

# Аналитический Бюллетень

Июнь 2017

## Содержание

<b>I. Инвестиционное резюме</b> .....	<b>1</b>
Рынок облигаций.....	1
Рынок акций.....	3
Валютный рынок .....	4
Сырьевой рынок.....	6
<b>II. Модельный портфель</b> .....	<b>7</b>
Инвестиционные рекомендации .....	8
Закрытые торговые рекомендации .....	9
<b>III. Макроэкономика</b> .....	<b>13</b>
Соединенные Штаты Америки.....	13
Европейский Союз.....	14
Латинская Америка .....	16
Азия .....	18
Россия.....	20
Турция .....	21
<b>IV. Календарь событий</b> .....	<b>23</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> </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>▪ Рубль</li> <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	1,30	30	9	30	65
UST 2	1,38	19	10	19	80
UST 10	2,30	-14	10	-14	83

Источник: Bloomberg

#### Кредитные спреды

	Значение	YTD	Изменение, б.п.		
			1м	6м	12м
CDS US IG	61	-7	-1	-7	-16
CDS US HY	339	-16	11	-16	-86
CDS EM	202	-39	7	-39	-66
Россия	169	-12	16	-12	-64
Бразилия	242	-38	6	-38	-75
Турция	195	-78	-3	-78	-48

Источник: Bloomberg

#### USD

Рынок долларовых облигаций закончил июнь в отрицательной зоне. Падение спровоцировало выступление Марио Драги на форуме ЕЦБ в Португалии. Инвесторы восприняли его речь как сигнал о намерении начать ужесточение денежно-кредитной политики в Еврозоне. Также снижению способствовало решение ФРС поднять ставку на 25 б.п. до 1,25%. Кроме того, были озвучены детали плана по снижению баланса федрезерва, которое может начаться уже в этом году.

Доходность 2-х летних государственных облигаций США увеличилась на 10 б.п. до 1,38%. доходности 10-ти летних государственных бумаг США также сдвинулись вверх на 10 б. п. до 2,30%. Форма кривой почти не изменилась. Спреды между доходностями по 10-летним и 2-летним облигациям США составил 93 б.п. Стоимость фондирования (3М LIBOR) в июне выросла на 9 б.п. и составила 1,30%.

CDS спреды облигаций США инвестиционного уровня (IG) сузились на 1 б.п. до 61 б.п. На фоне роста доходностей UST спреды облигаций не инвестиционного уровня (HY) за месяц расширились на 11 б.п. до 339 б.п. Кредитные спреды развивающихся стран увеличились на 7 б.п. до 202 б.п.

Размещение нового выпуска суверенных облигаций России и рост опасений относительно нового витка санкций со стороны США оказали давление на кредитные спреды. CDS спред России за месяц вырос на 16 б.п. и составил 169 б.п. максимум за последние три месяца.

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

	Значение	YTD	Изменение, б.п.		
			1м	6м	12м
Германия	0,47	26	16	26	60
Франция	0,81	13	8	13	63
Италия	2,15	34	-4	34	90
Испания	1,52	14	-2	14	36
Португалия	3,01	-73	-2	-73	2
Греция	5,36	-166	-66	-166	-282
CDS IG	56	-16	-6	-16	-28
CDS HY	246	-43	-6	-43	-120

Источник: Bloomberg

## EUR

В июне доходности безрисковых облигаций в еврозоне значительно выросли на заявлениях главы ЕЦБ. По итогу месяца доходность к погашению 10-ти летних облигаций Германии подскочила на 16 б.п. до 0,47%.

Доходность 10-летних облигаций Франции также продемонстрировали рост на 8 б.п. и составила 0,81%. Облигации периферийных стран за месяц показали положительную динамику. Доходности в Испании сократилась на 2 б.п., а в Португалии на 2 б.п. Доходность облигаций Греции снизилась на 66 б.п., с начала года снижение составило уже 166 б.п. Группа международных кредиторов одобрила Греции новый транш на 8,5 млрд. евро, а МВФ согласился присоединиться к программе спасения, если появится больше ясности в отношении перспектив списания части долга страны. Улучшение ситуации позволило рейтинговому агентству Moody's повысить рейтинг Греции с "Caa3" до "Caa2".

CDS спред корпоративных облигаций инвестиционного уровня (IG) за месяц снизился на 4 б.п. до 62 б.п. CDS спред облигаций не инвестиционного уровня (HY) по итогам месяца опустился на 14 б.п. до минимального значения с апреля 2015 г. и составил 252 б.п.

На наш взгляд, среднесрочные и долгосрочные облигации в евро остаются интересным инструментом инвестирования не смотря на заявления ЕЦБ о намерении свернуть программу количественного смягчения в обозримом будущем.

## CNH

По итогам месяца ставка HIBOR O/N опустилась до 1,2%, после резкого роста в начале месяца на фоне интервенций ЦБ Китая. Месячная ставка по итогам месяца опустилась с 5,9% до 4,9%.

Дневная ставка SHIBOR в июне осталась без изменений на уровне 2,6%, а месячная закончила месяц ростом на 44 б.п. до 4,46%.

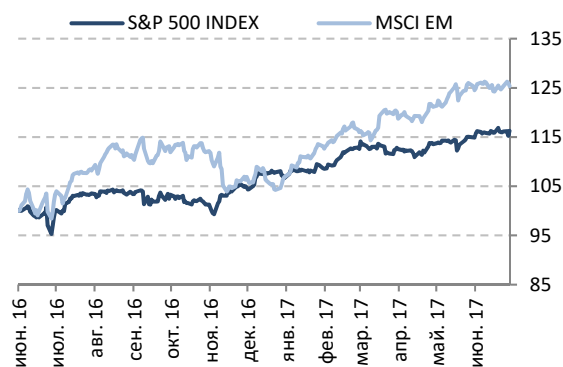
Доходность по 10-летним гособлигациям Китая опустилась на 7 б.п. до 3,57%.

	Значение	YTD	Изменение б.п.		
			1м	6м	12м
HIBOR	5,43	-639	-243	-639	375
SHIBOR	2,85	30	-1	30	46
CCS 3m	3,91	-560	-191	-560	173
CCS 1Y	3,90	-225	-56	-225	118
CCS 3Y	4,09	-136	-28	-136	88

Источник: Bloomberg

## Рынок акций

Динамика индексов (01.01.2016=100)



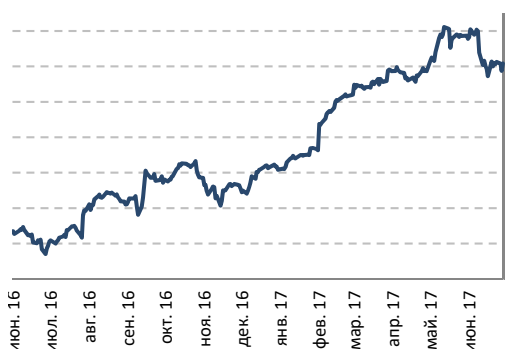
Источник: Bloomberg

Динамика энергетического и финансового секторов



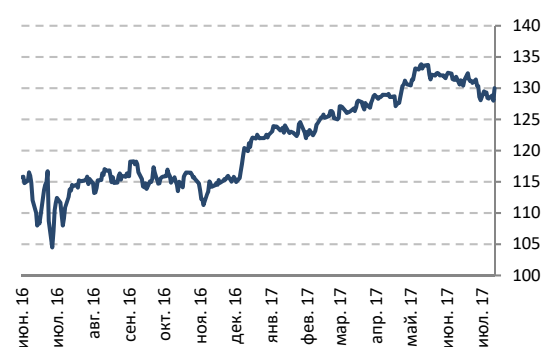
Источник: Bloomberg

Динамика акций Apple



Источник: Bloomberg

Динамика MSCI Европа



Источник: Bloomberg

**США.** Июнь стал еще одним месяцем роста, однако восхождение к новым высотам после роста на 8,5% стало даваться с трудом. Особенно в технологическом секторе, который в итоге нашел повод для того, чтобы «выпустить» пар, и завершить месяц по индексу Nasdaq Composite понижением на 0,9% после обновления рекордных отметок. В качестве триггера выступило решение европейского антитрастового регулятора наложить крупнейший в истории штраф на компанию Alphabet (Google) за злоупотребления своим доминирующим положением. На этом фоне перегретые акции так называемой группы FAANG (FAAMG), представляющую собой «новую экономику», Facebook, Apple, Amazon, Netflix (Microsoft), Google, дешевели на 10% за несколько торговых сессий. Часть высвобожденных средств была направлена в акции банков, которые оказались на коне на фоне роста доходностей гособлигаций и публикации стресс-тестов ФРС. Регулятор впервые после кризиса разрешил всем кредитным организациям направить на поощрение акционеров всю чистую прибыль, чем многие и воспользовались, резко нарастив объем дивидендов и выкупов акций. Еще одной «горячей» темой стали акции биотехнологических компаний. Госрегулирование в секторе, которого так все опасались, не будет носить жесткий характер, к тому же будут предусмотрены и поблажки в вопросах сроков рассмотрения новых лекарств. Дополнительным драйвером выступило окончание саги с отменой Obamacare, что сократит неопределенность, которая ранее давила на котировки. Аутсайдером остался сектор розничной торговли, болезненное состояние которого усугубилось после решения Amazon приобрести сети продуктов питания Whole Foods, что заставило предположить, что в дальнейшем гигант электронной коммерции может посягнуть на рынок лекарств. Помимо этого, под давлением были акции чувствительных к росту процентных ставок акций телекоммуникационных и коммунальных компаний, а также потребительского сектора.

