Инструмент	Рекомендация	
	‹ 1 года	1-4 года
Валюты		
USD (DXY)	Держать	Продавать
EUR/USD	Держать	**Покупать**
JPY	Покупать	Покупать
CNY	Держать	Покупать
AUD	**Покупать**	**Покупать**
GBP	**Покупать**	Держать
CAD	Держать	**Покупать**
RUB	Держать	**Покупать**
Облигации		
U.S. Treasuries	Продавать	**Продавать**
German Bunds	Держать	Продавать
British Gilts	Продавать	Продавать
Japan GBs	Держать	Держать
Russia eurobond, USD	Держать	Держать
ОФЗ, RUB	Покупать	**Покупать**
Корп облигации, RUB	**Покупать**	**Покупать**
Жилая недвижимость		
США	**Покупать**	**Покупать**
Япония	Покупать	**Покупать**
Великобритания	Покупать	Держать
Германия	**Покупать**	**Покупать**
Китай	Покупать	**Покупать**
Россия	**Покупать**	**Покупать**
Акции		
S&P500	Держать	Держать
Euro STOXX 600	Покупать	Покупать
Nikkei225	Покупать	Покупать
Shanghai Composite	**Покупать**	Покупать
BOVESPA	Покупать	**Покупать**
SENSEX	Держать	Держать
RTS	Покупать	**Покупать**
Товары		
Драгоценные металлы	**Покупать**	**Покупать**
Нефть	Держать	**Покупать**
Промышленные товары	Покупать	**Покупать**
С/х товары	**Покупать**	**Покупать**
Акции по секторам		
ММВБ – нефть и газ	Покупать	**Покупать**
ММВБ – финансы	Держать	**Покупать**
ММВБ – металлы и добыча		
черная металлургия	Держать	Покупать
цветные и драгметаллы	**Покупать**	**Покупать**
ММВБ – телекоммуникации	**Покупать**	Покупать
ММВБ – электроэнергетика	**Покупать**	**Покупать**
ММВБ – потребительский сектор	Покупать	**Покупать**
ММВБ – химия и нефтехимия	Покупать	**Покупать**
ММВБ – транспорт	Покупать	**Покупать**
ММВБ – машиностроение	Покупать	Покупать
ММВБ – строительные компании*	**Покупать**	**Покупать**

* – отмеченный сектор на данный момент не имеет рассчитываемого индекса на Московской бирже

Содержание

Оценка сценариев развития и обновление стратегического взгляда (стр. 1)

В центре. Выборы против санкций (стр. 3)

В центре. Ставки в игре ФРС повышаются (стр. 4)

В центре. Криптовалютная лихорадка (стр. 6)

Геополитика и глобальное экономическое развитие (стр. 8)

Ведущие экономики

- США (стр. 9)
- ЕС и Великобритания (стр. 11)
- Китай (стр. 12)
- Япония и Южная Корея (стр. 13)
- Развивающиеся рынки (стр. 14)

Товарные рынки (стр. 15)

Российская экономика и финансовые рынки (стр. 17)

Наиболее интересные российские акции к покупке (стр. 20)

Ключевые события и ожидания (стр. 21)

Отчеты компаний в 1-м квартале 2018 (стр. 25)

Оценка сценариев развития и обновление стратегического взгляда

Четвертый квартал стал самым насыщенным за год по плотности наиболее важных экономических событий. Производство нефти в США после мощнейших за 12 лет ураганов восстановилось и обновило исторические максимумы. На саммите стран ОПЕК участники договорились продлить действие пакта ОПЕК+ по ограничению добычи «черного золота» на 1,8 млн баррелей в сутки до конца 2018 года. Сенат США одобрил проект масштабной налоговой реформы, предложенной администрацией президента Трампа. Центральные банки развитых стран продолжили ужесточать денежные политики. Инфляция в Великобритании разогналась до 3,1% г/г, что вынудило Банк Англии впервые за 10 лет поднять базовую ставку – с 0,25% до 0,5%. ФРС в декабре ожидаемо подняла коридор базовой ставки на 0,25%. ЕЦБ заявил о дальнейшем сокращении программы выкупа обеспеченных активами ценных бумаг (ABS) с 60 до 30 млрд евро в месяц, начиная с января 2018 года. При этом в России рост потребительских цен снизился до 2,5% г/г. Как результат в декабре Банк России снизил базовую ставку на 0,5% с 8,25% до 7,75%, заметно опередив ожидания рынка. Глобальные институты отчитались в синхронном росте всех крупнейших мировых экономик. А объем вкаченной за десятилетие в мировую экономику после кризиса 2008 года избыточной ликвидности начал находить свое применение в самых неожиданных местах, в том числе в финансовых пирамидах криптовалют, совсем не реагируя на внешнеполитические риски.

После бурного взлета китайского юаня и нашего понижения рекомендации до «Держать» валюта Поднебесной немного скорректировалась, так что на годовом горизонте мы вновь переводим ее в аккуратную покупку. Мы не меняем наши рекомендации по паре EUR/USD, но отмечаем возможность краткосрочной коррекции курса евро в район 1,13-1,14, после чего долгосрочное восходящее движение по паре может продолжиться. Для российского рубля в ближайший месяц мы видим повышенные риски локального ослабления, но на горизонте в несколько лет можно рассчитывать на медленное укрепление российской валюты со снижением волатильности курса.

В соответствии с нашими ожиданиями краткосрочные и среднесрочные гособлигации США подверглись в 3-м квартале заметным распродажам. Хотя мы считаем, что в долгосрочной перспективе на росте инфляции и ставок ценам на американские долги не светит ничего хорошего, мы все же локально переводим нашу рекомендацию здесь с активной продажи до умеренной. Рост ставок ФРС уже начинает сказываться на доходности краткосрочных суверенных еврооблигаций России. Как следствие мы переводим годовую рекомендацию по российским бумагам с «Покупать» на «Держать». Рекомендации по ОФЗ и рублевым корпоративным облигациям остаются без изменений. При этом, на наш взгляд, в ближайший год максимальный выигрыш от снижения ставки ЦБ будут получать уже не долгосрочные, а среднесрочные ОФЗ.

Наши рекомендации по глобальной недвижимости не претерпели изменений. На наш

Паевые фонды УК «ОТКРЫТИЕ»

Инструмент	Рекомендация	
	‹ 1 года	1-4 года
ОПИФ фондов «Открытие – США»	Продавать	Продавать
ОПИФ фондов «Открытие – Развитые рынки»	Покупать	Держать
ОПИФ фондов «Открытие – Сырье»	**Покупать**	**Покупать**
ОПИФ фондов «Открытие – Зарубежная собственность»	Покупать	Покупать
ОПИФ акций «Открытие – Иностранные акции»	Держать	Держать
ОПИФ индексный «Открытие – Индекс ММВБ – электроэнергетика»	**Покупать**	**Покупать**
ОПИФ фондов «Открытие – Китай»	**Покупать**	**Покупать**
ОПИФ акций «Открытие – Акции»	**Покупать**	**Покупать**
ОПИФ облигаций «Открытие – Облигации»	Покупать	Покупать
ОПИФ Индексный «Открытие – Индекс ММВБ»	**Покупать**	**Покупать**
ОПИФ облигаций «Открытие – Еврооблигации»	Держать	Держать
ОПИФ фондов «Открытие – Развивающиеся рынки»	Покупать	**Покупать**
ОПИФ фондов «Открытие – Золото»	**Покупать**	**Покупать**

Лучшие структурные продукты «ОТКРЫТИЕ Брокер»

Продукт к покупке	Срок
Защитный продукт на рост акций Applied Materials	январь, 2020
Защитный продукт на рост акций Microsoft	январь, 2020
Защитный продукт на рост акций Nestle	январь, 2020
Защитный продукт на рост акций Dave & Buster's	январь, 2020
Защитный продукт на рост акций Apple	январь, 2020
Защитный продукт на рост акций Disney	январь, 2020
Защитный продукт на рост акций Johnson & Johnson	январь, 2020
Защитный продукт на рост акций Vulcan Materials Company	январь, 2020
Защитный продукт «Серебряный доход»	ноябрь, 2019
Защитный продукт на рост акций ETF IYR	январь, 2019
Защитный продукт на рост индекса ММВБ	декабрь, 2018 декабрь, 2019 декабрь, 2020
Защитный продукт на падение S&P500 или NASDAQ	январь, 2019
Защитный продукт «Золото в рублях»	январь, 2019
Защитный продукт на рост или падение курса доллара	март, 2018

взгляд, тенденции усиления инфляции в зоне доллара и роста ставок ФРС будут способствовать росту спроса на защищающие от инфляции активы, в том числе недвижимость. При этом мы продолжаем опасаться за рынки жилья в Канаде, Австралии и Новой Зеландии, где в ближайшие несколько лет высоковероятно вздутие новых «пузырей». Мы также отмечаем сильные сигналы восстановления и оживления на российском рынке недвижимости, что добавляет нам уверенности в наших предыдущих рекомендациях покупки.

Индекс глобальных акций MSCI World демонстрирует 14 месяцев роста без остановок, что внушает все больше опасений локальных коррекций. Между тем, концептуально наши рекомендации по акциям почти не изменились. Американский фондовый рынок, на наш взгляд, сейчас достаточно горяч, чтобы инвесторы продолжили на нём продажи для финансирования более выгодных вложений в активы преимущественно за пределами США. В то же время, в ближайшие годы мы не ждем скатывания американской экономики к рецессии. Акции ЕС, Японии, развивающихся стран сейчас могут выглядеть более интересными к покупке. После заметного роста в 3-м квартале и в ожидании возможных февральских санкций мы локально понижаем нашу рекомендацию по индексу РТС с агрессивной покупки до умеренной. В то же время фундаментальные среднесрочные цели по индексу ММВБ лежат все еще выше приблизительно на +15%.

