

# Аналитический Бюллетень

Ноябрь 2017

## Содержание

### Оглавление

<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>8</b>
Инвестиционные рекомендации .....	9
Закрытые торговые рекомендации .....	10
<b>III. Макроэкономика</b> .....	<b>14</b>
Соединенные Штаты Америки .....	14
Европейский Союз.....	15
Великобритания .....	15
Латинская Америка .....	16
Азия .....	20
Россия.....	23
Турция .....	24
<b>IV. Календарь событий</b> .....	<b>26</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	1,49	49	11	29	55
UST 2	1,78	59	21	50	67
UST 10	2,41	-3	4	20	3

Источник: Bloomberg

#### Кредитные спреды

	Значение	YTD	Изменение, б.п.		
			1м	6м	12м
CDS US IG	52	-15	-1	-10	-21
CDS US HY	319	-36	5	-9	-70
CDS EM	182	-59	8	-12	-84
Россия	127	-54	0	-22	-99
Бразилия	171	-110	-2	-66	-127
Турция	202	-71	16	5	-88

Источник: Bloomberg

#### USD

В ноябре на рынке долларовых облигаций продолжился рост доходностей в короткой части кривой. В тоже время ставки долгосрочных облигаций почти не изменились.

Доходность 2-х летних государственных облигаций США увеличилась на 21 б.п. до 1,78%, максимальное значение за последние 10 лет. Последний раз 2-х летки торговались на этих уровнях в 2008г. На фоне стабильного роста экономики и роста уверенности в реализации налоговой реформы США в следующем году, инвесторы стали закладывать в цену облигаций более жесткую политику со стороны ФРС. В тоже время, инфляция остается на относительно низком уровне, что сдерживает рост ставок в длинной части кривой. Доходности 10-ти летних государственных бумаг США сдвинулись вверх лишь на 8 б. п. до 2,41%. Таким образом наклон кривой доходности государственных облигаций США сократился, кривая стала более плоской. Спреды между доходностями по 10-летним и 2-летним облигациям США опустился с 78 б.п. до 63 б.п. Некоторые рыночные аналитики прогнозируют, что в 2018-2019 форма кривой может стать инвертированной. Низкое или отрицательное значение спреда, свидетельствует о росте вероятности рецессии в ближайшее время. Стоимость фондирования (3М LIBOR) в ноябре выросла на 11 б.п. и составила 1,49%.

CDS спреды облигаций США инвестиционного уровня (IG) сузились на 1 б.п. до 52 б.п. Спреды облигаций не инвестиционного уровня (HY) за месяц выросли на 5 б.п. до 319 б.п. Кредитные спреды развивающихся стран расширились на 8 б.п. до 182 б.п.

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	Изменение, б.п.			
		YTD	1м	6м	12м
Германия	0,37	16	1	8	9
Франция	0,68	0	-8	-5	-7
Италия	1,74	-7	-10	-43	-25
Испания	1,44	6	-5	-8	-11
Португалия	1,86	-189	-21	-123	-183
Греция	5,35	-167	-15	-64	-116
CDS IG	48	-24	-2	-14	-31
CDS HY	230	-59	1	-22	-108

Источник: Bloomberg

## EUR

В ноябре доходности безрисковых облигаций в еврозоне показали разнонаправленную динамику. По итогу месяца YTM 10-ти летних облигаций Германии выросла лишь на 1 б.п. до 0,37%. Доходность 10-летних облигаций Франции сократилась на 8 б.п. и составила 0,68%. Облигации периферийных стран за месяц показали положительную динамику. Доходности в Португалии снизились на 21 б.п., в Испании и Италии на 5 и 10 б.п. соответственно. Доходности облигаций Греции снизились на 15 б.п.

CDS спред корпоративных облигаций инвестиционного уровня (IG) за месяц снизился на 2 б.п. до 48 б.п. CDS спред облигаций не инвестиционного уровня (HY) в ноябре расширились на 4 б.п. до 230 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 опустилась с 2,6% до 1,5%. Месячная ставка в ноябре выросла с 4,0% до 4,3%.

Дневная ставка SHIBOR также показала рост, увеличившись на 5 б.п. до 2,8%. Месячная ставка осталась почти без изменений на уровне 4,0%.

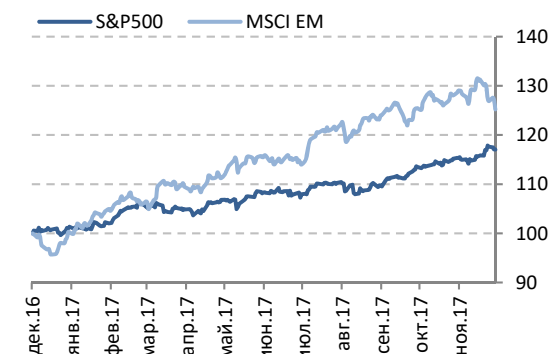
Доходность по 10-тилетним гособлигациям Китая выросла на 2 б.п. до 3,90%.

	Значение	Изменение б.п.			
		YTD	1м	6м	12м
HIBOR	2,98	-884	-34	-1043	-79
SHIBOR	2,90	36	0	4	40
CCS 3m	4,16	-534	41	-48	0
CCS 1Y	4,15	-200	23	1	61
CCS 3Y	4,08	-137	14	-18	23

Источник: Bloomberg

## Рынок акций

Динамика индексов (08.12.2016=100)



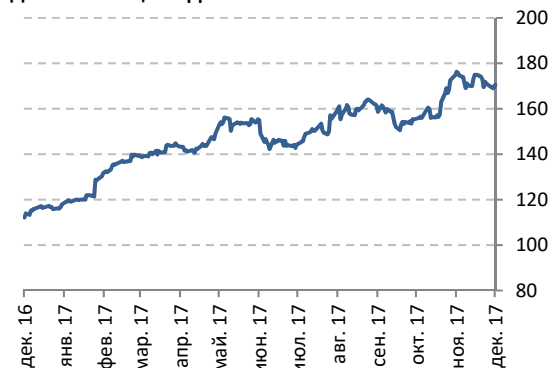
Источник: Bloomberg

Динамика энергетического и финансового секторов



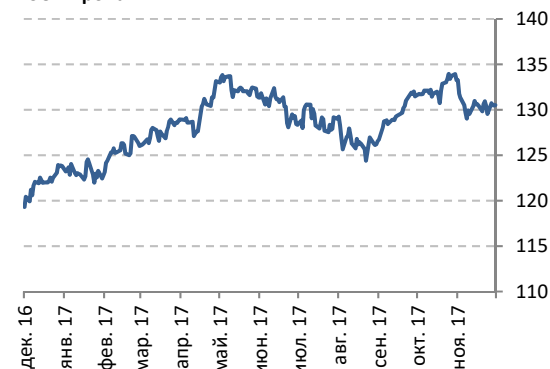
Источник: Bloomberg

Динамика акций Apple



Источник: Bloomberg

MSCI Европа



Источник: Bloomberg

**США.** Американский фондовый рынок в ноябре вышел на новые рекордные максимумы, поверив в благоприятный исход принятия налоговой реформы до конца года и понадеявшись на то, что Федрезерв может отказаться от своих планов по агрессивному повышению ключевой ставки в 2018-м году. На последнее его натолкнули протоколы к последнему заседанию ФРС, которые отразили рост обеспокоенности в том, что инфляция может закрепиться на сложившихся низких уровнях. В целом для рискованных активов фон для продолжения роста остался благоприятным. Экономика продолжила держать уверенные темпы роста выше 3,0%, а выходящие корпоративные отчеты в целом не содержали негативных сюрпризов. Ключевым для изменения склонности к риску остается налоговая реформа, которая включает в себя в том числе понижение ставки налога на корпоративную прибыль до 20% с 39,6%, что автоматически сделает акции не столь «дорогими». Главными бенефициарами налоговой реформы выступают отягощенные налоговой нагрузкой компании сектора ритейла – наиболее известные имена в сектора показали рост капитализации по итогам месяца в 20-30%! Лучше рынка выглядели также акции телекоммуникационного сектора на фоне снижения шансов агрессивного подъема ФРС ключевой ставки, и акции сектора медиа в свете начавшейся волны консолидации. Ресурсной базой для подъема рынка выступили перегретые на среднесрочной дистанции акции технологического сектора, в особенности акции чипмейкеров. Этому в немалой степени поспособствовали рекомендации «продавать» ряда инвесткомпаний: в частности, акции Nvidia подешевели на 9,4%, Skyworks Solutions – на 12,1%. Среди компонентов индекса Dow негативной динамикой отметились акции General Electric, которые подешевели почти на 10% на фоне понижения квартального дивиденда вдвое ввиду идущего со сложностями процесса реструктуризации деятельности. В целом по итогам ноября индекс S&P 500 вырос на 2,8%,

**Остальной мир.** Европейский фондовый рынок не поддержал почин американских и азиатских «коллег», уйдя в коррекцию после обновления вершин с начала года. Объяснение этому можно найти только в технических факторах, поскольку корпоративные и макроэкономические новости носили позитивный характер, а политическая неопределенность не привела к ослаблению евро. Индекс S&P Europe в итоге в ноябре понизился на 2,3%. Схожая история сложилась и на рынках с развивающейся экономикой: ETF на индекс MSCI Emerging Markets понизился на 0,4%

## Валютный рынок

	Значение	YTD	Изменение, %		
			YTD	1м	6м
DXY	96,92	-5,2	-2,1	-4,5	1,1
EUR/USD	1,12	6,8	3,1	6,0	0,9
USD/CHF	0,97	-5,0	-2,7	-4,9	-2,5
GBP/USD	1,29	4,5	-0,5	3,1	-11,2
CAD/USD	0,74	-0,6	1,0	-0,8	-3,1
USD/JPY	110,67	-5,4	-0,7	-3,0	0,0
AUD/USD	0,74	3,2	-0,7	0,6	2,8
USD/RUB	56,57	-7,7	-0,6	-11,8	-15,2
USD/BRL	3,23	-0,9	1,6	-4,7	-10,6
USD/CNH	6,75	-3,3	-2,2	-2,4	2,5
USD/TRY	3,53	0,2	-0,6	2,7	19,8

