.

Китай: инвестиционный рост себя исчерпал, требуются структурные изменения.

2. Стадия роста экономики

Еврозона: благоприятная для компаний ситуация на рынке труда, ставки низкие, слабый евро.

3. Стабилизация после кризиса

Россия: слабый рубль, адаптация платежного баланса, снижение заработных плат, бюджетная дисциплина, рост прибылей компаний.

Аргентина: смена правительства, запуск рыночных реформ, отмена популистских мер прежнего правительства.

4. Консервация кризиса

Бразилия: популистское правительство с низкой поддержкой не решает на реформы.

Венесуэла: перегруженность социальными обязательствами, конфликт президента и парламента.

Экономика Европы будет расти быстрее США.

Появление инвестиционных идей в развивающихся рынках. Одной из наиболее интересных среди них является Россия.

Стадии делового цикла в разных странах



Источник: оценки УК «Альфа-Капитал»



Нефть

Краткосрочный взгляд

Хотя низкие цены на нефть в этом году уже начали формировать предпосылки для будущего разворота вверх, но краткосрочная картина пока указывает на то, что в ближайшие месяцы избыток предложения нефти сохранится:

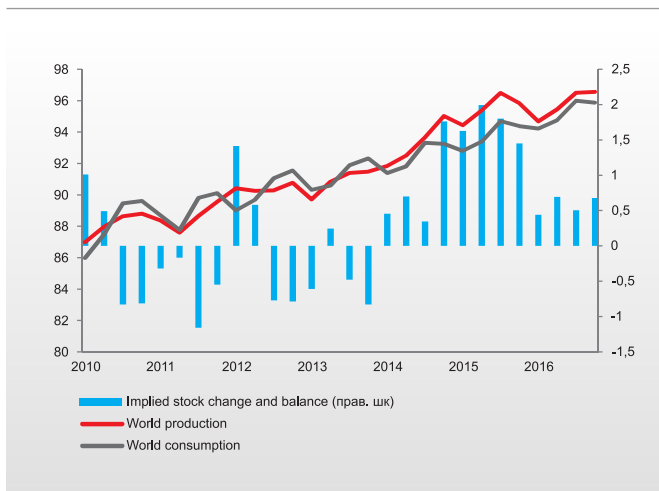
- Снижение объемов добычи пока затронуло лишь небольшой круг стран. Например, в США к концу октября 2015 года добыча снизилась всего на 3,6% от пикового значения в апреле. До этого добыча росла в среднем на 13% в год в течение четырех лет.
- Падение добычи в США с лихвой компенсируется ростом поставок из других стран.
- Потенциал поставок Ираном нефти на мировой рынок означает необходимость еще большего сокращения добычи в других странах для стабилизации рынка.

Иными словами, в ближайшее время будет идти передел нефтяного рынка. Будут вытесняться компании и страны с высокими издержками добычи, но их место занимать поставщики с низкими издержками. Общий объем добычи при этом снижаться пока не будет.

Цены на нефть могут в 1-м полугодии 2016 года держаться ниже 40 долл.

Спрос на нефть в краткосрочной перспективе не обещает приятных сюрпризов. Эффект замедления Китая и стран Латинской Америки, скорее всего, перекроет возможное (но не гарантированное) улучшение показателей развитых стран.

Спрос и предложение нефти



Нормализация рынка

Хотя краткосрочные тенденции говорят о том, что цены на нефть какое-то время будут оставаться низкими, слабые пока признаки стабилизации рынка будут набирать силу:

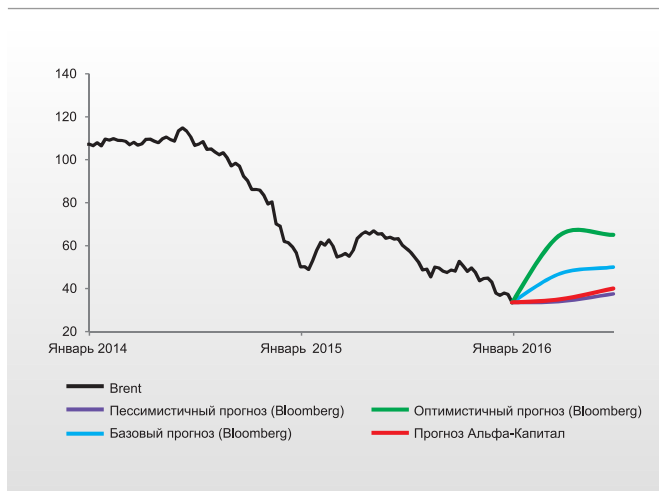
- **Инвестиции в отрасль сокращаются уже более года, ввод в строй новых месторождений также сокращается.** Текущий уровень предложения обусловлен инвестициями в разведку и бурение при 100 долл. за баррель. При цене 45 долл. за баррель темпы ввода в строй новых месторождений будут намного ниже.
- **В этом году выручка нефтесервисных компаний сократилась на 30-40%, что отражает масштаб сокращения инвестиций в отрасли.**
- Низкие цены на нефть замедлили поиск альтернатив в мировой экономике. По оценкам IEA, спрос на нефть в 2016 году, несмотря на замедление мировой экономики, вырастет на 1,2 млн баррелей в день.

Вероятность роста цен на нефть во 2-м полугодии гораздо выше рисков дальнейшего снижения.

Тем не менее потенциальный рост цен на нефть будет ограничен медленными темпами роста мировой экономики и потенциалом увеличения предложения со стороны Ирана и других стран ОПЕК.

С высокой вероятностью, цена нефти Brent в 2016 году не превысит 55-60 долл. за баррель.

Варианты прогноза цен на нефть





США: смена фазы делового цикла

Рынок труда создает угрозу для роста

Ситуация на рынке труда продолжает меняться в неблагоприятную **для компаний** сторону.

В настоящий момент мы наблюдаем следующие факты:

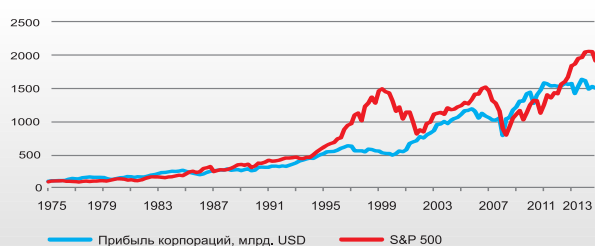
- Безработица сократилась почти в два раза по отношению к пиковому значению 2009 года.
- Число обращений за пособиями близко к многолетним минимумам.
- Рост заработных плат опережает рост других макроэкономических показателей.

Из-за этого издержки компаний растут, рентабельность снижается, что уже отражается на макроуровне.