Рекомендации по товарным активам в течение года у нас почти не меняются. 2016 год во многом уже стал переломным для товарных активов, поломав нисходящие 5-летние тренды. На наш взгляд, в условиях ускорения глобального роста и усиления глобальной инфляции можно будет ждать постепенного роста спроса населения, промышленности и инвесторов на товарные активы. Обновление ценами на нефть в ноябре локальных максимумов под продление сделки ОПЕК+ и ожидания возможного профицита на рынке в 1-м квартале заставляют нас понижать здесь рекомендацию с «Покупать» до «Держать». Мы продолжаем верить в общую положительную динамику цен на «черное золото», но волатильность на рынке в ближайший год может оставаться высокой. Консолидация цен на драгоценные металлы в последние месяцы, на наш взгляд, вновь даёт уверенные возможности для их покупки, поэтому мы опять рекомендуем активно покупать драгметаллы.

По большинству секторов российских акций мы продолжаем видеть возможности для роста в ближайшие годы. Впрочем, после заметного роста ряда российских акций нефтегазового сектора мы переводим рекомендацию здесь до более умеренной покупки. При этом при сохранении цен нефти в рублях на высоких уровнях рост индекса «ММВБ – нефть и газ» будет почти гарантирован. Локальное ослабление курса рубля, восстановление глобального спроса и новые дивидендные политики позволяют нам переводить российские акции черной металлургии на годовом горизонте с продажи до уровня «Держать». В акциях российских телекомов мы видим снижение факторов неопределенности и вновь рекомендуем активно покупать бумаги. После заметного роста последних месяцев мы понижаем рекомендацию по сектору химии и нефтехимии с активной покупки до умеренной.

Наши долгосрочные рекомендации по российским акциям не меняются – мы по-прежнему считаем сектора химии и нефтехимии, акции производителей драгоценных металлов и камней, сельскохозяйственных холдингов, растущих акций информационных технологий потенциально наиболее интересными историями на российском рынке. Между тем, в моменты укрепления курса рубля, акции экспортеров могут в моменте проигрывать акциям компаний внутренних секторов.

Нашими фаворитами в паевых фондах УК «Открытие» на 3-й квартал являлись ОПИФ «Открытие – Индекс ММВБ» и ОПИФ «Открытие – Золото». На наш взгляд, в 1-м квартале золотой фонд может быть более интересным в плане среднесрочного роста. Кроме того, отельный интерес может представлять фонды, инвестирующие в индекс товарной корзины и китайские акции. Мы вновь повышаем рекомендацию по паям ОПИФ «Открытие – Индекс электроэнергетики» на годовом горизонте.

Ожидаем, что 2018 год станет для развивающихся рынков и российского фондового рынка успешным, хотя инвестиции в акции и облигации мы рекомендуем проводить в следующем году точечно по наиболее сильным идеям. Риски спада российской экономики, взлета процентных ставок, обвала цен на нефть и курса рубля, финансовые санкции и снижение рейтингов – все эти риски по сути уже реализовались в конце 2014 года и в 2015 году. Прохождение же низшей точки рынка обозначило максимум пессимизма и страха инвесторов. Сейчас же можно говорить о долгосрочной восходящей тенденции в российских активах. В качестве главного риска в 1-м квартале мы видим возможный локальный возврат инвесторов в безрисковые активы на фоне возможных повышений ставок ФРС, Банка Англии и сокращения программы выкупа ABS от ЕЦБ. Риск недостаточных темпов роста глобальной экономики в целом и экономики Китая в частности воспринимается сейчас нами как гораздо менее вероятный. Отдельным сильным риском для российского рынка в первые месяцы года может стать возможный ввод санкций США в отношении покупки американскими гражданами и компаниями российских государственных обязательств.

Рост ВВП в 2016 году и прогнозы на 2017-2018 годы

	2016	2017E	2018E
Китай	+6,8%	+6,8%	+6,5%
Индия	+7,0%	+6,5%	+7,4%
США	+1,9%	+2,2%	+2,4%
ЕС	+1,7%	+2,2%	+2,1%
Россия	-0,2%	+1,9%	+2,1%
Япония	+1,6%	+1,5%	+1,3%
Великобритания	+2,0%	+1,5%	+1,3%
Бразилия	-2,5%	+0,8%	+2,5%

Источник: The Economist

цвет чисел отражает рост/снижение показателей по сравнению с данными, представленными в предыдущей стратегии

Основные процентные ставки

	Базовая ставка	Инфляция	Доходность 10-летних
Бразилия	7,0%	2,8%	10,3%
Россия	7,75%	2,5%	7,6%
Индия	6,0%	4,9%	7,2%
Китай	4,35%	1,7%	4,0%
США	1,375%	2,2%	2,4%
Япония	-0,1%	0,2%	0,1%
ЕС	0,0%	1,5%	-0,5%
Великобритания	0,5%	3,1%	1,2%

Показатели госдолга и внешней торговли

	Дефицит бюджета /ВВП	Госдолг /ВВП	Счет тек. операций /ВВП
Россия	-3,4%	17,0%	1,8%
Китай	-3,8%	46,2%	1,8%
Индия	-3,5%	69,5%	-0,7%
Бразилия	-8,9%	69,5%	-1,3%
ЕС	-1,5%	89,2%	3,3%
Великобритания	-3,0%	89,3%	-4,4%
США	-3,5%	106,1%	-2,6%
Япония	-4,5%	250,4%	3,7%

...в российских условиях после заявления президента Путина о выдвижении на новый президентский срок можно говорить о том, что исход выборов, скорее всего, уже предрешен...

В центре. Выборы против санкций

13 ноября действующий президент Путин, наконец, заявил о желании выступить кандидатом на президентских выборах 18 марта 2018 года, окончательно сняв фактор неопределенности в дальнейшей политической судьбе России в ближайшие годы. Довольно часто в условиях высокой определенности исхода предстоящих выборов инвесторы традиционно поднимают вверх котировки акций, после чего фиксируют прибыли по факту состоявшихся выборов. В случае же высокой неопределенности перед выборами (например, на президентских выборах США 2016 года) инвесторы, наоборот, могут стимулировать давление на цены перед выборами, после чего в условиях появившейся определенности возвращаться к покупкам активов. В российских условиях после заявления президента Путина о выдвижении на новый президентский срок можно говорить о том, что исход выборов, скорее всего, уже предрешен, что должно быть в моменте позитивом для российских финансовых активов. Кроме того, средние фундаментально обоснованные цены по российским индексным акциям указывают на возможность достижения индексом ММВБ уровня 2450 пунктов в среднесрочной перспективе, что составляет около +15% роста к текущим уровням. Между тем, существует и сильный локальный фактор давления на российском рынке, который может помешать восходящему движению цен на акции к марту.

В июне этого года Сенат США принял новые ужесточения в отношении санкций против России, систематизировав новый пакет санкций уже в виде законодательного акта. При этом с конца ноября новые финансовые ограничения в отношении российских госкомпаний и госбанков могут быть применены в любой момент. Кроме того, в июне Сенат США завил, что будет рассматривать возможности ввода новых санкций, запрещающий американским гражданам и корпорациям покупать российские госдолги. К концу января в Сенат должен быть представлен доклад по возможным последствиям от запрета покупки американцами госдолгов РФ. А в феврале, за месяц до российских выборов Сенат может принять решение по вопросу.

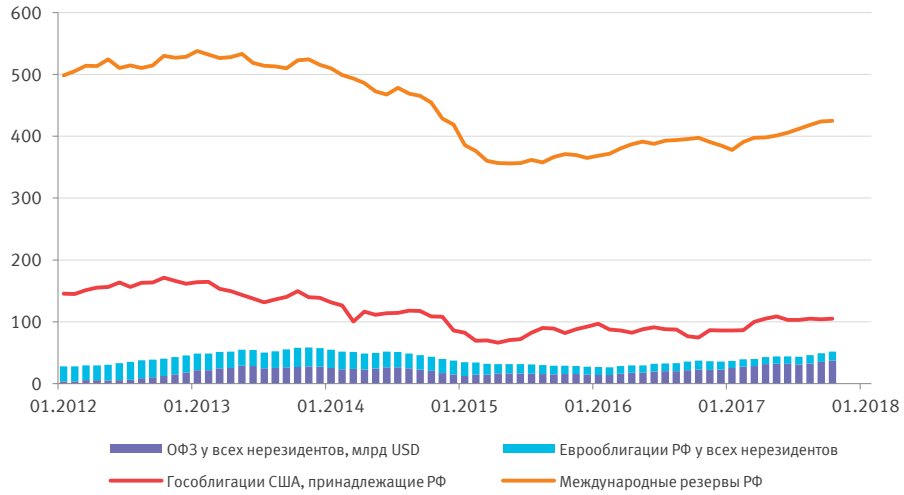
Можно много говорить о причинах санкций, хотя это уже и не так важно – как показала практика, конкретные причины без доказательств могут быть высосаны из пальца в любой момент (например, вездесущие русские хакеры, «поставившие» президентом США Дональда Трампа). Но определенно г-н Путин уже давно стал неудобен американским элитам в продвижении их глобальных интересов. А недавнее победное завершение сирийской кампании, намерение Газпрома построить газовую трубу из Ирана в Индию, все более тесное взаимодействие в рамках ШОС, снижение веса доллара в евразийских расчетах и многие другие факторы вынуждают США занимать недружелюбную позицию по отношении к российской власти. В свежей стратегии национальной безопасности США Вашингтон отказывается от идеи трансформации России и Китая в лояльных партнеров, отводя им роли глобальных соперников (удивительно, но еще два года назад Россия была только «региональной державой»). Таким образом, санкции против России (равно как и против Ирана) в любом случае сейчас можно рассматривать как системные до смены политического курса Америки или России. В этом плане штаты могут быть крайне заинтересованы в оказании финансового давления на российскую экономику для смены действующего главы государства. В отношении изолированного во всех смыслах Зимбабве 15 лет санкций привели к экономическому краху и недавнему смещению президента Роберта Мугабе. В отношении Ирана жесткие санкции Запада произвели эффект, но вряд ли его можно назвать определяющим. По факту, сняв в 2016 году санкции с Ирана, западные страны признали невозможность влияния на политику страны через экономику. Что касается России, то за последние годы санкций мы увидели, что для текущего роста российской экономики более важны глобальные цены на сырьевые товары (увы). В этом отношении западные финансовые санкции вряд ли могут оказывать определяющее значение. Одномоментный шок от обвала цен на нефть со 115 до 27 долларов за баррель при одновременном сокращении российских внешних долгов на треть привел к рецессии в экономике. Но сейчас, даже несмотря на низкие цены на нефть, уровень ВВП по паритету покупательной способности вновь подходит к значениям 2012 года. Впрочем, долгосрочный эффект от ввода санкций, безусловно, будет – ограничение притока новых технологий, опасения западного предпринимательского капитала и ограниченность в проведении реформ в условиях санкций могут сдерживать темпы роста российской экономики в долгосрочной перспективе.