**Остальной мир.** Европейский фондовый рынок в отличие от рынка акций США не смог продлить позитивную серию после сигналов ЕЦБ и Банка Англии о готовности к нормализации денежно-кредитной политики. Индекс S&P Europe по итогам месяца подешевел на 2,7%. Схожие причины, опасения в завершении благоприятного периода для роста рынков из-за сворачивания ведущими ЦБ программ экономических стимулов, способствовали откату рынков развивающихся стран от достигнутых годовых максимумов. ETF на развивающиеся рынки по итогам июня вырос лишь на 0,5%.

## Валютный рынок

	Значение	YTD	Изменение, %		
			1м	6м	12м
DXY	95,63	-6,4	-1,3	-6,4	-0,5
EUR/USD	1,14	8,6	1,7	8,6	3,2
USD/CHF	0,96	-6,0	-1,1	-6,0	-2,0
GBP/USD	1,30	5,6	1,0	5,6	-1,8
CAD/USD	0,77	3,7	4,2	3,7	0,1
USD/JPY	112,39	-3,9	1,6	-3,9	8,9
AUD/USD	0,77	6,7	3,4	6,7	3,2
USD/RUB	58,94	-3,8	4,2	-3,8	-7,9
USD/BRL	3,31	1,6	2,5	1,6	3,0
USD/CNH	6,78	-2,8	0,5	-2,8	1,6
USD/TRY	3,52	-0,1	-0,3	-0,1	22,5

Источник: Bloomberg

### Динамика индекса доллара



Источник: Bloomberg

### Динамика курса Евро



Источник: Bloomberg

### Динамика турецкой лиры



Источник: Bloomberg

**Доллар США.** Июнь вернул доллар к уровням, наблюдавшимся до избрания президентом Дональда Трампа. Затягивание реализации предвыборной повестки дня, а также разочаровывающая макростатистика (индекс экономических сюрпризов опустился до минимумов с 2011 года) заставили усомниться в готовности ФРС придерживаться планов по нормализации денежно-кредитной политики. Индекс DXY потерял 1,4%, упав к отметкам ниже 96 пунктов, в последний раз наблюдавшихся в ноябре.

**Курс евро** в июне приблизился к максимальным уровням за два года на фоне слабости доллара и спекуляций на тему скорого отхода ЕЦБ от политики стимулирующих мер. Поводом для последнего стало выступление главы регулятора Марио Драги, который сказал, что по мере дальнейшего укрепления экономики параметры политики могут быть пересмотрены. Рынок теперь ждет, что ЕЦБ об этом может объявить во всеуслышание в сентябре. Дополнительную поддержку евро оказали итоги парламентских выборов во Франции, в которых оглушительную победу одержала партия президента Макрона, что снимает с текущей повестки дня развал Евросоюза. К концу месяца курс EUR/USD почти достиг 1,145, укрепившись на 1,5%.

**Британский фунт** получил неожиданную поддержку от провала консерваторов на внеочередных выборах в парламент. Партия Терезы Мэй вопреки ее ожиданиям не смогла набрать достаточного количество голосов, чтобы получить большинство и была вынуждена формировать коалицию вместе с юнистской партией Северной Ирландии. Это позволило ожидать смягчения «жесткой» позиции премьера в отношении Brexit или даже теоретически возврата к вопросу о его целесообразности. Вместе с неожиданным поворотом Банка Англии в сторону ужесточения политики (трое из восьми членов комитета проголосовали за повышения ставки) курс GBP/USD смог нивелировать потери и вырасти на 1,1% до отметок выше 1,30.

**Китайский юань** в июне укрепил позиции против доллара на 0,5% в свете позитивных макроэкономических данных, которые показали сохранение импульса к росту, полученного в начале года. Открытие доступа иностранных инвесторов к акциям и облигациям через Гонконг, а также включение акций китайских компаний в индекс MSCI может понизить волатильность курса юаня против ведущих валют.

**Российский рубль** вновь стал остро реагировать на происходящее на товарных рынках на фоне ухудшения платежного баланса и снижения аппетитов нерезидентов к российским гособлигациям на фоне понижения Банком России ключевой ставки и готовности США усилить санкционный нажим. Снижение цен на нефть от годовых пиков более, чем на 20% привело к росту доллара свыше 60 руб., по итогам месяца рубль подешевел на 4,2%.

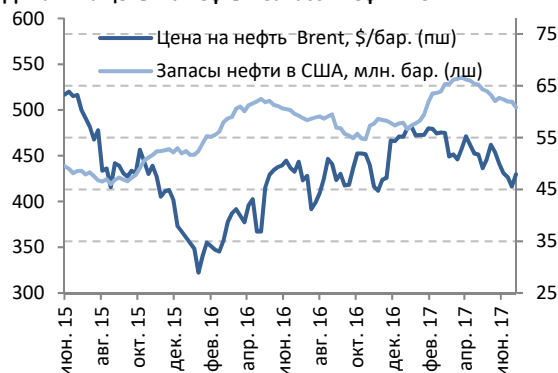
**Японская иена** вернулась на траекторию ослабления после того, как неожиданно позитивная макростатистика не привела к изменению взглядов ЦБ страны на необходимость в рассмотрении вопроса о сокращении объема стимулирующих

мер. Политика осталась без изменений, а выступления представителей монетарных властей дали понять, что это произойдет нескоро. На этом фоне за доллар стали давать больше 112 йен, курс по итогам июня вырос на 1,5%.

**Турецкая лира** в июне приостановила укрепление против доллара до 0,26%, несмотря на его слабость на мировом валютном рынке. Эффект от недавно предпринятых мер по ужесточению политики сошел на нет, и даже череда сильных макроэкономических данных не смогла привести к усилению спроса на турецкую лиру.

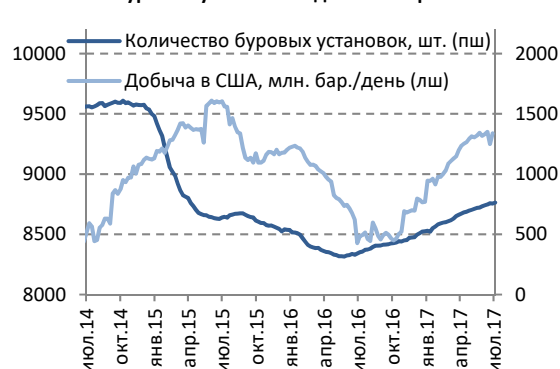
## Сырьевой рынок

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

### Нефть

Падение цен на нефть в июне продолжилось четвертый месяц подряд, снижение от годовых пиков превысило более чем на 20%. В ценах продолжились закладываться опасения в бессилии ОПЕК в его стремлении вернуть коммерческие запасы сырой нефти к средним за последние пять лет значениям. Все из-за активного возвращения на рынок сланцевой нефти, а также наращивания добычи в Ливии и Нигерии, освобожденные от соблюдения квот. Подлило масла в огонь и отсутствие признаков прогнозируемого роста спроса, свидетельством чему стали высокие запасы бензина, несмотря на старт автомобильного сезона в США.

Отражением подобных предположений стали отчеты Международного энергетического агентства и ОПЕК, которые показали безрадостную картину: добыча вне стран ОПЕК продолжит расти и без ожидаемого увеличения спроса она «съест» то сокращение на 1,8 млн. барр/сутки, о чем договорились в Вене. Таким образом «балансировка» рынка может быть отложена, что поставит под угрозу устойчивость цен к концу I кв. 2018 года, когда истечет срок достигнутого соглашения. Так, по данным Управления энергетической информации США, в стране работает 720 нефтяных буровых, добывающих 9,3 млн баррелей сырой нефти в день. Это уже больше 8,9 млн баррелей в начале октября 2014 г., когда в стране работало рекордное количество буровых - 1609. В следующем году по оценкам правительственных экспертов, добыча уже превысит 10 млн. барр/сутки, в то время как Бразилия и Канада добавят еще 0,4 млн. барр/сутки.

Тем не менее к концу месяца ценовая динамика выправилась благодаря появлению сигналов о готовности ОПЕК приступить к обсуждению дополнительного сокращения квот и признаков того, что на текущих низких уровнях можно ожидать уменьшения прироста добычи сланцевой нефти. Благодаря ликвидации «коротких» позиций котировки марки Brent сократили темпы падения с 17% до 4% и к началу июля баррель нефти стоил уже \$49, а не \$44,3.

### Золото

В июне цены на золото со второй попытки не смогли взять высоту в \$1300/унцию и в дальнейшем, невзирая на ослабление доллара продолжили дешеветь, показав снижение по итогам месяца в 2,1% к \$1240/унцию. Растущие ожидания нормализации денежно-кредитной политики, усилившиеся после проведения форума центральных банкиров, стали драйвером роста доходностей гособлигаций. Это понизило привлекательность вложений в драгоценный металл, не дающий его владельцам процентных доходов. Сохранение устойчивого аппетита к рисковому активам также способствовало отсутствию предпосылок для интереса к золоту. Наконец понизилась в цене и составляющая политических рисков после триумфальной победы Эммануэля Макрона и его партии на президентских и парламентских выборах, а также затухания кампании по импичменту Дональда Трампа.