В 2015 году суммарная прибыль корпораций США, несмотря на рост экономики, сократилась.

Риск-премия по высокодоходным бондам достигла максимумов с 2011 года.

Прибыль корпораций США и S&P 500



Источник: Bloomberg

Взгляд на 2015 год

Если экономика США в 2016 году и продолжит расти быстрыми темпами, то этот рост точно не увеличит прибыли компаний. При текущем состоянии рынка труда, а также перспективах дальнейшего повышения ставок издержки компаний продолжают расти, и в какой-то момент рост экономики может резко замедлиться.

В этом случае на рынке акций может возникнуть цепная реакция: фактор роста экономики, компенсировавший падение прибылей в глазах инвесторов, исчезнет, рынок акций начнет корректироваться, что вызовет сокращение потребительских расходов. А это будет тормозить экономический рост.

Контрциклические отрасли (пример – инфраструктурные компании).

Избегать покупок акций США на просадках.

ФРС: повышение ставок таит больше рисков, чем ожидается

ФРС обещает продолжить цикл повышения в 2016 году. Мотивация такого шага – хорошее состояние рынка труда, низкая безработица и хорошая динамика других макропоказателей.

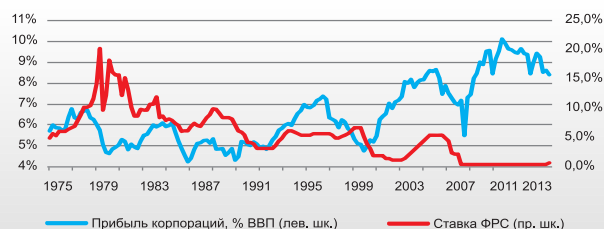
При этом, исходя из динамики прибыли корпораций, экономика США близка к пику делового цикла.

Повышение ставок ФРС может усилить естественное охлаждение деловой активности.

Решительное повышение ставок в нынешних условиях – серьезный риск для экономики.

Реальный потенциал повышения ставок ограничен

Ставки и доля прибыли корпораций в ВВП США



Источник: Bloomberg

Казначейские облигации

Повышение ставок ФРС будет иметь ограниченное влияние на доходность Treasuries. Чем длиннее инструмент, тем слабее реакция его доходности.

Доходности казначейских облигаций, если и вырастут, то незначительно, и в основном в «коротком» сегменте.

Последствия для долга развивающихся стран будут сильнее из-за меньшей средней дюрации.

Ставки и доходность Treasuries



Источник: Bloomberg



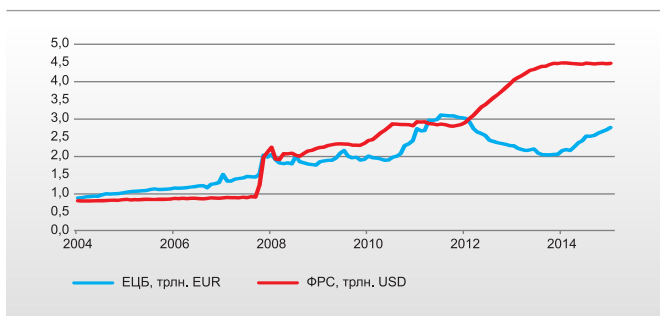
Еврозона: возможности сильнее рисков

Еврозона: догоняющий QE

ЕЦБ сдержал обещание и запустил программу выкупа активов весной 2015 года и пока сворачивать ее не планирует. Далеко идущие выводы из этого делать рано, но кое-что отметить следует:

- Евро ослаб к доллару США, что поддержало торговый баланс и способствовало росту экономики.
- Рост ВВП ускорился с 0,9 до 1,5%.
- Европейские фондовые индексы закрыли год в плюсе, в отличие от индексов США.

Активы и баланс центральных банков (в том числе выкупленные с рынка)



Источник: Bloomberg

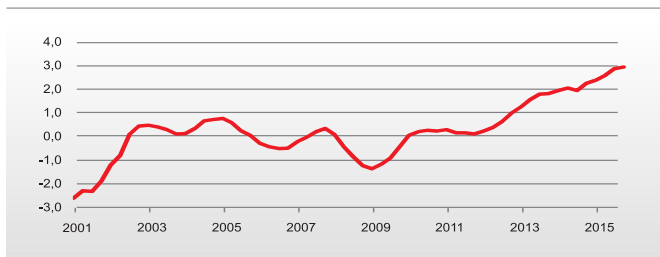
Слабый евро = поддержка экономике

Благодаря слабому евро профицит счета текущих операций еврозоны продолжил ставить рекорды, достигнув 3% ВВП. Причем если до 2014 года рост шел за счет падения импорта, то в 2015-м вырос экспорт, компенсировав уже рост импорта в том же году.

Усиление позиций еврозоны на внешнем рынке поддержит динамику ВВП.

Евро имеет сильную фундаментальную поддержку от внешней торговли.

Счет текущих операций еврозоны, в % к ВВП



Источник: Bloomberg

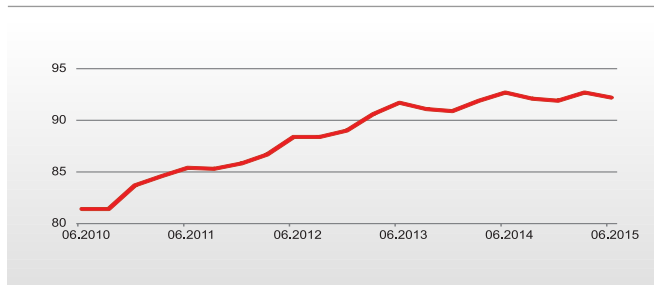
Стабилизация госдолга

Одной из главных проблем еврозоны последних лет была высокая долговая нагрузка. Но эта проблема за прошедший год потеряла остроту. Сокращение дефицитов бюджетов замедлило рост долга, в течение 2015 года размер госдолга по отношению к ВВП почти не вырос. Ставки остались низкими, поэтому рефинансирование погашаемых обязательств привело к сокращению расходов на обслуживание госдолга.

Очередной эпизод долгового кризиса Греции не оказал длительного влияния на отношение инвесторов к европейскому долгу.

Снижение потребности в сокращении бюджетных дефицитов, меньше давление на рост ВВП.

Суммарный госдолг стран еврозоны, в % к ВВП



Источник: Bloomberg

Взгляд на 2015 год

Сочетание внешних и внутренних факторов для еврозоны сейчас наиболее благоприятное за много лет. Во-первых, низкие ставки и выкуп активов означают благоприятную ситуацию с ликвидностью. Во-вторых, слабый евро продолжает благоприятно сказываться на торговом балансе. В-третьих, стабилизация ситуации с госдолгом снижает давление на рост ВВП со стороны сокращения бюджетных расходов и необходимости повышения налогов.