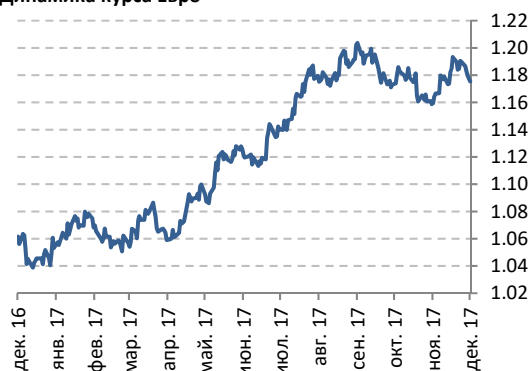
Источник: Bloomberg

### Динамика индекса доллара



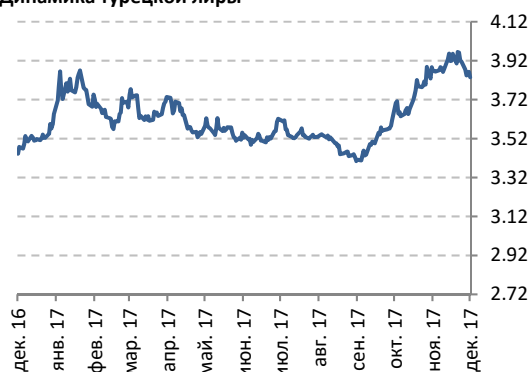
Источник: Bloomberg

### Динамика курса Евро



Источник: Bloomberg

### Динамика турецкой лиры



Источник: Bloomberg

**Доллар США** в ноябре лишился достижений, полученных по итогам октября, потеряв 1,5% к корзине валют. Участники рынка решили не торопиться с наращиванием позиций, предпочтя дождаться завершения саги с принятием налоговой реформы. Дополнительные вопросы у оптимистов вызвали и протоколы к последнему заседанию ФРС, которые выявили рост опасений среди членов комитета по ставкам, что инфляция в конечном итоге может закрепиться на сложившихся уровнях. Это в свою очередь может привести к пересмотру вниз ожидаемой траектории процентных ставок.

**Единая европейская валюта** укрепила позиции против доллара на 2,2%. Примечательно, что политическая неопределенность, возникшая после провала попыток канцлера Германии Ангелы Меркель сформировать коалицию, фактически не повлияла на устойчивость евро. Это при том, что нависла угроза повторных выборов и ухода Меркель с политической сцены. Судя по реакции рынка, он был убежден в том, что кризис так или иначе будет урегулирован. За евро говорило и дальнейшее улучшение макрокартины – сводный индекс PMI достиг максимума с 2011 года.

**Британский фунт** вырос против американца на 1,8%. Позитивную динамику британской валюты предопределили сдвиг с мертвой точки в переговорах по выходу Великобритании из Евросоюза, а также неожиданно обнадеживающие макроэкономические данные, которые показали, что неопределенность, связанная с Brexit, умеренно сказывается на экономике.

**Китайский юань** подорожал против доллара на 0,35%, что можно связать с усилиями властей по борьбе с чрезмерными рисками в банковской системе, что сказалось на стоимости юаневой ликвидности. В то же время много как укрепления юаня не стоило и ожидать в свете встречи лидеров США и КНР в то время, как Пекин подвергается нападкам со стороны Вашингтона в отношении недобросовестных торговых практик.

**Российский рубль** в ноябре оказался в воронке продаж валют стран с развивающейся экономикой, а также из-за приближения крупных декабрьских выплат по внешнему долгу – доллар в моменте дорожал на 3,7%. Однако в дальнейшем после выхода протоколов к последнему заседанию ФРС давление доллара прекратилось. Вместе с этим участники рынка сфокусировались на улучшении конъюнктуры на рынке энергоносителей, что отбросило доллар к исходным позициям и к скромному росту в 0,2% по итогам месяца.

**Японская иена** укрепилась против доллара менее, чем на 1,0% слабее прочих резервных валют. Переизбрание Синдзо Абэ премьером страны стало сигналом для инвесторов продолжения так называемой «абэномики», включая ультралиберальную монетарную политику с агрессивной покупкой активов Банком Японии.

**Турецкая лира** в ноябре установила новый исторический минимум против доллара, ослабнув на 3,4%. Причина кроется в усилении трений между Турцией и США, Турцией и ЕС, что вызвало отток капитала. Темпы снижения были бы ниже, если бы не

запоздалая реакция ЦБ страны, который на фоне давления президента Эрдогана не решился на повышение ставок и лишь в дальнейшем принял экстренные меры, которые повысили эффективную стоимость заимствований.

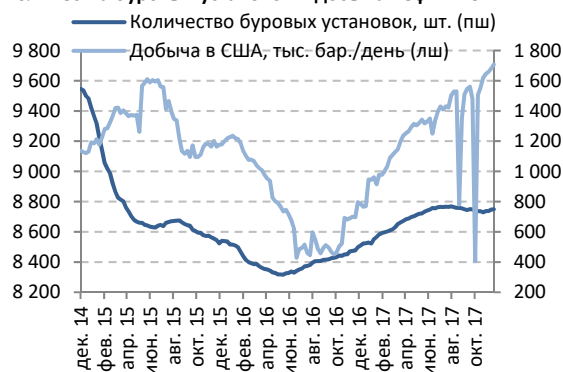
## Сырьевой рынок

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

### Нефть

Цены на нефть марки Brent в ноябре вернулись к максимальным значениям, последний раз зарегистрированным в июне 2015 года. Рост продолжился пятый месяц подряд и составил 2,5%. На протяжении всего этого времени игроков на повышение поддерживали ожидания продления сделки ОПЕК+ по ограничению нефтедобычи, хотя интрига в этом отношении держалась до последнего момента. Все из-за позиции России, которая опасалась, что сохранение ограничений на весь 2018 год может перераспределить рынок в пользу сланцевой нефти. В итоге эти опасения нашли отражение в итоговом решении, которое предполагает возможный пересмотр квот на производство летом следующего года. К странам-участницам соглашения добавились Ливия, Нигерия, а также ряд других независимых нефтепроизводителей. В дальнейшем предполагается создание механизма постепенного наращивания предложения. Цель соглашения, сократить мировые запасы нефти еще на 150 млн барр., как ожидается будет достигнута не ранее III кв. 2018 года. Важным в этом отношении является динамика прироста спроса: по оценкам ОПЕКв следующем году он составит 1,51 млн барр./сутки, тогда как в МЭА эксперты настроены более скептически – 1,28 млн барр./сутки. Из-за этого аналитики смотрят по-разному на ожидаемую ребалансировку рынка – в МЭА по-прежнему ждут наращивание запасов, в ОПЕК – их сокращения. Неизвестным остается здесь производство сланцевой нефти – в МЭА ждут роста предложения на 1,4 млн.барр./сутки, тогда как в ОПЕК – лишь на 900 тыс. барр./сутки. Теперь рынок, вероятно, станет более чувствительным к выходу данных от Минэнерго США, где добыча продолжает каждую неделю обновлять рекордные максимумы и уже перешла через порог в 9,6 млн барр./сутки. Впрочем, в ноябре противоядием к этому стали данные по добыче в самом ОПЕК, где выросла дисциплина – в октябре производство сократилось на 151 тыс. барр./сутки.

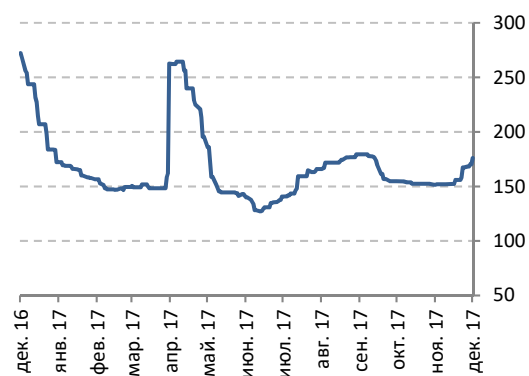
### Золото

В ноябре цены на золото повторно предприняли безуспешную попытку вернуться выше психологического уровня в \$1300/унцию, прибавив скромные 0,3% до \$1275/унцию, после роста на в моменте на 2,5%. Покупатели драгметалла были обречены после последовательного одобрения обоими палатами Конгресса США законопроекта по налоговой реформе и публикации сильных макроэкономических данных, что оставило в силе сценарий повышения ФРС ключевой ставки в декабре и ее дальнейшего подъема в 2018 году. Политическая неопределенность в Европе (затягивание переговоров по Brexit и угроза проведения в Германии повторных выборов в Бундестаг) не сказалась принципиальным образом на позициях «вечной ценности».

### Коксующийся уголь

Продолжающиеся процессы закрытия неэффективных мощностей в металлургической и угольной промышленности Китая по-прежнему сказываются на ценах, вызывая периодические скачки. Так в конце ноября цена коксующегося угля с поставкой на экспорт





Источник: Bloomberg

из Австралии выросла почти на 10% за неделю. Эффекта данных о снижении загрузки сталеплавильных мощностей с 76% в сентябре до 64% не хватило, чтобы сдержать рост котировок.

Рост импорта в Китай коксующегося угля за 10 месяцев 2017 года г\г составил 20%, продемонстрировав постепенное замедление по сравнению с предыдущими месяцами. Растущую потребность Поднебесной в угле компенсировала в основном Монголия, наращивая экспорт на 43% за 10 месяцев года, также постепенно замедляя прирост. Производство кокса в Китае при этом шестой месяц подряд показывает снижение по сравнению с данными за соответствующий месяц прошлого года.