Что касается возможности введения в феврале запрета Сенатом США на покупку и держание американскими гражданами и корпорациями долгов России, то такие меры нам видятся малоэффективными по отношению к российской экономике и политике, а также могут привести к жестким зеркальным мерам, чего не должны не понимать американские сенаторы. Отношение госдолга к ВВП в России составляет лишь немногим более 17%, в то время как в США оно превышает 106%. В случае ввода новых американских санкций против российского долга доходности дальних ОФЗ могут в моменте подняться вверх на 1-1,5%. При этом, по оценкам Банка России, в октябре все глобальные нерезиденты (преимущественно неамериканские) владели российскими госдолгами на 52 млрд долларов, из них ОФЗ – на 37 млрд долларов. А только рублевые депозиты российских банков на счетах в ЦБ составляют сейчас около 33 млрд долларов. Эти ликвидные средства могут быть оперативно использованы банками для покупок, в случае если

они увидят сильную коррекцию на рынках ОФЗ и суверенных еврооблигаций. Для американской же экономики ввод санкций против российского госдолга может быть крайне невыгоден, так как в случае зеркального российского ответа Россия может автоматом начать избавляться от 105 млрд долларов гособлигаций США в российских резервах. А в реальности суммы в американских облигациях под контролем России могут быть заметно больше.

...к концу января в Сенат должен быть представлен доклад по возможным последствиям от запрета покупки американцами госдолгов РФ...

Вложения всех нерезидентов в госдолги России сильно ниже вложений РФ в гособлигации США



...в случае зеркального российского ответа Россия может автоматом начать избавляться от 105 млрд долларов гособлигаций США в российских резервах...

Что касается российской экономики, то для рынка акций от нее в последнее время поступают довольно противоречивые сигналы. За последние месяцы ЦБ санировал через Фонд консолидации банковского сектора три крупнейших российских банка – ФК Открытие, Бинбанк и на днях ПСБ. Годовая инфляция в России снизилась до исторически минимальных 2,5% г/г, при этом реальная доходность годовых ОФЗ уже год держится в районе крайне высоких 5%. Прибыли российских компаний за январь-сентябрь снизились по сравнению с аналогичным периодом прошлого года. Число банкротств выросло на 5%. Индексы настроений менеджеров в сфере закупок (PMI) в промышленности и услугах в ноябре показали сильные значения заметно выше 50 пунктов. При этом Минэкономразвития зафиксировало замедление экономики в октябре до 1%, а в ноябре промышленное производство показало спад на -3,6% г/г (что отчасти связано с завышенной базой прошлого года). В то же время реальные зарплаты населения и розничные продажи в 2017 году показывают очевидное восстановление.

...если... станет очевидно, что санкции в отношении российского госдолга не пройдут, то на российском рынке может пройти «президентское ралли»...

Так или иначе, при прочих равных темы предстоящих санкций и выборов могут стать центральными на российском рынке. Минфин уже заявил, что Россия не станет форсировать выпуск евробондов из-за возможных санкций США (в 2018 году РФ планирует привлечь 7 млрд долларов в еврооблигациях как и в 2017 году). Как уже было отмечено выше, ввод США санкций против российского госдолга может привести к локальному провалу курса рубля и всплеску доходности ОФЗ на 1-1,5%. При этом стоит также учитывать, что к концу января может одновременно пройти сезонное снижение цен на нефть. Также в начале 2018 года начнутся первые распродажи из стратегического запаса нефти США. А в январе Банк России ожидает атипично высокие выплаты по российским внешним долгам, что может оказывать локальное давление на курс рубля. Если же к февралю или раньше станет очевидно, что санкции в отношении российского госдолга не пройдут, то на российском рынке может пройти «президентское ралли». Тем более что глобальные рейтинговые агентства, в первую очередь Standard & Poor's, уже сулили России повышение суверенного рейтинга в случае отсутствия новых санкций.

В центре. Ставки в игре ФРС повышаются

Тренд ускорения роста мировой экономики последних двух лет продолжается. По данным ОЭСР, впервые за долгие годы все крупнейшие экономики растут синхронно. При этом в соответствии с нашими ожиданиями инфляция в крупных развитых странах также начинает ускоряться в росте. В феврале мы уже видели взлет темпов роста инфляции в США до 2,7% г/г, в ЕС потребительские цены вырастали на +2,0% г/г, в Великобритании – до +2,3% г/г. При этом в нашей апрельской стратегии (06.04.17 «Теория инфляционного взрыва») мы уже указывали, что после летней передышки цены на потребительские товары в США, Великобритании и ЕС могут вновь пойти вверх.

...по итогам ноября инфляция в Туманном Альбионе взлетела до уровня +3,1% г/г, впервые опередив значения аналогичного показателя для России...

Сейчас мы видим, что с середины лета годовой рост потребительских цен в этих странах вновь идет вверх, а по итогам ноября инфляция в Туманном Альбионе взлетела до уровня +3,1% г/г, впервые опередив значения аналогичного показателя для России (+2,5% г/г). Как следствие в соответствии с нашими ожиданиями Банк Англии впервые за 10 лет повысил базовую ставку с 0,25% до 0,5%, запустив тем самым долгосрочный цикл ужесточения денежной политики. Впрочем, на наш взгляд, это надо было делать еще год назад, не отвлекаясь на возможные последствия Brexit.

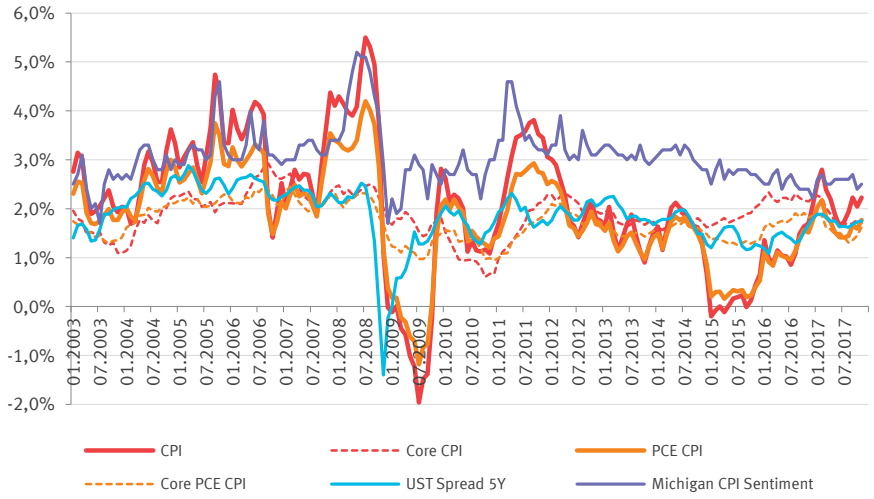
...с 1 января объем выкупа ЕЦБ уменьшится с 60 до 30 млрд евро в месяц...

Что касается ЕС, то в 2017-м году мы уже видели первое снижение программы количественного смягчения – выкуп ЕЦБ обеспеченных активами ценных бумаг (ABS) сократился впервые с 80 до 60 млрд евро в месяц. С 1 января он уменьшится вдвое до 30 млрд евро в месяц. А ближе к сентябрю 2018 года мы вероятно увидим и полное сворачивание программы евроQE, за которым уже в 2019 году последует рост базовой ставки.

...с апреля текущего года рост денежной базы Японии по факту остановился...

Что до Японии, то здесь инфляционные ожидания остаются традиционно задавленными. В апреле 2013 года Банк Японии принял программу удвоения денежной базы за 2 года. В результате к апрелю 2017 года денежная база Японии выросла почти в 4 раза. Успехи Абэномики (от имени главы правительства Синдзо Абэ) в борьбе с дефляцией сейчас очевидны – базовая инфляция, наконец, впервые за долгие годы развернулась к росту. Промышленное производство, розничные продажи и цены на недвижимость пошли вверх. В прошлом году Банк Японии перешел от стабильного выкупа активов к политике таргетирования доходности 10-летних гособлигаций. А с апреля текущего года рост денежной базы Японии по факту остановился. Сейчас об этом никто не говорит, но по факту это уже можно считать началом ужесточения денежной политики в Стране восходящего солнца. Хотя до подъема базовой ставки здесь еще очень далеко.

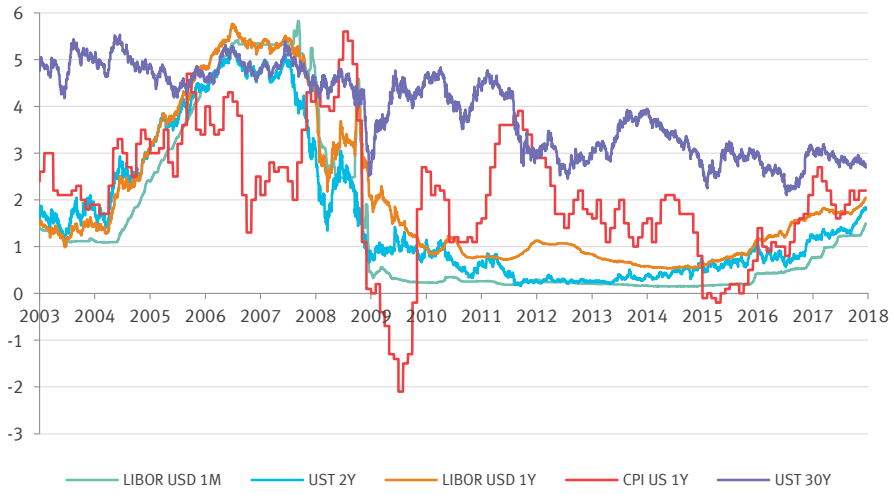
Рост инфляции в США начинает разворачивать вверх долгосрочные инфляционные ожидания



...индекс ожиданий долгосрочной инфляции Мичиганского университета в этом году уже начал медленный разворот вверх после шести лет снижения...

