

# Аналитический Бюллетень

Декабрь 2017

## Содержание

### Оглавление

<b>I. Инвестиционное резюме .....</b>	<b>1</b>
Рынок облигаций.....	1
Рынок акций.....	3
Валютный рынок .....	4
Сырьевой рынок.....	5
<b>II. Модельный портфель .....</b>	<b>6</b>
Инвестиционные рекомендации .....	7
Закрытые торговые рекомендации.....	8
<b>III. Макроэкономика .....</b>	<b>12</b>
Соединенные Штаты Америки .....	12
Европейский Союз.....	13
Великобритания.....	14
Латинская Америка.....	15
Азия.....	18
Россия.....	21
Турция.....	23
<b>IV. Календарь событий.....</b>	<b>24</b>

## I. Инвестиционное резюме

Актив	Привлекательно	Следует избегать
Облигации	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Краткосрочные в долларах США</li> <li>▪ Облигации с плавающей ставкой</li> <li>▪ TIPS США</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Долгосрочные в долларах США</li> </ul>
Валютный рынок	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Доллар США</li> <li>▪ Швейцарский франк</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Турецкая лира</li> <li>▪ Бразильский реал</li> </ul>
Сырье	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Золото</li> <li>▪ Платина</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Железная руда</li> <li>▪ Нефть</li> </ul>

### Рынок облигаций

#### Процентные ставки

	Значение	YTD	Изменение, б.п.		
			1м	6м	12м
3м LIBOR	1,69	70	21	40	70
UST 2	1,88	69	10	50	69
UST 10	2,41	-4	0	10	-4

Источник: Bloomberg

#### Кредитные спреды

	Значение	YTD	Изменение, б.п.		
			1м	6м	12м
CDS US IG	49	-19	-3	-11	-19
CDS US HY	306	-48	-12	-33	-48
CDS EM	119	-121	-62	-82	-121
Россия	128	-54	0	-42	-54
Бразилия	162	-119	-9	-80	-119
Турция	165	-108	-37	-30	-108

Источник: Bloomberg

#### USD

В декабре на рынке долларовых облигаций сохранилась тенденция к росту доходностей в короткой части кривой. Этому способствовало решение ФРС поднять ключевую ставку на 0,25 б.п. до 1,5% и подтверждение намерения осуществить три поднятия в 2018г. до 2,25%.

Доходность 2-х летних государственных облигаций США увеличилась на 10 б.п. до 1,88%, максимальное значение с 2008г. За год 2-х летняя ставка выросла на 70 б.п. Доходности 10-ти летних государственных бумаг США в декабре не изменилась и осталась на уровне 2,41%. По сравнению с прошлым годом доходность опустилась на 4 б.п. По итогам месяца наклон кривой доходности государственных облигаций США сократился. Спред между доходностями по 10-летним и 2-летним облигациям США опустился с 63 б.п. до 53 б.п. Форма кривой доходности вызывает все больше дискуссий среди экономистов. Согласно данным протокола декабрьского заседания, часть членов ФРС высказали опасения, что инвертированная форма кривой сигнализирует о будущей рецессии. Другие полагают, что на этот раз все по-другому. По прогнозам членов ФРС кривая может инвертироваться в 2020г., когда краткосрочные ставку будут выше долгосрочных нейтральных уровней, чтобы охладить перегрев экономики.

CDS спред облигаций США инвестиционного уровня (IG) сузился на 3 б.п. до 49 б.п. Спреды облигаций не инвестиционного уровня (HY) за месяц снизились на 12 б.п. до 306 б.п. Кредитные спреды развивающихся стран сузились. Лучшую динамику показали облигации Турции. Стоимость фондирования (3М LIBOR) в декабре выросла на 21 б.п. и составила 1,69%.

Мы отдаем предпочтение краткосрочным облигациям инвестиционного качества. Мы также рекомендуем инвестировать в облигации с плавающей ставкой и TIPS, рассматриваем их как способ защиты от роста ставок и инфляции.

	Значение	YTD	Изменение, б.п.		
			1м	6м	12м
Германия	0,42	22	6	-4	22
Франция	0,78	10	10	-3	10
Италия	2,01	19	26	-15	19
Испания	1,56	18	12	4	18
Португалия	1,91	-184	5	-111	-184
Греция	4,07	-295	-128	-129	-295
CDS IG	45	-28	-4	-11	-28
CDS HY	232	-57	2	-14	-57

Источник: Bloomberg

## EUR

В декабре доходности безрисковых облигаций в еврозоне показали рост. По итогу месяца YTM 10-ти летних облигаций Германии выросла лишь на 6 б.п. до 0,42%. Доходность 10-летних облигаций Франции увеличилась на 10 б.п. и составила 0,78%. Облигации периферийных стран за месяц показали отрицательную динамику. Доходности в Италии поднялась на 26 б.п., в Испании и Португалии на 12 и 5 б.п. соответственно. В тоже время облигации Греции показали очень сильную динамику. За месяц доходность 10-ти летних облигаций снизилась на 128 б.п. на фоне роста аппетита к риску.

CDS спред корпоративных облигаций инвестиционного уровня (IG) за месяц снизился на 4 б.п. до 45 б.п. CDS спред облигаций не инвестиционного уровня (HY) в ноябре расширились на 2 б.п. до 232 б.п.

Мы считаем, что среднесрочные и долгосрочные облигации в евро остаются интересным инструментом инвестирования на фоне заявлений мировых ЦБ о готовности оказывать поддержку рынку.

## CNH

По итогам месяца ставка HIBOR O/N выросла с 1,47% до 1,73%. Месячная ставка в декабре опустилась на 2 б.п. с 4,32% до 4,30%. Дневная ставка SHIBOR также показала рост, увеличившись на 5 б.п. до 2,84%. Месячная ставка подскочила на 86 б.п. до 4,94%.

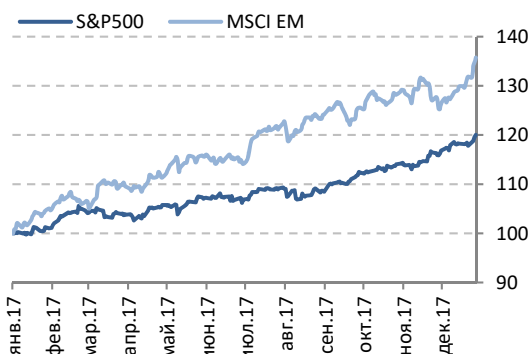
Доходность по 10-тилетним гособлигациям Китая опустилась на 2 б.п. до 3,88%.

	Значение	YTD	Изменение б.п.		
			1м	6м	12м
HIBOR	3,00	-882	2	-243	-882
SHIBOR	2,95	41	6	11	41
CCS 3m	3,66	-585	-51	-25	-585
CCS 1Y	3,97	-218	-18	7	-218
CCS 3Y	4,07	-137	0	-1	-137

Источник: Bloomberg

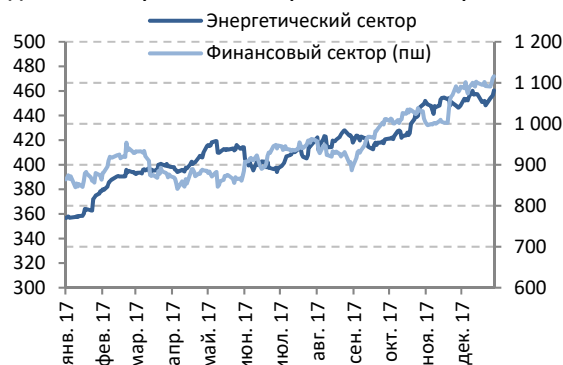
## Рынок акций

Динамика индексов (08.01.2017=100)



Источник: Bloomberg

Динамика энергетического и финансового секторов



Источник: Bloomberg

Динамика акций Apple



Источник: Bloomberg

MSCI Европа



Источник: Bloomberg

**США.** Американский фондовый рынок в декабре сделал немислимое – закрыл ростом 12-й месяц подряд, не раз за этот период переписав исторические рекорды. Индекс широкого рынка S&P 500 за месяц прибавил почти 1,0%. Полноценного рождественского «ралли» не получилось в виду экстремальных уровней перекупленности, что красноречиво подтверждают новые минимумы «индекса страха» VIX. Впрочем, другого выбора у инвесторов не оставалось в виду того, как последовательно нашел поддержку законопроект по налоговой реформе вначале в Палате представителей, потом в Сенате, а в дальнейшем были сведены к нулю расхождения в предложенных ими вариантах. Продление работы правительства на «технический срок» для дальнейшей работы над среднесрочным бюджетом также нивелировало риски коррекции. С точки зрения макроэкономики и корпоративных прибылей все указывало на «зеленый свет» для покупок. Темпы роста ВВП второй квартал подряд превысили 3%, а опережающие индикаторы указывали на сохранение момента после нового года. Поддержка возникла и по линии ФРС: рынок был приятно удивлен отсутствием пересмотра инфляционных прогнозов вверх на фоне реализации налоговой реформы и неуверенностью уходящей с поста главы ФРС Йеллен в отношении «природы» инфляции. Лишним на этом празднике оказался сектор коммунальных компаний как по причине своих «защитных» свойств, так из-за лесных пожаров в Калифорнии, которые подорвали бизнес таких компаний, как Edison (-22,2%) и PG&E (-14,0%). Среди лидеров роста можно было выделить промышленный сектор, в частности Boeing (+9,4%), Caterpillar (+13,7%) и сектор базовых материалов, где выделились акции Freeport McMoran (+31,8%). Лидер этого года, технологический сектор, испытывал давление фиксации прибыли, против «коллег» шли акции телекоммуникационных компаний AT&T (+7,25%) и Verizon Communications (+5,4%)

**Остальной мир.** Европейский фондовый рынок оставался в декабре под влиянием технических факторов, ранее натолкнувшись на сопротивление в виде исторических максимумов. Индекс S&P Europe в итоге в декабре понизился на 2,2%. В то же время к активам в странах с развивающейся экономикой инвесторы были настроены более благожелательно: ETF на индекс MSCI Emerging Markets вырос сразу на 6,9%, повторив максимальные значения с августа 2011 года.