## 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>												
ICICI 4.7% 02/21/18	1 000	2,8	100,51	2,42	0,23	88	BBB-	Baa3	BBB-	India	25.08.2015	5,8
Vanke 2.625% 03/13/18	1 350	3,7	99,98	2,71	0,29	118	BBB	Baa2	BBB+	China	30.12.2016	2,8
Afreximbank 3.875% 06/04/18	1 500	4,2	100,69	2,53	0,50	88		Baa1	BBB-	Africa	25.08.2015	9,8
RSHB 5.1% 07/25/18	1 000	2,8	101,50	2,77	0,64	108		Ba2	BB+	Russia	29.09.2017	0,4
BNDES 6.369% 06/16/18	1 500	4,3	102,00	2,66	0,53	99	BB	Ba2		Brazil	30.09.2016	3,8
Canara Bank 5.25% 10/18/18	1 000	2,8	102,16	2,77	0,87	100		Baa3	BBB-	India	25.08.2015	4,0
IS Bank 3.75% 10/10/18	1 500	4,1	100,25	3,48	0,85	170		Ba1	BB+	Turkey	30.06.2016	4,6
VEB 4.224% 11/21/18	1 000	2,8	101,19	3,00	0,96	120	BB+		BBB-	Russia	29.09.2017	0,4
Bao-Trans 3.75% 12/12/18	1 000	2,8	100,86	2,92	1,01	110	BBB+	Baa2	A	China	25.08.2015	7,3
Israel Electric 7.25% 01/15/19	1 500	4,4	105,14	2,60	1,07	76	BBB	Baa2		Israel	30.11.2016	3,3
TEVA 1.7% 07/19/19	1 000	2,7	97,00	3,64	1,61	169	BBB-	Baa3	BBu	Israel	30.11.2017	0,0
Bank Otkritie 4.5% 11/11/19	2 000	5,5	100,50	4,27	1,88	227	B+	B2		Russia	30.09.2016	3,4
Gerdau 7.0% 01/20/20	1 500	4,5	107,92	3,16	1,98	116	BBB-		BBB-	Brazil	31.07.2017	2,2
Emirates NBD Float 01/26/20	1 000	2,8	101,00	2,46	2,09	107		A3	A+	UAE	28.02.2017	2,1
Softbank 4.5% 04/15/20	1 500	4,2	102,55	3,40	2,27	137	BB+	Ba1		Japan	28.04.2017	1,3
Metalloinvest 5.625% 04/17/20	1 000	2,9	105,65	3,17	2,25	114	BB	Ba2	BB	Russia	29.07.2016	7,1
Gold Fields 4.875% 10/07/20	1 500	4,3	103,45	3,62	2,68	154	BB+	Ba1		Africa	30.06.2017	4,4
Macy's Retail 3.45% 01/15/21	1 500	4,2	100,59	3,28	2,95	117	BBB-	Baa3	BBB	US	31.05.2017	1,4
Global Bank 4.5% 10/20/21	1 500	4,2	101,93	4,00	3,60	183	BBB-		BBB-	Panama	31.10.2017	-0,4
Seagate 4.25% 03/01/22	1 000	2,8	100,24	5,25	3,82	204	BB+	Baa3	BBB-	US	31.10.2017	-0,7
Sberbank 6.125% 02/07/22	1 500	4,6	109,61	3,66	3,71	148		Ba1	BBB-	Russia	29.09.2017	0,6
GM Float 01/14/22	500	1,4	102,51	2,29	3,88	91	BBB	Baa3	BBB	US	31.01.2017	3,4
Pemex Float 03/11/22	1 000	3,0	109,85	2,21	3,92	121	BBB+	Baa3	BBB+	Mexico	30.12.2016	10,9
Barclays Float 01/10/23	1 250	3,5	102,69	2,44	4,73	93	BBB	Baa2	A	UK	31.01.2017	4,5
Morgan Stanley Float 10/24/23	1 250	3,5	102,80	2,06	5,51	79	BBB+	A3	A	US	31.01.2017	3,6
Goldman Sachs Float 10/28/27	1 250	3,6	105,78	2,49	8,62	101	BBB+	A3	A	US	31.01.2017	6,2
<b>EUR Bonds</b>												
KazAgro 3.255% 05/22/19	1 000	3,4	102,08	1,81	1,45	195	BB+		BBB-	Kazakhstan	20.08.2015	21,5
ABN AMRO 7.125% 07/06/22	1 000	4,3	128,91	0,71	4,00	50	BBB-		A-	Netherlands	17.12.2015	22,7

## Инвестиционные рекомендации

## Покупка

Название	ISIN	Количество	Цена	Дата	Пояснение
Gerdau 7.0% 01/20/20	XS0547082973	225	108,125	30/11/17	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Gerdau является одним из крупнейших мировых производителей и поставщиков сортовой стали. Занимает второе место по производству сортовой стали в США и Канаде.</li> <li>▪ Компания последовательно работает над снижением долговой нагрузки. В октябре 2017г. компания выкупила собственные облигации на \$640 млн.</li> <li>▪ Нарращиваем позицию в объеме выкупленных ранее облигаций.</li> </ul>
TEVA 1.7% 07/19/19	US88167AAB70	1 000	97,00	30/11/17	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Teva Израильская фармацевтическая компания с выручкой \$22 млрд. Компания специализируется на производстве препаратов-дженериков.</li> <li>▪ Компания столкнулась с ростом конкуренции и снижением цен на рынке дженериков, что негативно сказывается на ее финансовом состоянии.</li> <li>▪ Teva имеет довольно высокий долг (Debt/EBITDA =4.7). Ожидается, что к 2019г. он достигнет 6.0х из-за падения выручки. Компания сохраняет высокий уровень рентабельности на уровне 25% по EBITDA и положительный денежный поток FCF/DEBT на уровне 8-9%. Компания имеет достаточный уровень ликвидности для выполнения своих краткосрочных обязательств.</li> <li>▪ На фоне слабой отчетности и снижения рейтинга от Fitch ниже инвестиционного облигации компании подверглись активным распродажам. На конец ноября доходность выпуска составила YTM 3,6% при дюрации 1,6 года. Z-спред составляет 169 б.п. Выпуск торгуется на кривой облигаций с рейтингом В. Мы считаем, что облигация была перепродана и ожидаем сужения спреда на 30-40 б.п.</li> </ul>

**Закрытые торговые рекомендации**

Название	ISIN	Дата открытия	Дата закрытия	Прибыл/Убыток, \$	Пояснение
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 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> </ul>

					<ul style="list-style-type: none"> <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>
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>

### Структура займов

Название	Рыночная стоимость, \$	Начисленный процент, \$	Сумма займа, LCL	Погашение	Валюта	Ставка	Дата открытия позиции
Loan 24.05.17 924k EUR		-43811,00		30.11.2017	EUR	0,56%	31.10.2017
Loan 30.11.17 1 935k EUR	-2 293 168,50	0.00	-1 935 000	29.12.2017	EUR	0.56%	30.11.2017

### Структура по классам активов и валютам

	Всего, \$	Всего, %	USD	CNH	CHF	EUR
Денежные средства	4 593	0%	4 368	0	0	226
Облигации	36 641 375	107%	33 848 391	0	0	2 792 984
Заемные средства	-2 293 169	-7%	0	0	0	-2 293 169
Прочее	0	0%	0	0	0	0
<b>Итого, \$</b>	<b>34 352 800</b>	<b>100%</b>	<b>33 852 759</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>500 042</b>
<b>Итого, %</b>	<b>100%</b>		<b>99%</b>	<b>0%</b>	<b>0%</b>	<b>1%</b>

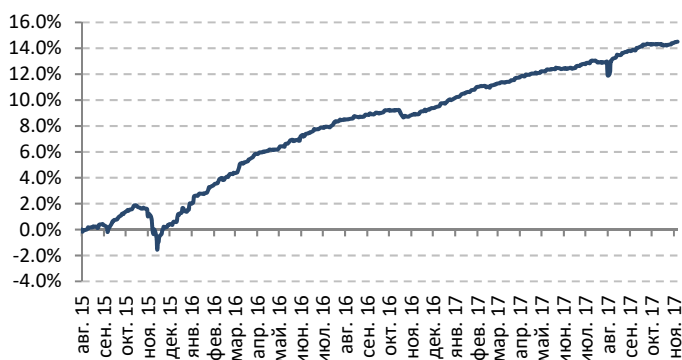
### Структура по сроку погашения и рейтингу

		Менее 1 года	1-2 года	2-3 года	3-4 года	Более 4 лет
		100%	27%	19%	19%	8%
AAA	0%	0%	0%	0%	0%	0%
AA	0%	0%	0%	0%	0%	0%
A	10%	0%	0%	3%	0%	7%
BBB	59%	13%	13%	5%	8%	20%
BB	25%	14%	0%	11%	0%	0%
Другие	9%	0%	6%	0%	0%	0%
Без рейтинга	0%	0%	0%	0%	0%	0%

### Структура по региону

Страна	Доля, %
Russia	19%
US	15%
Brazil	9%
Africa	8%
Israel	7%
China	7%
India	6%
Netherlands	4%
Japan	4%
Panama	4%
Turkey	4%
UK	4%
Kazakhstan	3%
Mexico	3%
UAE	3%

### Динамика доходности портфеля



### Параметры портфеля

Weighted Duration	2,37
YTM	2,96%
Coupon Yield	4,36
Leverage	1,07
Potential Leverage	2,64
LTV Rate, %	62%
Lending Value	22 754 102,00
Available Margin	20 465 301,00
Expected return	3,1%
1 нед. 95% VaR	\$190 604,00

### Динамика портфеля

- В ноябре чистая стоимость активов портфеля выросла на 0,16%. Слабая динамика портфеля была обусловлена ростом доходностей в UST. Почти половина портфеля (46%) состоит из облигаций со сроком погашения менее 2-х лет. Рост доходностей бенчмарка не был полностью компенсирован сужением кредитного спреда, т.к. спреды находятся на исторических минимумах и дальнейшее сужение ограничено. Доходность коротких облигаций в среднем выросла на 12 б.п., в то время как доходность длинных облигаций почти не изменилась.
- Сильную динамику показали облигации с плавающей ставкой. В частности, облигации Pemex Float 03/11/22 выросли на 0,9%.
- Мы ожидаем дальнейшего роста доходностей рынке облигаций.