Впрочем, основная интрига, от которой зависят все глобальные рынки, традиционно приходится на политику американского денежного регулятора. Растущая инфляция в США уже начинает влиять на долгосрочные инфляционные ожидания американцев. Индекс ожиданий долгосрочной инфляции Мичиганского университета в этом году уже начал медленный разворот вверх после шести лет снижения. Также пошли вверх спреды между облигациями Казначейства США с постоянным купоном и аналогичными им по срокам облигациями с индексированием по инфляции. При этом февральский взлет инфляции в моменте ударил по доходностям всей линейки американских гособлигаций, включая долгосрочные 30-летние выпуски. Таким образом, в случае усилении инфляционного давления в США в ближайшие полгода мы сможем увидеть очередную волну роста доходностей (падения цен) на долгосрочные US Treasuries.

Доходности 2-летних гособлигаций пока заложили 2 повышения в 2018 году, ФРС ждет не менее 3



...в случае усилении инфляционного давления в США в ближайшие полгода мы сможем увидеть очередную волну роста доходностей долгосрочных US Treasuries...

Что касается краткосрочных облигаций Казначейства США сроком до двух лет, то здесь

определяющей остается траектория базовой ставки ФРС. С сентября мы наблюдаем заметное падение цен на 2-летние гособлигации штатов. При этом через спреды давление распространилось и на краткосрочные облигации других стран, в том числе российские суверенные еврооблигации. Как следствие мы в принципе не рекомендуем в настоящее время осуществлять долгосрочные покупки облигаций номинированных в долларах.

...можно условно говорить, что рынок фактически заложил только 2 повышения ставки ФРС в 2018 году...

При этом стоит отметить, что с сентября по декабрь рост доходности 2-летних гособлигаций США составил 0,5%. То есть можно условно говорить, что рынок фактически заложил только 2 повышения ставки ФРС в 2018 году. Фьючерсы на процентные ставки на CME также пока что закладывают только 2 повышения – в марте и сентябре. Между тем, по итогам декабрьского заседания Федерального Резерва медиана ожиданий участников осталась на уровне 3 повышений. Джанет Йеллен даже отметила, что в случае более сильного роста инфляции можно будет ждать более резкого роста ставки. Аналитики Goldman Sachs также упирают за 4 повышения в 2018 году. Такие ожидания могут создавать условия для краткосрочной коррекции на глобальных рынках рисковых активов в ближайшие месяцы, тем более что фактически безостановочный рост индекса глобальных акций MSCI World продолжается уже 14 месяцев подряд.

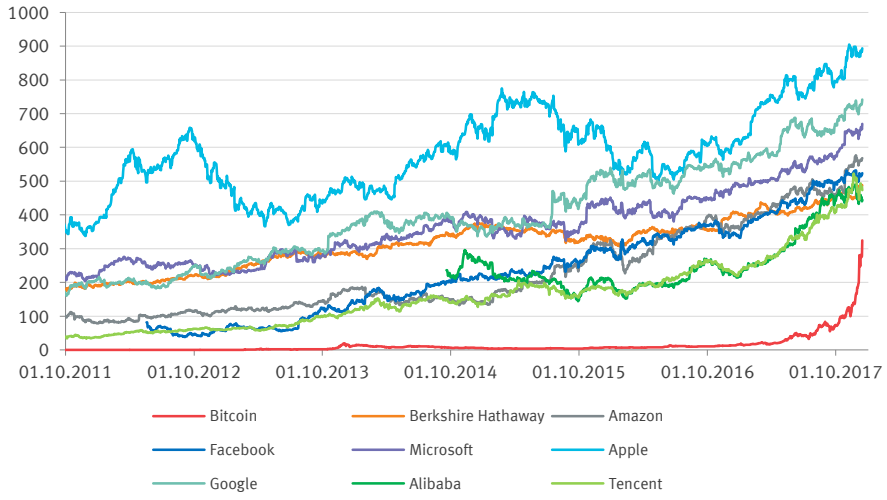
...медиана ожиданий членов ФРС осталась на уровне 3 повышений...

Впрочем, нельзя исключать, что рост инфляции в штатах и риторика ФРС в ближайшие месяцы будут более умеренными. Тем более что в феврале на посту главы Федерального Резерва Джанет Йеллен сменит новый председатель Джером Пауэлл, который по ожиданиям Дональда Трампа, будет более лоялен к нему и будет проводить еще более робкую денежную политику, стимулируя ослабление курса доллара.

В центре. Криптовалютная лихорадка

Ситуация на обменных площадках криптовалют в последние полгода будоражит умы масс, особенно на просторах Интернета. Статистика сервиса Google Trends по запросу “bitcoin” показывает сильный рост интереса к главной мировой криптовалюте с апреля текущего года, а на неделю 3-9 декабря пришелся скачок запросов в 4 раза по сравнению с предыдущими неделями (при этом максимум запросов пришел из Нигерии, ЮАР и Ганы). Это вряд ли удивительно, так как 1 декабря Комиссия по срочной биржевой торговле США (CFTC) позволила торговать фьючерсами на биткоин. 11 декабря были запущены первые расчетные фьючерсы на курс BTC/USD на площадке CBOE, а 18 декабря аналогичные фьючерсы были запущены на крупнейшей бирже CME.

Капитализация крупнейших мировых корпораций и необеспеченного биткоина, млрд долларов



...«капитализация» всех криптовалют уже достигла 600 млрд долларов...

Криптовалютная лихорадка с весны текущего года захватила уже весь мир. Предыдущее «ралли» биткоина в 500 раз с 2,2 до 1200 долларов проходило в 2011-2013 годах, после чего главная мировая криптовалюта за год «скорректировалась» к доллару США на 80%. Сейчас же с минимумов 2014-2015 годов биткоин взлетел в цене более чем в 100 раз, а условная оценка всех биткоинов по текущему курсу на днях превысила 300 млрд долларов. При этом «капитализация» всех криптовалют уже достигла 600 млрд долларов, заняв четвертое место в мире после рыночной капитализации крупнейших публичных корпораций – Apple, Google и Microsoft.

...крупнейшие криптовалюты представляют собой финансовые пирамиды в фазе активного пузыря...

Стоит ли инвесторам бежать сломя голову в криптовалюты? На наш взгляд, это было бы весьма опрометчиво. В настоящее время крупнейшие криптовалюты представляют собой финансовые пирамиды в фазе активного пузыря. Некоторые технологии, например, блокчейн, действительно открывают новые возможности для широкого применения, но они не оправдывают пустоту и отсутствие адекватной стоимости у текущих криптовалют, а также не могут замаскировать те фундаментальные «дыры», которые с высокой вероятностью могут полностью похоронить тот же биткоин в будущем.

Действительно, если рассматривать текущие криптовалюты как денежные средства, то

...размер экономики биткоина является мизерным по сравнению с 300-миллиардной «капитализацией» криптовалюты...

мы видим, что по сравнению с деньгами национальных правительств эти деньги почти ничем не обеспечены. Размер экономики биткоина, то есть тех товаров, работ и услуг, которые готовы быть обменены на биткоины в настоящее время, является мизерным по сравнению с 300-миллиардной «капитализацией» криптовалюты. Кроме того, в отличие от национальных денег обмен биткоинов на товары, работы и услуги никто не гарантирует. В национальных государствах денежный регулятор и органы внутренних дел являются гарантами обмена валюты на товар и обратно. В случае с криптовалютами это может быть исключительно добрая воля продавца, который может как принять, так и не принять к оплате биткоин. Анонимные криптовалюты также по факту не защищены правами собственности. В случае кражи средств с анонимных кошельков, что встречается уже довольно часто, никто не поможет начальному владельцу вернуть эти средства и не возбудит уголовное дело, так как изначальные права собственности не доказуемы, а в распределенной системе без единого центра ответственности и регулирующих органов никому до этого просто нет дела! Если же говорить о функциях перевода средств посредством биткоинов, то и здесь мы приходим к выводу, что криптовалюта в текущем виде является слабо конкурентной. Блокчейн представляет собой технологию распределенной верификации потоков данных. Апологеты биткоина изначально утверждали, что технология блокчейн позволит миру избавиться от банковских платежей с высокой банковской комиссией. Но сейчас мы видим, что с учетом роста цены биткоина фактические комиссии майнеров уже кратно превосходят банковские. При этом обычный денежный перевод может занимать десять и более минут. А с ростом массы платежей ситуация ухудшается стремительно. Это никак нельзя сравнивать с моментальной обработкой платежей таких централизованных платежных систем как Visa и MasterCard. Возвращаясь к экономике биткоина можно отметить, что если мы рассматриваем криптовалюту как деньги, то в настоящее время мы наблюдаем ее стремительный дефляционный коллапс. Сейчас биткоин используется скорее не как деньги, а как финансовый актив. Как и в Америке 30-х годов, и в Японии 90-х владельцам биткоинов не выгодно вкладывать биткоины в развитие экономики, а выгодно «сидеть на деньгах», так как завтра за те же биткоины можно будет купить больше товара. Например, продавец лондонской недвижимости, анонсировавший весной первую продажу жилья за биткоины, по последним данным, пока до сих пор не может ее продать. Покупателям не нужна его недвижимость, им нужны постоянно растущие в цене биткоины. А волатильность криптовалюты, курс которой может вырастать в 100-500 раз и падать на -80%, безусловно, делают такую валюту непригодной для планирования и ведения бизнеса в длительной перспективе. К этому еще можно добавить слабую, по оценкам специалистов, криптографическую защиту биткоина, периодические крахи и воровство средств с криптовалютных бирж. И это далеко не все во многом неустранимые недостатки, которые могут привести к краху биткоина.