## Валютный рынок

	Значение	Изменение, %			
		YTD	1м	6м	12м
DXY	92.12	-9.9	-1.0	-3.7	-9.9
EUR/USD	1.20	14.1	1.0	5.1	14.1
USD/CHF	0.97	-4.4	-1.0	1.7	-4.4
GBP/USD	1.35	9.5	0.0	3.7	9.5
CAD/USD	0.80	6.9	2.6	3.1	6.9
USD/JPY	112.69	-3.7	0.2	0.3	-3.7
AUD/USD	0.78	8.3	3.3	1.6	8.3
USD/RUB	57.63	-5.9	-1.4	-2.2	-5.9
USD/BRL	3.31	1.8	1.4	0.1	1.8
USD/CNH	6.51	-6.6	-1.6	-3.9	-6.6
USD/TRY	3.80	7.8	-3.2	7.9	7.8

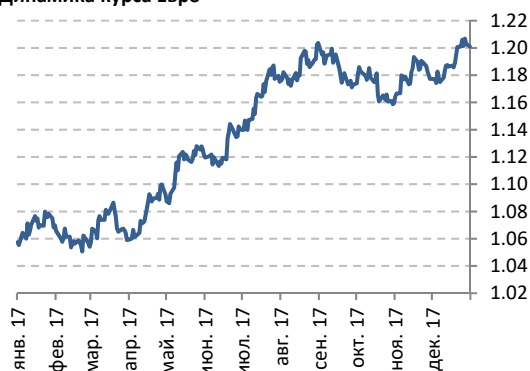
Источник: Bloomberg

### Динамика индекса доллара



Источник: Bloomberg

### Динамика курса Евро



Источник: Bloomberg

### Динамика турецкой лиры



Источник: Bloomberg

**Доллар США** в декабре опустился на 0,83% к корзине валют, доведя совокупные потери с начала года до 9,7%, что стало наихудшим результатом с 2007 года. При этом удачное разрешение саги с налоговой реформой, которая дает основание для ФРС придерживаться планов по дальнейшему росту процентной ставки не смогло остановить продажи доллара. Удар по «американцу» нанесло заседание ФРС, от которого участники рынка ожидали улучшение прогнозов по инфляции в свете налоговой реформы, однако этого не случилось. А осторожные комментарии главы ФРС Йеллен и отсутствие разгона инфляции посеяли зерна сомнений в том, что Федер резерв не изменит своим планам в дальнейшем.

**Единая европейская валюта** укрепила позиции против доллара на 0,85%. Рост производственной активности до максимума за всю историю наблюдений и ожидания того, что в ключевой для региона экономике Германии, будет снята политическая неопределенность после неожиданного исхода выборов в Бундестаг не объясняет силу евро. Скорее это больше проявление слабости доллара, поскольку динамика инфляции в еврозоне осталась разочаровывающей, а глава ЕЦБ Марио Драги был как всегда осторожен в отношении перспектив дальнейшего вектора монетарной политики.

**Британский фунт** подешевел против доллара на 0,17%. В этой паре определяющим стало подтверждение того, что Европейский союз готов предоставить Великобритании «переходный период» для согласования расхождений в рамках Brexit, что нивелировало риски «жесткого развода».

**Китайский юань** подорожал против доллара сразу на 1,56% на фоне ежегодной конференции по экономической работе, где была провозглашена борьба с чрезмерными рисками в финансовом секторе. Последовавший вслед за этим рост доходностей на рынке долга, «косметическое» ужесточение ЦБ монетарной политики и слабость доллара привели к такому исходу по итогам месяца.

**Российский рубль** завершил год победоносно, продавив доллар на 1,3% ниже 58 руб. до 57,66 руб. Опасения в возможном расширении санкций уступили место позитивной переоценке из-за подъема цен на нефть к двухлетнему максимуму. Пик платежей по внешнему долгу благодаря поддержке ЦБ был пройден без особых проблем, а слабость доллара на рынке FOREX привела к поддержке emerging markets, включая и рубль.

**Японская иена** стала единственной среди резервных валют, которая в декабре была слабее, чем доллар. По итогам месяца ослабление составило 1%. Причину стоит искать в ожиданиях сохранения «абэномики», включая ультралиберальную монетарную политику, после переизбрания премьером Синдзо Абэ на фоне сохранения вялой инфляции.

**Турецкая лира** в декабре воспользовалась хрупкостью доллара и укрепила позиции к нему на 3,2% после провала почти на такую же величину месяцем ранее. Фундаментально все скорее указывало на потенциал дальнейшего снижения турецкой валюты на фоне отсутствия решимости ЦБ в борьбе с инфляцией.

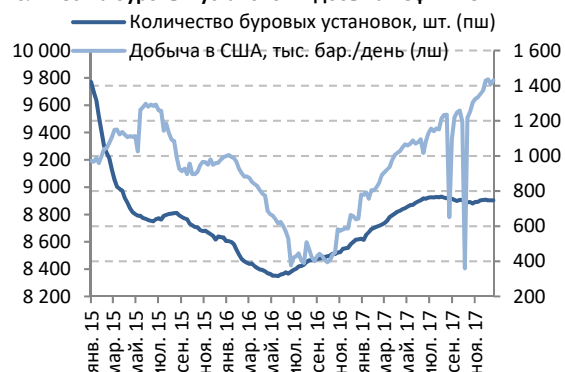
## Сырьевой рынок

Динамика цены на нефть и запасов нефти в США



Источник: Bloomberg

Количества буровых установок и добыча нефти в США



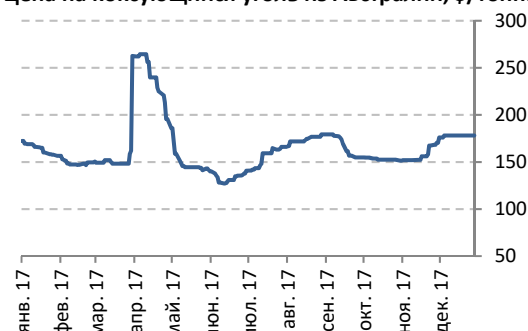
Источник: Bloomberg

Цена на золото, \$ за тройскую унцию



Источник: Bloomberg

Цена на коксующийся уголь из Австралии, \$/тонна



Источник: Bloomberg

### Нефть

Цены на нефть марки Brent в декабре продлили серию роста до шести месяцев кряду, прибавив 6,22%, и доведя прирост от минимумов с начала года до 50%. Основным драйвером стал эффект от ноябрьского решения стран ОПЕК и крупных независимых нефтепроизводителей продлить сделку по ограничению нефтедобычи. По последним на тот момент данным Международного энергетического агентства, в октябре запасы снизились еще на 40,3 млн. барр., сократив среднее превышение спроса над предложением за пять лет до 111 млн. барр. В декабре дополнительное ускорение этому процессу придали перебои с поставками из Ливии и Нигерии, а также авария на нефтепроводе с основных месторождений в Северном море. Добыча в ОПЕК в ноябре опустилась до минимального с ноября уровня в 32,47 млн. барр./сутки, а в США прирост добычи шел медленнее сокращения запасов, которое фиксировалось на протяжении всех четырех недель. Психологическую поддержку оказали заявления стран ОПЕК о том, что в конце 2018 года не будет одномоментного выхода из сделки по ограничению нефтедобычи, что сокращает риски резкой ребалансировки рынка. Это особенно важно с учетом того, что более высокие цены на нефть побудили МЭА пересмотреть прогнозы роста добычи сланцевой нефти с 790 тыс. барр./сутки до 870 тыс. барр./сутки. Вместе с ростом добычи в Бразилии, Канаде и Казахстане это приведет к тому, что в первом полугодии на рынке сохранится профицит в 200 тыс. барр./сутки, который сменится дефицитом на аналогичную величину в 200 тыс. барр./сутки лишь во втором полугодии.

### Золото

В декабре цены на золото продемонстрировали существенную волатильность вначале обновив минимумы с июля, а потом, найдя поддержку в виде ослабления доллара, все-таки преодолели психологическую планку в \$1300/унцию. Прирост по итогам месяца в итоге составил 1,9%, что оказалось вдвое выше ослабления индекса доллара (0,83%). С одной стороны, поддержку оказало понижение доходностей гособлигаций на фоне вялой динамики инфляции в ключевых экономиках мира, с другой стороны восстановление котировок золота можно связать с «подготовкой» инвесторов к коррекции на фондовых рынках, когда проявляются защитные свойства «вечной ценности».

### Коксующийся уголь

В декабре цены на уголь показали рост на 17% после коррекции в сентябре-ноябре. Причиной стали перебои в работе шахт в Австралии, проблемы с логистикой и повышенный спрос со стороны китайских металлургов. Вышедшие данные за ноябрь показали падение экспорта из Австралии на 17% г/г в целом и на 47% в направлении Китая, что нарушило тенденцию предыдущих четырех месяцев, демонстрировавшую двузначные темпы роста экспорта в Поднебесную. Производство рядового угля в Китае в ноябре при этом упало на 2,6%, впервые с января 2017г. Общий показатель с начала года показывает в ноябре рост на 3,4%.



## II. Модельный портфель

Название	Количество	Доля, %	Цена, \$	УТМ, %	M.D.	Z-sprд.	Кредитный рейтинг			Страна	Дата открытия позиции	Прибыль/Убыток, %
							S&P	Moody's	Fitch			
<b>USD Bonds</b>												
ICICI 4.7% 02/21/18	1 000	2,9	100,29	2,52	0,14	184	BBB-	Baa3	BBB-	India	25.08.2015	5,9
Vanke 2.625% 03/13/18	1 350	3,9	99,96	2,85	0,20	126	BBB	Baa2	BBB+	China	30.12.2016	3,0
Afreximbank 3.875% 06/04/18	1 500	4,3	100,46	2,79	0,42	133	NR	Baa1	BBB-	Africa	25.08.2015	9,9
RSNB 5.1% 07/25/18	1 000	2,9	101,12	3,09	0,55	166		Ba2	BB+	Russia	29.09.2017	0,5
BNDES 6.369% 06/16/18	1 500	4,4	101,84	2,30	0,46	129	BB	Ba2		Brazil	30.09.2016	4,1
Canara Bank 5.25% 10/18/18	1 000	2,9	101,77	3,00	0,78	144		Baa3	BBB-	India	25.08.2015	4,0
IS Bank 3.75% 10/10/18	1 500	4,3	100,26	3,44	0,76	169		Ba1	BB+	Turkey	30.06.2016	4,9
VEB 4.224% 11/21/18	1 000	2,9	100,96	3,14	0,88	143	BB+		BBB-	Russia	29.09.2017	0,5
Bao-Trans 3.75% 12/12/18	1 000	2,9	100,68	3,04	0,94	128	BBB+	Baa2	A	China	25.08.2015	7,4
Israel Electric 7.25% 01/15/19	1 500	4,6	104,37	2,95	0,99	143	BBB	Baa2		Israel	30.11.2016	3,1
TEVA 1.7% 07/19/19	1 000	2,8	97,00	3,75	1,52	169	BBB-	Baa3	BBu	Israel	30.11.2017	0,2
Bank Otkritie 4.5% 11/11/19	2 000	5,8	100,13	4,48	1,79	247	B+	B2		Russia	30.09.2016	3,4
Gerdau 7.0% 01/20/20	1 500	4,7	107,53	3,20	1,89	134	BBB-		BBB-	Brazil	31.07.2017	2,4
Emirates NBD Float 01/26/20	1 000	2,9	101,00	2,44	2,00	107		A3	A+	UAE	28.02.2017	2,3
Softbank 4.5% 04/15/20	1 500	4,4	102,13	3,55	2,18	155	BB+	Ba1		Japan	28.04.2017	1,3
Metalloinvest 5.625% 04/17/20	1 000	3,0	105,32	3,22	2,16	128	BB	Ba2	BB	Russia	29.07.2016	7,2
Gold Fields 4.875% 10/07/20	1 500	4,4	102,59	3,91	2,59	185	BB+	Ba1		Africa	30.06.2017	4,0
Macy's Retail 3.45% 01/15/21	1 500	4,4	100,54	3,29	2,86	119	BBB-	Baa3	BBB	US	31.05.2017	1,6
Global Bank 4.5% 10/20/21	1 500	4,4	102,01	3,96	3,51	181	BBB-		BBB-	Panama	31.10.2017	0,0
Seagate 4.25% 03/01/22	1 000	2,9	100,92	5,06	3,73	186	BB+	Baa3	BBB-	US	31.10.2017	0,4
Sberbank 6.125% 02/07/22	1 500	4,8	109,31	3,69	3,63	156		Ba1	BBB-	Russia	29.09.2017	0,8
GM Float 01/14/22	500	1,5	102,59	2,26	3,79	89	BBB	Baa3	BBB	US	31.01.2017	3,7
Pemex Float 03/11/22	1 000	3,1	109,55	2,23	3,83	128	BBB+	Baa3	BBB+	Mexico	30.12.2016	11,1
Barclays Float 01/10/23	1 250	3,7	102,66	2,43	4,64	94	BBB	Baa2	A	UK	31.01.2017	4,7
Morgan Stanley Float 10/24/23	1 250	3,7	102,85	2,05	5,42	78	BBB+	A3	A	US	31.01.2017	3,9
Goldman Sachs Float 10/28/27	1 250	3,8	105,96	2,47	8,53	99	BBB+	A3	A	US	31.01.2017	6,6
<b>EUR Bonds</b>												
KazAgro 3.255% 05/22/19	1 000	3,6	102,22	1,62	1,37	184	BB+		BBB-	Kazakhstan	20.08.2015	21,5