Рост рынка акций еврозоны.

Низкий риск новых проблем с суверенным долгом.

Высокая вероятность укрепления евро.



Развивающиеся экономики

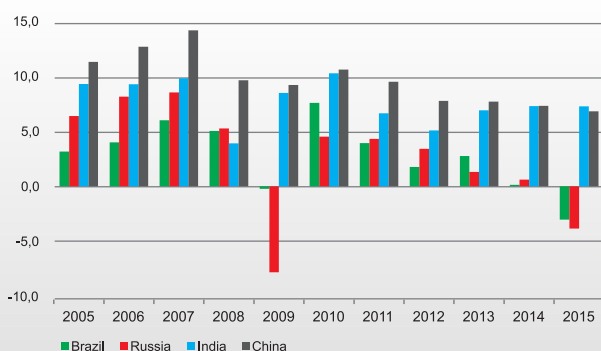
Передышка или стабилизация?

Рост развивающихся экономик в 2016 году будет ниже среднегодовых уровней. Некоторое ускорение относительно 2015 года может быть обусловлено не столько улучшением долгосрочных перспектив, сколько стабилизацией ситуации в наиболее проблемных странах. Причины ускорения роста ВВП развивающихся стран можно будет свести к двум:

- Стабилизация экономики России и стран Южной Америки после просадки ВВП в 2015 году.
- Умеренное замедление Китая.

Долгосрочные темпы роста остаются низкими из-за ухудшения демографической ситуации, обострения конкуренции с развитыми странами и сохранения внутренних проблем роста.

Рост ВВП развивающихся стран



Источник: IMF

Потеря локомотивов

Развивающиеся экономики за последние годы лишились двух из трех локомотивов. **Рост Китая** замедлился, спрос на ресурсы сократился. **Еврозона** из нетто-импортера превратилась в мощного экспортера, став по отношению к развивающимся рынкам (из-за огромного рынка сбыта) главным конкурентом.

Остаются, конечно, **США** – мощный нетто-импортер продукции развивающихся стран. Но из-за ожидаемого замедления роста экономики США этот источник поддержки, скорее всего, ослабнет.

Повышение важности внутренних источников роста для развивающихся экономик.

Внешний спрос продолжает снижаться

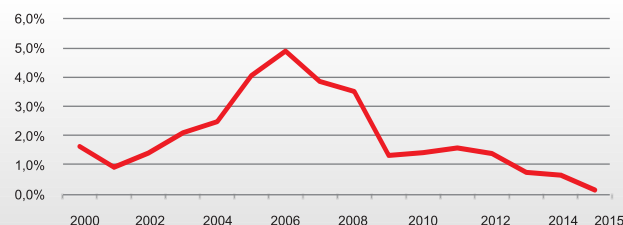
Развивающиеся экономики продолжают терять статус «мировой фабрики». Счет текущих операций развивающихся стран в последние годы планомерно снижается, сигнализируя о постепенной потере ими конкурентных преимуществ на внешних рынках.

С учетом внутренних проблем, провоцирующих отток капитала, это означает усиление давления на валюты развивающихся стран, а также внутренний спрос.

Уязвимость валют развивающихся стран.

Сохранение давления на темы роста ВВП со стороны слабого внешнего спроса.

Счет текущих операций развивающихся стран, % ВВП



Источник: Bloomberg

Взгляд на 2015 год

В нулевые годы инвесторы закрывали глаза на риски, связанные с развивающимися экономиками, прощая им многое в обмен на высокие темпы роста экономик, которые те обеспечивали благодаря дешевому сырью и трудовым ресурсам. Сейчас ресурсы не дешевы (даже с учетом снижения цен на нефть и металлы), а развивающиеся страны не избежали ухудшения демографии.

Поэтому идея роста развивающихся экономик смещается в сторону институциональных преобразований, в том числе готовности правительств проводить прорыночные реформы. Как показал опыт Индии, Индонезии, где к власти пришли партии с прорыночными программами, и частично Бразилии, где во второй тур вышел менее «социалистический» кандидат, чем текущий президент, инвесторы готовы покупать такие идеи.

Замедление роста экономик развивающихся стран.

Слабые показатели рынков акций и облигаций.

Сильная разнородность результатов развивающихся экономик.



Экономика РФ: период адаптации

Полезный шок

Падение цен на нефть стало **тем шоком**, который был нужен для запуска важных изменений в экономике:

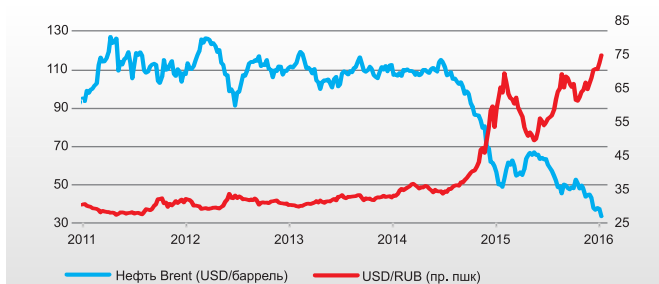
- Сильное ослабление рубля => импортозамещение и рост несырьевого экспорта.
- Снижение поступлений в бюджет от сырьевой ренты => антикризисный план, попытки улучшить положение корпоративного сектора.
- Всплеск инфляции => снижение реальных заработных плат => сокращение издержек компаний.

В результате по итогам года мы наблюдаем:

- **Улучшение финансового состояния компаний.**
- **Увеличение доли валовой прибыли в ВВП.**

Снижение ВВП, промышленного производства и инвестиций в 2015 году оказалось несопоставимо меньше того, что следовало бы ожидать исходя из динамики цен на нефть. Это, с одной стороны, следствие гибкости курса рубля, заработных плат и цен, а с другой – результат того, что правительство не стало принимать активные меры, чтобы переложить бремя кризиса на корпоративный сектор.

Курс рубля и цены на нефть



Источник: Bloomberg, недельные данные

Ресурсы для роста

В экономике в 2015 году сформировались условия для возобновления роста. **Из-за снижения реальных заработных плат у компаний стало оставаться больше финансовых ресурсов, что увеличило их возможности инвестировать в расширение бизнеса.**

Инвестиции тем не менее сократились, так как в условиях повышенной неопределенности компании предпочитали формировать резервы, распределять прибыль через дивиденды и выкуп собственных акций.

Препятствием для роста инвестиций сейчас являются плохие ожидания, но оно исчезнет по мере исчерпания потенциала падения цены нефти и/или ВВП РФ.