...если мы рассматриваем криптовалюту как деньги, то в настоящее время мы наблюдаем ее стремительный дефляционный коллапс...

Если же мы хотим рассматривать биткоин как финансовый актив (акцию), то здесь мы тем более не можем найти стоимость. Любые ценные бумаги ценны в той степени прав, которые они дают инвестору, в том числе право получать доход в виде процентов или дивидендов. Ожидания будущих денежных потоков в пользу акционера и формируют фундаментальную стоимость акции. Между тем, в случае биткоина никаких дивидендов и процентов за владение нет, и не предвидится. Комиссии, зарабатываемые майнерами, остаются у самих майнеров, не оставляя стоимости внутри самой системы. Аналогично невозможно оценить стоимость сети Интернет – все пользуются ее благами, зарабатывают в сети, но она распределенная, никому не принадлежит, сама по себе не генерирует денежных потоков и не может быть оценена.

...в случае биткоина никаких дивидендов и процентов за владение нет, и не предвидится...

В результате многие центральные банки классифицируют биткоин как виртуальный товар. При этом в отличие от реальных товарных активов виртуальный товар может быть кратно более волатилен из-за отсутствия внутренней стоимости и возможностей применения в производственных и иных процессах. Как следствие заработать на покупке биткоина можно только спекулятивно, надеясь продать купленное очередному простаку дороже. По сути это и есть схема финансовой пирамиды, только с виртуальным товаром, который можно создать из ничего. И даже это не является полным перечнем фундаментальных недостатков биткоина.

...заработать на покупке биткоина можно только спекулятивно, надеясь продать купленное очередному простаку дороже...

Тем не менее, все наши тезисы не отменяют того факта, что «капитализация» криптовалют продолжает расти. При этом по ряду оценок, львиная доля всех биткоинов принадлежит сейчас лишь 4% всех владельцев. В такой ситуации цены могут продолжать рост, пока не произойдет кардинальное перераспределение активов. Запуск же расчетных фьючерсов на биткоин таким событием вряд ли является, так как не позволяет выйти в cash этим 4% владельцев. В результате мы настоятельно не рекомендуем в принципе участвовать в текущих пирамидах криптовалют ни со стороны покупки, ни со стороны короткой продажи фьючерса. Как справедливо отметил несколько месяцев назад глава JPMorgan Джейми Даймон, курс биткоина может расти и выше до 24 тыс. долларов (в тот момент он стоил 6 тысяч), но это не отменяет того, что «это мошенничество хуже, чем тюльпанная лихорадка», которое «не кончится хорошо – рано или поздно пузырь лопнет».

...цены могут продолжать рост, пока не произойдет кардинальное перераспределение активов...

Отделяя мух от котлет, можно говорить о том, что теоретически будущее криптовалют видится светлым и многообещающим, но текущие криптовалюты несут в себе неискоре-

...будущее криптовалют видится светлым и многообещающим, но текущие криптовалюты несут в себе неискоренимые фундаментальные недостатки способные их похоронить...

нимые фундаментальные недостатки способные их похоронить. Как результат, мы рекомендуем держать свои капиталы в стороне от рынка криптовалют. Технология блокчейн сама по себе является прорывной и может быть использована в самых разных областях. Но она, безусловно, не убьет банки и банковскую деятельность как таковую (раньше считалось, что банковскую деятельность убьют банкоматы).

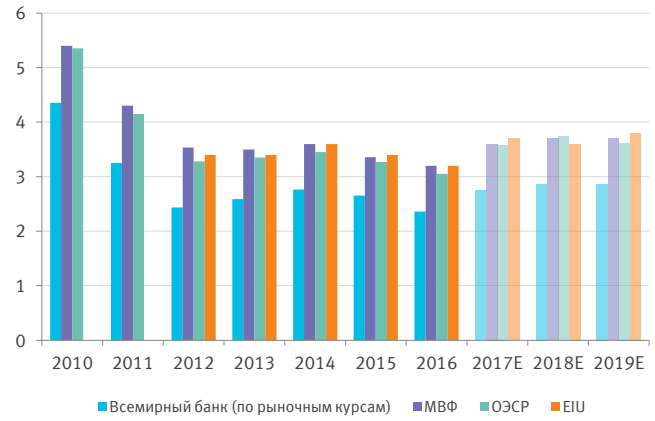
Криптовалютная лихорадка также может быть свидетельством образования солидных объемов «горячих денег» в развитых странах. Не случайно биткоин появился в 2009 году сразу после глобального кризиса. При этом ведущие центральные банки долгие годы проводили накачку своих экономик деньгами, а в американской экономике наблюдается рекордный по продолжительности период без рецессий. Сейчас же в условиях синхронного роста глобальных экономик и повышения ставок ФРС обыватели готовы вкладывать средства во все более рисковые проекты. В США уже фиксируют случаи, когда граждане закладывают дома, чтобы купить биткоины. Такая ситуация сильно настораживает, но все же есть надежда, что возможный взрыв пузыря криптовалют не сможет сильно уронить глобальный спрос и привести экономики к рецессии.

Геополитика и глобальное экономическое развитие

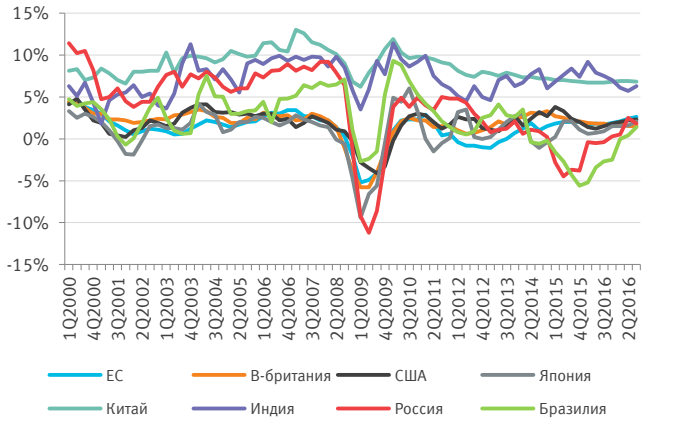
Геополитические риски в 4-м квартале пошли в целом на спад. Россия отчиталась в успешном завершении своей основной компании по борьбе с терроризмом в Сирии. Конституционный суд Испании аннулировал результаты референдума и декларацию о независимости Каталонии.

Цены на нефть были подброшены вверх сначала ожиданиями продления пакта ОПЕК+, а позже результатами референдума о независимости иракского Курдистана и политической чисткой в элитах Саудовской Аравии. В стране задержали 11 принцев по подозрению в коррупции. Власти намеревались конфисковать до 800 млрд долларов у подозреваемых в коррупции, но в итоге сошлись на 100 млрд. Россия и Саудовская Аравия заключили договор по С-400 после визита в Россию короля Салмана. МВФ понизил свой прогноз по средней цены нефти в 2018 году с 60 до 56 долларов за баррель.

Текущие прогнозы темпов роста мировой экономики (реальный ВВП, в %) указывают на ожидания ускорения в 2017-2019 годах

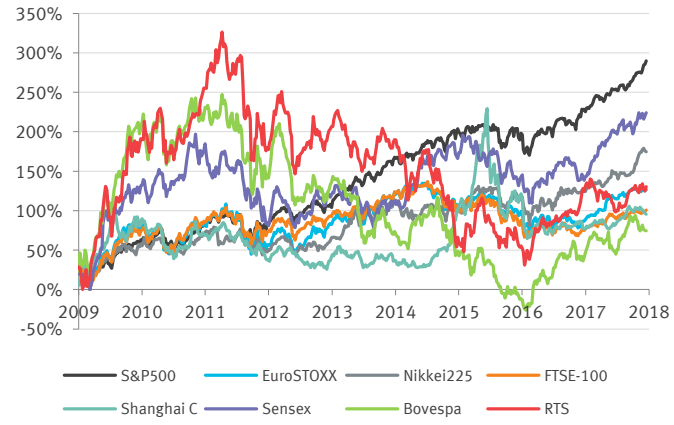


Годовые темпы роста ВВП всех крупнейших мировых экономик вновь ускоряются в росте

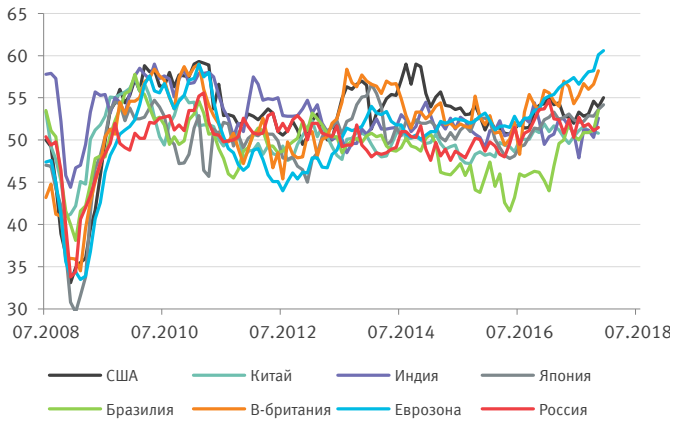


В целом в соответствии с нашими ожиданиями глобальная экономика продолжает ускоряться в росте, крупнейшие экономики растут синхронно, оптимизм менеджеров по закупкам усиливается. При этом на фоне ускорения инфляции в развитых странах глобальные инвесторы сокращают вложения в инструментах с фиксированным доходом, предпочитая более рискованные финансовые вложения. Также в 2017 году стала все больше проявляться тенденция смещения интереса глобальных инвесторов с американских акций в пользу акций на других рынках.