## Инвестиционные рекомендации

### Покупка

Название	ISIN	Количество	Цена	Дата	Пояснение

## Закрытые торговые рекомендации

Название	ISIN	Дата открытия	Дата закрытия	Прибыль/Убыток, \$	Пояснение
Glencore 2.45% 10/25/17	USC98874AN76	11/04/16	30/12/16	44 075,00	<ul style="list-style-type: none"> <li>Фиксация прибыли</li> <li>Доходность опустилась до исторических минимумов 1,7%, не ожидаем дальнейшего снижения.</li> </ul>
VTB 3.15% 12/16/16	CH0193724280	25/08/15	16/12/16	74 681,25 (CHF)	<ul style="list-style-type: none"> <li>Погашение облигации</li> </ul>
Vedanta 9.5% 07/18/18	USG9328DAD24	30/11/16	30/01/17	33 263.89	<ul style="list-style-type: none"> <li>Облигации проданы в рамках оферты по цене 108,125, что на 1,875 выше рынка.</li> </ul>
Davienda 2.95% 01/29/18	USP0R11WAC49	01/03/16	31/01/17	47 213.89	<ul style="list-style-type: none"> <li>Фиксация прибыли</li> <li>Доходность опустилась до 2,0%, Z-сред до 75 б.п. не ожидаем дальнейшего снижения.</li> </ul>
Gold Corp 2.125% 03/15/18	US380956AC63	14/03/16	31/01/17	36 462.77	<ul style="list-style-type: none"> <li>Фиксация прибыли</li> <li>Доходность снизилась до исторических минимумов 1,70%, торгуется на кривой IG. Потенциал дальнейшего снижения исчерпан.</li> </ul>
Seagate 3.75% 11/15/18	US81180WAP68	14/10/16	31/01/17	67 416.66	<ul style="list-style-type: none"> <li>После публикации сильных результатов за IV кв. 2017г. доходность облигаций снизилась по всей кривой на 50 б.п.</li> <li>Облигация торгуется ниже кривой IG. С учетом высокой долговой нагрузки (Net Debt/EBITDA 2.4x), облигация должна торговаться выше.</li> <li>Доходность не соответствует уровню риска, ожидаем расширения Z-спреда.</li> </ul>
Jefferies Group 2.375% 05/20/20	XS1069522057	20/08/15	31/01/17	93 140.83 (EUR)	<ul style="list-style-type: none"> <li>Фиксация прибыли</li> <li>Доходность опустилась до 1,0%, а Z-спред до 100 б.п.</li> <li>Премия над стоимостью фондирования снизилась до 0,5%.</li> <li>Считаем, что облигация перекуплена. Доходность не соответствует уровню риска.</li> </ul>
BIDU 3.25% 08/06/18	US056752AC24	25/08/15	28/02/17	44 451,39	<ul style="list-style-type: none"> <li>Фиксация прибыли на фоне роста рисков замедления экономики Китая.</li> <li>Доходность опустилась до 2,0%, а Z-спред до 66 б.п.</li> </ul>
DB 6.0% 09/01/17	US25152CMN38	30/09/16	31/03/17	27 800,00	<ul style="list-style-type: none"> <li>Фиксация прибыли</li> </ul>

					<ul style="list-style-type: none"> <li>Доходность опустилась ниже 1,8%.</li> </ul>
RSHB 6.299% 05/15/17	XS0300998779	29/01/16	31/03/17	95 757,42	<ul style="list-style-type: none"> <li>Фиксация прибыли</li> <li>До погашения осталось менее 2-х месяцев</li> </ul>
Halkbk 4.875% 07/19/17	XS0806482948	29/07/16	28/04/17	42 093,75	<ul style="list-style-type: none"> <li>Фиксация прибыли</li> <li>До погашения осталось менее 3-х месяцев</li> </ul>
VEB 5.45% 11/22/17	XS0559800122	29/07/16	28/04/17	38 812,50	<ul style="list-style-type: none"> <li>Фиксация прибыли</li> <li>Доходность опустилась ниже 2,0%.</li> </ul>
Caixa Economica Federal 2.375% 11/06/17	US12803X2A85	11/04/16	31/05/17	37 869,79	<ul style="list-style-type: none"> <li>Фиксация прибыли</li> <li>Снижение риска на Бразилию</li> </ul>
Transalta 6.65% 05/15/18	US89346DAC11	30/06/16	30/06/17	82 875,00	<ul style="list-style-type: none"> <li>Фиксация прибыли</li> <li>Доходность опустилась до 2,1%.</li> </ul>
Global Bank 4.75% 10/05/17	US37952RAA86	25/08/15	31/07/17	112 802,09	<ul style="list-style-type: none"> <li>Фиксация прибыли</li> </ul>
Gerdau 7.25% 10/20/17	USG2440JAE58	30/06/16	31/07/17	74 906,25	<ul style="list-style-type: none"> <li>Фиксация прибыли</li> </ul>
DB Float 05/10/19	US25152R5E95	31/03/17	29/09/17	18 599,43	<ul style="list-style-type: none"> <li>Фиксация прибыли</li> <li>Доходность опустилась ниже 1,7%</li> </ul>
Vale 5.625% 09/15/19	US91911TAJ25	30/09/16	29/09/17	100 335,00	<ul style="list-style-type: none"> <li>Досрочное погашение облигации эмитентом</li> </ul>
Ziraat Bank 4.25% 07/03/19	XS1083936028	28/04/17	11/10/17	27 085,41	<ul style="list-style-type: none"> <li>Сокращение риска на Турцию на фоне роста геополитической напряженности между США и Турцией</li> </ul>
Global Bank 5.125% 10/30/19	USP47718AA21	31/07/17	31/10/17	19 755,20	<ul style="list-style-type: none"> <li>Фиксация прибыли</li> <li>Облигация торгуется очень дорого. Доходность опустилась до 1,9%, Z-спред до 84. Не ожидаем дальнейшего снижения.</li> </ul>
Tanner 4.375% 03/13/18	USP89708AA25	29/07/16	30/11/17	39 454,86	<ul style="list-style-type: none"> <li>Фиксация прибыли</li> </ul>
ABN AMRO 7.125% 07/06/22	XS0802995166	17/12/15	29/12/17	163 127.27(EUR)	<ul style="list-style-type: none"> <li>Фиксация прибыли</li> <li>Доходность опустилась до 0,8%, а Z-спред до 59 б.п.</li> <li>Премия над стоимостью фондирования снизилась до 0,24%.</li> <li>Доходность не соответствует уровню риска.</li> </ul>

### Структура займов

Название	Рыночная стоимость, \$	Начисленный процент, \$	Сумма займа, LCL	Погашение	Валюта	Ставка	Дата открытия позиции
Loan 30.11.17 1 935k EUR		-38 590,00		29.12.2017	EUR	0.56%	30.11.2017
Loan 30.11.17 1 935k EUR	-752 859,34	0,0	-625 000	31.01.2019	EUR	0.56%	29.12.2017

### Структура по классам активов и валютам

	Всего, \$	Всего, %	USD	CNH	CHF	EUR
<b>Денежные средства</b>	116 104	0%	112 913	0	0	3 192
<b>Облигации</b>	35 053 387	102%	33 797 901	0	0	1 255 486
<b>Заемные средства</b>	-752 859	-2%	0	0	0	-752 859
<b>Прочее</b>	0	0%	0	0	0	0
<b>Итого, \$</b>	34 416 632	100%	33 910 813	0	0	505 819
<b>Итого, %</b>	100%		99%	0%	0%	1%

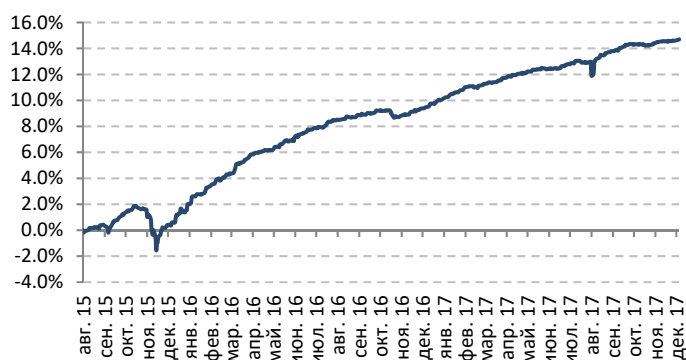
### Структура по сроку погашения и рейтингу

		Менее 1 года	1-2 года	2-3 года	3-4 года	Более 4 лет
		<b>100%</b>	<b>31%</b>	<b>17%</b>	<b>20%</b>	<b>9%</b>
<b>AAA</b>	<b>0%</b>	0%	0%	0%	0%	0%
<b>AA</b>	<b>0%</b>	0%	0%	0%	0%	0%
<b>A</b>	<b>10%</b>	0%	0%	3%	0%	7%
<b>BVB</b>	<b>58%</b>	17%	11%	5%	9%	16%
<b>BB</b>	<b>26%</b>	14%	0%	12%	0%	0%
<b>Другие</b>	<b>6%</b>	0%	6%	0%	0%	0%
<b>Без рейтинга</b>	<b>0%</b>	0%	0%	0%	0%	0%

### Структура по региону

Страна	Доля, %
Russia	19%
US	16%
Brazil	9%
Africa	9%
Israel	7%
China	7%
India	6%
Japan	4%
Panama	4%
Turkey	4%
UK	4%
Kazakhstan	4%
Mexico	3%
UAE	3%

### Динамика доходности портфеля



### Параметры портфеля

Weighted Duration	2,23
YTM	3,12%
Coupon Yield	4,32
Leverage	1,02
Potential Leverage	2,63
LTV Rate, %	62%
Lending Value	21 724 331,00
Available Margin	21 084 385,00
Expected return	3,2%
1 нед. 95% VaR	\$182 360,00

### Динамика портфеля

- В декабре чистая стоимость активов портфеля выросла на 0,17%. Также, как и в прошлом месяце на динамику портфеля оказывает негативное влияние рост доходностей гос. облигаций США. В среднем доходность к погашению облигаций, входящих в портфель, увеличилась на 7 б.п. Отрицательную динамику показали облигации Gold Fields'20, Israel Electric'19, Bank Otkritie'19 и Softbank'20.
- Выпуск Seagate'22 вырос на 0,7%, продемонстрировав лучший результат среди всех облигаций. Также сильную динамику показали облигации с плавающей ставкой.
- Мы ожидаем дальнейшего роста доходностей рынке облигаций.