### Структура портфеля

- В ноябре структура портфеля незначительно изменилась. Мы зафиксировали прибыль в Tanner'18. Денежные средства от продажи были инвестированы в облигации TEVA – израильской фармацевтической компании. TEVA специализируется на производстве препаратов-дженериков. В последнее время компания столкнулась с ростом конкуренции и снижением цен на рынке дженериков. В первую очередь речь идет о Сораконе – одном из основных препаратов, производимых Teva для американского рынка. На данный препарат приходится 18% выручки. В октябре компания Mylan получила разрешение производить и продавать данный препарат в США. Теперь на рынке будет 3-и компании, выпускающие препарат Сораконе. По оценкам экспертов это приведет к снижению выручки TEVA от данного препарата на 40-60%.

В ноябре компания опубликовала отчетность за 3 кв.2017г. и дала прогноз по прибыли, отражающие влияние роста конкуренции. Опубликованные данные оказались значительно ниже ожиданий, на что рынок отреагировал значительным снижением котировок.

Также стоит отметить, что в ноябре рейтинговое агентство Fitch снизило кредитный рейтинг до BB+. Другие агентства пока оставили рейтинг компании на инвестиционном уровне (BBB), но с негативным аутлуком. Если компания не предпримет активных действий, направленных на улучшение кредитных метрик, рейтинг может быть снижен в начале 2018г.

На фоне слабой отчетности и снижения рейтинга от Fitch ниже инвестиционного облигации компании подверглись активным распродажам. На конец ноября доходность выпуска составила YTM 3,6% при дюрации 1,6 года. Z-спред составляет 169 б.п. Выпуск торгуется на кривой облигаций с рейтингом B.

Мы считаем, что облигация была перепродана и ожидаем сужения спреда на 30-40 б.п. Данную позицию мы рассматриваем как спекулятивную и планируем закрыть ее при достижении поставленной цели.

- В начале октября в рамках выкупа нами были проданы 225 облигаций Gerdau'20 по цене 109,625. В конце ноября мы откупили проданные облигации обратно в портфель по цене 108,125.
- В ноябре дюрация портфеля уменьшилась с 2,41 до 2,37. Уровень плеча составил 1,07. Кредитное качество портфеля за месяц не изменилось. Доля облигаций инвестиционного уровня осталась на уровне 69%.

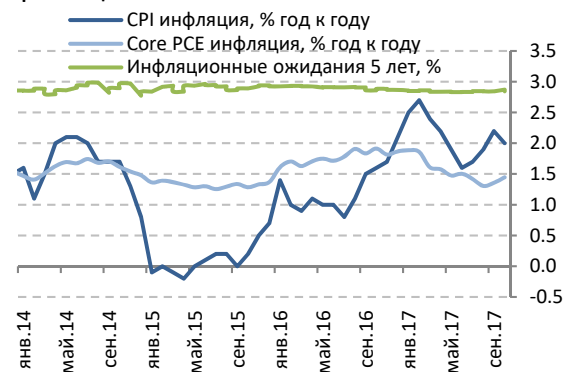
### Ожидаемая доходность

- Ожидаемая доходность портфеля, при прочих равных условиях, составляет 3,1% годовых..

### III. Макроэкономика

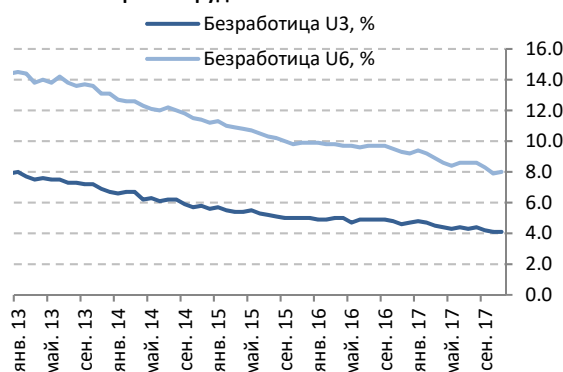
#### Соединенные Штаты Америки

##### Уровень цен в США



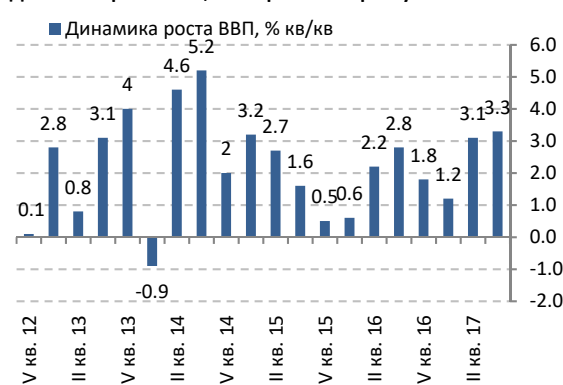
Источник: Бюро экономического анализа США, Bloomberg

##### Показатели рынка труда



Источник: Бюро трудовой статистики США

##### Динамика роста ВВП, % квартал к кварталу



Источник: Бюро экономического анализа США

**Сенат вслед за Палатой представителей одобрил законопроект о налоговой реформе.** Республиканцам удалось склонить на свою сторону голоса скептиков и тем самым сберечь преимущество в один голос над демократами (51 против 49 голосов). Тем не менее считать, что законодатели выполняют свое обещание и примут налоговые послабления до конца года, как и было обещано, будет пока преждевременно. Оба принятых законопроекта отличаются в ряде принципиальных моментов (версия Сената предполагает снижение налога на прибыль корпораций с 2019-го, а не с 2018-го года, есть разночтения в вопросах налоговых вычетов), поэтому дискуссии обещают быть жаркими.

**Дебаты в отношении расширенного бюджета будут перенесены на конец декабря.** Демократы и республиканцы не стали вносить сумятицу в законотворческий процесс, согласовав финансирование правительства до третьей декады декабря для того, чтобы высвободить время для рассмотрения и принятия налоговой реформы. Отсутствие единого мнения вызвано различными взглядами на величину расходов на оборону. Демократы, в отличие от их коллег, хотели бы сделать бюджет более социально-ориентированным.

**Стержневая инфляция ускорилась впервые с начала года.** Рост потребительских цен без учета продуктов питания и энергоносителей в октябре составил 1,8% после роста на 1,7% в сентябре. Причину стоит искать в увеличении стоимости медицинских услуг и жилья. В то же время совокупный показатель замедлил темпы подъема с 2,2% до 2,0%.

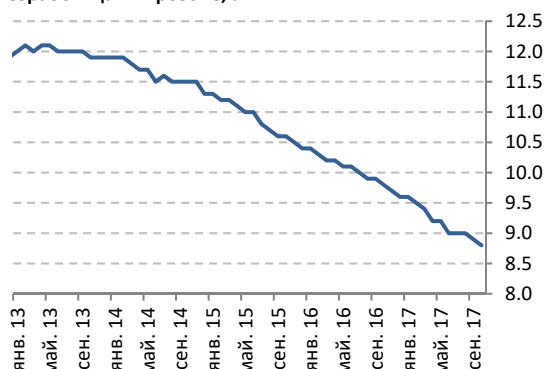
**Безработица в США в октябре упала до минимума с 2000 года.** Показатель сократился с 4,2% до 4,1%, что оказалось ниже прогноза аналитиков в 4,2% - из-за снижения доли участия в рабочей силе с 63,1% до 62,7%. Последствия ураганов были пройдены: количество новых рабочих мест составило 261 тыс. при ожиданиях в 313 тыс., однако за предыдущие два месяца значения были улучшены сразу на 80 тыс. рабочих мест. Средняя почасовая зарплата в годовом выражении увеличилась на 2,4%, а не на 2,7%. Рынок воспринял данные не в пользу американского доллара из-за снижения вероятности дальнейшего ужесточения монетарной политики после декабря.

**Рост ВВП в III кв. ускорился до максимума за три года.** Статистики сообщили о более высоких темпах роста (3,3%), по сравнению с предыдущей оценкой в 3,0%, что оказалось выше прогнозов аналитиков в 3,2% благодаря ускорению роста инвестиций бизнеса в оборудования до максимума за четыре года (оценка была улучшена с 8,6% до 10,4%), большему вкладу роста товарно-материальных запасов (0,8 п. п. против 0,73 п. п.) и росту госрасходов (0,4% против -0,1%). Все это компенсировало ухудшение оценки потребительских расходов (+2,3% против +2,4%).



## Европейский Союз

Безработица в Еврозоне, %

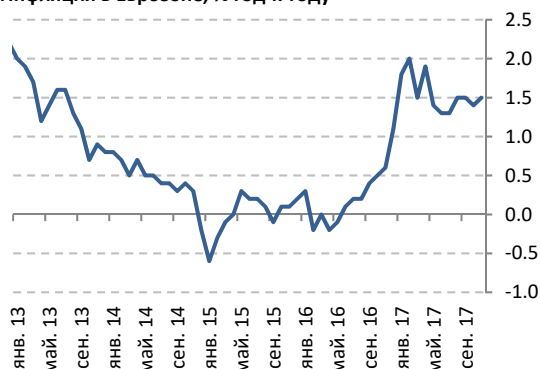


Источник: Eurostat

**Усилия канцлера Германии по формированию трехстороннего коалиционного правительства оказались безрезультатными.** Свободная демократическая партия Германии (FDP) после четырех недель переговоров неожиданно вышла из переговорного процесса с ХДС Меркель и «зелеными». Такой исход открыл путь для проведения повторных выборов в Бундестаг. Согласно опросам общественного мнения, ультраправая партия Альтернатива для Германии, выступающая против текущей иммиграционной политики, могла бы набрать на повторных выборах еще большее число голосов. В итоге политический истеблишмент выбрал из двух зол меньшее: президент страны Франк-Вальтер Штайнмайер убедил лидер СДПГ Мартина Шульца вернуться к переговорам по формированию коалиции. Давний партнер ХДС после провальных итогов голосования ранее отказался от таких планов, тем самым создав риск возникновения политического кризиса.

**ЕЦБ готов нарастить объем покупок корпоративных облигаций.** Комитет по рыночным операциям в положительно оценивает эффективность стратегии, в рамках которой уже куплены бонды на 126 млрд евро, а также влияние стимулирующей программы на объем предложения кредитных ресурсов в экономике еврозоны. В то же время регулятор обсудил вопрос о том, не ставят ли эти покупки в более выгодное положение крупные фирмы и их акционеров.