## II. Модельный портфель

Название	Количество	Доля, %	Цена, \$	УТМ, %	M.D.	Z-sprd.	Кредитный рейтинг			Страна	Дата открытия позиции	Прибыль/Убыток, %
							S&P	Moody's	Fitch			
<b>USD Bonds</b>												
Global Bank 4.75% 10/05/17	1 500	4,3	100,59	2,47	0,26	114	BBB	Baa2		Panama	25.08.2015	7,2
Gerdau 7.25% 10/20/17	1 500	4,4	101,45	2,46	0,31	112	BBB-		BBB-	Brazil	30.06.2016	4,9
ICICI 4.7% 02/21/18	1 000	2,9	101,64	2,12	0,63	72	BBB-	Baa3	BBB-	India	25.08.2015	5,0
Tanner 4.375% 03/13/18	1 000	2,9	101,41	2,34	0,69	94	BBB-		BBB-	Chile	29.07.2016	3,0
Vanke 2.625% 03/13/18	1 350	3,8	100,07	2,54	0,70	113	BBB	Baa2	BBB+	China	30.12.2016	1,8
Afreximbank 3.875% 06/04/18	1 500	4,3	100,96	2,84	0,92	138		Baa1	BBB-	Africa	25.08.2015	8,5
BNDES 6.369% 06/16/18	1 500	4,4	103,29	2,89	0,95	143	BB	Ba2		Brazil	30.09.2016	2,5
Canara Bank 5.25% 10/18/18	1 000	3,0	103,31	2,66	1,26	114		Baa3	BBB-	India	25.08.2015	5,4
IS Bank 3.75% 10/10/18	1 500	4,3	100,09	3,71	1,25	218		Ba1	BB+	Turkey	30.06.2016	2,9
Bao-Trans 3.75% 12/12/18	1 000	2,9	101,40	2,78	1,42	123	BBB+	Baa2	A-	China	25.08.2015	6,3
Israel Electric 7.25% 01/15/19	1 500	4,7	107,39	2,36	1,44	80	BBB-	Baa2		Israel	30.11.2016	2,6
DB Float 05/10/19	1 000	2,9	102,09	1,81	1,82		BBB-	Baa2	A-	Germany	31.03.2017	1,1
Ziraat Bank 4.25% 07/03/19	1 500	4,4	100,80	3,87	1,91	222		Ba1	BB+	Turkey	28.04.2017	0,7
Vale 5.625% 09/15/19	1 500	4,6	106,06	2,79	2,08	113	BBB-	Ba2	BBB	Brazil	30.09.2016	3,7
Bank Otkritie 4.5% 11/11/19	1 500	4,2	99,48	4,79	2,26	307	B+	Ba3		Russia	30.09.2016	0,4
Emirates NBD Float 01/26/20	1 000	2,9	100,66	2,34	2,48			A3	A+	UAE	28.02.2017	0,5
Softbank 4.5% 04/15/20	1 500	4,4	104,00	3,02	2,64	128	BB+	Ba1		Japan	28.04.2017	0,9
Metalloinvest 5.625% 04/17/20	1 000	3,0	106,01	3,38	2,61	164	BB	Ba2	BB	Russia	29.07.2016	5,2
Gold Fields 4.875% 10/07/20	1 500	4,3	100,67	4,71	3,03	288	BB+	Ba1		Africa	30.06.2017	0,0
Macy's Retail 3.45% 01/15/21	1 500	4,3	99,93	3,50	3,31	167	BBB-	Baa3	BBB	US	31.05.2017	-0,7
GM Float 01/14/22	500	1,4	102,04	2,12	4,27		BBB	Baa3	BBB	US	31.01.2017	1,7
Pemex Float 03/11/22	1 000	3,1	108,05	2,80	4,24		BBB+	Baa3	BBB+	Mexico	30.12.2016	7,2
Barclays Float 01/10/23	1 250	3,6	102,15	2,24	5,12		BBB	Baa2	A	UK	31.01.2017	2,7
Morgan Stanley Float 10/24/23	1 250	3,6	101,81	2,15	5,87		BBB+	A3	A	US	31.01.2017	1,5
Goldman Sachs Float 10/28/27	1 250	3,7	104,11	2,36	9,03		BBB+	A3	A	US	31.01.2017	3,2
<b>EUR Bonds</b>												
KazAgro 3.255% 05/22/19	1 000	3,3	102,18	2,07	1,85	197	BB+		BBB-	Kazakhstan	20.08.2015	16,0
ABN AMRO 7.125% 07/06/22	1 000	4,4	128,74	1,19	4,39	82	BBB-		A-	Netherlands	17.12.2015	16,2

## Инвестиционные рекомендации

## Покупка

Название	ISIN	Количество	Цена	Дата	Пояснение
Gold Fields 4.875% 10/07/20	XS0547082973	1 500	101,00	30/06/17	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Gold Fields – одна из крупнейших золотодобывающих компаний в мире. Штаб-квартира находится в ЮАР. На ЮАР приходится 13% добычи и порядка 70% резервов золота. Кроме ЮАР активы компании расположены в Австралии, Гане, Перу.</li> <li>▪ Компания имеет высокое кредитное качество и работает над его повышением. Уровень долга в 2017 г. снизился, за счет средств, полученных в рамках SPO. На конец 2016 г. Net Debt/EBITDA составил 0,9x, коэф. покрытия процентов EBITDA 17.3x. Чистый денежный поток по итогам 2016 г. составил \$308 млн.</li> <li>▪ Moody's выставила компании рейтинг Ba1 с позитивным прогнозом. Рейтинг может быть повышен если месторождение South Deer продолжит генерировать FCF при ценах на золото \$1100-1300 и компания будет успешно реализовывать текущие проекты, в частности в Гане.</li> <li>▪ Выпуск торгуется с доходностью YTM 4,5% при дюрации 2,9 года. В июне Z-спред расширился с 244 б.п. до 288 б.п. Падение было вызвано ужесточением требований к составу акционеров компании. Согласно новым правилам доля чернокожих акционеров должна быть не ниже 30%. Gold Fields полностью удовлетворяет новым требованиям. Мы ожидаем сужение спреда на 40 б.п.</li> </ul>

**Закрытые торговые рекомендации**

Название	ISIN	Дата открытия	Дата закрытия	Прибыль/Убыток, \$	Пояснение
Vedanta 5.5% 07/13/16	XS0434722087	25/08/15	13/07/16	238 211,12	<ul style="list-style-type: none"> <li>Погашение облигации</li> </ul>
Metalloinvest 6.5% 07/21/16	XS0650962185	25/08/15	21/07/16	66 750,00	<ul style="list-style-type: none"> <li>Погашение облигации</li> </ul>
MCC Holding 4.875% 07/29/16	XS0650848723	25/08/15	29/07/16	43 062,50	<ul style="list-style-type: none"> <li>Погашение облигации</li> </ul>
SCOR 5.375% 12/29/49	CH0123693969	25/08/15	02/08/16	28 151,04 (CHF)	<ul style="list-style-type: none"> <li>Досрочное погашение облигации эмитентом</li> </ul>
BNDES 3.375% 09/26/16	USP14486AE76	25/08/15	26/09/16	52 062,50	<ul style="list-style-type: none"> <li>Погашение облигации</li> </ul>
Vale 6.25% 01/23/17	US91911TAG85	25/08/15	27/09/16	68 345,80	<ul style="list-style-type: none"> <li>Досрочное погашение облигации эмитентом</li> </ul>
NIBC 2% 07/26/18	XS1173845352	12/04/16	30/09/16	33 981,84 (EUR)	<ul style="list-style-type: none"> <li>Фиксация прибыли</li> <li>Доходность снизилась до исторических минимумов 0,27%, что ниже стоимости фондирования. Потенциал дальнейшего снижения исчерпан.</li> </ul>
Navient 6.0% 01/25/17	US78442FEM68	29/01/16	25/10/16	41 360,00	<ul style="list-style-type: none"> <li>Досрочное погашение облигации эмитентом</li> </ul>
Israel Electric 6.7% 02/10/17	US46507NAC48	25/08/15	30/11/16	31 190,97	<ul style="list-style-type: none"> <li>Фиксация прибыли</li> </ul>
Anglo American 2.625% 04/03/17	USG03762CF96	25/11/15	30/12/16	61 770,83	<ul style="list-style-type: none"> <li>Фиксация прибыли</li> <li>Доходность опустилась до 1,5%. До погашения остается 4 месяца.</li> </ul>
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>
Davivienda 2.95% 01/29/18	USPOR11WAC49	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</li> </ul>

					ожидаем дальнейшего снижения.
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> <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>

### Структура займов

Название	Рыночная стоимость, \$	Начисленный процент, \$	Сумма займа, LCL	Погашение	Валюта	Ставка	Дата открытия позиции
Loan 24.05.17 924k EUR		-1 454,67		26.06.2017	EUR	0,56%	24.05.2017
Loan 31.05.16 1 077k EUR		-20 929,57		30.06.2017	EUR	0,56%	31.05.2017
Loan 26.06.17 925k EUR	-1 056 970.76	-22 080.76	-925 000	26.07.2017	EUR	0.56%	26.05.2017
Loan 30.06.17 1 077k EUR	-1 230 580.20	0.00	-1 077 000	28.04.2017	EUR	0.56%	31.03.2017