### Структура портфеля

- В декабре структура портфеля незначительно изменилась. Мы зафиксировали прибыль в субординированном выпуске ABN AMRO 7.125% 07/06/22. Денежные средства от продажи были направлены на погашения займа, привлеченного для финансирования покупки данной облигации. Доходность выпуска опустилась до 0,8%, при стоимости фондирования в 0,56%. Мы считаем дальнейшее удержание позиции не целесообразным в силу низкой потенциальной прибыли на единицу риска. Выпуск несет высокий процентный риск, т.к. имеет большой дюрации. Спред между доходностью и стоимостью фондирования сузился до 24 б.п. Z-спред составляет 59 б.п. Облигация торгуется на кривой BBB и мы не видим потенциала для дальнейшего сужения спреда.
- В декабре дюрация портфеля уменьшилась с 2,37 до 2,23 за счет продажи длинного выпуска ABN AMRO'22. Уровень плеча составил 1,02. Кредитное качество портфеля за месяц не изменилось. Доля облигаций инвестиционного уровня осталась на уровне 68%.

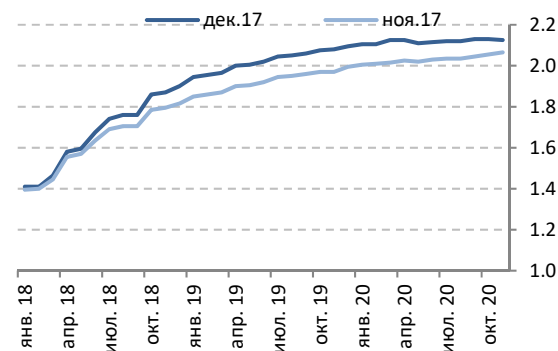
### Ожидаемая доходность

- Ожидаемая доходность портфеля, при прочих равных условиях, составляет 3,2% годовых.

### III. Макроэкономика

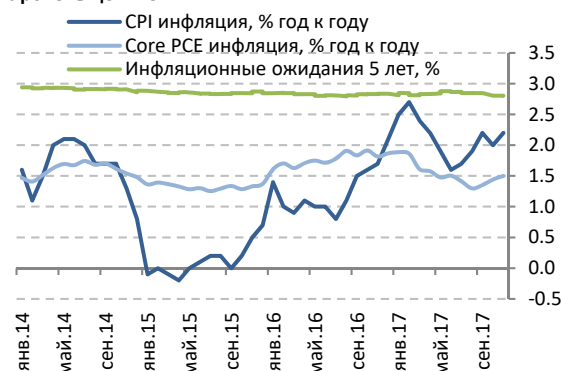
#### Соединенные Штаты Америки

Фьючерс на ставку Fed Fund



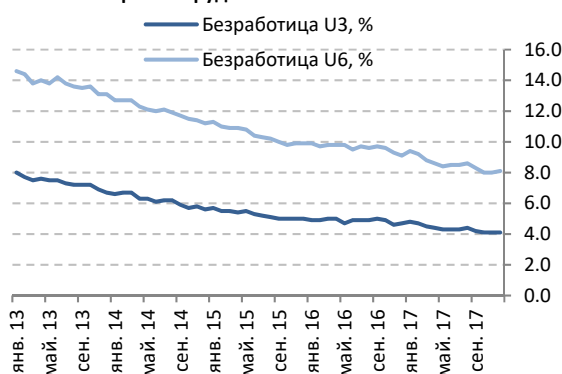
Источник: Bloomberg

Уровень цен в США



Источник: Бюро экономического анализа США, Bloomberg

Показатели рынка труда



Источник: Бюро трудовой статистики США

**Трамп утвердил закон о налоговой реформе.** Ранее проект закона был одобрен двумя палатами Конгресса после долгих дебатов и согласований. Окончательный вариант предполагает снижение ставки налога на прибыль корпораций с 35% до 21%, а также вводит льготную ставку для репатриации прибыли за рубежом для юрлиц – 15,5% для наличных средств и 8% – для безналичных. Помимо этого, бизнес получит налоговые вычеты на капитальные затраты. Упрощается система налогообложения для физических лиц с понижением нижней ставки до 10% с одновременным сокращением числа налоговых вычетов. Вдобавок к этому республиканцам удалось добиться отмены индивидуального мандата системы медицинского страхования Obamacare, предполагающего обязательный штраф для тех граждан, которые отказались от приобретения медицинской страховки.

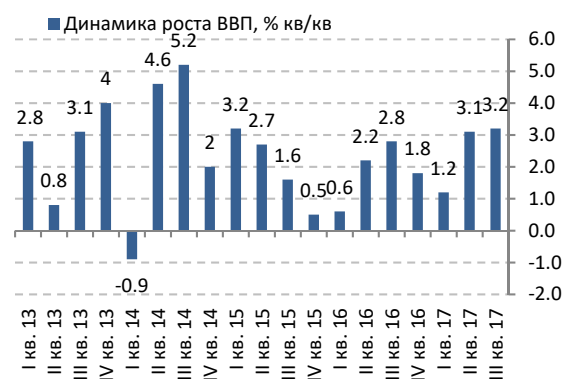
**Минфин США считает, что налоговая реформа окупит себя.** Согласно расчетам ведомства, налоговые новации ускорят рост ВВП на 0,7% в год в следующие 10 лет до 2,9%. В результате бюджет получит дополнительные налоговые поступления на \$1,8 трлн в следующие десять лет, что окажется выше оцененных потерь в \$1,5 трлн в результате снижения налоговых ставок. Объединенный комитет Конгресса США по вопросам налогообложения в свою очередь оценил позитивный эффект скромнее – в \$408 млрд. Экономисты настроены более скептически и полагают, что рост экономики ускорится лишь на 0,1-0,4% ВВП в год, что приведет к росту дефицита бюджета и госдолга страны.

**Инфраструктурный план Трампа в \$1 трлн будет представлен на голосование в начале 2018 года.** Препятствием на этом пути может стать необходимость сокращения госрасходов на \$200 млрд в ближайшие десять лет (предполагается, что оставшиеся \$800 млрд будут получены из бюджетов штатов и от частных инвесторов), в чем у республиканцев и демократов есть серьезные разногласия.

**Федрезерв повысил диапазон ключевой ставки на 25 б. п. до 1,25-1,50%, третий раз в 2017 году.** Против этого решения выступили сразу двое представителей комитета – Нил Кашкари и Чарльз Эванс. В своих экономических прогнозах ФРС учло эффект от налоговой реформы Трампа – ожидания ВВП на 2018 год были улучшены с 2,1% до 2,5%. Примечательным стало то, что оценки инфляции остались без изменений на фоне некоторого улучшения прогнозов по безработице, что вызвало разочарование долларовых «быков», несмотря на то, что ФРС осталась привержен планам по трехкратному ужесточению политики в 2018-м году.

**Безработица в США в ноябре осталась на минимуме с 2000 года.** Показатель вновь составил 4,1% на фоне сохранения показателя

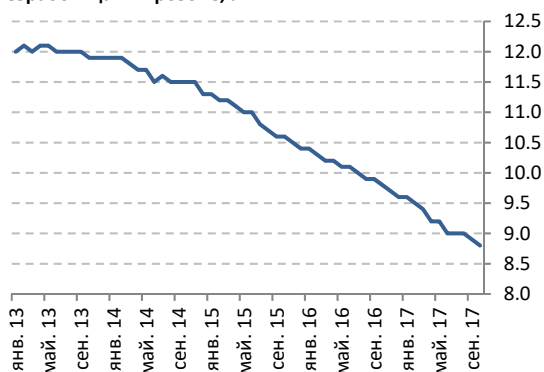
### Динамика роста ВВП, % квартал к кварталу



Источник: Бюро экономического анализа США

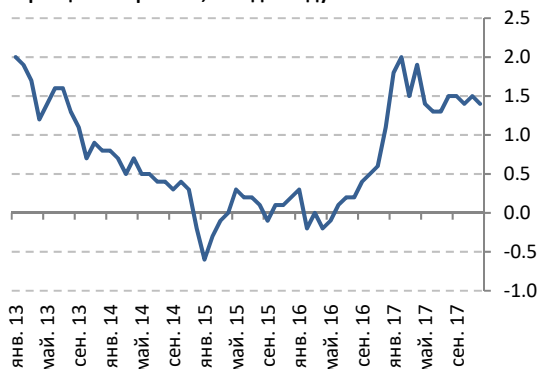
## Европейский Союз

### Безработица в Еврозоне, %



Источник: Eurostat

### Инфляция в Еврозоне, % год-к-году



Источник: Eurostat

доли участия в рабочей силе в 62,7%. Вне сельскохозяйственного сектора было создано 228 тыс. рабочих мест при прогнозе в 195 тыс., что, впрочем, было нивелировано ухудшением показателей за сентябрь-октябрь на 37 тыс. Разочаровывающей оказалась динамика заработных плат – в годовом выражении темпы ускорились с 2,3% до 2,5%, однако экономисты рассчитывали на показатель в 2,7%. Тем не менее такая комбинация оказалась идеальной для поддержания позитивных настроений на финансовых рынках, в то время как доллар продолжил испытывать давление.

### Стержневая инфляция в ноябре вновь замедлила темпы роста.

Рост потребительских цен без учета продуктов питания и энергоносителей в годовом выражении составил 1,7% после роста на 1,8% в октябре. В то же время за счет скачка цен на бензин на 7,3% м/м общий показатель инфляции оказался на уровне в 2,2% относительно ноября прошлого года, тогда как в октябре был зафиксирован рост в 2,0%.

### ЕЦБ подтвердил сокращение объема покупок активов до 30 млрд. евро с января 2018 года.

По итогам заседания глава ЕЦБ Марио Драги указал на благоприятное развитие ситуации в экономике, которое, впрочем, пока не привело к усилению ценового давления, что дает основания рассчитывать на выполнение целей по инфляции в будущем. Управляющий совет не стал менять уровень ключевых процентных ставок и улучшил оценки роста ВВП: на 2017 год прогноз был повышен с 2,2% до 2,4%, на 2018-й – с 1,8% до 2,3%, на 2019-й – с 1,7% до 1,9%. Прогноз по инфляции на 2018 год был скорректирован с 1,2% до 1,4%, тогда как на 2019-й оставлен без изменений на уровне в 1,5%. Целевой параметр инфляции в 2,0% по ожиданиям регулятора не будет достигнут до 2020 года (прогноз составляет 1,7%), что обуславливает «открытую дату» ЕЦБ в вопросе сокращения стимулов и сохранения ключевой ставки на нулевом уровне на этот период.