Инфляция в Еврозоне, % год-к-году



Источник: Eurostat

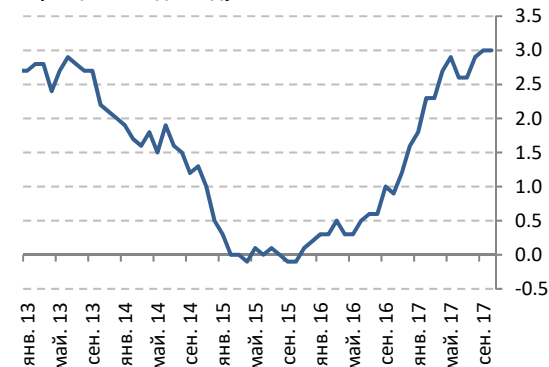
**Инфляция в еврозоне в ноябре ускорилась медленнее ожиданий.** В годовом выражении показатель вырос на 1,5% после роста на 1,4% в октябре, аналитики рассчитывали на рост в 1,6%. Без учета цен на продукты питания, энергоносители и алкоголь темпы роста потребительских цен остались на уровне в 0,9% г/г,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

**Сводный индекс деловой активности в ноябре достиг максимума с 2011 года.** Соответствующий показатель, рассчитываемый IHS/Markit подскочил с 56,0 до 57,5 п., причем индекс в производственной сфере показал пик с апреля 2000 года. Динамика PMI подтверждает прогноз Еврокомиссии роста экономики еврозоны на 2,2% в этом году после 1,8% годом ранее.

## Великобритания

**Великобритания согласилась заплатить за выход из ЕС 45-55 млрд евро.** Такие цифры были озвучены в издании the Daily Telegraph, в дальнейшем, согласно источникам Reuters, они были уточнены до 40-45 млрд евро. Ранее в прессе фигурировали более высокие значения в 60-65 млрд евро (the Guardian). Этот вопрос оставался серьезным камнем преткновения в переговорах об упорядоченном выходе Великобритании из ЕС. После его разрешения законодатели на Туманном Альбионе поспешили заявить, что риск наступления «жесткого» Brexit преодолен. Теперь остаются нерешенными лишь два вопроса: верховенство правоприменения решений ЕСПЧ для граждан ЕС, которые продолжают проживать на территории Британии, а также граница

Инфляция, % год-к-году



Источник: UK Office for National Statistics

между Северной Ирландией и Ирландией. После этого начнется следующий этап, который затронет вопросы торговли и регулирования иммиграции. На фоне прогресса в переговорах курс фунта стерлингов против доллара достигал двухмесячного максимума.

**Глава Банка Англии Марк Карни: Евросоюзу и Великобритании требуется переходный период.** Подобное соглашение позволит сгладить последствия Brexit и снизить риск шока, когда произойдет официальный «развод» в марте 2019 года. Регулятор, по словам Карни, сделает «все возможное», чтобы поддержать экономику в этот период.

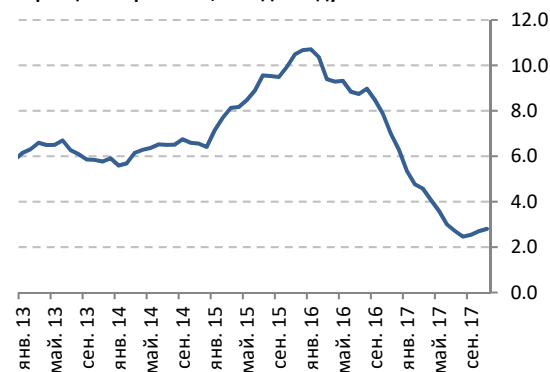
**Банк Англии решил на повышение ключевой ставки впервые за последние десять лет.** Стоимость денег в экономике была увеличена с 0,25% до 0,50%. За это решение отдали свой голос семь членов комитета по ставкам из девяти. До заседания вероятность ужесточения политики повысилась до 92%, поэтому вердикт не стал сюрпризом для рынка. Формулировки сопроводительного комментария носили «мягкий» характер – «все последующие повышения будут носить постепенный и ограниченный характер». Согласно рынку фьючерсов, следующее повышение может произойти к концу 2018 года, еще одно – в 2020-м году. Вместе с неопределенностью в отношении влияния Brexit такие комментарии способствовали тому, что британский фунт потерял почти 2 фигуры против доллара сразу после решения о повышении ставки.

**NIESR: к 2021 году ставка Банка Англии вырастет до 2%.** Эксперты института придерживаются такого агрессивного прогноза поскольку полагают, что регулятору нужно повышать процентные ставки на 0,25% каждые полгода, иначе рост производительности приведет к ускорению роста инфляции.

**Инфляция осталась на максимуме за 5,5 лет.** Рост в годовом выражении составил 3,0%, что соответствовало ожиданиям аналитиков. Причину стоит искать в слабости фунта стерлингов, который повысил стоимость импортных товаров – обменный курс против доллара и евро ослаб на 12% после референдума. Стержневой показатель осталась на уровне в 2,7%, что также соответствовало прогнозам.

## Латинская Америка

Инфляция в Бразилии, % год-к-году

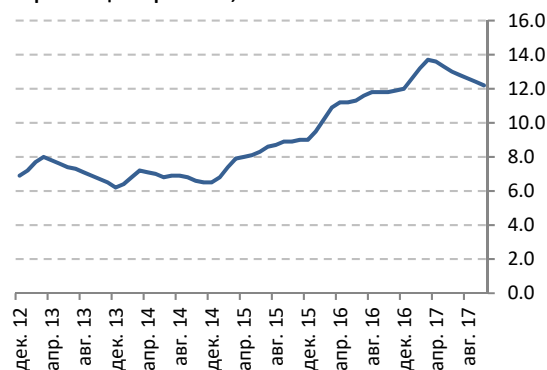


Источник: Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística

### Бразилия

**Парламент Бразилии готовится к голосованию уточненного законопроекта по пенсионной реформе.** Президент Мишель Темер пошел на уступки, чтобы сдвинуть с мертвой точки обещанные им в ходе выборов реформы, которые могут предотвратить рост долговой нагрузки до 100% к ВВП к 2020-му году (по оценкам Банка Бразилии). Последняя версия предполагает как минимум 50%-ную экономию от первоначального плана в 750-800 млрд. реалов ежегодно в ближайшие 10 лет – был понижен срок трудовой деятельности для получения пенсии с 25 лет до 15 лет и были оставлены без изменения положения для работников в сельском хозяйстве. Для одобрения реформы Темеру необходимо три пятых голосов в

Безработица в Бразилии, %



Источник: Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística

обеих палатах парламента, вероятность такого исхода согласно оценкам наблюдателей повысилась до 50%.

**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 ИВС-Вг в сентябре вернулся к росту (+0,4%).** В августе было зафиксировано понижение на 0,37%. За год рост составил 2,0%.

**Потребительские цены в ноябре продолжили ускорение четвертый месяц подряд.** 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

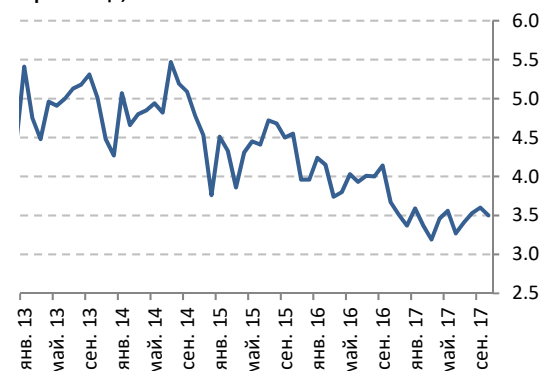
**Пятый раунд переговоров о пересмотре НАФТА оказался безрезультатным.** Мексика и Канада не поддались давлению США и не дали согласие на требование США увеличить в производимых автомобилях до половины величину комплектующих из этой страны. Помимо этого, камнем преткновения остается позиция Вашингтона в отношении отказа от ключевого механизма в разрешении споров по вопросам сельского хозяйства. Следующий раунд переговоров намечен на 23-28 января. У сторон остается все меньше времени до проведения выборов президента Мексики, которые пройдут в конце марта.

**Министр финансов Хосе Антонио Мид подал в отставку, что может быть вызвано его подготовкой к выборам президента в марте.** Мид может стать единственным кандидатом от правящей институциональной революционной партии, на что указывают комментарии президента страны Пена Нието, который пожелал ему удачи в его новом проекте. Место Мида займет глава Pemex Хосе Антонио Гонсалес Аная.

**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.

**В Банке Мексике место главы Аугустина Карстенса занял Алехандро Диаз де Леон.** Карстен уйдет на повышение в Банк международных расчетов, а новый глава, согласно оценкам экспертам, продолжит текущую политику по сдерживанию инфляции, несмотря на то, что придерживается мягких взглядов в отношении монетарной политики.

Безработица, %

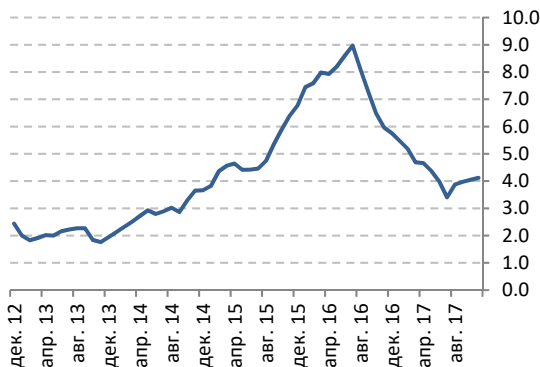


Источник: INEGI

**Банк Мексики оставил ключевую процентную ставку без изменений на уровне в 7,00%, как и ожидалось.** Решение было принято единогласно на фоне временного скачка инфляции с 6,37% г/г до 6,63% г/г, вызванного последствиями двух землетрясений (ЦБ ждет ее снижения к 3% к концу 2018 г.).