### Структура по классам активов и валютам

	Всего, \$	Всего, %	USD	CNH	CHF	EUR
Денежные средства	614 484	2%	613 769	0	0	716
Облигации	35 396 591	105%	32 672 485	0	0	2 724 107
Заемные средства	-2 287 551	-7%	0	0	0	-2 287 551
Прочее	0	0%	0	0	0	0
Итого, \$	33 723 525	100%	33 286 253	0	0	437 272
Итого, %	100%		99%	0%	0%	1%

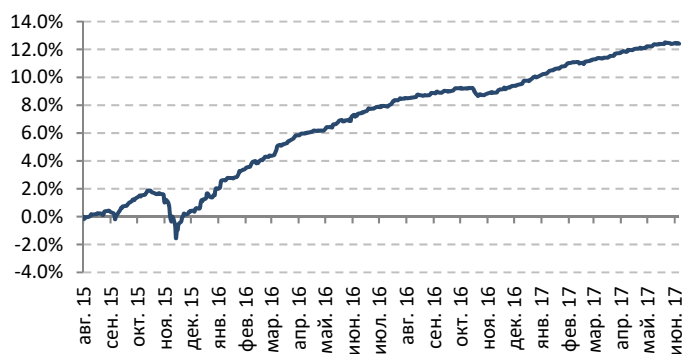
### Структура по сроку погашения и рейтингу

		Менее 1 года	1-2 года	2-3 года	3-4 года	Более 4 лет
		100%	27%	25%	19%	9%
AAA	0%	0%	0%	0%	0%	0%
AA	0%	0%	0%	0%	0%	0%
A	10%	0%	0%	3%	0%	7%
BBB	61%	23%	17%	5%	4%	13%
BB	29%	4%	9%	12%	4%	0%
Другие	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Без рейтинга	0%	0%	0%	0%	0%	0%

### Структура по региону

Страна	Доля, %
Brazil	13%
US	13%
Turkey	9%
Africa	9%
Russia	7%
China	7%
India	6%
Israel	5%
Japan	4%
Netherlands	4%
Panama	4%
UK	4%
Kazakhstan	3%
Mexico	3%
Chile	3%
Germany	3%
UAE	3%

### Динамика доходности портфеля



### Параметры портфеля

Weighted Duration	2,36
YTM	2,81%
Coupon Yield	4,33
Leverage	1,05
Potential Leverage	2,71
LTV Rate, %	63%
Lending Value	22 343 496,00
Available Margin	20 669 714,00
Expected return	2,9%
1 нед. 95% VaR	\$184 131,00

### Динамика портфеля

- В июне чистая стоимость активов портфеля выросла на 0,12%. Слабая динамика портфеля была обусловлена нарастанием негативных настроений, ростом доходностей в UST и снижением аппетита к риску. Слабую динамику показали длинные облигации, в частности Macy's Retail 3.45% 01/15/21, которые за месяц снизились на 1 п.п. На фоне опасений рынка относительно нового витка санкций со стороны США, российские еврооблигации также продемонстрировали снижение.
- За отчетный период YTM облигаций в среднем выросла на 2 б.п. Лучшую динамику в портфеле показали облигации Goldman Sachs с плавающей ставкой.
- Мы ожидаем углубление коррекции на рынке облигаций и расширение кредитных спредов.

### Структура портфеля

- В июне структура портфеля незначительно изменилась. Мы приняли решение зафиксировать прибыль в Transalta'18. Доходность к погашения с момента покупки опустилась с 4,1% до 2,1%. Денежные средства от продажи были инвестированы в облигации Gold Fields – четвертой крупнейшей золотодобывающей компании. Компания имеет высокое кредитное качество и активно работает над его повышением. Уровень долга в 2017 г. снизился, за счет средств, полученных в рамках SPO. На конец 2016 г. Net Debt/EBITDA составил 0,9х, против 1,3х годом ранее. Компания имеет высокую рентабельность, маржа по EBITDA составила 49,5%. Компания генерирует стабильный денежный поток. Moody's выставила компании рейтинг Ba1 с позитивным прогнозом. Рейтинг может быть повышен если месторождение South Deer продолжит генерировать FCF при ценах на золото \$1100-1300 и компания будет успешно реализовывать текущие проекты, в частности в Гане. Выпуск торгуется с доходностью YTM 4,5% при дюрации 2,9 года. В июне Z-спред расширился с 244 б.п. до 288 б.п. Падение было вызвано ужесточением требований к составу акционеров компании. Согласно новым правилам доля чернокожих акционеров должна быть не ниже 30%. Gold Fields полностью удовлетворяет новым требованиям. Мы ожидаем сужение спреда на 40 б.п., повышение рейтинга до инвестиционного приведет к снижению спреда еще на 50-70 б.п.
- В июне дюрация портфеля незначительно увеличилась с 2,34 до 2,36. Уровень плеча составил 1,05. Кредитное качество портфеля за месяц снизилось за счет замены эмитента с инвестиционным рейтингом на высокодоходный выпуск. Доля облигаций инвестиционного уровня снизилась с 75% до 71%.

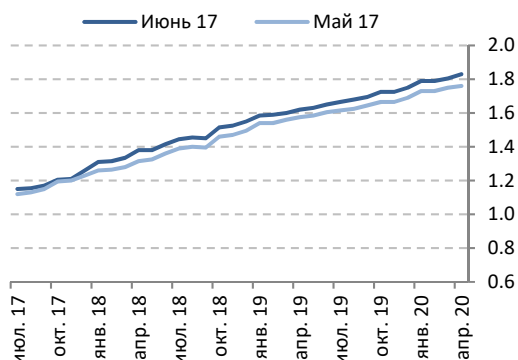
### Ожидаемая доходность

- Ожидаемая доходность портфеля, при прочих равных условиях, составляет 2,9% годовых.

### III. Макроэкономика

#### Соединенные Штаты Америки

Фьючерс на ставку Fed Fund



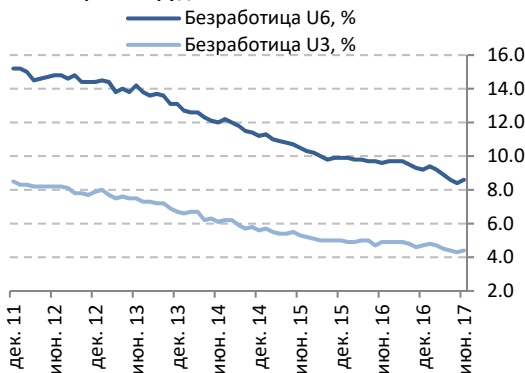
Источник: Bloomberg

Уровень цен в США



Источник: Бюро экономического анализа США, Bloomberg

Показатели рынка труда



Источник: Бюро трудовой статистики США

**Сенат вернется к рассмотрению законопроекта об отмене и замене Обамасаре после Дня независимости.** Республиканцы в верхней палате Конгресса не смогли набрать необходимое количество голосов из-за оппозиции пяти соратников по партии, посчитавших предложенные поправки недостаточно радикальными для улучшения ситуации с госфинансами. Для одобрения закона Дональду Трампу требуется склонить на свою сторону как минимум трех из них. Несмотря на очередные препятствия, президент сохранил уверенность в разрешении имеющихся противоречий. В настоящий момент обсуждается первоначальная отмена имеющейся системы медицинского страхования, принятой при Бараке Обаме, и лишь после этого переход к разработке новой системы, которая устроит всех.

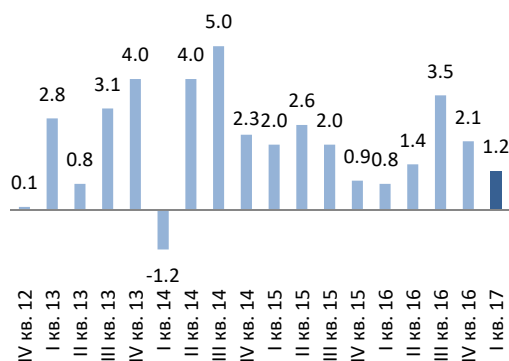
**Экономический советник Трампа заверил, что обсуждение налоговой системы начнется в сентябре, невзирая на обстоятельства.** Гари Кон, занимающий соответствующий пост в администрации президента, в данном случае ссылаясь на исход голосования по отмене Обамасаре. Ее отмена и замена на более «экономный» вариант должна снизить нагрузку на федеральный бюджет, что позволит перейти к вопросу смягчения фискальной нагрузки.

**США ввели санкции против китайских банков и договорились о поставках оружия Тайваню.** Ограничительные меры носят «косметический» характер, поскольку затрагивают двух граждан страны, «за сотрудничество с КНДР», а также не самые крупные организации – Bank of Dagong и Dalian Global Unity Shipping. Однако военное сотрудничество с Тайванем не может не вызвать раздражение официального Пекина. Спикер МИД страны Лу Кан в связи с этим выразил протест. Эксперты прогнозируют ухудшение отношений между двумя странами.

**Комитет по операциям на открытом рынке ФРС, как и ожидалось, повысил диапазон ключевой ставки на 25 б. п., однако сопроводительный комментарий оказался неожиданно «ястребиным».** С середины мая ключевая ставка составляет 1,00-1,25%, против повышения проголосовал Нил Кашкари. Средний прогноз по повышению ставок не изменился и по-прежнему подразумевает еще одно повышение ставки в этом году. Были улучшены прогнозы по ВВП, по безработице и снижены ожидания по инфляции. Участники рынка ожидали, что три последних отчета по инфляции, которые показали сход динамики роста цен с растущей траектории, заставят ФРС занять более осторожную позицию. Тем не менее глава ФРС Йеллен выразила уверенность, что по мере улучшения ситуации на рынке труда в дальнейшем инфляция вернется к целевому значению. Более того, неожиданным для рынка стала детализация плана по уменьшению объема купленных в годы кризиса облигаций, реализация которого может произойти уже в этом году. Согласно



Динамика роста ВВП, % квартал к кварталу



Источник: Бюро экономического анализа США

озвученной информации, объем продаж в первый месяц составит \$10 млрд. (\$6 млрд. гособлигации и \$4 млрд. ипотечные облигации) и будет ежеквартально расти на аналогичную величину пока не достигнет в итоге \$50 млрд.