С начала 2016 года фондовые индексы всех крупнейших стран (в долларах) в целом продолжают демонстрировать восходящую динамику



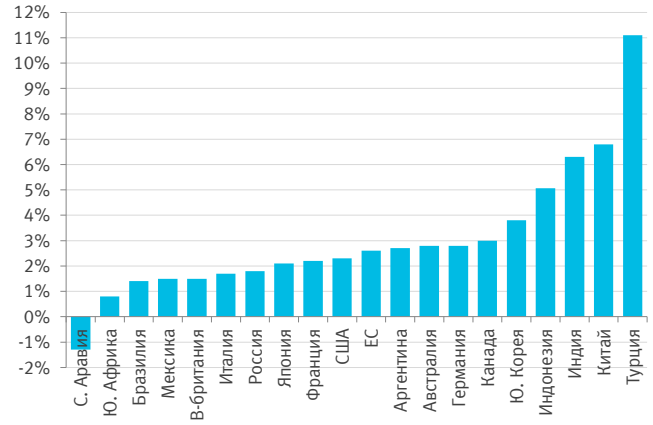
С мая-июня 2016 года индексы менеджеров по закупкам (PMI) в промышленности всех крупнейших экономик синхронно пошли вверх, Индия вновь ускоряется



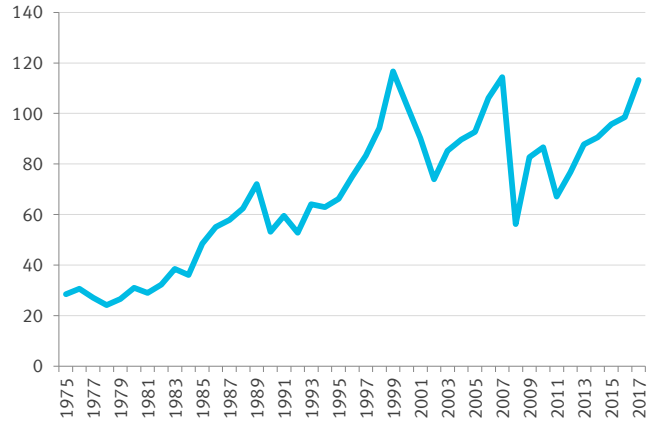
Политический демарш в лагере НАТО в 4-м квартале устроила Турция. На фоне все большего сближения с Москвой и постоянного раздражителя в США в лице Фетхуллаха Гюлена президент Турции Эрдоган усомнился в том, что Анкара может доверять НАТО. По его словам, в тот момент, когда Турции угрожала опасность из Сирии, НАТО отозвало ракетно-зенитные системы и дало понять, что в случае атаки на турецкую территорию не окажет поддержки Анкаре.

При этом экономика Турции в 4-м квартале продемонстрировала чудеса – темпы роста ВВП взлетели до 11,1% г/г по сравнению с 5,1% в 3-м квартале. При этом ускорение произошло по всем основным компонентам ВВП. На 14,8% вырос промышленный сектор, на 18,7% строительство, на 20,7% услуги, экспорт и импорт выросли на 17,2% и 14,5% соответственно. Впрочем, при этом одновременно с этим в Турции резко усилилась инфляция, и поднялись доходности 10-летних гособлигаций.

Темпы роста турецкой экономики внезапно взлетели с 5,1% г/г до 11,1% г/г в 3-м квартале, показав максимальный рост из стран G20



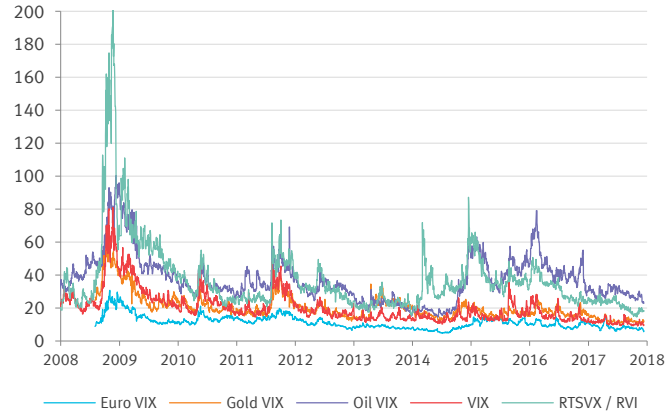
Рыночная капитализация всех мировых публичных компаний по итогам 2017 года вновь превысит глобальный ВВП



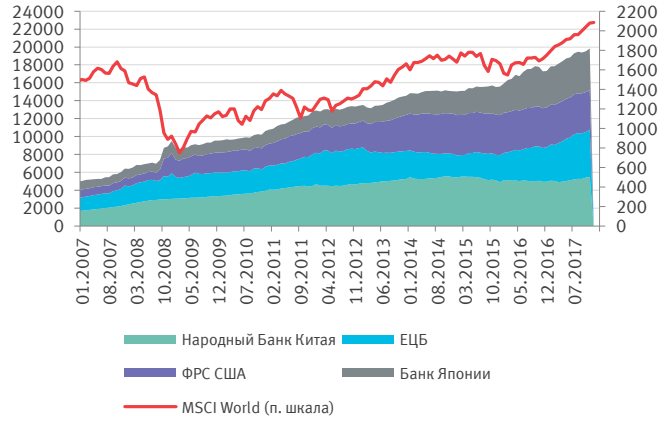
По данным Dealogic, развивающиеся страны с кредитным рейтингом спекулятивного уровня с начала года выпустили синдицированные облигации на 75 млрд долларов, что на 50% выше уровней 2016 года. В целом эмиссия облигаций заемщиков развивающихся стран со сроком погашения 10 и более лет впервые превысила 500 млрд долларов. При этом общий долг развивающихся стран, по оценкам JPMorgan, по итогам 2017 года снизится впервые с 2011 года.

Покупки коммерческой недвижимости в мире за 9 месяцев 2017 года выросли на +2% до 464 млрд долларов.

Индексы опционной волатильности индексов S&P500, РТС, цен на нефть, золото и курса евро к доллару США – VIX и RVI (RTSVX) обновляют глобальные минимумы



Объемы активов центральных банков G4 (млрд USD) косвенно подтверждают рост цен мировых акций, хотя и могут требовать незначительной коррекции рынков



Ведущие экономики: США

Сенат США, наконец, утвердил проект налоговой реформы в США. По факту американский фондовый рынок начал закладывать ожидания реформы с ноября прошлого года сразу после внезапной победы Дональда Трампа на президентских выборах. Наблюдатели оценивают налоговую реформу как наиболее выгодную для элиты.

Президент Трамп признал Иерусалим столицей Израиля, чем вызвал гнев в мусульманском мире. Движение Хамас объявило о начале третьей интифады. Трамп ответил подписанием бюджета Пентагона на 700 млрд долларов.

Основатель Amazon Джефф Безос стал самым богатым миллиардером по версии Forbes.

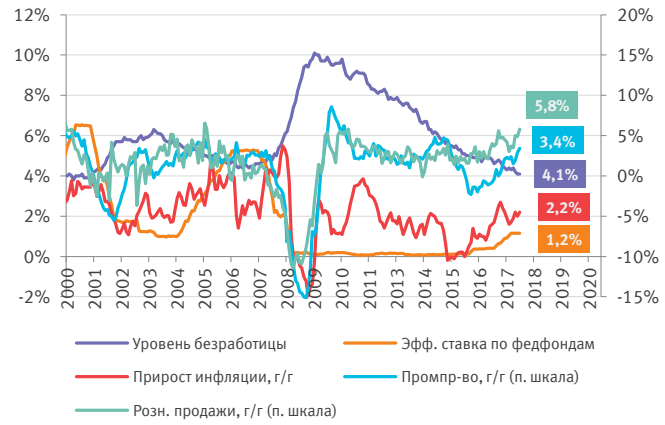
Наше мнение/рекомендации:

- За последние годы ФРС США совершила «чудеса» – программы денежного стимулирования экономики привели к тому, что сейчас экономика демонстрирует стабильные темпы роста, безработица снизилась до крайне низких уровней, активно идет восстановление рынка недвижимости. Между тем, рынок «бумажных» активов – акций, облигаций сейчас выглядит уже довольно горячим. При этом сейчас при низкой безработице команда Трампа запустила дополнительное стимулирование экономики инфраструктурными расходами и либерализацией налогов, что может привести к более быстрому взлету инфляции. На наш взгляд, для большинства «бумажных» активов США факт запуска цикла ужесточения денежной политики ФРС может быть долго-

срочно сильной медвежьей новостью. Но программы Трампа и рост мировой экономики могут дополнительно поддержать рынок акций, обеспечивая проинфляционный рост. Мы не ожидаем скорого сваливания американской экономики в рецессию.

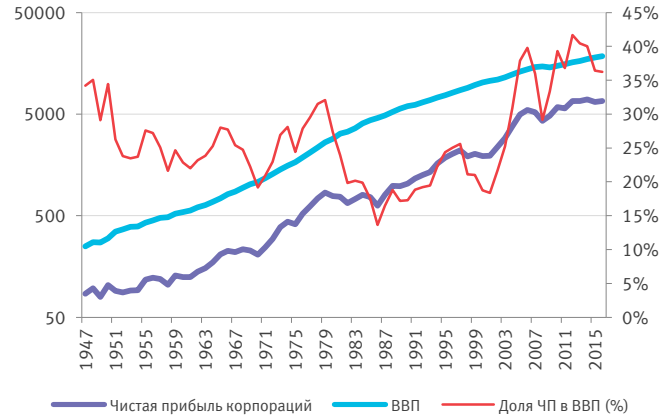
- На ожиданиях усиления инфляционных тенденций и росте ставок мы предпочитаем рекомендовать акции компаний, выигрывающих от ускорения цен на сырье, и быстрорастущих корпораций.
- Рассасывание «навеса» излишнего предложения домов на рынке США, исторически высокие ставки аренды и усиление инфляционных ожиданий продолжают делать привлекательной к покупке жилую недвижимость и акции/паи фондов/ETF/REIT, вкладывающихся в нее. В то же время уровень цен на коммерческую недвижимость в США уже может настораживать.
- Период повышенной боязни риска у глобальных инвесторов (2007-2012) привел к тому, что в эти годы вложения нерезидентов в рынок гособлигаций США фактически удвоились, а их доходности в середине 2012 года (во время «банкротства» еврозоны) достигли исторических минимумов. Ожидания же ускорения инфляции и подъем ставок приводят к обратному процессу. Мы рекомендуем сокращать позиции в американских госбумагах как в среднесрочной, так и в долгосрочной перспективах.