### Инфляция в еврозоне в ноябре ускорилась медленнее ожиданий.

В годовом выражении показатель вырос на 1,5% после роста на 1,4% в октябре, аналитики рассчитывали на рост в 1,6%. Без учета цен на продукты питания, энергоносители и алкоголь темпы роста потребительских цен остались на уровне в 0,9% г/г, аналитики и здесь ждали показателя на 0,1% выше. Столь слабая динамика бросает тень на планы ЕЦБ по постепенному сворачиванию объемов программы количественного смягчения.

### Рост ВВП еврозоны в III квартале составил 2,6% в годовом выражении.

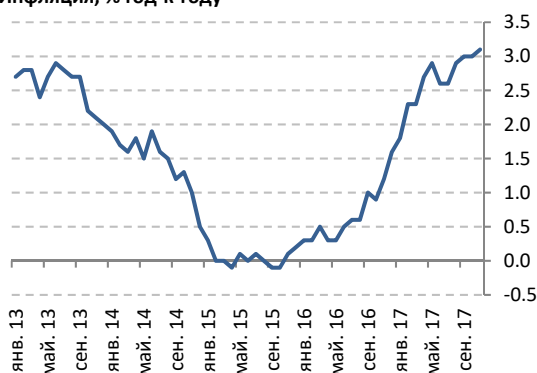
Предыдущая оценка предполагала рост в 2,5%. В квартальном выражении укрепление экономики составило 0,6%. Драйвером стало в первую очередь увеличение инвестиций на 1,1%. Потребительские расходы повысились на 0,3%, в то время как подъем экспорта на 1,2% был почти нивелирован ростом импорта на 1,1%. По оценкам Еврокомиссии по итогам 2017 года, рост ВВП составил 2,2% после 1,8% 2016-м году, в 2018-м замедлится до 2,1%, а в 2019-м – до 1,9%.



**Сводный индекс деловой активности в декабре подскочил до максимума с февраля 2011 года.** По данным IHS/Markit показатель вырос с 57,5 п. до 58,1 п. В сфере услуг отмечены наиболее оптимистичные настроения за последние 80 месяцев, а рост новых заказов достиг пика за десять лет. В обрабатывающей промышленности в свою очередь были зафиксированы рекордные значения за всю историю наблюдений с июня 1997 года.

## Великобритания

Инфляция, % год-к-году



Источник: UK Office for National Statistics

**Евросоюз решил дать Великобритании «переходный период» для окончательного Brexit.** Чиновники из Брюсселя уточнили, что процесс должен быть завершен до конца 2020 года, что совпадает с окончанием семилетнего бюджетного периода. После референдума таким образом пройдет 21 месяц, премьер Великобритании Тереза Мэй изначально настаивала на сроке в два года. В настоящее время эксперты с обеих сторон готовят свои предложения для второго этапа переговоров, которые затронут вопросы торговли и начнутся после нового года. Окончательный вид договоренности в этой сфере должны приобрести в марте 2018-го года.

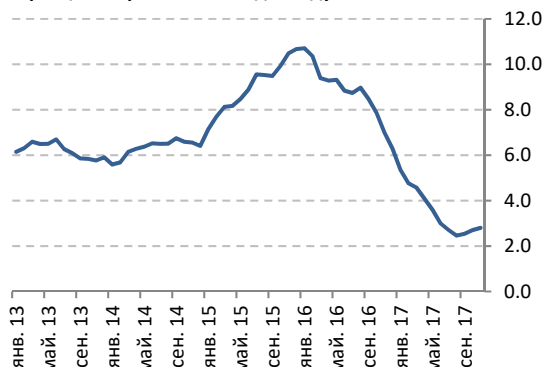
**Банк Англии оставил ключевую процентную ставку без изменений после первого подъема за десять лет в ноябре.** Регулятор намекнул на то, что текущие экономические прогнозы предполагают сохранение цикла на умеренное ужесточение политики в ближайшие несколько лет. За вердикт проголосовали все девять членов комитета. Банк Англии позитивно оценил ход переговоров по Brexit, а также новый бюджет, который может поддержать темпы роста экономики. Согласно рыночным ожиданиям следующее повышение ключевой ставки может произойти в конце 2018-го года.

**Рынок труда остался слабее летних пиков из-за приближения Brexit.** Бизнес сократил 68 тыс. рабочих мест в сентябре после пика в июне, когда работу имели 30,97 млн. британцев. За последний месяц показатель был улучшен на 27 тыс. рабочих мест. Уровень безработицы остался на минимуме за 40 лет в 4,3%. Зарплаты в III кв. выросли на 2,3% год к году, что оказалось медленнее инфляции.

**Инфляция в ноябре продолжила ускоряться и достигла пика с марта 2012 года.** Рост в годовом выражении составил 3,1%, что оказалось большой неожиданностью для экономистов, которые рассчитывали, что показатель останется на октябрьском уровне в 3,0%. Причиной подобного расхождения стали рост цен на топливо и медленное снижение цен на авиабилеты. Стержневой показатель в то же время в ноябре остался на уровне в 2,7%, как и месяцем ранее.

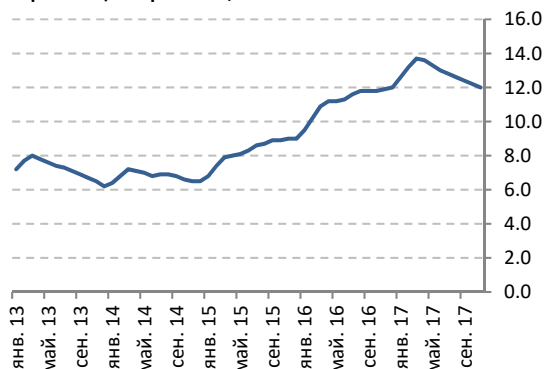
## Латинская Америка

Инфляция в Бразилии, % год-к-году



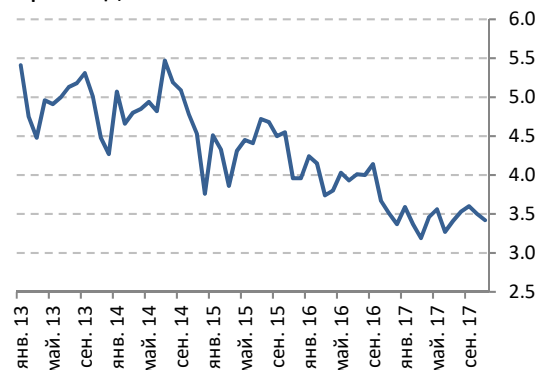
Источник: Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística

Безработица в Бразилии, %



Источник: Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística

Безработица, %



Источник: INEGI

### Бразилия

**Банк Бразилии понизил ключевую ставку на 50 б. п. до исторического минимума.** Ключевая ставка Selic теперь составляет 7,0%, как и рассчитывали все опрошенные Bloomberg аналитики. После десятого снижения в рамках цикла смягчения политики ЦБ указал на более умеренные шаги в дальнейшем. Ключевым в этом отношении остается успех или провал голосования по налоговой системе и пенсионной реформе. Последний предполагает экономию в размере 480 млрд реалов (\$150 млрд долл). Центробанк прогнозирует годовую инфляцию на уровне 4,2% в 2018 и 2019 гг., основываясь на оценках, полученных по результатам еженедельного опроса экономистов. Официальная цель по инфляции останется на уровне 4,5% в следующем году и снизится до 4,25% в 2019 г.

**Экономика вышла из рецессии, показав в III кв. рост второй квартал подряд.** Рост ВВП составил 1,4% при прогнозе в 1,3%, за предыдущий квартал показатель был улучшен с 0,3% до 0,4%. Позитивный сдвиг продолжился за счет подъема потребительского спроса (+2,2% против +0,6% во II кв.) и скачка экспорта (+7,6% против +2,5%). Госрасходы сократили негативный вклад (-0,6% против -0,8%).

**Индекс опережающих индикаторов IBC-Vg в октябре вопреки ожиданиям спада (-0,15%) показал прирост в 0,29%.** В сентябре был зафиксирован рост в 0,27%. За год индекс увеличился на 2,3%.

**Потребительские цены в ноябре продолжили ускорение четвертый месяц кряду.** В годовом выражении рост составил 2,80% при прогнозе в 2,88% и 2,70% по итогам октября. Рост цен на жилье и транспорт был отчасти нивелирован снижением цен на продукты питания. С начала года подъем цен не превысил 2,5%, что может привести к тому, что целевой порог в 4% не будет превышен впервые за последние 20 лет.

### Мексика

**В преддверии шестого раунда переговоров по изменению НАФТА, намеченных на 23-28 ноября, добиться сближения пока не удалось.** Из 30 глав соглашения вопросов нет лишь к двум. Большая часть разногласий была вызвана отказом Мексики и Канады принять предложение США и повысить минимальный порог для автомобилей с 62,5% до 85% североамериканских деталей. В Вашингтоне рассчитывают также на то, что автомобили будут на 50% состоять из произведенных в США деталей. Помимо этого, камнем преткновения остается позиция американских властей в отношении отказа от ключевого механизма в разрешении споров по вопросам сельского хозяйства. У сторон остается все меньше времени до проведения выборов президента Мексики, которые пройдут в конце марта.

**Эксперты ждут «грязных» выборов президента.** Обвинения в подкупе избирателей, незаконного финансирования предвыборной деятельности, коррупции и вплоть до устранения негодных сторонников кандидатов могут достичь апогея по

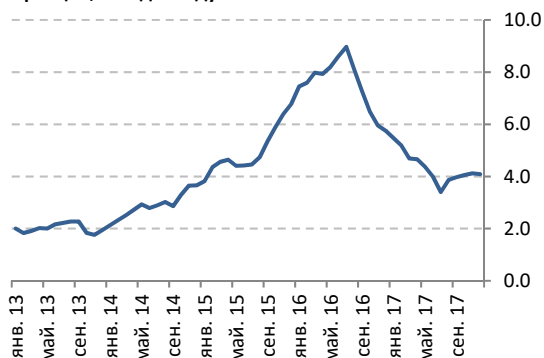
сравнению с другими кампаниями. В случае если разрыв между победителем и его главным преследователем окажется минимальным страну может захлестнуть волна насилия.

**Лидер президентской гонки Андрес Мануэл Лопес Обрадор смягчил свою позицию в отношении реформы энергетики.** Придерживающихся левых взглядов мэр Мехико тем самым отреагировал на опасения, что Мексика может пойти по пути Венесуэлы. Этот шаг может ограничить нервозность зарубежных инвесторов и сдержать отток капитала в случае его победы.

**Банк Мексики повысил ключевую процентную на 25 б. п. до 7,25%, как и ожидалось.** Один из четырех членов комитета голосовал за повышение на 50 б. п. Регулятор отметил ухудшение инфляционных перспектив – рост инфляции в декабре может усиливаться с 6,63% г/г, достигнутых в ноябре.