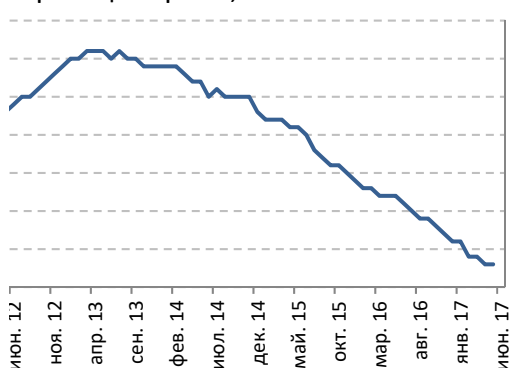
**Стресс-тесты ФРС показали, что все 34 ведущих банка способны «выжить» в условиях самого жесткого сценария, предполагающего потери банков в размере \$385 млрд. в течение девяти кварталов.** Впервые после завершения кризиса 2007-2009 годов Федеральное резервное управление разрешило всем банкам направлять на повышение дивидендов и объемов выкупа акций всю заработанную ими чистую прибыль, что привело к притоку средств в акции финансового сектора.

**Стержневой показатель годовой динамики потребительских цен в мае опустился с 1,9% до 1,7%, отдалившись от целевого значения ФРС в 2%.** Совокупный показатель потребительской инфляции в годовом выражении ослаб с 2,2% до 1,9%. Консенсус-прогноз предполагал рост первого показателя на уровне в 1,9%, второго – на уровне в 2,0%.

**Окончательная оценка показала рост американской экономики в I квартале темпом в 1,4% по сравнению со второй оценкой на уровне в 1,2%.** Положительный сдвиг произошел за счет улучшения вклада потребительского спроса, а также экспорта. По прогнозам экономистов, во II квартале рост экономики составит 3%.

## Европейский Союз

Безработица в Еврозоне, %



Источник: Eurostat

Инфляция в Еврозоне, % год-к-году



Источник: Eurostat

**Глава ЕЦБ указал на предстоящий отход от стимулирующих мер, подтолкнув евро к максимумам за год против доллара.** По словам Марио Драги, регулятор может скорректировать параметры процентных ставок и покупок облигаций, поскольку экономические перспективы в регионе улучшаются. Тем не менее такие изменения должны быть постепенными, поскольку «значительная» стимулирующая политика по-прежнему необходима из-за зависимости динамики инфляции от внешних факторов. Это выступление вызвало рост ожиданий, что уже в октябре ЕЦБ озвучит изменения в своей политике. Попытка представителей ЕЦБ провести обратную вербальную интервенцию с заявлением о том, что речь Драги была неверно истолкована и на самом деле ЦБ фокусируется на сохранении политики в условиях низкой инфляции, не привела к изменению ситуации на валютном и долговом рынках.

**Инфляция в еврозоне в мае понизилась второй месяц подряд.** Годовой рост потребительских цен в июне опустился до самых низких значений в этом году, составив 1,3%, отразив падение цен на энергоносители. Тем не менее без учета этого фактора инфляционное давление за последний месяц усилилось, на что указал рост базового индекса потребительских цен с 1,0% до 1,2%.

**Еврогруппа согласовала новый кредитный транш Греции.** Афины получают транш 8,5 млрд. евро, что позволит избежать дефолта по обязательствам в середине июля. Тем не менее



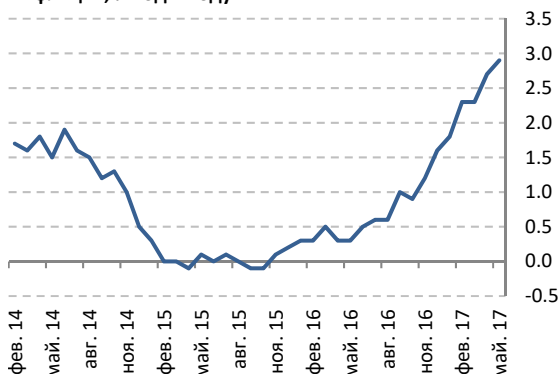
противоречия в вопросах поддержки Греции сохраняются, поскольку МВФ хочет добиться списания части долга Греции, чтобы сделать его обслуживание управляемым.

**Президентская партия Эммануэля Макрона и ее союзники получили подавляющее большинство в парламенте страны.** «Вперед, республика!» и «Демократическое движение» получили 300 из 577 мест в Национальной ассамблее, что позволит президенту страны не иметь трудностей в реализации проевропейской и ориентированной на поддержку бизнеса программы. В частности, Макрон планирует изменить трудовое законодательство, что улучшит конкурентоспособность второй по величине экономики региона

**Итальянские налогоплательщики потратят 17 млрд евро на «спасение» двух региональных банков.** Балансы Veneto Banca и Banca Popolare di Vicenza будут разделены на «хорошие» и «плохие» активы. Первые попадут на баланс крупнейшего кредитора в стране Intesa, который приобретет их за символическую цену в 1 евро, а также получит 5,2 млрд. евро на покрытие возможных проблем. 12 млрд. будут потрачены на государственные гарантии, включая защиту банка от возможного давления на показатель достаточности капитала.

## Великобритания

Инфляция, % год-к-году



Источник: UK Office for National Statistics

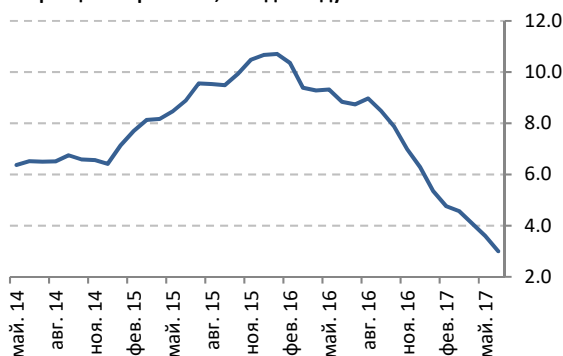
**Премьер Великобритании Тереза Мэй потерпела поражение на парламентских выборах.** Партия консерваторов получила лишь 318 голосов (для большинства было необходимо набрать 326 голосов), что заставило г-жу Мэй формировать правительство с юнистской партией Северной Ирландии. Поражение может снизить вероятность «жесткого» Brexit, переговоры о котором начались 113 июля.

**Глава Банка Англии Марк Карни заявил о возможности ужесточения монетарной политики в ближайшем будущем.** Глава регулятора указал на возможность устранения факторов, которые сейчас препятствуют для уменьшения стимулирующей политики. Несколькими неделями ранее, Карни отметил, что время для повышения процентных ставок еще не пришло. Изменение его позиции способствовало подъему курса GBP/USD до максимальных за последний месяц значений.

**Банк Англии на последнем заседании был близок к повышению ключевой ставки.** Три из восьми членов комитета по монетарной политике голосовали за ужесточение монетарной политики на 25 б. п., что оказалось большим сюрпризом для рынка, который ожидал, что лишь один член MPC отдаст свой голос в пользу такого сценария. В ЦБ выразили беспокойство в том, что осенью инфляция может превысить уровень в 3%, а ослабление фунта на фоне политической неопределенности может сделать устойчивым этот процесс, в то же время слабость экономики на текущий момент выглядит неочевидной.

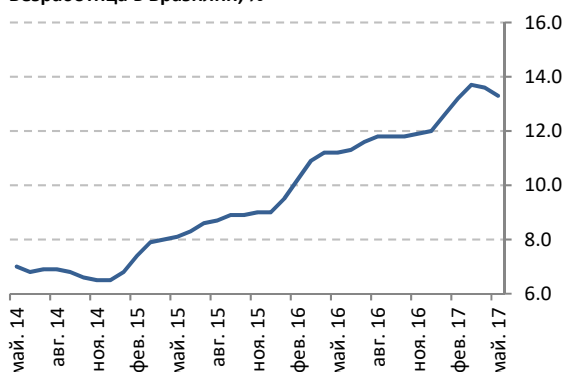
## Латинская Америка

Инфляция в Бразилии, % год-к-году



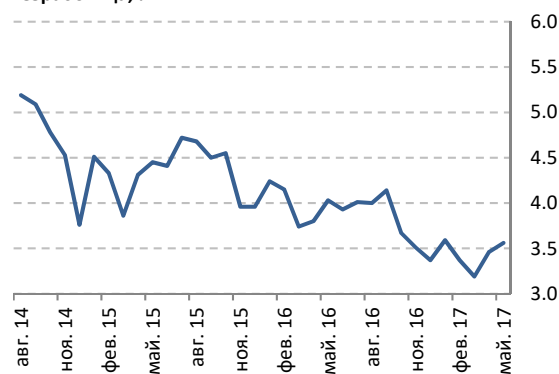
Источник: Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística

Безработица в Бразилии, %



Источник: Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística

Безработица, %



Источник: INEGI

### Бразилия

**Президент Бразилии Мишель Темер обвинен в коррупции.** Генпрокуратура страны обратилась в суд с запросом о предъявлении обвинений в коррупции, ссылаясь на наличие аудиозаписи, доказывающей факт получения \$152 тыс. от президента компании J&F Investimentos Жоэсли Батисты. Для инициирования процедуры импичмента Верховный суд должен получить разрешение парламента, однако из-за наличия в парламенте большинства у партии президента, эксперты считают, что антикоррупционное дело не получит развития.