Американская экономика продолжает свой путь в сторону проинфляционного роста на фоне минимальной безработицы

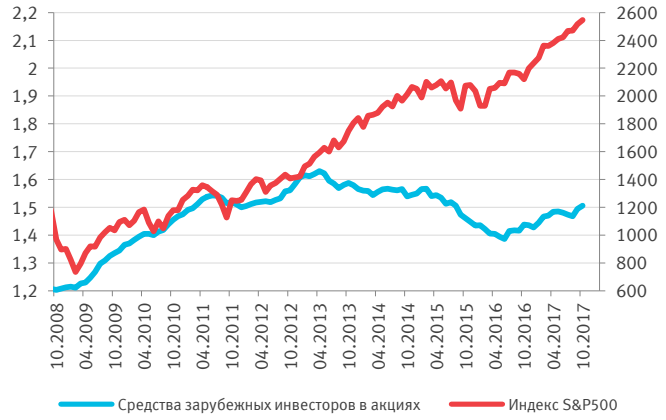


«Обеспеченность» динамики индекса S&P500 ростом чистых прибылей американских корпораций падает с июля 2010 года

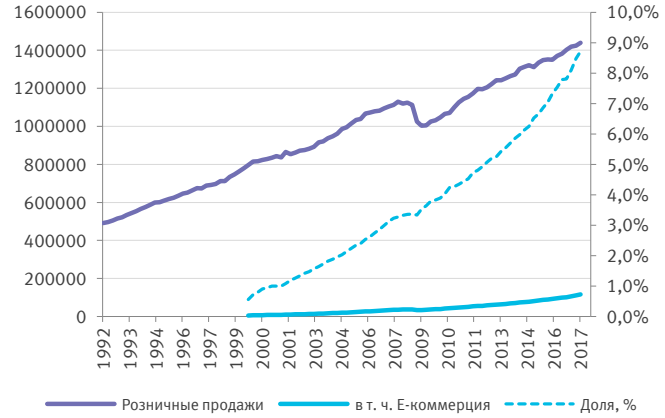
Доля чистой прибыли корпораций (млрд USD, log шкала) в ВВП США продолжает находиться возле исторически рекордных уровней



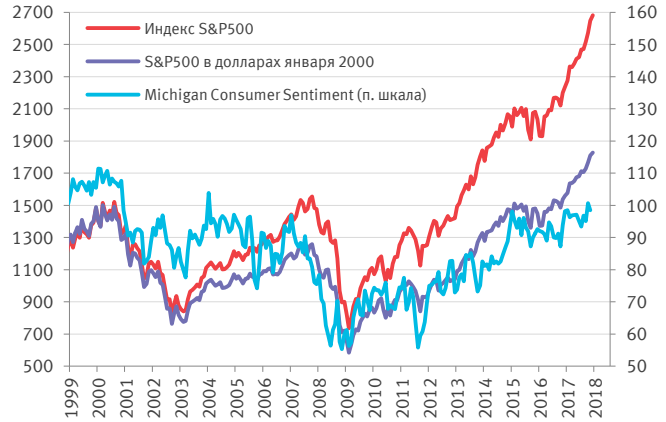
С момента старта QE3 зарубежные инвесторы сокращали свои позиции в американских акциях (трлн USD), но с лета 2016 вновь возобновили покупки



Доля электронной коммерции в общих розничных продажах в США (млн USD) за последние 20 лет стремительно растет



Хотя индекс S&P500 продолжает обновлять исторические максимумы, потребительский оптимизм в США растет менее охотно



Ведущие экономики: Европейский Союз и Великобритания

В октябре ЕЦБ определил, что с начала нового года сократит программу выкупа активов с 60 млрд до 30 млрд в месяц. При этом курс евро негативно отреагировал на провал переговоров о создании правящей коалиции Германии. Теоретически, в случае провала новых переговоров могут быть назначены досрочные парламентские выборы.

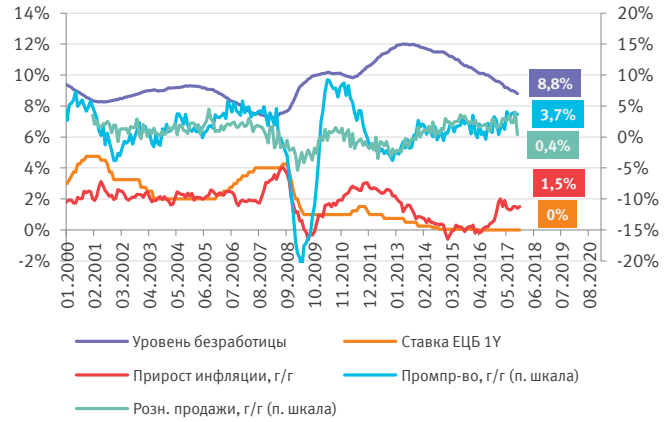
Инвестиции в европейскую недвижимость за год выросли на 14%.

Великобритания и ЕС достигли договоренностей о сумме компенсации, которую Лондон выплатит Брюсселю в рамках Brexit. Оценки сумм рознятся от 45 до 60 млрд евро, окончательные суммы должны быть озвучены в марте.

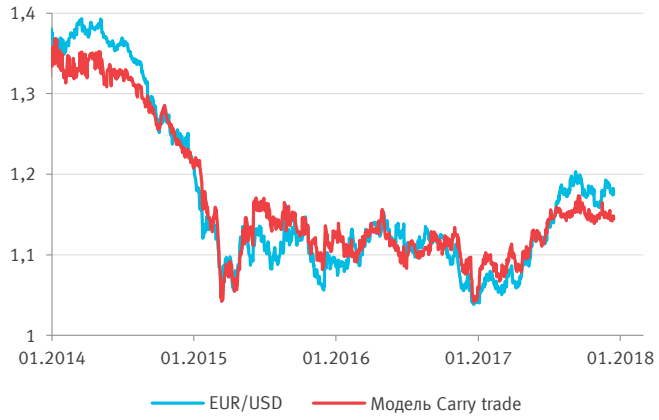
Наше мнение/рекомендации:

- Затягивание бюджетных поясов в Европе не привело к катастрофе, но стабилизировало зарплатные ожидания и улучшило конкурентоспособность европейских производителей. Сейчас есть все предпосылки для дальнейшего ускорения роста европейской экономики. В последние два года темпы роста ВВП еврозоны уже стабильно обгоняют американские. Как следствие покупки акций крупнейших европейских концернов в ближайшие годы могут принести повышенную выгоду. При этом основные акценты в покупках могут ставиться уже на «Европу второй скорости», которая была проблемной в 2012 году, а сейчас растет.
- После начала постепенного ужесточения денежной политики со стороны ЕЦБ мы рассчитываем на восстановление растущей динамики в паре EUR/USD в долгосрочной перспективе. Локально мы смотрим на пару нейтрально.
- Несмотря на риск замедления экономики Германии, немецкая недвижимость, на наш взгляд, остается привлекательной к покупке. Растущий тренд в ценах на жилье начал формироваться относительно недавно, а сами цены по-прежнему остаются довольно низкими относительно средних доходов населения и средних ставок аренды.
- По факту Brexit мы видели коррекцию британского фунта, что стабилизировало счета текущих операций, а также падение цен на недвижимость в центре Лондона. После же анонса старта цикла роста базовой ставки мы предполагаем, что можно ждать продолжительного роста пары GBP/USD и британских акций. Между тем, британские гособлигации (Gilts) ставятся на продажу.

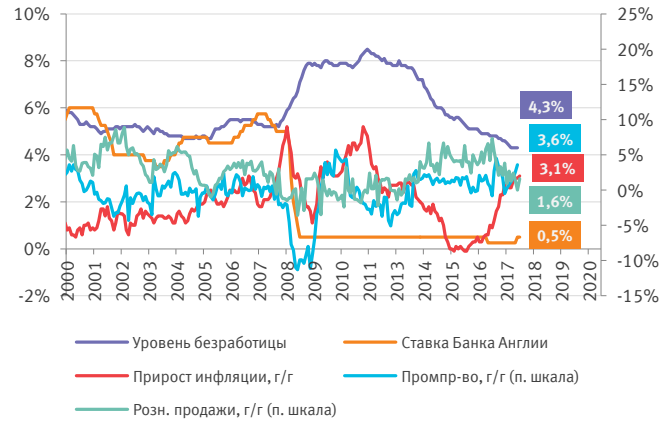
С конца 2012 года европейская экономика идет на поправку, у экономики видится достаточный ресурс занятости для продолжения роста



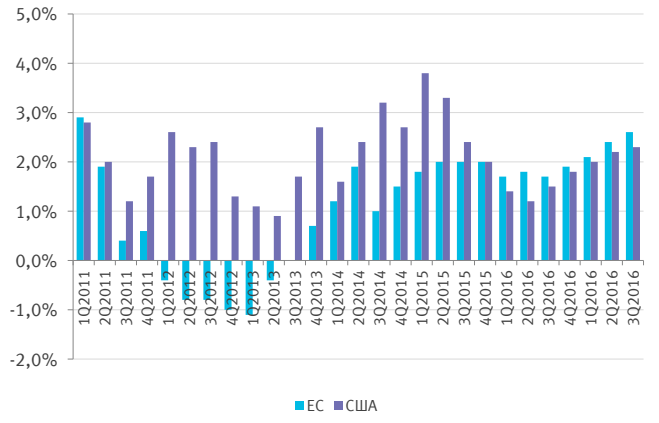
Пара EUR/USD может показывать рост в течение нескольких лет, но в краткосрочной перспективе выглядит локально переоцененной