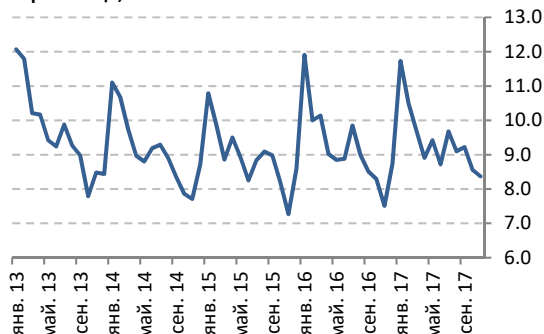
**Новый глава ЦБ Мексики Алехандро Диаз де Леон выразил приверженность жесткой монетарной политики.** Де Леон питал симпатии к стимулирующей направленности политики, однако неопределенность в отношении торговых отношений с США и устойчиво высокая инфляция вынудят регулятора продолжить линию, выстроенную прежним главой Карстенсом. По словам нынешнего руководителя, стоимость ошибки в случае потери контролем над инфляцией окажется выше чем усугубление проблем с ростом экономики. В настоящий момент инфляция вдвое превышает таргет в 3% уже на протяжении семи месяцев, что грозит закрепить высокие инфляционные ожидания. В отличие от ЦБ, которые рассчитывает, что она опустится в диапазон 2-4% к концу 2018 года, экономисты видят ее выше на уровне в 4,05%.

Инфляция, % год-к-году



Источник: Banco Central de la Republica de Colombia

Безработица, %



Источник: Departamento Administrativo Nacional de Estadística

## Колумбия

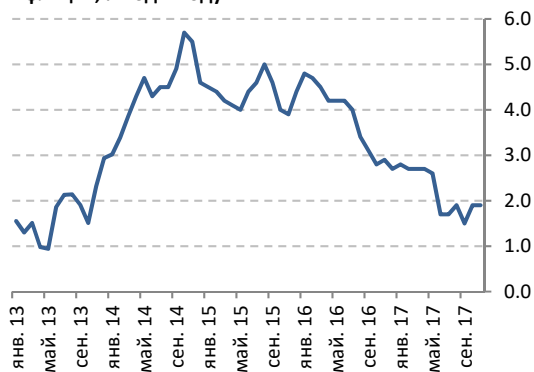
**Банк Колумбии оставил ключевую ставку без изменений на уровне в 4,75%, что совпало с ожиданиями экономистов.** Решение было принято единогласно всеми членами комитета на фоне усиления инфляции и сохранения роста экономики слабее ожиданий, что сделало целесообразным сохранение уровня стоимости заимствований на минимуме с сентября 2015 года.

**Инфляция в ноябре вышла на максимум за семь месяцев в 4,12% г/г.** Консенсус-прогноз предполагал рост в 4,06% г/г. Ускорение темпов роста цен было зафиксировано в телекоммуникационных услугах, транспорте и аренде жилья, в то время как цены на продукты питания, услуги образования и здравоохранения остались практически без изменений.

**Спад в промышленности в октябре замедлился до -0,3% г/г.** В то же время эксперты ожидали, что показатель перейдет к росту и составит 1,0%. В предыдущие два месяца статистики рапортовали о сокращении в -3,0% и -2,0% соответственно. С начала года снижение показателя составило 0,7%.

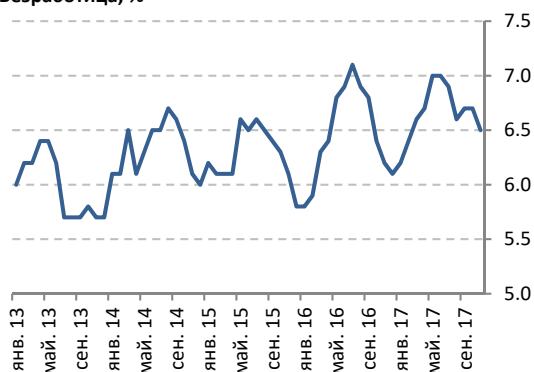
**Индекс экономической активности ISE по итогам октября вырос на максимальные с июля 1,4%.** Показатель сентября был улучшен с 0,2% до 0,4% Среднее значение индикатора за все время расчета данного показателя с 2001 года оставляет 3,90%.

Инфляция, % год-к-году



Источник: Instituto Nacional de Estadística

Безработица, %



Источник: Instituto Nacional de Estadística

## Чили

**Во втором туре президентских выборов победу одержал Себастьян Пинера.** За бывшего президента отдали голоса 54,6% жителей Чили, за его оппонента, левоцентриста, Алехандро Гуилльера – 45,4%. После анемичного роста экономики в последний электоральный цикл избиратели прониклись программой Пинеры, ориентированной на поддержку бизнеса. В частности, будущий президент намерен ослабить госрегулирование и понизить налоговые ставки для корпораций, что по его замыслу приведет к созданию 600 тыс. новых рабочих мест и удвоит темпы роста экономики. Рынки приветствовали исход голосования: фондовый индекс IPSA подскочил на максимальные с октября 2008 года 6,6%, а чилийский песо укрепился против доллара на 2,4%.

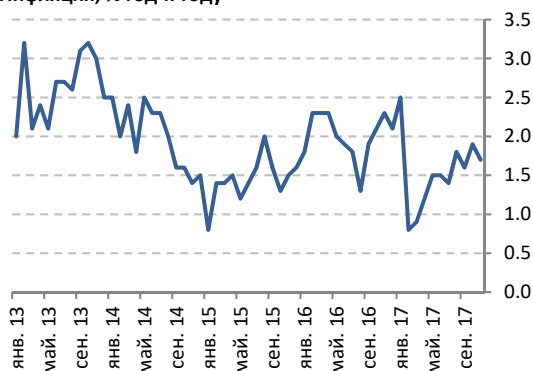
**Банк Чили оставил ключевую ставку без изменений на уровне 2,5% седьмой раз подряд, что соответствовало ожиданиям в рамках прогнозов.** Регулятор отметил благоприятные тенденции на внешних рынках и сдержанный рост инвестиций из-за слабости строительного сектора, что было нивелировано некоторым оживлением инфляции, которая, впрочем, остается ниже целевого значения в 3%, что провоцирует риски того, что ее сближение с ним будет отложено.

**Годовая инфляция в ноябре осталась на уровне в 1,9% после роста в октябре с минимума за четыре года в 1,5%.** Стержневой показатель замедлил темпы роста с 2,1% до 1,8%.

**Объем промпроизводства в ноябре замедлил темпы роста с 4,8% г/г до 2,3% г/г.** Факторами этого стало уменьшение добычи меди (4,8% против 13,2%), (это повлияло на показатель добычи полезных ископаемых в целом (4,2% против 10,2%)), а также снижение выработки в коммунальном хозяйстве (-3,5% после роста на 1,2%). В то же время в обрабатывающей промышленности рост выпуска ускорился с 0,4% до 1,9%.

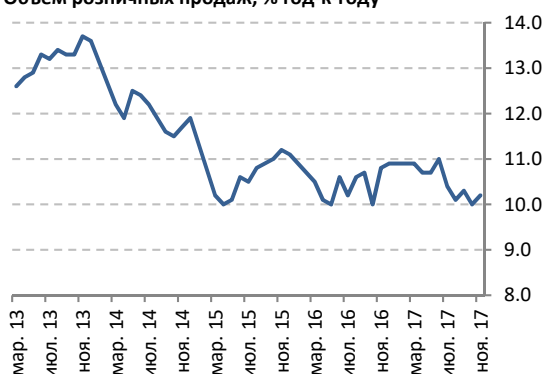
## Азия

Инфляция, % год-к-году



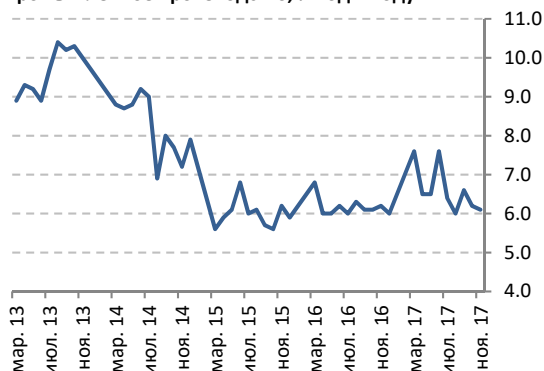
Источник: National Bureau of Statistics of China

Объем розничных продаж, % год-к-году



Источник: National Bureau of Statistics of China

Промышленное производство, % год-к-году



Источник: National Bureau of Statistics of China

## Китай

**США повышают ставки в торговом противостоянии с Китаем.** В рамках ВТО представители Вашингтона выразили несогласие с предоставлением экономике КНР статуса «рыночной», поддержав своих европейских коллег, которые в настоящий момент настаивают на том, что они имеют право использовать методологию «страны-суррогата», что позволит им существенно повысить импортные пошлины в рамках антидемпингового расследования. Вместе с негативными публикациями в СМИ такое решение американских властей бросает тень на недавно подписанные договоры между США и Китаем совокупным объемом в \$253 млрд. и оставляет возможной угрозу начала полноценной торговой войны. Так, бизнес ждет итогов крупных расследований в отношении интеллектуальной собственности и продукции сталелитейной отрасли, которые могут стать прологом для введения заградительных импортных пошлин.

**Пекин намерен в течение трех лет одержать победы в борьбе с чрезмерными рисками в финансовой сфере, загрязнением окружающей среды и бедностью.** Усилия по снижению чрезмерной долговой нагрузки актуализировались после XIX съезда Коммунистической партии Китая, где эти меры были объявлены в качестве составляющей структурных реформ. Определенные шаги в области регулирования уже последовали и привели к росту числа дефолтов среди так называемых компаний-зомби и отчасти способствовали заметному росту доходностей на долговом рынке.

**Пекин готов «бросить» региональные власти в случае возникновения у них проблем с обслуживанием и рефинансированием долга.** Подобную мысль озвучил глава аналитического департамента Банка Китая в China Business News. Это следует воспринимать как сильный сигнал для инвесторов, чтобы они пересмотрели свои ожидания в отношении обязательств регионов, которые воспринимаются сейчас как фактически лишенные риска дефолта. Подобные шаги были встречены с поддержкой рейтинговыми агентствами и привели к нервозности на долговом рынке страны.

**Власти Китая, вероятно, готовы уменьшить амбиции в отношении темпов роста экономики.** Один из высокопоставленных представителей Компартии КНР указал, что цель по удвоению ВВП к 2020-му году за десять лет может быть достигнута и в случае, если среднегодовой рост ВВП к этому времени составит 6,3%. Ранее во всех правительственных документах фигурировала цифра в 6,5% на горизонте 2016-2020 гг. Такое заявление можно воспринимать как готовность пожертвовать экономическим ростом для уменьшения системных рисков в финансовой системе и улучшения экологической обстановки. В то же время цель на 2018-й год, судя по всему остается без изменений, несмотря на текущую борьбу с чрезмерным кредитованием. Об этом свидетельствуют заявления одного из ведущих сотрудников государственного аналитического центра. Официальный прогноз должен быть



озвучен в начале года на ежегодном конгрессе Китая.