Дополнительные условия

Хотя российская экономика продемонстрировала устойчивость к снижению цен на нефть, **критически важным для возобновления роста в 2016 году является:**

- Сохранение работоспособной банковской системы.
- Отсутствие форсированных действий правительства по сокращению безработицы, в том числе: препятствование увольнениям, рост числа рабочих мест и заработных плат в бюджетном секторе.
- НЕ повышение налогов.
- Стабилизация цен на нефть.

Пока все эти условия, так или иначе, выполняются. В том числе – стабилизация цена на нефть.

Динамика цен на нефть и рост ВВП РФ



Источник: Росстат, Bloomberg

Последствия для фондового рынка

Низкие темпы роста заработных плат и слабый рубль, с одной стороны, ограничивают рост потребления, но с другой – создают условия продолжения улучшения финансового состояния компаний. Поэтому несмотря на слабые темпы роста экономики, фондовый рынок может показать отличные результаты.

Слабый потребительский спрос способствует снижению инфляции, поэтому ЦБ продолжит снижение ставок.

Наконец, ожидаемое восстановление цен на нефть также должно позитивно сказаться на отношении инвесторов к российскому рынку акций и облигаций.

Индекс ММВБ, скорее всего, продолжит расти.

Хорошие результаты портфелей рублевых облигаций: за счет снижения рыночной доходности цены облигаций будут переоцениваться вверх.

Нормализация рынка еврооблигаций, доходность портфелей – выше среднегодовых уровней.



Россия: новая экономическая парадигма

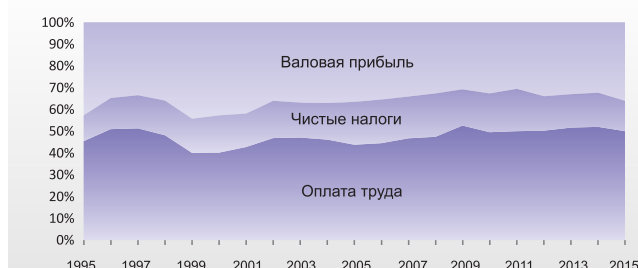
Нефть – лишь часть экономики

За прошедший год российская экономика смогла адаптироваться к снижению цен на нефть. Результатом стало относительно небольшое снижение ВВП в ответ на обвал нефтяных цен. Другими проявлениями адаптации экономики стали:

- Снижение импорта, улучшение других статей платежного баланса, снижение чувствительности валютных поступлений от цен на нефть.
- Снижение доли нефтегазовых доходов консолидированного бюджета РФ с примерно 33% до примерно 25%. Падение нефтегазовых доходов было компенсировано другими источниками (налог на прибыль, НДС и пр.).

Непосредственно на добычу полезных ископаемых в ВВП РФ приходится всего 8,8%. И хотя, с учетом связанных с добывающим сектором отраслей, роль в ВВП будет существенно больше, несырьевые отрасли могут внести больше вклада в рост, чем сырье.

Структура ВВП РФ по источникам доходов



Источник: Росстат, расчеты УК «Альфа-Капитал»

Жизнь по средствам

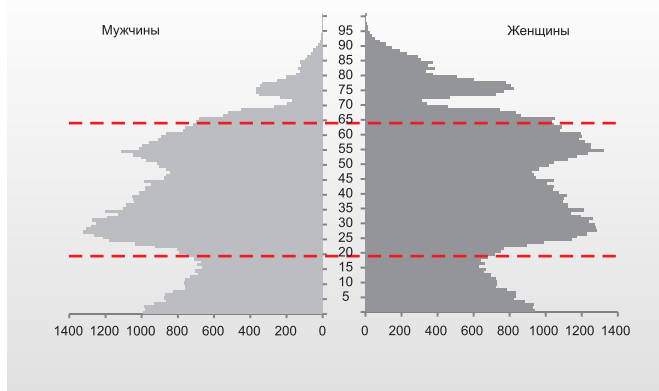
Сокращение притока нефтедолларов предполагает дальнейшее изменение в структуре экономики, прежде всего доходов. По всей видимости, заработные платы и доходы, по крайней мере какое-то время, не будут расти опережающими темпами по отношению к другим макроиндикаторам. Это уменьшает привлекательность компаний, ориентированных на массовый конечный спрос, а также жилищное строительство.

Демография – проблема, но решаемая

Одним из главных ограничений темпов роста экономики РФ является ухудшение демографии. В ближайшие годы эта проблема будет обостряться. Возрастная структура сейчас такова, что в трудоспособный возраст будет входить малое число людей, тогда как число достигающих пенсионного возраста будет расти.

Этот фактор будет отнимать у потенциального роста ВВП в ближайшие годы 0,5-1 КО п.п. Но если после стабилизации экономики правительство начнет постепенно повышать пенсионный возраст, то фактор старения населения можно будет нивелировать.

Возрастная структура населения РФ



Источник: Росстат

Бюджетная дисциплина

Несмотря на падение доходов бюджета в реальном выражении по отношению к прошлому году (в номинальном выражении они почти не изменились), дефицит бюджета остался на комфортном уровне. Все благодаря изначально консервативному прогнозу, заложенному в бюджет, а также соблюдению дисциплины в части расходов.

То, что правительство сумело воздержаться от популизма, снизило нагрузку на корпоративный сектор:

- Напрямую, обойдясь без повышения налогов.
- Косвенно, не увеличивая заработные платы и занятость в бюджетном секторе, заставляя компании увеличивать расходы на рабочую силу.

Сохранение текущей бюджетной политики позволит экономике РФ быстрее выйти из кризиса.

Инфляция, ставки, рубль, действия ЦБ

ЦБ: последовательная политика

Несмотря на высокую волатильность рубля, всплеск инфляции в начале 2015 года и плохие макроданные, ЦБ не отказался ни от политики плавающего курса, ни от политики таргетирования инфляции.

При этом замедление инфляции со II квартала 2015 года позволило ЦБ снизить ключевую ставку с 17 до 11% и в декабрьском пресс-релизе пообещать снижение в начале 2016 года при условии снижения инфляции и инфляционных ожиданий.

Политика плавающего курса позволила ЦБ, с одной стороны, сохранить золотовалютные резервы, а с другой – обеспечила экономике дополнительную гибкость адаптации к внешним шокам.

Инфляция и ключевая ставка ЦБ



Источник: ЦБ РФ, Росстат

Инфляция-2016

К концу I квартала 2016 года показатель годовой инфляции резко замедлится, примерно до 7,5-8,5%, открыв окно возможностей для снижения ключевой ставки ЦБ. Кроме этого, чисто технического замедления из-за выхода из окна расчетов I квартала 2015 года, долгосрочный тренд по инфляции останется нисходящим из-за низких темпов роста заработных плат.