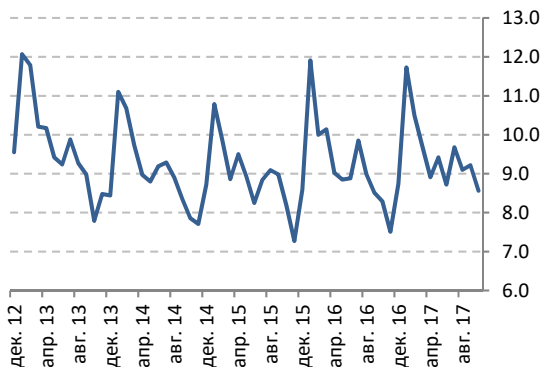
**Окончательная оценка ВВП в III кв. показала спад на 0,3% кв/кв против предыдущей оценки в -0,2% кв/кв.** Отрицательные темпы были зафиксированы впервые с IV кв. 2015 г. Причиной стало ухудшение негативного вклада объема промпроизводства с -0,5% до -0,6%. Год к году ВВП вырос на 1,5%.

Инфляция, % год-к-году



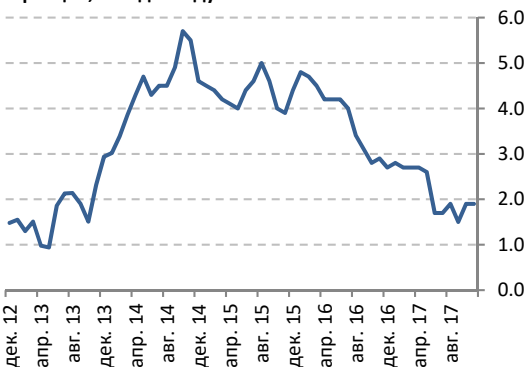
Источник: Banco Central de la Republica de Colombia

Безработица, %



Источник: Departamento Administrativo Nacional de Estadística

Инфляция, % год-к-году



Источник: Instituto Nacional de Estadística

### Колумбия

**Банк Колумбии понизил ключевую ставку на 25 базисных пунктов до 4,75%, что совпало с ожиданиями половины опрошенных экономистов.** В самом ЦБ голоса распределились в пользу смягчения политики как пять против двух, кто настаивал на сохранении ставки на прежнем уровне. Банк отметил сохранение слабости экономики и улучшение прогнозов по инфляции на 2018 год с 4,1% до 3,4% при целевом значении в 3,0%, что увеличило возможности ЦБ по смягчению политики.

**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.

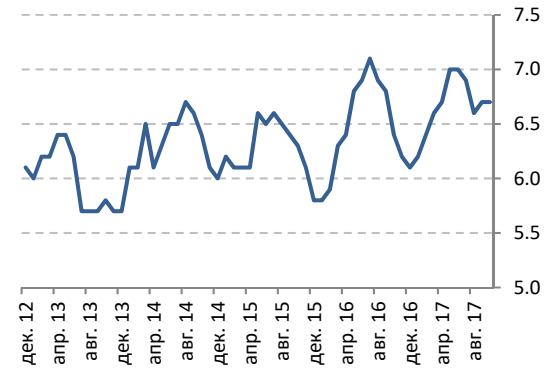
**ВВП в III кв. ускорился с 1,3% г/г до 2,0% г/г, но оказался ниже прогноза в 2,2% г/г.** Слабым звеном остается обрабатывающая промышленность (-0,6% против -3,4% во II кв.) и добыча полезных ископаемых (-2,1% против -5,7%), к тому же неожиданным оказался спад в строительстве (-2,1% против 0,3%).

**Индекс экономической активности ISE по итогам сентября вырос лишь на 0,2%.** Показатель августа был пересмотрен вниз с 1,6% до 1,2% Среднее значение индикатора за все время расчета данного показателя с 2001 года оставляет 3,92%.

### Чили

**На прошедших выборах президента победу одержал Себастьян Пинера, однако страну ждет второй тур 17 декабря.** При рекордно низкой явке за бывшего главу государства проголосовало 36,6%, в то время как за пришедшего следом кандидата от правящей коалиции Алехандро Гуильера 22,7%. Одержавшему победу будет крайне непросто продвигать какие-либо реформы в отсутствие поддержки большинства населения. Так, г-н Пинера в бытность свою президентом в 2010-2014 годах столкнулся с массовыми протестами среди студенчества. В то же время финансовый рынок приветствует результаты выборов, поскольку ожидает возвращения более дружественной к бизнесу политики Пинеры – с момента объявления им об участии в выборах фондовый рынок страны вырос на 20%.

Безработица, %



Источник: Instituto Nacional de Estadística

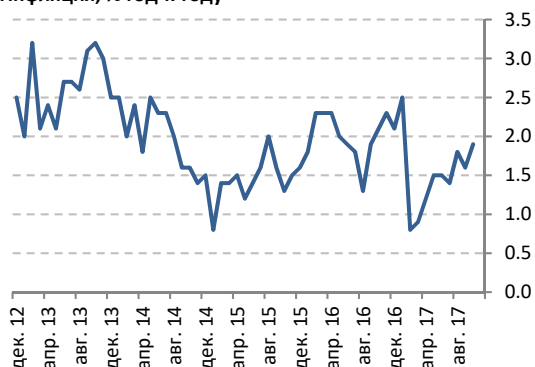
**Банк Чили оставил ключевую ставку без изменений на уровне 2,5% шестой раз подряд в рамках прогнозов.** Регулятор отметил благоприятные тенденции на внешних рынках и сдержанный рост инвестиций из-за слабости строительного сектора, что нивелируется оживлением инфляции.

**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%.

**ВВП в III кв. ускорил темпы роста более чем вдвое с 1,0% г/г до 2,2% г/г.** Темпы роста оказались максимальными с I кв. 2016 года за счет увеличения роста потребительских расходов с 2,6% до 2,8%, замедления темпов спада инвестиций с 4,6% до 2,3% и улучшения динамики экспорта с -3% до 3%. В то же время подъем ВВП был бы сильнее, если бы не замедление темпов роста госрасходов с 3,0% до 2,2%

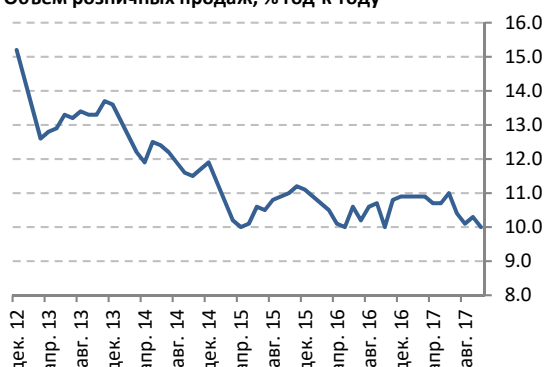
## Азия

Инфляция, % год-к-году



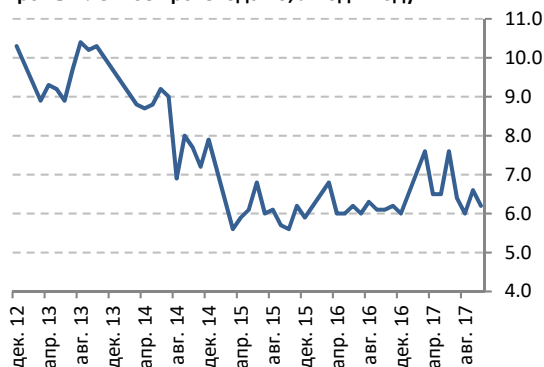
Источник: National Bureau of Statistics of China

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 и Китай подписали соглашения на \$253 млрд

Президент Дональд Трамп в ходе своего турне по странам Азии подписал с главой КНР Си Цзиньпином целый ряд торговых сделок совокупным объемом в \$253 млрд. Китай прикладывает усилия для сокращения своего торгового профицита с Соединенными Штатами, поскольку Трамп уже не раз жаловался на несбалансированные торговые отношения между странами. По последним данным в октябре дефицит торговли США с Китаем составил \$26,6 млрд.

### Трения между США и Китаем сократились на фоне уступок Пекина в области доступа к финансовой системе.

Власти КНР уступили давлению и сняли ограничение на возможность владеть иностранным компаниям контрольным пакетом акций в совместных предприятиях, что может так или иначе способствовать сокращению дефицита во взаимной торговле двух стран. Вероятно, к этому подтолкнуло замедление темпов роста иностранных инвестиций в Китай. Несмотря на такую победу, Белый дом никак не отразил это в итоговом заявлении по итогам турне президента Трампа по странам Азии, что может свидетельствовать о том, что Вашингтон рассчитывает на большую открытость экономики КНР.

### По подсчетам Reuters долг компаний КНР в сентябре вырос максимальными темпами за четыре года.

Задолженность 2146 публичных компаний выросла на 23% год-к-году. Соотношение расходов на обслуживание долга к выручке выросло примерно до 27% во II квартале, достигнув максимума за пять лет, после чего снизилось до 24,47% в III квартале благодаря росту выручки. Объем непогашенных потребительских кредитов в Китае вырос почти на 30% с середины прошлого года и достиг в октябре 30,2 трлн. юаней. В ноябре финансовые регуляторы Китая предложили ряд мер по ограничению рисков на рынке продуктов по управлению активами объемом в \$15 трлн. Китай также намерен усилить финансовое регулирование и принять жесткие меры для борьбы со спекуляциями на рынке недвижимости, чтобы стабилизировать цены и предотвратить появление пузырей.

### Национальная комиссия по развитию и реформам ужесточило надзор за иностранными сделками.

Власти страны намерены таким образом сократить случаи ухода от налогов, отмывания незаконно полученных средств и незаконного финансирования деятельности, которые бросают тень на репутацию КНР и отрицательно влияют на инициативу «Один пояс – один путь». Регулятор отмечает, что зарубежные сделки должны быть разумными, а раскрытие информации – более полным, нарушители будут наказываться ограничением доступа к государственным субсидиям и отклонением заявок на зарубежные инвестиции и приобретение иностранной валюты.