**Банк Бразилии понизил ключевую ставку Selic с 11,25% до 10,25%, как и предполагал рынок.** Такую возможность регулятор предоставило замедление инфляции к целевому уровню в 4%. Несмотря на наличие признаков начала восстановления экономики ЦБ отметил, что неопределенность в отношении предложенных президентом реформ, может повредить экономическому росту. По оценкам экономистов, к концу 2018 года, ставка Selic может опуститься до 8,5%.

**США приостановили импорт мяса из Бразилии после того, как регулятор обнаружил его несоответствие требованиям.** Партии в 1,9 млн фунтов мяса были отклонены для американского рынка, что составило 11% от всего объема бразильского импорта за этот период. Несмотря на то, что доля США составляет лишь 2% в совокупном экспорте мяса из Бразилии эта информация создает репутационные риски для мясной промышленности страны, еще не оправившейся после недавнего скандала, который привел к временным ограничениям импорта в Китай, Россию, Европейский союз и ряд других стран.

### Мексика

**Банк Мексики повысил ключевую ставку до рекорда с 2009 года.** Денежный регулятор увеличил стоимость заимствований на 50 б. п. с 6,5% до 7,0%, отреагировав на рост инфляции до максимума за аналогичный период. Решение ЦБ совпало с ожиданиями аналитиков. В сопроводительном комментарии указывалось, что «базовая ставка достигла уровня, который согласуется с процессом эффективного сближения инфляции с целевым показателем в 3%». По словам главы регулятора Аугустино Карстенса, во второй половине года инфляция должна ослабнуть на фоне укрепления песо, что позволило аналитикам ожидать прохождения пика в процентных ставках.

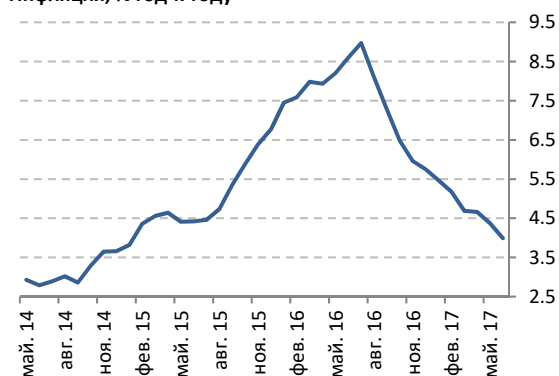
**Министр финансов Мексики ожидает смягчения монетарной политики к концу года.** По мнению Хосе Антонио Меаде, ЦБ находится вблизи конца цикла монетарной политики, поскольку текущая динамика инфляции в себя вобрала весь эффект от ослабления песо и роста цен на рынке энергоносителей и к концу года или в начале следующего годовая инфляция должна ослабнуть до 4%.

**Потребительская инфляция в мае достигла максимума с апреля**

**2009 года.** Рост потребительских цен в мае составил 6,16% в рамках ожиданий после роста на 5,82% в апреле на фоне роста цен на продукты питания, аренду жилья и энергоносители. По оценкам опрошенных аналитиков, по итогам года инфляция составит 5,9% против прогноза в 4,7% на начало года, в следующем году инфляция ослабнет до 3,8%.

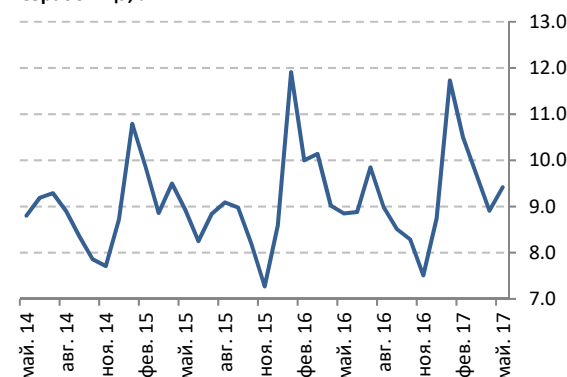
**Кривая государственных облигаций Мексики приняла инвертированный вид впервые с 2011 года.** Ситуация, когда доходности краткосрочных облигаций превышают доходности долгосрочных облигаций, часто является предвестником наступления рецессии в экономике. Ужесточение монетарной политики, последовавшее вслед за резким ослаблением мексиканского песо, может в конечном итоге подорвать потребление и инвестиции.

Инфляция, % год-к-году



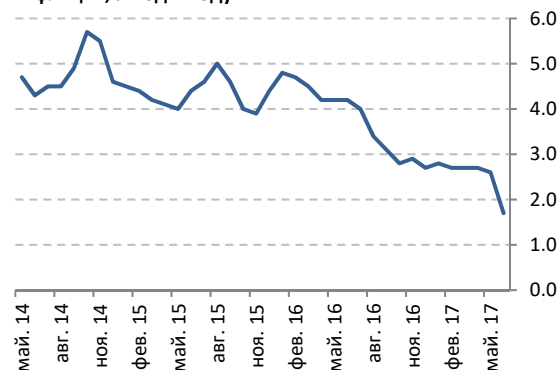
Источник: Banco Central de la Republica de Colombia

Безработица, %



Источник: Departamento Administrativo Nacional de Estadística

Инфляция, % год-к-году



Источник: Instituto Nacional de Estadística

### Колумбия

**Вооруженная группировка FARC завершит процесс сдачи оружия, в рамках соглашения, достигнутого в конце года.** По данным ООН, при посредничестве которой происходит этот процесс, властям вернули более 7 тыс. видов оружия. Перемирие подразумевает аграрную реформу, искоренение посевов коки и возмещение ущерба жертвам конфликта. Правительство на эти цели направит порядка \$43 млрд. в течение ближайших 15 лет.

**Центральный банк Колумбии увеличил темпы смягчения монетарной политики до 50 б. п., что оказалось неожиданным для рынка, который рассчитывал, что ключевая ставка понизится до 6,00%, а не до 5,75%.** В ЦБ голоса разделились: трое голосовали за снижение на 25 б. п., четверо – за 50 б. п. По мнению регулятора, шок предложения, сказавшийся на инфляции сходит на нет на фоне замедления инфляции 10 месяцев подряд (в мае показатель опустился с 4,66% до 4,37% г/г), в то время как экономическая активность ослабла и есть риски дальнейшего ухудшения ситуации.

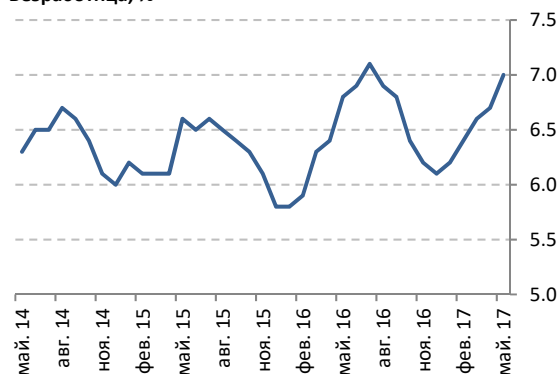
**Уровень безработицы в мае составил 9,4%, существенно выше 8,8% в мае прошлого года.** Максимального значения в 11,7% за последний год показатель достигал в январе этого года, минимального в 7,5% в ноябре 2016 года.

### Чили

**Центральный банк Чили сохранил ключевую ставку на историческом минимуме в 2,5%, как и ожидалось большинством аналитиков.** ЦБ повторил, что видит признаки слабости экономики в горнодобывающем секторе и в строительстве, в то время как инфляция остается вблизи своего целевого значения. Намеков на то, когда последуют дополнительные шаги по смягчению политики, рынок не обнаружил.

**Потребительская инфляция в мае опустилась до минимума с ноября 2013 года.** Показатель вырос на 2,6% в годовом выражении, что оказалось ниже 2,7% в апреле и консенсус-

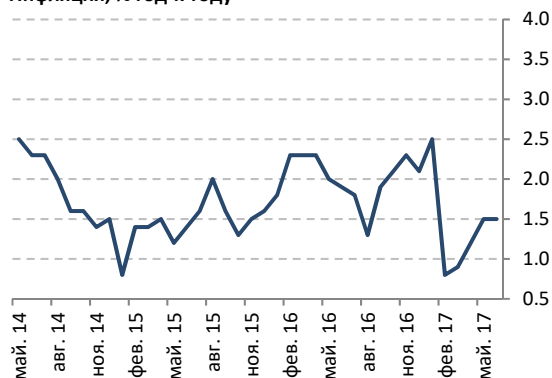
Безработица, %



Источник: Instituto Nacional de Estadística

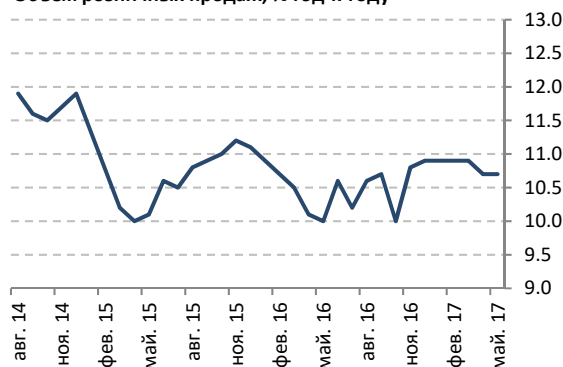
## Азия

Инфляция, % год-к-году



Источник: National Bureau of Statistics of China

Объем розничных продаж, % год-к-году



Источник: National Bureau of Statistics of China

прогноза в 2,75%. Очищенный от волатильных компонентов рост цен составил 2,5% год к году, больше 2,2% в апреле.