На этом фоне ЦБ может снизить ключевую ставку в следующем году на 200-300 б.п., до 8-9%, причем основное снижение придется на 1-е полугодие 2016 года.

Доходность рублевых облигационных портфелей в 2016 году превысит текущую доходность к погашению/оферте.

Основную часть дохода рублевые облигации сгенерируют в 1-м полугодии 2016 года.

К середине 2016 года доходности снизятся до уровней, соответствующих ключевой ставке.

Плавающий курс: итоги года

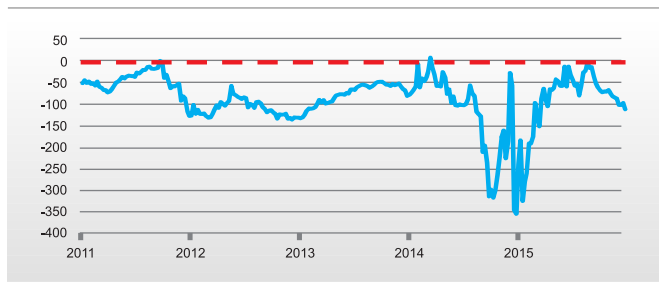
Несмотря на все опасения, отказ ЦБ от регулирования курса рубля оказался правильным решением даже в условиях падения цен на нефть.

- Ослабление рубля ускорило адаптацию платежного баланса и экономики к новым условиям.
- ЦБ сохранил резервы и, как следствие, возможность валютного фондирования банков под залог активов в иностранной валюте.
- Всплеск инфляции, вызванный ослаблением рубля на фоне слабого роста заработных плат, позволил улучшить структуру ВВП по источникам дохода (уменьшить долю оплаты труда, увеличить долю прибылей).

ЦБ не будет отказываться от плавающего курса рубля, такой режим оказался благоприятным для экономики даже в сложной ситуации.

Возможны покупки валюты ЦБ в случае роста цен на нефть, что ограничит укрепление рубля.

RUB-USD basis swap (обратное значение премии, уплачиваемой российскими компаниями и банками за фондирование в USD)



Источник: Bloomberg

Перестройка платежного баланса

Нефть – это значительная, но не единственная статья платежного баланса. Изменения по другим статьям уравновесили падение экспортной выручки нефти:

- Сокращение импорта товаров и услуг.
- Снижение расходов на обслуживание и погашение внешнего долга.
- Замедление оттока капитала, вызванного продажами российских ценных бумаг нерезидентами.
- Возобновление рефинансирования долга российскими заемщиками.

Снижение зависимости рубля от нефти.

Усиление позиций рубля, возможность укрепления даже без роста цен на нефть.

Прогноз-2016. Классы активов и инвестиционные продукты

Исходя из нашего понимания ситуации в различных экономиках мира, год будет крайне интересным с точки зрения инвестиционных идей, причем в разных регионах мира. Например, рынок акций США, уже уступивший пальму первенства в 2015 году другим классам активов, может в ближайший год сильно скорректироваться от текущих уровней. Причем не столько из-за повышения ставок ФРС, сколько из-за того, что это повышение началось поздно, когда экономика уже оказалась в состоянии перегрева. В последние годы рентабельность компаний в США снижается, и инвесторы снижают прогнозы по прибылям, что сказывается на котировках. Но это лишь начало, логика развития делового цикла предполагает, что фондовый рынок еще не отыграл будущего охлаждения деловой активности.

На этом фоне еврозона выглядит гораздо более привлекательно. Рынок труда здесь не перегрет, ЕЦБ продолжает печатать деньги, а евро находится недалеко от многолетних минимумов. Если исходить из перспектив роста экономики и фондового рынка, то еврозона нам нравится на порядок больше, чем США.

От 2016 года мы также ждем отскока в нефти, все-таки это рыночный актив, и низкие цены уже сказались на инвестициях в разведку и бурение, так что предложение нефти будет снижаться. Пока сложно сказать, когда мы увидим устойчивое восстановление, но предполагаем, что это случится уже в 2016 году.

Из развивающихся экономик нам нравится Россия. Во-первых, в 2015 году наша экономика показала способность адаптироваться к низким ценам на нефть. Во-вторых, правительство не стало перекладывать бремя кризиса на корпоративный сектор ни прямо (повышая налоги для финансирования расходов), ни косвенно (раздувая занятость в госсекторе и повышая заработные платы служащим выше инфляции). Наконец, слабый рубль создал условия для развития импортозамещения и роста несырьевого экспорта. Впрочем, в первой половине года в российских активах лучше концентрироваться на облигациях, которые будут отыгрывать снижение инфляции и ставок ЦБ. Время для агрессивных ставок на российские акции придет во 2-м полугодии.



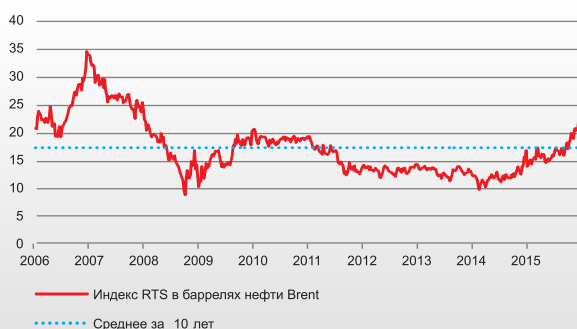
Российские акции

Точечный подход

Точечный подход останется актуальным, особенно в начале 2016 года. Но круг интересных идей сильно сузился. Часть экспортеров, в частности нефтегазовый сектор и металлургии, стоят дорого, и их цена не отражает снижения цен на ресурсы, которое мы увидели в 2015 году.

А покупать «внутренние» идеи все еще рано: несмотря на возможность более быстрого восстановления экономики, прибыли компаний, ориентированных на внутреннее потребление, останутся под давлением. Отбирать идеи теперь придется более тщательно.

Российский рынок и цены на нефть



Источник: Reuters, оценки УК «Альфа-Капитал»

Точки роста

- **Снижение премии за риск.** Геополитические риски снижаются, а иностранные инвесторы начинают смотреть на Россию как на перспективный рынок. Другие развивающиеся рынки выглядят либо дорогими (Турция), либо еще более проблемными (Бразилия).
- **Снижение ключевой ставки ЦБ** удешевит стоимость долга для компаний.
- **Рост дивидендной доходности.** Сокращение инвестиций в новые проекты высвобождает денежные потоки для выплаты дивидендов.

Риски

- **Снижение сырьевых цен.** Избыток предложения наблюдается практически по всем категориям товаров.
- **Увеличение налоговой нагрузки.** Низкие цены на нефть создают угрозу роста бюджетного дефицита. В ответ правительство может увеличить налоги.
- **Снижение ликвидности.** За возможным делистингом Уралкалия могут последовать и другие компании. Это приведет к снижению ликвидности на рынке.