**Совокупный объем финансирования в Китае в ноябре подскочил до 1,6 трлн юаней, несмотря на кампанию по ограничению рисков в системе.** Аналитики ожидали, что ужесточение регулятивных мер будет способствовать менее значительному росту показателя с 1,04 трлн юаней в октябре до 1,25 трлн юаней. Это заставило экспертов заговорить о том, что предпринимаемые шаги должны приобрести более решительный характер.

**Народный банк Китая символически повысил ключевые процентные ставки в ответ на действия ФРС.** Ставки по обратному РЕПО на 7 и на 28 дней, а также по 1-летнему базовому фондированию были увеличены на 5 б. п., что стало первым шагом в этом направлении с марта 2017 года. Регулятор сократил спред между краткосрочными и долгосрочными процентными ставками, чтобы уменьшить соблазн для увеличения банками леввереджа в экономике, в то же время предпринятые шаги носили «аккуратный» характер.

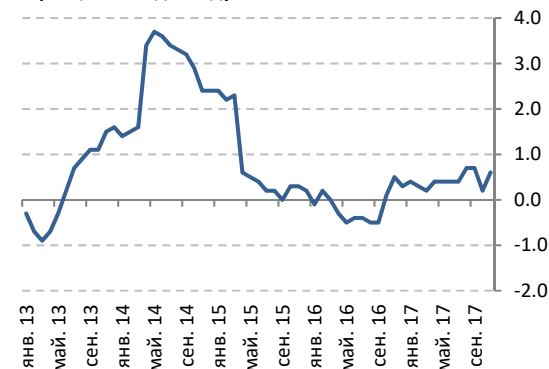
**Замедление роста объема промышленного производства в ноябре продолжилось второй месяц подряд.** Выпуск увеличился на 6,1% год к году после 6,2% в октябре, экономисты были готовы к такому развитию событий. Рост инвестиций в основной капитал в годовом выражении замедлился с 7,3% до 7,2%, что также соответствовало рыночным ожиданиям. В то же время ускорение роста розничных продаж с 10,0% до 10,2% оказалось меньшим, чем прогнозировали эксперты (10,3%).

## Япония

**Глава Банка Японии намекнул на возможное повышение целевого уровня доходности по гособлигациям.** Харухико Курода в то же время подчеркнул, что пока дискуссии на этот счет не начались, но регулятор будет пристально следить за процессами в экономике, а также на влияние мягкой денежно-кредитной политики на состоянии банковской системы. В настоящее время ЦБ таргетирует доходность 10-летних гособлигаций на уровне в 0% годовых, а краткосрочных – на уровне в -0,1% годовых. Рынок настраивается на то, что сокращение стимулов начнется не ранее 2019 года. На последнем заседании регулятор оставил ключевые параметры политики без изменений.

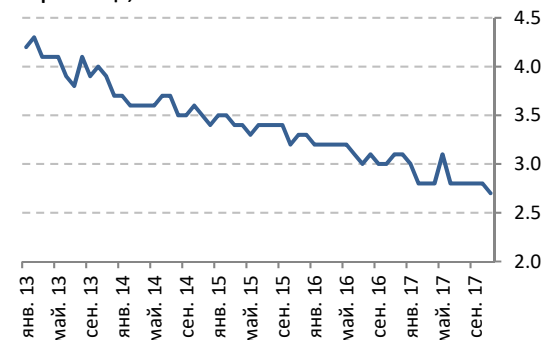
**ЕС и Япония подписали двустороннее соглашение о создании зоны свободной торговли.** Согласно ожиданиям официального Токио сделка повысит ВВП на 1% в год на горизонте 10-20 лет и создаст дополнительные 290 тыс. рабочих мест, когда все договоренности вступят в силу. Предварительный срок перехода к новому формату сотрудничества намечен на 1 января 2019 года. От соглашения должны выиграть в первую очередь автопроизводители, в то же время под давлением окажется сельхозпроизводители после сокращения пошлин на импорт продовольствия.

Инфляция, % год-к-году



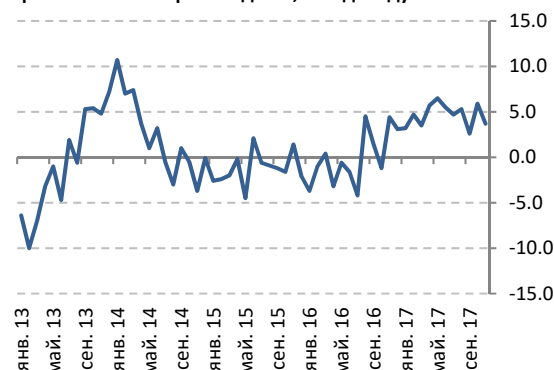
Источник: Economic and Social Research Institute Japan

Безработица, %



Источник: Ministry of Internal Affairs and Communications

Промышленное производство, % год--году



Источник: Ministry of Economy Trade and Industry Japan

Правительство пересмотрело прогнозы роста экономики на 2017-й и 2018-й финансовые годы до 1,9% и 1,8%. Предыдущие оценки предполагали увеличение ВВП на 1,5% и 1,4% соответственно. В то же время ожидания в отношении увеличения инфляции остались скромными: в текущем финансовом году ожидается рост потребительских цен на уровне в 0,7%, в следующем на 1,1%, что ниже целевого уровня в 2,0%.

Ключевой показатель инфляции в ноябре ускорил рост до 0,9% г/г при ожиданиях сохранения на уровне в 0,8% г/г. Банк Японии ожидает, что целевых 2% инфляция сможет достичь лишь в 2019 финансовом году, который будет завершён в марте 2020 года. Препятствием выступает отсутствие роста зарплат на фоне повышения деловой активности.

Правительство решило бороться с отсутствием роста зарплат регулятивными методами. Правящая правительственная коалиция намерена внести изменения в порядок налоговых льгот с 2018-2020 финансовые годы, голосование может пройти в I кв. 2018 года. Согласно полученным документам предполагается, что компании, которые будут повышать зарплаты не менее чем на 3% в год смогут снизить налог на прибыль, в то время как компании, которые не индексируют зарплаты, лишатся льгот для снижения налогооблагаемой базы.

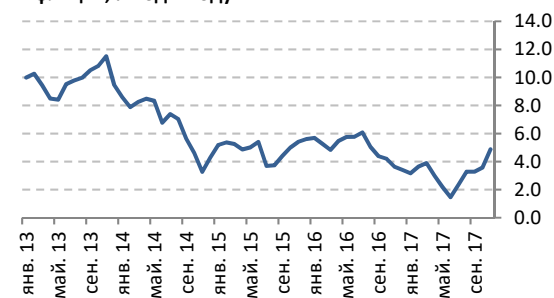
Экономика продолжила рост седьмой квартал подряд, самая продолжительная серия с 2001 года. Пересмотренные данные показали улучшение оценки годовых темпов роста с 1,4% до 2,5% за счет улучшения оценки роста в поквартальном выражении капитальных расходов с 0,2% до 1,1%. Помимо этого, в копилку роста 0,5 п.п. добавил экспорт, рост которого в ноябре составил уже 12 месяцев подряд. Частное потребление в условиях отсутствия роста зарплат сократилось на 0,5%.

### Индия

Ноябрьская порция статистики показала замедление темпов роста. Композитный индекс PMI снизился на 1 пункт до 50,3, балансируя на грани в 50 пунктов, разделяющих рост и сокращение заказов у предприятий. Промышленное производство в октябре замедлило рост с 3,8% в предыдущем месяце до 2,2%. Инфляция при этом оказалась выше как значения прошлого месяца, так и прогноза на ноябрь, составив 4,88%. Банк Индии при этом оставил ставку РЕПО на уровне 6%.

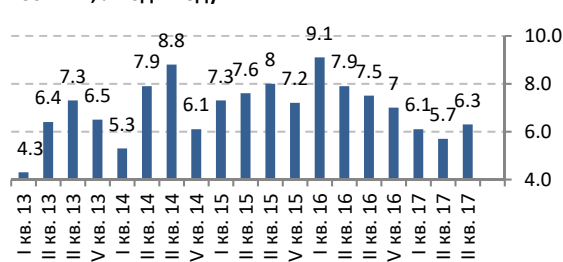
Выборы в региональных парламентах, проходившие в 2017г. в 7-ми индийских штатах, в 6-ти штатах принесли победу правящей партии Bharatiya Janata Party премьер-министра Нарендра Моди. В частности, в декабре прошли выборы в родном для него штате Гуджарат, где он начинал карьеру политика, и который использовал как плацдарм во время выборов 2014 г. Это существенно повышает вероятность победы действующих властей на парламентских выборах в 2019 г., что позволит продолжить нынешний курс реформ.

Инфляция, % год-к-году



Источник: India Central Statistical Organisation

Рост ВВП, % год-к-году

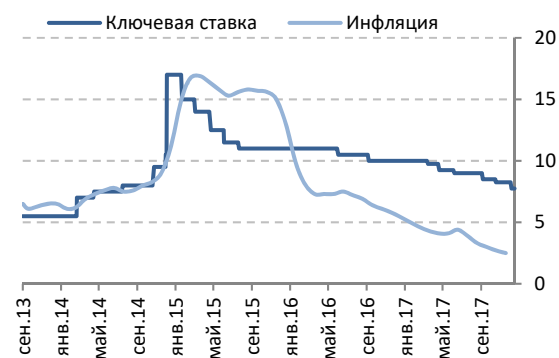


Источник: India Central Statistical Organisation



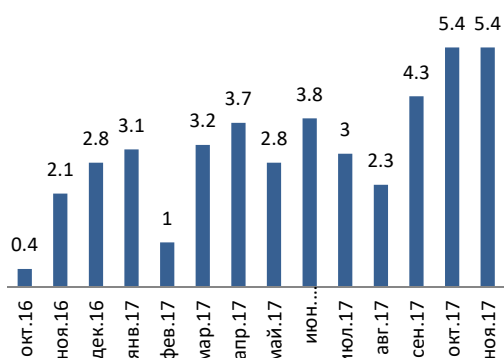
## Россия

Динамика инфляции и ключевой ставки



Источник: Росстат

Темп роста реальных зарплат, % год-к-году



Источник: Росстат

**Банк России понизил ключевую ставку на 50 б. п. до 7,75% годовых, что превысило ожидания рынка, который рассчитывал на вдвое меньший шаг.** Смягчение политики стало шестым по счету в 2017 году. Регулятор просигнализировал о готовности продлить цикл в первом полугодии 2018 года. ЦБ посчитал более агрессивное снижение ключевой ставки уместным на фоне продления соглашения об ограничении нефтедобычи, что понизило среднесрочные проинфляционные риски. В то же время риски превышения 4%-ного таргета по мнению регулятора по-прежнему преобладают над рисками отклонения от цели вниз, невзирая на то, что инфляция в годовом выражении опустилась до 2,5%.

**ЦБ оценивает равновесный уровень ключевой ставки в 2019-м году на уровне 6-7%.** Такое мнение озвучил заместитель директора департамента денежно-кредитной политики Андрей Липин.

**Банк России не ждет замедления роста ВВП в 2018 году.** Продление соглашения об ограничении нефтедобычи привело к пересмотру цены на нефть в 2018 году с \$44/барр. до \$55/барр., в итоге рост ВВП может составить 1,5-2,0%. В 2019-м году темпы роста замедлятся до 1,0-1,5%, в 2020-м – ускорятся до 1,5-2,0%.