**В первом квартале чилийская экономика показала едва заметные темпы роста.** Благодаря вкладу добычи полезных ископаемых и бизнес услуг, рост экономики составил 0,2% после снижения на 0,3% в конце предыдущего года.

## Китай

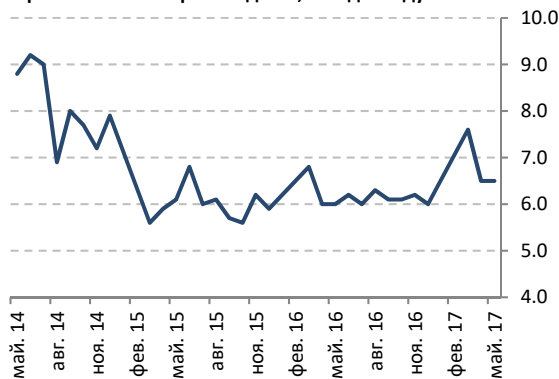
**Премьер КНР Ли Кэцян уверен в достижении экономикой целевых темпов роста и в сохранении контроля над системными рисками.** Пекин планирует замедлить рост экономики в этом году с 6,7% до 6,5% благодаря укреплению внутреннего спроса и в то же время продолжить предпринимать шаги по выявлению и разрешению финансовых рисков и смягчению ограничений для иностранных инвестиций, в частности были сняты 27 барьеров в зонах свободной торговли.

**Меры по ограничению рисков в финансовой системе стали приносить плоды, однако это подвергает угрозе сохранение темпов роста экономики.** Общее социальное финансирование, которое включает в себя традиционные кредиты банков, так и кредиты небанковских организаций в мае составило 1,06 трлн юаней, против 1,39 трлн. в апреле и консенсус-прогноза в 1,23 трлн. юаней за счет резкого сокращения кредитов под поручительство, что наблюдалось впервые с 2007 года. Денежный мультипликатор M2 до рекордного минимума в 9,6% г/г на фоне прогноза в 10,4% г/г. По мнению ЦБ, это стало отражением снижения леввереджа в результате проведения разумной политики и что более медленный рост данного показателя вскоре должен стать нормой. Еще одним тревожным моментом стал показатель чистого привлечения средств корпоративным и финансовым сектором: в мае показатель оказался отрицательным и составил 250 млрд. юаней.

**Меры по ограничению роста цен на жилье пока не принесли результата.** В мае цены на новое жилье выросли на 10,4% по сравнению с прошлым годом после 10,7% в апреле. Однако в помесячном выражении рост остался на уровне 0,7%.

**Китай собирается усилить надзор за зарубежными инвестициями китайских компаний.** Банковский регулятор страны потребовал дополнительную информацию по сделкам ряда компаний, которые проявили высокую активность в покупках за рубежом. Это может восприниматься в качестве меры борьбы с оттоком капитала и с отмыванием средств.

Промышленное производство, % год-к-году



Источник: National Bureau of Statistics of China

**Наиболее важные макроэкономические показатели за исключением инвестиций в основной капитал в мае сохранили годовые темпы роста на уровне апрельских значений.** Инвестиции в основной капитал выросли на 8,6% против 8,9% и прогнозе в 8,8%, рост объема промышленного производства остался на уровне в 6,5% при прогнозе в 6,3%, рост объема розничных продаж остался на уровне 10,7% при прогнозе в 10,6%.

**Деловая активность в июне вопреки ожиданиям ускорилась.** Официальный индекс деловой активности в производственном секторе вырос в 51,2 до 51,7 п. при прогнозе в 51,0 п., в сфере услуг – с 54,5 п. до 54,9 п. Улучшению ситуации способствовали рост экспортных заказов и укрепление внутреннего спроса, который способствовал увеличению импорта до максимума за четыре месяца.

**Китайский фондовый рынок может получить порядка \$17-18 млрд. после того, как с четвертой попытки MSCI добавила акции компаний континентального Китая в расчет своих индексов.** Под управлением фондов, которые реплицируют структуру индексов MSCI находится порядка \$1,6 трлн. За счет включения 222 китайских компаний, вес в индексах континентально Китая составит порядка 0,73%. Доля Китая с учетом депозитарных расписок, а также акций, торгуемых в Гонконге, составляет 30%. Ранее в числе причин отсутствия положительного решения в MSCI называли проблемы с репатриацией прибыли и частую приостановку торгов.

#### Япония

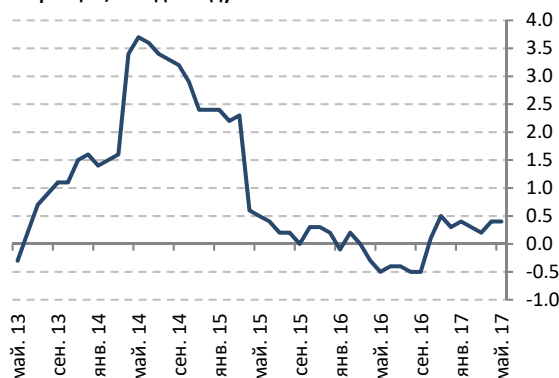
**Объем промышленного производства опустился на 3,3% на фоне роста производственных заказов автомобилей и строительной техники.** Уменьшение объема импортных покупок может привести к невыполнению прогноза по восстановлению промпроизводства в июне на 2%. Риски подчеркивает понижение индекса PMI в июне с 53,1 п. до 52,0 п.

**Банк Японии оставил денежно-кредитную политику в июне без изменений.** Совет директоров ЦБ сохранил целевую ставку доходности 10-летних гособлигаций Японии на уровне в -0,1%, а также подтвердил, что будет продолжать выкупать гособлигации объемом в 80 трлн йен ежегодно. Фактические темпы покупок упали в последние месяцы, однако ЦБ развеял подозрения рынка, что это может быть признаком подготовки к отходу от стимулов. Заместитель главы Банка Японии Кикую Ивата отметил, что экономика по-прежнему нуждается в поддержке со стороны «мощного» смягчения монетарной политики на фоне вялой инфляции.

**Потребительские цены без учета свежих продуктов питания достигли максимума с марта 2015 года** Ключевой для ЦБ показатель для оценки инфляции вырос на 0,4% год к году, поднявшись выше апрельского показателя и прогноза в 0,3%.

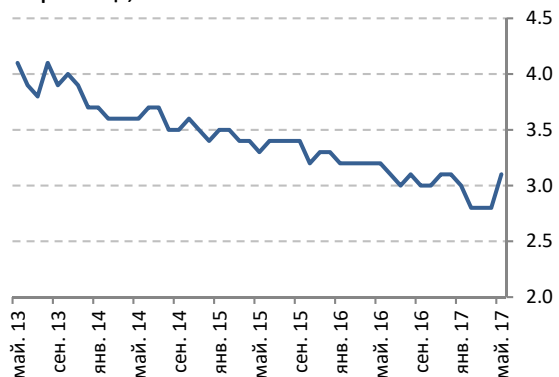
**Рост экономики в I квартале составил 1,0%, а не 2,2%, как сообщалось ранее после пересмотра запасов нефти.** Это стало сюрпризом для аналитиков, которые рассчитывали увидеть улучшение предыдущей оценки с 2,2% до 2,4%. За исключением радикального пересмотра показателя товарно-материальных

Инфляция, % год-к-году



Источник: Economic and Social Research Institute Japan

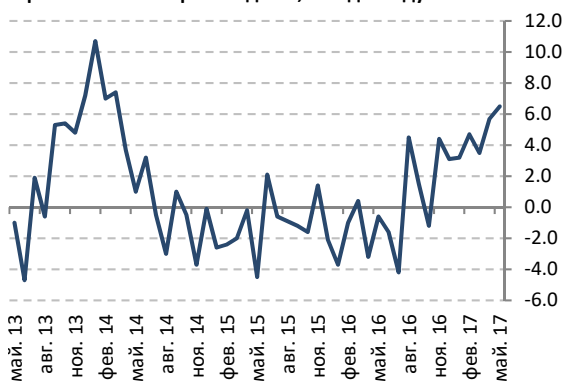
Безработица, %



Источник: Ministry of Internal Affairs and Communications



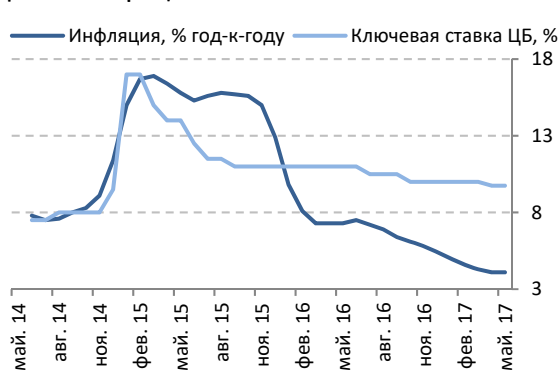
Промышленное производство, % год-к-году



Источник: Ministry of Economy Trade and Industry Japan

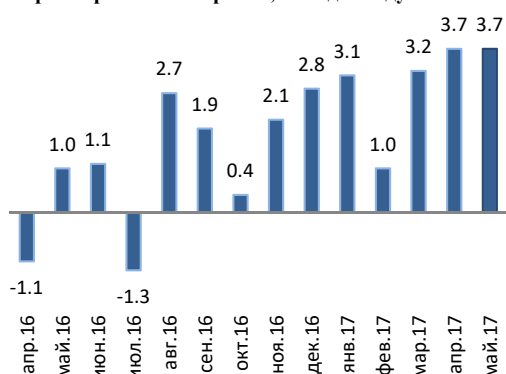
## Россия

Динамика инфляции и ключевой ставки



Источник: Росстат

Темп роста реальных зарплат, % год-к-году



Источник: Росстат

запасов, другие компоненты роста ВВП не претерпели значительных изменений, что позволило экономистам не придать большого значения опубликованным данным.