Сравнение с развивающимися рынками

- Дисконт по мультипликаторам к аналогам ЕМ.
- Высокая дивидендная доходность.
- Сопоставимые риски.

Страна	Индекс	DVD Yield, 2016 Est	P/E 2016 Est	FCF Yield 2016 Est
Россия	Индекс ММВБ	4.88%	9.59	10.42%
Бразилия	BOVESPA index	5.33%	17.25	5.80%
Индия	S&P SENSEX Index	1.60%	23.83	10.27%
Турция	BIST 100 Index	3.56%	9.73	1.33%
ЮАР	JTOP-40 Index	4.33%	16.29	4.20%
Китай	SSE COMPOSITE Index	2.00%	74.98	6.14%
Среднее по ЕМ	—	3.62%	25.28	6.36%

Российский рынок все еще остается самым дешевым среди развивающихся рынков. Дисконт объясняется наличием геополитических рисков, включая санкции. Но на наш взгляд, это не отражает реальной картины в полной мере.

Во-первых, несмотря на санкции, экономика России сейчас выглядит более устойчивой, чем экономика Бразилии и ЮАР. Во-вторых, политические риски присутствуют также и в Турции, и в Бразилии. **Несмотря на общее негативное отношение инвесторов к развивающимся рынкам, доля России в портфелях в рамках существующих мандатов будет расти, что поддержит рынок в целом.**

Инвестиционные продукты

- **ОИПИФ «Альфа-Капитал индекс ММВБ»** – индексный фонд с экспозицией на российские акции. Задача фонда – максимально точное повторение динамики индекса ММВБ.
- **Стратегия ДУ «Сбалансированная»** – стратегия фокусируется на российском рынке акций. В отличие от индексного подхода управляющий может снижать долю акций в портфеле, заменяя ее, например, ОФЗ. В первой половине 2016 года увеличенная доля ОФЗ позволит заработать на снижении ставок ЦБ вслед за замедлением инфляции, оставив возможность увеличения доли российских акций на 2-е полугодие, в случае если проявятся явные признаки оживления российской экономики.
- **ОПИФ акций «Альфа-Капитал Ресурсы».** Хотя цены на сырье продолжают снижение, многие компании сырьевого сектора сохранили рентабельность, оказавшись способными адаптироваться к новым условиям. Если в 2016 году начнется отскок сырьевых цен, то повысившаяся эффективность сырьевых компаний в сочетании с увеличением выручки может спровоцировать мощное ралли в секторе.

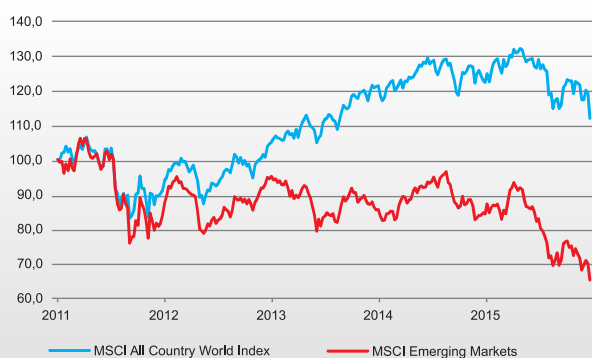


Глобальный рынок акций

Развитые vs развивающиеся

На протяжении последних пяти лет развитые рынки показывали результат лучше, чем развивающиеся. Мы ожидаем, что в 2016 году этот тренд сохранится, так как «аппетиты к риску» останутся низкими. Ближайшие два года на глобальном рынке акций могут оказаться «медвежьими», что потребует кардинального изменения подхода к инвестированию.

Динамика рынков акций развитых и развивающихся стран



Источник: Reuters, оценки УК «Альфа-Капитал»

США: смена фазы цикла

К концу 2015 года признаки перехода к завершающей стадии цикла роста экономики США стали более явными: деловая активность снижается, темпы роста прибыли компаний практически на нуле, а рост экономики по большей части обеспечен за счет роста потребления.

Рост потребления обеспечивается за счет роста зарплат, что снижает рентабельность компании. Рынок уже закладывает это в цену акций, и если безработица останется низкой, то в конце концов это может спровоцировать мощную коррекцию.

Рост ставки ФРС: новые риски

Повышение ставки ФРС приведет к росту стоимости маржинальных позиций, количество которых к концу 2015 года, по данным биржи NYSE, перевалило за 450 млрд долл. Учитывая, что доходности рынка акций будут снижаться, рост стоимости фондирования может спровоцировать закрытие таких позиций из-за снижения рентабельности. Это окажет дополнительное давление на рынок.

Инвестиционные идеи

- **Потребительский сектор.** Единственный сектор, который однозначно выигрывает от роста потребления, – потребительский. Мы делаем ставку на то, что он опередит рынок в 2016 году.
- **Здравоохранение и биотехнологии.** Потенциал роста в этих секторах еще полностью не исчерпан. Мы ожидаем, что в отрасли будет происходить процесс консолидации и это станет новой «точкой роста». К тому же эти компании менее уязвимы к росту затрат на оплату труда и менее восприимчивы к ухудшению общих экономических условий.

Еврозона и Япония: монетарные стимулы

- Европейские акции могут стать заменой американских в следующем году. В то время как ФРС переходит к циклу роста ставок, ЕЦБ и Банк Японии собираются расширять стимулирующие программы, аналогичные американской QE. Если эффект от стимулирующих мер будет аналогичным тому, что мы видели в США, то часть новой ликвидности пойдет на фондовые рынки.
- Кроме того, поддержку рынкам акций еврозоны и Японии может оказать поиск инвесторами альтернатив перегретому рынку акций США.

Действующие и завершенные программы стимулирования

Программа	Срок действия программы	Объем	Доходность рынка акций
ФРС США (QE1)	ноябрь 2008 – март 2010	USD1700 млрд	15.2%
ФРС США (QE2)	ноябрь 2010 – июнь 2011	USD900 млрд	11.0%
ФРС США (QE3)	сентябрь 2012 – октябрь 2014	USD2407 млрд	38.4%
Европейский ЦБ	март 2015 – текущее время	EUR1100 млрд	-12.6%
Банк Японии	апрель 2013 – текущее время	JPY80 трлн в год	27.8%
Банк Англии	сентябрь 2009 – июль 2012	GBP375 млрд	+14.8%

Инвестиционные продукты

- **ОПИФ акций «Альфа-Капитал Технологии»** – фонд, инвестирующий в акции технологических компаний. Преимущественно это перспективные американские компании из сектора IT и здравоохранения, чей бизнес растет в разы быстрее мировой экономики.
- **Стратегия ДУ Alfa Global Equities** – стратегия, в которой сформирован глобально диверсифицированный портфель акций и ETF. Задача управляющего – показать результаты на уровне или лучше индекса MSCI All Country World Index.
- **ОПИФ СИ «Альфа-Капитал Баланс»** – фонд с самой широкой инвестиционной декларацией, что позволяет наиболее гибко реагировать на самые различные процессы в мировой экономике. В том числе за счет соотношения рискованных и защитных активов в портфеле.