### Ключевые макроэкономические данные за октябрь нивелировали приятное впечатление от данных сентября.

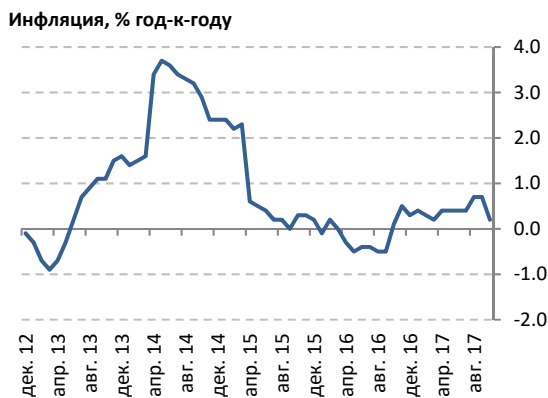
По данным Национального бюро статистики, объем промышленного производства вырос на 6,2% г/г, замедлившись с 6,6% г/г в сентябре при прогнозе в 6,3%, объем розничных продаж – на

10,0% (минимальные темпы за год) после 10,3% при прогнозе в 10,5%. Соответствовали ожиданиям лишь инвестиции в основной капитал, которые за 10 месяцев выросли на 7,3%.

**Индексы производственной активности в октябре опустился до минимума за пять месяцев.** Показатель (PMI) от Caixin/Markit опустился с 51,0 п. до 50,8 п. при прогнозе в 50,9 п. В свою очередь официальный индекс повысился с 51,6 п. до 51,8 п. при ожиданиях сокращения до 51,4 п.

**Власти Китая не намерены пересматривать цель по росту экономики в 6,5%, несмотря на кампанию по борьбе с чрезмерным ростом теневой банковской системы.** По словам близких к ситуации источников, на политиков будет оказано давление, чтобы сбалансировать усилия по борьбе с задолженностью для поддержания устойчивого роста. Лидер страны Си Цзиньпин заявил на съезде Коммунистической партии ранее в октябре, что Китай должен справиться с «основными рисками» в экономике, но он также привержен достижению поставленной предыдущей администрацией цели удвоения валового внутреннего продукта (ВВП) в течение десятилетия до 2020 г. и превращения КНР в «скромно процветающую» нацию.

**Инфляция в октябре достигла пика за девять месяцев.** В годовом выражении показатель повысился с 1,6% до 1,9%, при этом цены на продукты питания продолжили снижение девятый месяц подряд (-0,4% г/г). Прогноз экономистов составлял 1,8%. Годовые темпы роста цен производителей остались на уровне в 6,9% при прогнозе их снижения до 6,6%.



Источник: Economic and Social Research Institute Japan

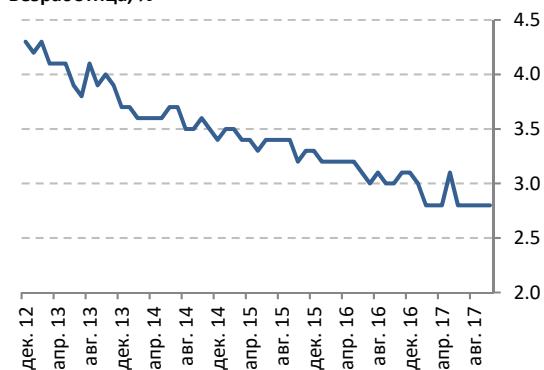
## Япония

**Трампа и Абэ обсудили соглашение о свободной торговле.** Это следовало из источников, близких к президенту Трампу, который обсудил двустороннюю повестку дня с премьером Японии Синдзо Абэ в ходе турне по странам Азии. Ранее в Токио настаивали на модификации Транстихоокеанского партнерства, от которого Трамп отказался одним из первых своих указов. Двусторонняя сделка может облегчить задачу Трампа по сокращению дефицита внешней торговли.

**Правительство рассматривает возможность сокращения среднесрочного и долгосрочного прогноза по ВВП и инфляции, чтобы их приблизить к реальности.** Так, ожидания по ежегодной инфляции начиная с 2021 года могут быть ухудшены с 2,0% до 1,5%, что противоречит нацеленности Банка Японии по ее повышению до 2% по итогам финансового года в 2019 году (истекает в марте 2020г). По ВВП конкретики пока нет, но и здесь правительственные эксперты опасаются, что планка в 3,9% роста экономики также выглядит завешенной и может привести к принятию искаженных бюджетов. Новые оценки должны быть представлены в январе.

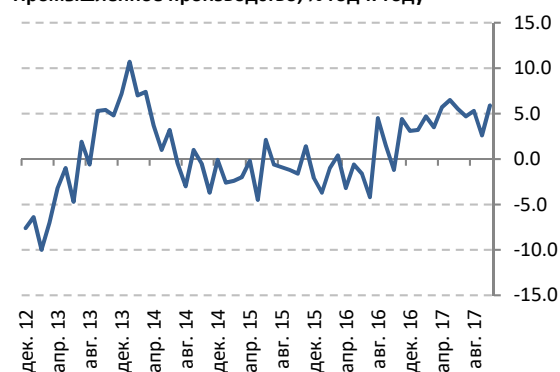
**Правительство и ЦБ Японии продолжают борьбу с дефляцией.** Об этом заявил премьер страны Синдзо Абэ в парламенте после того, как стало известно о его переизбрании на новый срок. Министр финансов Таро Асо отметил высокий вклад главы ЦБ Харухико Куроды в вопросе повышения потребительских цен, однако

**Безработица, %**



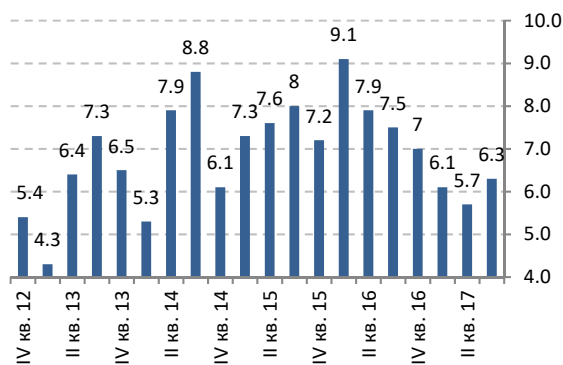
Источник: Ministry of Internal Affairs and Communications

**Промышленное производство, % год-к-году**



Источник: Ministry of Economy Trade and Industry Japan

**Рост ВВП, % год-к-году**



Источник: India Central Statistical Organisation

**Инфляция, % год-к-году**



Источник: India Central Statistical Organisation

решение о продлении его полномочий на новый срок, истекающий в апреле, Абэ пока не принял.

**Экономика растет семь кварталов подряд, самая продолжительная серия с 2001 года.** В III кв. рост ВВП составил 1,4% г/г после роста на 2,6% по итогам II кв. Чистый экспорт внес вклад в ВВП в размере 0,5 п. п., рост товарно-материальных запасов – 0,2 п. п. Плохие погодные условия способствовали сокращению потребительских расходов на 0,5%, в то же время инвестиции повысились на 0,2%.

**Ключевой показатель инфляции в октябре ускорил рост с 0,7% г/г до 0,8% г/г, что совпало с прогнозами.** Банк Японии ожидает, что целевых 2% инфляция сможет достичь лишь в 2019 финансовом году, который будет завершен в марте 2020 года. Препятствием выступает отсутствие роста зарплат на фоне повышения деловой активности.

**Объем промышленного производства в октябре не оправдал ожиданий.** Показатель вырос на 0,5% в помесячном выражении после спада на 1% месяцем ранее, экономисты рассчитывали на рост в 1,9%.

**Индия**

**Кредитное агентство Moody's подняло рейтинг Индии на одну ступень, до Ваа2, впервые за последние 14 лет.** Причиной послужила удовлетворённость агентства реформами премьер-министра Нарендры Моди, действия которого должны помочь поддержать экономический рост и стабилизировать растущий уровень долга. При этом в ноябре было объявлено о проведении реформы закона о банкротстве, призванной в частности улучшить положение госбанков, перегруженных токсичными долгами. Одновременно с этим объявлена программа докапитализации последних. Забота о финансовом секторе со стороны правительства Индии имеет целью активизировать кредитование за счёт госбанков, на которые приходится порядка 70% кредитов в Индии.

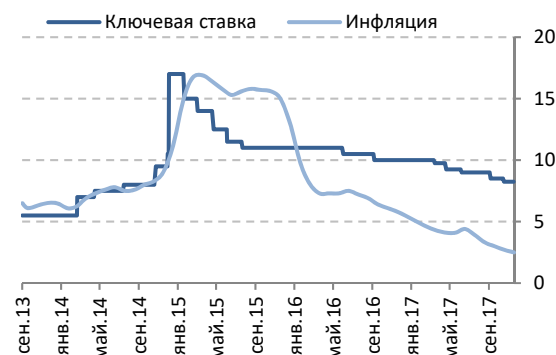
**Инфляция** в Индии в октябре ускорилась до 3,59% год-к-году против 3,28% в прошлом месяце, обогнав при этом консенсус-прогноз.

**Рост ВВП** в III квартале составил 6,3% по данным индийской статистической службы, против 5,7% месяцем ранее, не дотянув тем не менее 0,1% до консенсус-прогноза.



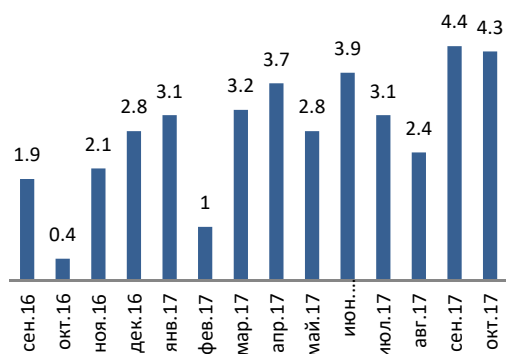
## Россия

Динамика инфляции и ключевой ставки



Источник: Росстат

Темп роста реальных зарплат, % год-к-году



Источник: Росстат

**Банк России: финансовая система готова выдержать расширение санкций на покупку ОФЗ.** Такого мнения придерживается глава ЦБ Эльвира Набиуллина и ее первый зампред Ксения Юдаева. Регулятор решил не включать новые санкции США в базовый сценарий обновленной версии денежно-кредитной политики, которая будет представлена в середине декабря. Президент США Дональд Трамп в августе подписал закон о расширении санкций против РФ. США в начале следующего года должны объявить о новых ограничениях для России, среди которых может быть и ограничение инвестиций в российский госдолг. Также ЦБ полагает, что ожидаемое повышение ФРС ключевой ставки и снижение стимулирующей направленности политики ЕЦБ могут вызвать отток капитала с развивающихся рынков, однако это не окажет существенного воздействия на курс рубля. Согласно результатам опроса ЦБ РФ крупнейшие банки имеют достаточно валютной ликвидности для покрытия ожидаемых погашений обязательств в иностранной валюте. Совокупный дефицит ликвидности в иностранной валюте у банков, имеющих дефицит, в течение IV квартала 2017 г., как ожидается, не превысит \$1,65 млрд.