**Сенат США готов усилить санкции против России.** Доработанный законопроект включает в себя поправки, которые позволяют обойти требования Конституции и вынести его на рассмотрение нижней палатой Конгресса. Помимо ужесточения условий получения финансирования банками и распространение ограничительных мер на металлургический сектор, законодатели США хотят усложнить процесс привлечения средств для строительства трубопроводов. Более серьезной угрозой может стать запрет для финансирования правительства РФ, что может обернуться ликвидацией гособлигаций западными инвесторами. Минфин в течение 180 дней должен представить проект влияния таких санкций на российскую экономику. Администрация президента США уже призвала не усиливать перечень ограничительных мер для того, чтобы сохранить возможность диалога с Москвой.

**Встреча президентов США и России может пройти на полях саммита G20 в Германии.** Также российский лидер Владимир Путин в июле в Гамбурге проведет встречу с канцлером Германии Ангелой Меркель. Возможно эти встречи позволят растопить лед недоверия между странами на фоне ухудшения отношений за многие годы.

**Проект федерального бюджета на 2018-2020 годы предполагает рост доллара до 69,8 руб. к 2018 году и до 72,7 руб. к 2020 году.** При прогнозируемой цене за баррель нефти марки Urals на уровне \$40,8-42,4 стоимость бочки в рублях подрастет с 2847 до 3082 руб. За счет этого правительство рассчитывает сократить дефицит бюджета с планировавшихся 3,2% ВВП в этом году (согласно поправкам, дефицит сокращен до 2,1% ВВП) до 1,6% ВВП в следующем и до 0,8% ВВП в 2020 году. К концу июня курс доллара против рубля на фоне снижения цен на нефть на 20% от своих годовых пиков достигал психологического уровня в 60 руб.

**Конфликт между Роснефтью и АФК «Системой» продолжил набирать оборот: в рамках обеспечения исковых требований были арестованы 31,76% акций МТС, 100% акций Медси, 90,47% акций БЭСК.** Из-за претензий в 170,6 млрд. руб. акционеры МТС и АФК «Системы» уже лишились более 150 млрд руб. Очередной

виток давления на компанию ухудшает инвестиционный климат и может быть одной из причин ослабления российской валюты в последнее время.

**Банк России понизил ключевую ставку на 25 б. п. с 9,25% до 9,00%.** Большинство аналитиков разделилось поровну между теми, кто считал, что регулятор сделает шаг в 25 б. п. и теми, кто рассчитывал на более агрессивный шаг. Ключевой причиной, которая привела к сбалансированному решению ЦБ стало снижение цен на нефть, в то же время регулятор отметил понижение инфляционных ожиданий и сохранение сберегательной модели потребителей. По итогам заседания глава Банка России Эльвира Набиуллина отметила, что ЦБ может взять паузу в продолжении цикла смягчения политики в случае повышения вероятности реализации среднесрочных рисков.

**Банковский сектор.** Объем корпоративных кредитов в мае с учетом валютной переоценки вновь вырос, однако темпы повышения замедлились с 1,3% до 0,1%, темпы сокращения портфеля в годовом выражении уменьшились с -7,1% до -5,6%. Ситуация в розничном кредитовании продолжила улучшаться: объем портфеля кредитов с учетом валютной переоценки вырос на 0,7% м/м после роста на 1,0% м/м месяцем ранее и на 4,6% накопленным итогом за год (4,1% по итогам марта). Доля просроченной задолженности по корпоративным кредитам сократилась с 6,7% до 6,6%, в то время как по розничным кредитам осталась на уровне в 8,1%. Объем депозитов физических лиц с учетом валютной переоценки впервые с января увеличился на 1,5%, сокращение в годовом выражении замедлилось с 7,1% до 6,8%.

## Турция

**Турция поддерживает Катар в условиях растущего давления исламского мира на эту страну.** Президент страны Реджеп Тайип Эрдоган одобрил отправку военных на создающуюся базу в Катаре и сотрудничество в обучении жандармерии Катара. Лидер Турции заявил, что не поддерживает изоляцию Катара, продолжит развивать отношения и сделает все возможно для урегулирования кризиса путем переговоров.

**Президент РФ Владимир Путин дал старт укладке «Турецкого потока».** Начатое строительство первой нитки газопровода планируется завершить в марте 2018 года, второй – в 2019 году. По двум ниткам предполагается поставлять по 31,5 млрд. куб. м в год (по 15,75 млрд. на каждую нитку).

**Центральный банк Турции оставил ключевую ставку недельного РЕПО без изменений на уровне 8%, как ожидалось.** Денежный регулятор в сопроводительном комментарии отметил, что экономическая активность набрала ход, хотя инфляционные риски продолжили преобладать. Жесткая направленность денежно-кредитной политики сохранится до тех пор, пока не будет улучшен прогноз по инфляции.

**Стержневая инфляция в мае выросла на 11,72% год к году, опустившись ниже 8-летнего пика в 11,87%, достигнутого месяцем ранее.** На фоне максимального с 2010 года роста цен на

Уровень инфляции и процентных ставок в Турции



Источник: Государственный институт статистики Турции, ЦБ Турции

продукты питания, заметный вклад в снижение инфляционного давления привнесло замедление роста цен на транспорт.

**Темпы роста экономики в первом квартале замедлились с 3,8% до 1,4%, но оказались выше прогноза в 1,1%.** Устойчивость экономики позволила экономистам пересмотреть прогнозы ВВП на 2017-2019 годы, с 2,6% до 3,5%, с 3,1% до 3,1% и с 3,8% до 3,5% соответственно. Драйвером экономики стали государственные расходы, которые привели к пересмотру ожиданий роста потребительского спроса с 2,7% до 3,4%.

**Уровень безработицы в марте составил 11,7% после 10,1% в марте предыдущего года.** По оценкам аналитиков показатель стабилизируется на текущем уровне в ближайшие три года.



## IV. Календарь событий

Дата	Регион	Событие
03/07/17	Турция	Инфляция в июне
<b>03/07/17</b>	<b>Еврозона</b>	<b>Уровень безработицы в мае</b>
03/07/17	Чили	Розничные продажи в мае
04/07/17	Бразилия	Пром.производство в мае
05/07/17	Еврозона	Розничные продажи в мае
<b>06/07/17</b>	<b>Россия</b>	<b>Инфляция в июне</b>
06/07/17	Колумбия	Инфляция в июне
07/07/17	Мексика	Инфляция в июне
<b>07/07/17</b>	<b>США</b>	<b>Уровень безработицы в июне</b>
07/07/17	Чили	Инфляция в июне
10/07/17	Китай	Инфляция в июне
10/07/17	Турция	Пром.производство в мае
12/07/17	Бразилия	Розничные продажи в мае
<b>12/07/17</b>	<b>США</b>	<b>Публикация Бежевой книги ФРС</b>
14/07/17	Колумбия	Розничные продажи в мае
14/07/17	Япония	Пром.производство в мае
<b>14/07/17</b>	<b>США</b>	<b>Инфляция в июне</b>
<b>17/07/17</b>	<b>Китай</b>	<b>ВВП за II кв.</b>
17/07/17	Китай	Пром.производство в июне
17/07/17	Турция	Уровень безработицы в апреле
17/07/17	Китай	Розничные продажи в июне
17-18/07/17	Россия	Пром.производство в июне
<b>18/07/17</b>	<b>Еврозона</b>	<b>Инфляция в июне</b>
19/07/17	Россия	Уровень безработицы в июне
25/07/17	Мексика	Розничные продажи в мае
<b>28/07/17</b>	<b>Япония</b>	<b>Уровень безработицы в июне</b>
28/07/17	Чили	Пром.производство в июне
31/07/17	Чили	Уровень безработицы в июне
31/07/17	Япония	Пром.производство в июне
<b>31/07/17</b>	<b>Еврозона</b>	<b>Уровень безработицы в июне</b>
31/07/17	Колумбия	Уровень безработицы в июне

**FinCastle**

119454, Россия, Москва, Удальцова д. 73

Тел/факс: +7(495) 151-11-32

E-mail: [research@fincastle.ch](mailto:research@fincastle.ch)

**Аналитический департамент**

*Руководитель департамента:*

Ленар Хафизов

[l.khafizov@fincastle.ch](mailto:l.khafizov@fincastle.ch)

*Аналитик:*

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.