Долговой рынок

Продолжение стабилизации рынка

Хотя облигационный рынок в 2015 году почти полностью восстановился после коррекции конца 2014 года, он все равно еще торгуется на «стрессовых» уровнях. Доходности как в рублевом, так и долларовом сегменте имеют потенциал дальнейшего снижения.

Российские облигации, несмотря на мощное ралли в 2015 году, остаются привлекательным активом.

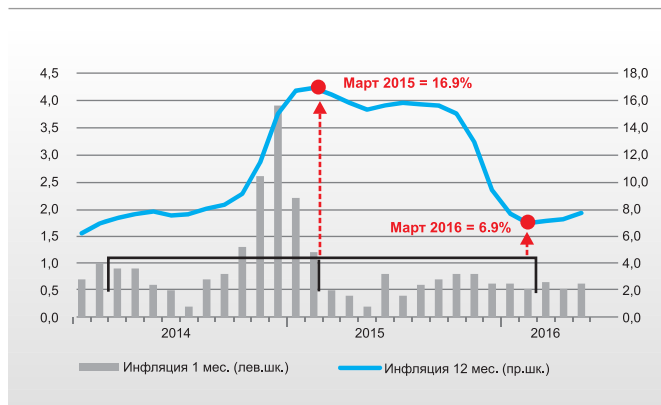
В валютном сегменте привлекательность российских долговых инструментов мы связываем со следующими факторами:

- Дефицит ценных бумаг из-за малого объема размещений, а также существенного объема погашений и выкупов бумаг эмитентами на вторичном рынке.
- Отсутствие дефицита долларовой ликвидности из-за расслабленного графика погашений внешнего долга в 2016 году и адаптации структуры платежного баланса к новым условиям.
- Улучшение кредитных метрик российских компаний, вероятность повышения прогнозов по кредитным рейтингам или даже самих рейтингов в 2016 году.

В рублевом сегменте идеей 2016 года может стать снижение ключевой ставки ЦБ. Судя по инвертированной кривой доходности ОФЗ, рынок в эту идею верит.

Сильное снижение ставок мы ожидаем во II квартале 2016 года. Показатель 12 месяцев инфляции должен резко замедлиться в конце I квартала 2016-го, когда из расчета выпадет I квартал 2015-го. И это должно уменьшить «инфляционные ожидания», на которые ориентируется ЦБ при принятии решений о ставках.

Месячная и годовая инфляция в РФ



Источник: Росстат, оценки УК «Альфа-Капитал»

Ликвидность и кредитные риски

Одной из главных проблем российского долгового рынка в 2016 году (по крайней мере, часть года) будет **низкая ликвидность**, что связано со сжатием рынка из-за малого объема размещений в последние годы. Скорее всего, это приведет к ускоренному снижению доходности долговых инструментов и оживлению первичного рынка.

Что касается кредитных рисков, то 2015 год показал, что на этот раз инвесторы их сильно переоценили. Значимых дефолтов на рынке в течение 2015 года не произошло, российские эмитенты сохранили платежеспособность и дисциплинированно обслуживали обязательства.

Относительно кредитного качества мы ожидаем:

- Пересмотр вверх прогнозов по суверенным рейтингам.
- Сужение кредитных спредов по российским эмитентам.

Доходности в 2016 году продолжают снижаться.

Доходность суверенных рублевых и еврооблигаций



Источник: Bloomberg

Инвестиционные продукты

- **ОПИФ облигаций «Альфа-Капитал Облигации плюс».** Портфель фонда на начало года сформирован с расчетом на снижение инфляции и ключевой ставки ЦБ. В нем высокая доля длинных ОФЗ с фиксированным купоном, что при реализации ожиданий должно обеспечить высокую доходность, особенно в 1-м полугодии 2016 года.
- **ОПИФ облигаций «Альфа-Капитал Еврооблигации».** Диверсифицированный портфель еврооблигаций, выпущенных как российскими, так иностранными компаниями и банками. Текущая доходность по таким инструментам сейчас намного превышает то, что предлагают банки по депозитам.



Инвестиционные продукты

Стратегии в акциях

В 2015 году мы начали смещать акцент в портфелях акций с рынка США на Россию, и в 2016 году, по всей видимости, российский рынок останется в числе приоритетов. При этом мы не заикливаемся на одном рынке и рассматриваем ряд других идей:

- **Увеличение веса российских акций.** В первую очередь это касается акций экспортеров, чье финансовое состояние улучшается от ослабления рубля.
- **Сохранение высокой доли акций компаний высоких технологий.** Данный сектор исторически показывает результаты лучше широкого рынка, и пока нет оснований полагать, что это обстоятельство изменится в 2016 году.
- **Усиление в акциях европейских компаний.** В случае позитивной реакции рынка на запуск масштабного выкупа активов ЕЦБ.
- **Внимание к нециклическим компаниям США.** Если мы правы относительно того, что США проходят пик делового цикла, то самое правильное тактическое решение при покупке акций американских компаний – это выбирать те из них, чьи доходы слабо зависят от стадии цикла. Например, инфраструктурные компании.

Альтернативные инвестиции

В стратегиях, связанных с сырьевыми рынками, наиболее сильной идеей может стать разворот в нефти. Второй идеей является вероятность коррекции развитых рынков акций, в частности США. Кроме того, мы можем увидеть разворот в евро на фоне сокращения спекулятивных ставок на укрепление доллара, а также рекордного положительного сальдо по счету текущих операций еврозоны.

В хедж-стратегиях, в частности ААА, дефицита идей на рынке не наблюдается. Список постоянно меняется, на текущий момент это следующее:

- Вероятность коррекции фондовых индексов.
- Отскок цен на нефть.
- Разворот в евро.
- Продолжение снижения цен драгоценных металлов.
- Движения в целом ряде других активов.

Облигационные стратегии

Основной идеей в облигационных стратегиях в 2016 году будет нормализация российского рынка рублевых и валютных инструментов. В 2015 году экономика РФ оказалась способна адаптироваться к низким нефтяным ценам, заемщики сохранили платежеспособность. График погашений внешнего долга на 2016 год очень комфортный, проблем с его обслуживанием не предвидится.