**Банк России: ВВП по итогам года вырастет на 1,8%.** По мнению главы ЦБ Эльвиры Набиуллиной, период восстановительного роста почти завершен - падение с 2015 года было компенсировано почти на 99%. Дальнейший рост будет идти с трудом без проведения структурных преобразований.

**Банк России: инфляция в 2017 году не превысит 3%.** В первом полугодии 2018 года может вырасти по мере исчерпания временных факторов. В числе таковых регулятор называет хороший урожай, отсутствие реализации проинфляционных рисков, а также благоприятная динамика цен на нефть и курса рубля. Главу ЦБ Эльвиру Набиуллину беспокоит волатильность инфляции: после 4,4% летом показатель опустился на 40%. Ее прогноз инфляции – 2,5%-2,7%. Минэкономразвития в свою очередь рассчитывает, что рост потребительских цен не превысит 2,5-2,8%. По данным Росстата, годовая инфляция в ноябре опускалась до абсолютного минимума в 2,4% и по итогам месяца составила 2,5%.

**Банк России: инфляционные ожидания в ноябре существенно снизились.** По данным ЦБ, показатель ожидаемой инфляции на следующие 12 месяцев обновил исторический минимум, составив 8,7% против 9,9% в октябре.

**Глава ЦБ Набиуллина оценила равновесный уровень ключевой ставки в 6-7% годовых.** К этому рубежу ЦБ может прийти в течение 1-2 лет. Постепенное смягчение монетарной политики на ее взгляд позволит не создавать давление на экономический рост, поддерживая темпы кредитования на уровне 7-10% в год и не создавать риски роста инфляции, которые бы потребовали резкого ужесточения политики.

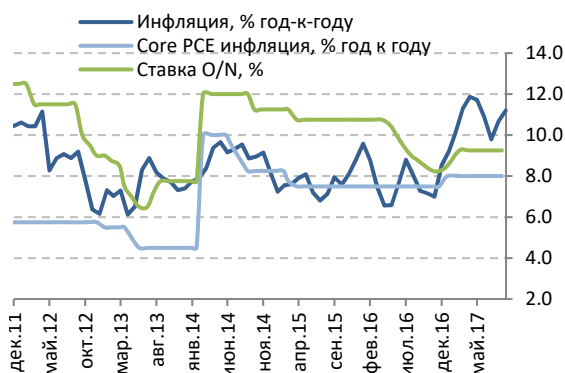
**Первый зампред Тулин заявил о возможности продолжения санации крупных банков через новый механизм Фонд консолидации банковского сектора.** Таким образом ЦБ дал понять, что ФК Открытие и Бинбанком дело может не ограничиться, что создало ощущение, что в дальнейшем по мере расчистки балансов этих банков «заняться» могут и другими частными кредитными организациями.

**Рост промпроизводства в октябре сменился спадом.** С учетом снятия сезонной и календарной составляющей снижение составило 0,1%. Рост в обрабатывающих производствах замедлился с 1,1% до 0,1%, добыча полезных ископаемых вновь сократилась на 0,1%, в коммунальном хозяйстве был отмечен спад в 2,1% после -0,1% месяцем ранее. В целом в январе-октябре промпроизводство увеличилось на 1,6%. По итогам года, в Минэкономразвития ждут роста на 2%.

**Банковский сектор.** Объем корпоративных кредитов в октябре с учетом валютной переоценки сократился на 0,1%, годовые темпы сокращения портфеля усилились с -3,2% до -3,6%. Ситуация в розничном кредитовании осталась благоприятной: объем портфеля кредитов с учетом валютной переоценки вырос на 1,2% м/м после роста на 1,3% м/м месяцем ранее и на 9,9% накопленным итогом за год (8,7% по итогам сентября). Доля просроченной задолженности по корпоративным кредитам вновь увеличилась на 0,1% до 6,7%, в то время как по розничным кредитам осталась на уровне в 7,5%. Объем депозитов физических лиц с учетом валютной переоценки увеличился на 0,1%, спад показателя накопленным итогом за 12 месяцев был сокращен с 2,3% до 0,9%

## Турция

Уровень инфляции и процентных ставок в Турции



Источник: Государственный институт статистики Турции, ЦБ Турции

**ЕС может внести Турцию в черный список офшоров.** По данным Bloomberg, европейские надзорные органы усомнились в том, что Анкара проделала «домашнюю работу» в вопросе обеспечения прозрачности и борьбе со сверхльготными налоговыми режимами. В ответ на эти спекуляции Анкара по своим дипломатическим каналам предоставила разъяснения, которые привели к смягчению позиции Европы - обязательства Анкары «устраняют все выявленные проблемы». Отношения ЕС и Турции переживают не лучшие времена и текущие сложности это в очередной раз подчеркивают. В октябре стало известно о том, что Европейский инвестиционный банк, ЕБРР и Германский банк развития фактически приостановили финансирование проектов в Турции, а советник президента Турции Джемиль Эртем посетовал, что в западных СМИ появилось много сфабрикованных новостей и негативных прогнозов в отношении экономики Турции.

**Отношения между Турцией и США обострились после обвинений против бизнесмена Бекира Боздага в организации транзакций в пользу находившегося под санкциями Ирана.** Представители Турции назвали эти обвинения политическими и нашли в них след активности обвиненного в организации попытки переворота Фетхуллага Гюлена, поддерживаемого США.

**Президенты Турции и России уладили последние разногласия в двусторонних отношениях.** Были урегулированы вопросы, связанные с поставками овощей, поставок систем ПВО С-400, строительства АЭС «Аккую». Президент РФ Владимир Путин отметил, что отношения двух стран восстановились почти в полном объеме.

**ЦБ Турции пошел на экстренные меры для предотвращения дальнейшего ослабления турецкой лиры и роста доходностей гособлигаций.** 21 ноября регулятор снизил свои лимиты заимствований до нуля, фактически заставив кредитные организации привлекать ликвидность только через окно внутрисуточной ликвидности, повысив эффективную стоимость финансирования на четверть процентного пункта. Шаг, по оценкам экспертов, выглядит запоздалым и может вызвать дополнительную напряженность в отношениях с президентом Эрдоганом, который считает, что высокие ставки ведут к инфляции, а не являются рецептом борьбы с ней. Предпринятые шаги способствовали стабилизации ситуации на финансовом рынке страны.

**Потребительская инфляция в октябре подскочила с 11,2% г/г до 11,9% г/г.** Основным драйвером выступает ослабление турецкой лиры, сказывается и рост цен на энергоносители (страна является нетто-импортером). Глава ЦБ Четинкая ранее предупреждал об ускорении роста потребительских цен в октябре-ноябре. В ноябре ЦБ пересмотрел свои прогнозы по инфляции по итогам года с 8,7% до 9,8%

## IV. Календарь событий

Дата	Регион	Показатель	Отчётный период
01 декабря 2017	Япония	Безработица	Октябрь
01 декабря 2017	Бразилия	ВВП г\г	III квартал
01 декабря 2017	Чили	Розничные продажи г\г	Октябрь
04 декабря 2017	Турция	Инфляция г\г	Ноябрь
05 декабря 2017	Еврозона	Розничные продажи г\г	Октябрь
05 декабря 2017	Россия	Инфляция г\г	Ноябрь
05 декабря 2017	Россия	Инфляция без учёта еды и топлива г\г	Ноябрь
05 декабря 2017	США	Торговый баланс	Октябрь
06 декабря 2017	Колумбия	Инфляция г\г	Ноябрь
06 декабря 2017	Колумбия	Инфляция без учёта еды и топлива г\г	Ноябрь
07 декабря 2017	Чили	Инфляция г\г	Ноябрь
07 декабря 2017	Чили	Торговый баланс	Ноябрь
07 декабря 2017	Мексика	Инфляция г\г	Ноябрь
08 декабря 2017	Китай	Торговый баланс	Ноябрь
08 декабря 2017	США	Безработица	Ноябрь
09 декабря 2017	Китай	Инфляция г\г	Ноябрь
11 декабря 2017	Турция	ВВП г\г	III квартал
12 декабря 2017	Россия	Торговый баланс	Октябрь
12-13 декабря 2017	Россия	ВВП г\г	III квартал
13 декабря 2017	Бразилия	Розничные продажи г\г	Октябрь
13 декабря 2017	США	Инфляция г\г	Ноябрь
13 декабря 2017	США	Решение ФРС по ставке	Декабрь
14 декабря 2017	Китай	Розничные продажи г\г	Ноябрь
15 декабря 2017	Турция	Безработица	Сентябрь
15 декабря 2017	Колумбия	Розничные продажи г\г	Октябрь
18 декабря 2017	Япония	Торговый баланс	Ноябрь
18 декабря 2017	Еврозона	Инфляция г\г	Ноябрь
18 декабря 2017	Еврозона	Инфляция без учёта еды и топлива г\г	Ноябрь
18 декабря 2017	Колумбия	Торговый баланс	Октябрь
19 декабря 2017	Россия	Безработица	Ноябрь
20 декабря 2017	Мексика	Розничные продажи г\г	Октябрь
26 декабря 2017	Япония	Безработица	Ноябрь
27 декабря 2017	Мексика	Торговый баланс	Ноябрь
29 декабря 2017	Турция	Торговый баланс	Ноябрь
29 декабря 2017	Чили	Безработица	Ноябрь
29 декабря 2017	Россия	ВВП г\г	III квартал
29 декабря 2017	Россия	Инфляция г\г	Декабрь

**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.