**Глава МЭР Орешкин предлагает увеличить налоги на потребление.** Новый режим налогообложения, перемещающий тяжесть налоговой нагрузки с бизнеса на потребителей, по его словам, можно ввести после президентских выборов. Это может стать стимулом для роста инвестиций и экономики.

**Минфин в новом году увеличит объем покупок валюты.** По словам главы ведомства Антона Силуанова согласно бюджетному правилу объем изъятий в Фонд национального благосостояния (объединен с Резервным фондом) может составить до 70% всех нефтегазовых доходов (30-40% в 2017 году), что при цене на нефть в \$60/барр. доведет объем покупок валюты до 2,8 трлн руб. и перекроет величину трат из резервных фондов. При цене в \$45-55/барр. объем составит порядка 2 трлн руб. В 2017 году объем покупок составил порядка 830 млрд. руб.

**Fitch: санкции США – фактор риска для госдолга.** По данным рейтингового агентства это осложнит планы Минфина по заимствованиям. В целом нерезиденты владеют ОФЗ на 2 трлн руб. Минфин оценивает потенциальное влияние на рынок госдолга возможных новых санкций «как ограниченное». По словам замдиректора департамента госдолга Петра Казакевича, рост доходностей будет ограничен в 40-50 б. п., массовой распродажи не ожидается. Пик спроса нерезидентов пройден, и их доля будет постепенно замещаться за счет покупок российских инвесторов.

**Объем промпроизводства в ноябре рухнул на 3,6% г/г, максимум с октября 2009 г.** За 11 месяцев рост накопленным итогом составил 1,2%, с учетом устранения сезонности и календарного фактора в ноябре показатель сократился на 1,4%. Наибольший удар ощутила обрабатывающая промышленность (-4,7%), в сфере

добычи полезных ископаемых был зафиксирован спад на 1,0%.

**ВВП за 9 месяцев увеличился на 1,6%.** По оценкам Банка России по итогам года подъем экономики составит 1,8%, по данным Минэкономразвития – 2,0%

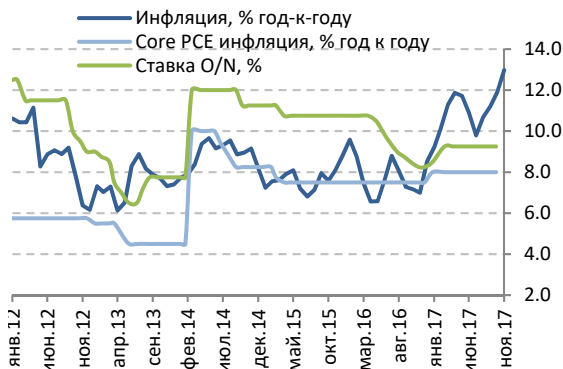
**Глава ЦБ Набиуллина: политика по оздоровлению банковского сектора продлится еще 2-3 года.** В 2017 году количество банков, лишившихся лицензий превысило 50.

**ЦБ изучает возможность ужесточения условий выдачи ипотечных кредитов.** Регулятор скептически отнесся к инициативе АИЖК по росту ипотечного кредитования вдвое и готов предпринять меры для того, чтобы не привести к формированию «пузыря». ЦБ может ужесточить требования к кредитам с первоначальным взносом менее 20% и ввести, по сути, заграждающие коэффициенты для выдачи ипотеки без первоначального взноса. В стратегию АИЖК заложено увеличение объема задолженности по ипотечным кредитам с 4,8 трлн руб. по состоянию на 1 октября 2017г. до 10 трлн к концу 2020г. Ежегодный объем выдаваемых ипотечных кредитов вырастет с 1,9 трлн руб. в 2017г. до 3-3,5 трлн в 2020г.

**Банковский сектор.** Объем корпоративных кредитов в ноябре с учетом валютной переоценки увеличился на 0,5%, однако годовые темпы сокращения портфеля усилились с -3,6% до -4,0%. Ситуация в розничном кредитовании осталась благоприятной: объем портфеля кредитов с учетом валютной переоценки вырос на 1,7% м/м после роста на 1,2% м/м месяцем ранее и на 11,2% накопленным итогом за год (9,9% по итогам октября). Доля просроченной задолженности по корпоративным кредитам сократилась с 6,7% до 6,5%, в то время как по розничным кредитам – с 7,5% до 7,3%. Объем депозитов физических лиц с учетом валютной переоценки вырос на 1,0%, спад показателя накопленным итогом за 12 месяцев продолжился (5,6% против 5,9% месяцем ранее).

## Турция

Уровень инфляции и процентных ставок в Турции



Источник: Государственный институт статистики Турции, ЦБ Турции

**Признание топ-менеджера Turkiye Halk Bankasi AS виновным в организации финансирования Ирана в обход санкций усугубили и без того непростые отношения США и Турции.** В МИД Турции признали приговор суда беспрецедентным вмешательством Вашингтона во внутренние дела страны, а президент страны Эрдоган отметил, что в отношениях между двумя странами «стали носить меньше законности».

**Потребительская инфляция в ноябре усилилась до максимума с ноября 2003 года.** Увеличение показателя год к году в итоге оказалось более существенным, чем могли предположить аналитики – вместо 12,50% сразу 12,98%, при том, что месяцем ранее значение составило 11,9%. Подобный результат делает неизбежным продолжение цикла по ужесточению монетарной политики, несмотря на противодействие президента страны Эрдогана, поскольку промедление грозит дальнейшим ростом инфляционных ожиданий. Слабеющая лира и рост цен на энергоносители привели к скачку цен на продовольствие с 12,74% до 15,78% и на транспортные услуги – с 16,79% до 18,56%.

**Банк Турции ужесточил монетарную политику, но в меньшей степени, чем ожидал рынок.** Ключевая ставка экстренного «окна ликвидности», основной канал фондирования банковской системы, была увеличена на 50 б. п. при прогнозе в 100 б. п. до 12,75%. Ставки однодневного РЕПО, кредитования и заимствований овернайт остались на прежних уровнях в 8,00%, 9,25% и 7,25% соответственно, что совпало с представлениями экономистов. Рынок оказался разочарован – падение лиры по итогам заседания ЦБ составило в моменте 1,5%.

**Рост ВВП в III кв. оказался рекордным за более чем шесть с половиной лет.** После увеличения на 5,4% г/г во II кв. последовал рост сразу на 11,8% г/г при ожиданиях роста на 8,5% г/г. Однако здесь стоит учитывать эффект низкой базы – в III кв. прошлого года на показателях деловой активности сказались неудачная попытка государственного переворота и последовавшие репрессии. Залогом такого успеха стал резкий рост расходов домохозяйств на 11,7%, а также скачок экспорта под влиянием слабой лиры – на 17,2% при росте импорта на 14,5%.

## IV. Календарь событий

Дата	Регион	Показатель	Отчётный период
03 января 2017	Турция	Инфляция г\г	Декабрь
03 января 2017	Чили	Розничные продажи г\г	Ноябрь
03 января 2017	США	Протоколы заседания Комитета по открытым рынкам	Декабрь
05 января 2017	Еврозона	Инфляция без учёта еды и топлива г\г	Декабрь
05 января 2017	США	Безработица	Декабрь
05 января 2017	США	Торговый баланс	Ноябрь
06 января 2017	Колумбия	Инфляция г\г	Декабрь
06 января 2017	Колумбия	Инфляция без учёта еды и топлива г\г	Декабрь
08 января 2017	Еврозона	Розничные продажи г\г	Ноябрь
08 января 2017	Чили	Инфляция г\г	Декабрь
08 января 2017	Чили	Торговый баланс	Декабрь
09 января 2017	Еврозона	Безработица	Ноябрь
09 января 2017	Бразилия	Розничные продажи г\г	Ноябрь
09 января 2017	Мексика	Инфляция г\г	Декабрь
10 января 2017	Китай	Инфляция г\г	Декабрь
10 января 2017	Россия	Инфляция г\г	Декабрь
10 января 2017	Россия	Инфляция без учёта еды и топлива г\г	Декабрь
12 января 2017	США	Инфляция г\г	Декабрь
12 января 2017	Китай	Торговый баланс	Декабрь
15 января 2017	Турция	Безработица	Октябрь
17 января 2017	Еврозона	Инфляция без учёта еды и топлива г\г	Декабрь
17 января 2017	Еврозона	Инфляция г\г	Декабрь
17 января 2017	Россия	Торговый баланс	Ноябрь
17 января 2017	США	ФРС публикует Бежевую книгу	
18 января 2017	Китай	ВВП г\г	4 квартал
18 января 2017	Китай	Розничные продажи г\г	Декабрь
18 января 2017	Колумбия	Розничные продажи г\г	Ноябрь
22 января 2017	Колумбия	Торговый баланс	Ноябрь
24 января 2017	Япония	Торговый баланс	Декабрь
25 января 2017	Россия	Безработица	Декабрь
25 января 2017	Мексика	Розничные продажи г\г	Ноябрь
26 января 2017	Мексика	Торговый баланс	Декабрь
30 января 2017	Япония	Безработица	Декабрь
31 января 2017	Китай	PMI в промышленности	Январь
31 января 2017	Еврозона	Безработица	Декабрь
31 января 2017	Еврозона	Инфляция без учёта еды и топлива г\г	Январь
31 января 2017	Чили	Безработица	Декабрь
31 января 2017	США	Решение ФРС по ставке	Январь

**FinCastle**

119454, Россия, Москва, Комсомольский проспект 32 к.2

Тел/факс: +7(495) 151-11-32  
E-mail: [research@fincastle.ch](mailto:research@fincastle.ch)**Аналитический департамент***Руководитель департамента:*Константин Куш  
[k.kusch@fincastle.ch](mailto:k.kusch@fincastle.ch)*Аналитики:*Алексей Тетюшин  
[a.tetyushin@fincastle.ch](mailto:a.tetyushin@fincastle.ch)Егор Колесников  
[e.kolesnikov@fincastle.ch](mailto:e.kolesnikov@fincastle.ch)

---

Настоящий обзор преследует исключительно информационные цели. Информация и мнения, содержащиеся в настоящем аналитическом документе, опубликованы исключительно в информационных целях и не могут рассматриваться как предложение купить или продать упомянутые в нем ценные бумаги и другие финансовые инструменты, а также не имеют целью побудить к совершению таких сделок.

Содержащиеся в настоящем документе информация и мнения основаны на данных, полученных из предположительно достоверных и добросовестных источников, однако FinCastle не дает никаких гарантий или поручительств, выраженных или косвенных, в отношении точности, полноты, актуальности или достоверности такой информации. Любые мнения или оценки, содержащиеся в Аналитических материалах, являются частным суждением специалистов компании.

Настоящий обзор не является рекламой или предложением ценных бумаг или услуг по доверительному управлению на рынке ценных бумаг в Российской Федерации или в любой другой юрисдикции.

Изложенная здесь информация не может восприниматься как предложение таких услуг, при этом ни настоящий обзор, ни какая-либо ее часть не представляют собой и не могут восприниматься как основание возникновения какого-либо договора или обязательства.