При сохранении текущих тенденций рейтинговые агентства могут вслед за Moody's пересмотреть прогнозы по суверенному рейтингу РФ, а к концу года и сами рейтинги, что также изменит оценку кредитного качества корпоративных заемщиков.

Доходность долларовых инструментов в течение года продолжит снижаться, хотя и не так быстро, как в 2015 году.

Может произойти оживление первичного рынка, что увеличит ликвидность ценных бумаг.

В рублевой части рынка основной идеей 2016 года будет замедление инфляции и снижение ключевой ставки ЦБ. Исходя из прогноза инфляции 7-8% по итогам 2016 года, снижение ставки ЦБ может составить 200-300 б.п. Причем если основное замедление инфляции, как ожидается, случится в конце I квартала, то активнее всего ЦБ будет снижать ставки во II квартале 2016 года.

- Предпочтение длинным облигациям – ОФЗ, корпоративным выпускам «первого эшелона».
- Использование просадок для формирования и наращивания позиций.
- Стратегия на 1-е полугодие 2016 года: игра на снижение ставок, длина важнее доходности.
- Стратегия на 2-е полугодие 2016 года: yield pick up. По мере отыгрывания идеи снижения ставок потребуются ребалансировка портфелей, снижение дюрации, поиск инструментов с высокой доходностью при адекватном кредитном риске.



Сводный прогноз – 2016

Показатель	Пессимистичный	Базовый	Оптимистичный
Макропоказатели			
Нефть (Brent)	30	45	55
Рост ВВП РФ	-3.0%	2.0%	3.5%
Инфляция РФ	7.5%	8.0%	9.0%
Ключевая ставка ЦБ	8% (-3%)	9% (-2%)	9.5% (-1.5%)
Ставка ФРС	1.0%	1.25%	1.5%
Рынок акций			
Индекс ММВБ (изменение к закрытию 2015 года)	1600 (-9%)	2000 (+14%)	2300 (+30%)
S&P 500 (на конец года)	1600 (-22%)	1800 (-12%)	2100 (+3%)
Рынок облигаций и депозиты			
Доходность рублевых облигационных портфелей	10.0%	12.0%	14.0%
Доходность валютных облигационных портфелей	4.0%	7.0%	9.0%
Средняя ставка рублевых депозитов	7%	7.5%	8.0%
Средняя ставка валютных депозитов	4%	3.5%	3.0%
Валютные курсы			
Рубль/доллар (конец года)	80.0	67.0	60.0
Рубль/евро (конец года)	88.0	80.4	75.0
Евро/доллар (конец года)	1.1	1.2	1.25
Бивалютная корзина (конец года)	83.6	73.0	66.8

Источник: оценки УК «Альфа-Капитал»

Ключевые предположения прогноза

В базовом прогнозе мы предполагаем:

- Отскок цен на нефть в 2016 году, в результате чего средняя цена по году будет выше текущей.
- Отсутствие проблем с долларом фондируемым. Текущее состояние платежного баланса РФ обеспечивает отсутствие дефицита долларов, а также может обеспечивать укрепление рубля даже при низких ценах на нефть.
- Интервенции ЦБ на валютном рынке, которые ограничат потенциал укрепления рубля в случае роста цен на нефть.
- Консервативная бюджетная политика.
- Сохранение стабильной ситуации на рынках рублевого и валютного долга.
- Замедление инфляции в РФ к концу I квартала 2016 года и низкое инфляционное давление в оставшуюся часть года.
- Охлаждение интереса инвесторов к рынку акций США, переток средств в Европу и некоторые развивающиеся рынки, в том числе российский.

Альтернативные варианты и риски

Основные зоны неопределенности, которые могут сильно сказаться на прогнозе, сейчас следующие:

- **Цены на нефть.** Хотя в этом году появилось много признаков того, что добыча в США будет снижаться, этого может оказаться недостаточно для роста цен на нефть – например, в случае если долю США «заберет себе» Иран или другие страны ОПЕК. Кроме того, могут быть неприятные сюрпризы и со стороны спроса, из-за чего восстановление цен может быть отложено.
- **Российский бюджет.** До сегодняшнего дня в части бюджетной политики российское правительство не впадало в популизм, и это оказало серьезную поддержку экономике. Но в 2016 году пройдут выборы в Думу, есть риск увеличения госрасходов ради повышения рейтинга.
- **Рынок акций США.** Текущие уровни по S&P 500 многими расцениваются как завышенные, в 2016 году мы ожидаем коррекции. Вопрос в том, насколько сильно снижение рынка акций США скажется на других площадках.

Информация, изложенная в данном документе, актуальна на 1 февраля 2016 года. ООО УК «Альфа-Капитал» осуществляет инвестиционную деятельность на основании лицензии на осуществление деятельности по управлению ценными бумагами № 077-08158-001000, выдана ФСФР России 30 ноября 2004 года, без ограничения срока действия.

Информация, содержащаяся в данном документе, предназначена исключительно для определенного круга лиц и не имеет целью рекламу, размещение или публичное предложение ценных бумаг, продуктов или услуг или приглашение к подаче заявок на покупку ценных бумаг, продуктов или услуг. ООО УК «Альфа-Капитал» не намеревается предоставлять услуги инвестиционного консультанта через настоящий документ и не делает заверения в том, что ценные бумаги или услуги, описываемые в нем, удовлетворяют требованиям кого-либо из клиентов.

ООО УК «Альфа-Капитал» не утверждает, что приведенная информация или мнения верны или приведены полностью, хотя и базируются на данных, полученных из достоверных источников. Принимая во внимание вышесказанное, не следует использовать данный документ в качестве единственного руководства для принятия самостоятельных инвестиционных решений. ООО УК «Альфа-Капитал» не дает гарантий или заверений и не принимает какой-либо ответственности в отношении финансовых результатов, полученных на основании использования информации, содержащейся в настоящем документе. Информация, данная в настоящем документе, не является исчерпывающей и может быть изменена в любое время без предварительного уведомления. ООО УК «Альфа-Капитал» рекомендует не полагаться на какую-либо содержащуюся в настоящей презентации информацию в процессе принятия инвестиционного решения, которое должно быть основано на исчерпывающей информации. ООО УК «Альфа-Капитал» не несет ответственности за использование данной информации. Подробную информацию о деятельности ООО УК «Альфа-Капитал» Вы можете получить по адресу: 123001, Москва, ул. Садовая-Кудринская, д. 32, стр.1. Телефоны: 783-4-783, 8 (800) 200-28-28. А также на сайте ООО УК «Альфа-Капитал» в сети интернет по адресу www.alfacapital.ru.