Удержание ставок в Великобритании на исторически низких уровнях привело к замедлению экономической активности на фоне взлета инфляции



Европейская экономика с начала 2016 года ежеквартально стабильно обгоняет экономику США по темпам роста в годовом выражении



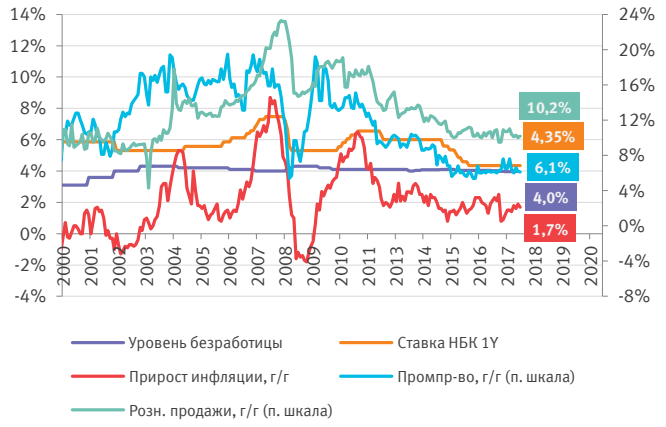
Ведущие экономики: Китай

На съезде КПК Си Цзиньпин был переизбран генеральным секретарем партии на новый срок. Власти Поднебесной в ноябре заявили, что отменят правила, ограничивающие 25% долю иностранного капитала в китайских банках и управляющих компаниях. Иностранным компаниям разрешат получать контроль в местных брокерских компаниях: лимит для них будет повышен с 49% до 51% в ближайшее время, и его полностью отменят через три года. В страховых компаниях предельная доля иностранцев вырастет до 51% через три года. Государственные корпорации Китая будут инвестировать дополнительные 120 млрд долларов ежегодно в течение ближайших пяти лет. Tencent первой из китайских компаний достигла 500 млрд долларов капитализации.

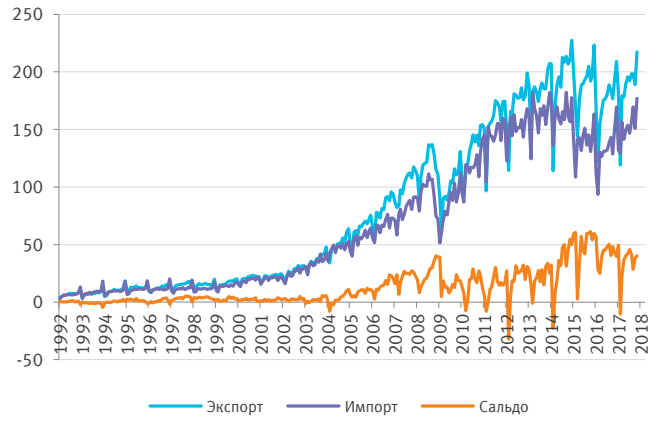
Наше мнение/рекомендации:

- Несмотря на множество потенциальных проблем, китайская экономика остается наиболее обещающей из всех крупнейших экономик. За последние годы страна незаметно для остального мира успешно перешла с экспортно-ориентированной инвестиционной модели на потребительскую модель. Правительство и Народный Банк Китая принудительно снизили темпы роста экономики в 2 раза до 6,5% в год. Но даже несмотря на жесткую денежную политику и контролируемое замедление экономики, темпы ее роста ускорились до 6,8-6,9% и остались максимальными из всех крупных экономик.
- Сейчас сохраняются все условия для стабильного роста китайской экономики в долгосрочной перспективе. Инвестиции на китайском фондовом рынке, на наш взгляд, могут показывать стабильно повышенную доходность на длительном горизонте. Недавнее решение MSCI о возможном включении в свои индексы китайских акций класса «А» запустило очередную волну роста котировок.
- Китайский юань может укрепляться к доллару США в длительной перспективе на фоне более активного роста экономики. Решение о полной либерализации юаня привело к повышенному оттоку капитала, так как китайские капиталы активно пользовались возможностью инвестирования за рубежом. Между тем, после включения юаня в корзину МВФ в октябре прошлого года отток капитала из Поднебесной стабилизировался, а валютные резервы вновь пошли в рост.
- Основные риски при долгосрочном инвестировании в Китай сейчас могут лежать в политической области, но возможности расшатать ситуацию извне ограничены, а внутри режим остается стабильным с постепенной либерализацией. Риски перегрева рынка недвижимости сейчас пока отсутствуют – относительно доходов населения и ставок аренды цены на жилую недвижимость в подавляющем большинстве городов Китая пока являются достаточно скромными, за исключением крупнейших агломераций. Цены на недвижимость в соседнем с Гонконгом Шеньчжене внушают опасения. Народный Банк Китая около 5 лет проводил крайне жесткую денежную политику, что сдерживало рост «пузырей». Сейчас центральный банк смягчил денежно-кредитную политику, что даёт новый импульс к росту экономики. Впрочем, регулятор не исключает, что в какой-то момент вновь будет использовать более жесткую политику. Риск старения китайского населения существует и реален, но, на наш взгляд, он полностью нивелируется все еще относительно низкими уровнями урбанизации (около 50%).

За последние два года экономика Поднебесной перешла от замедления к стабилизации с признаками разворота к росту

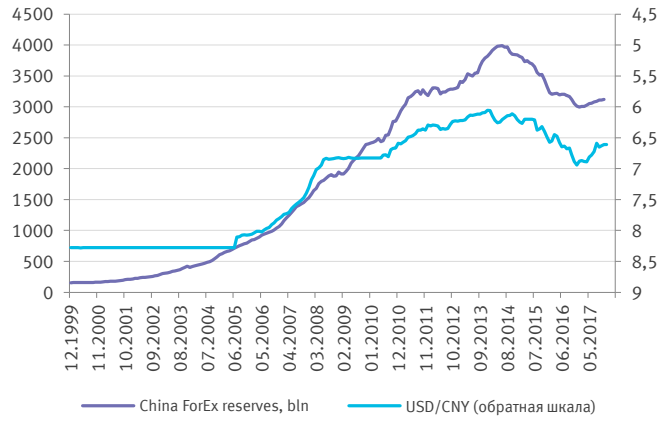


Китайская внешняя торговля с начала 2016 года вновь растет, при этом импорт растет быстрее экспорта, плавно сокращая сальдо торгового баланса



Несмотря на непрекращающиеся кошмары в СМИ китайский фондовый индекс Shanghai Composite продолжает плавно расти в рамках долгосрочного log тренда

С момента включения юаня в корзину резервных валют МВФ в октябре прошлого года валютные резервы Китая вновь начали расти (млрд долларов, левая шкала)



Ведущие экономики: Япония и Южная Корея

Премьер-министр Японии Синдзо Абэ объявил, что император Акихито планирует отречься от престола 30 апреля 2019 года. С 1 мая 2019 года новым императором станет его старший сын Нарухито. Традиционно для Японии смена императора может означать смену эпох. При этом намеченный срок отречения совпадает с намеченным очередным повышением налога с продаж и возможным первым повышением базовых ставок.

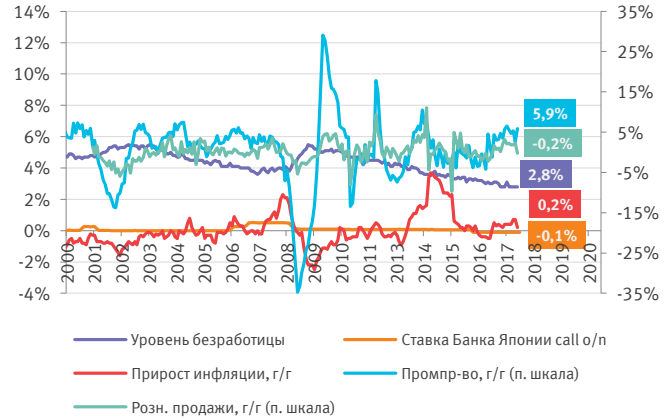
После четырех лет стремительного роста в 2013-2017 годах денежная база Японии с апреля текущего года фактически перестала расти.

Министры финансов стран – членов ЕС одобрили черный список стран-офшоров. В черный список включены 17 государств, не отвечающие стандартам ЕС в области управления налогообложением. При этом в список ЕС попала и Южная Корея, ведущая активную торговлю с ЕС.

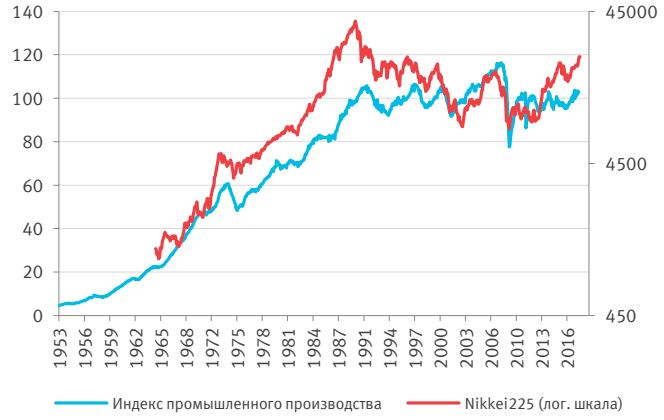
Наше мнение/рекомендации:

- Ситуация в японской экономике с начала 2016 года, наконец, начала выправляться. Программа удвоения денежной базы «2-2-2-2» и Абэномика начала давать свои результаты. Банк Японии указывает на победу над 15-летним трендом базовой дефляции. Промышленное производство и розничные продажи в Японии активно растут, хотя нехватка рабочей силы в Японии достигает критичной отметки, от чего страдает не только промышленность, но и сектор услуг. За последние годы ситуация в японской экономике определенно начинает выправляться, что может быть позитивно для японского рынка акций.
- Резко выросший после фукусимской катастрофы импорт природного газа испортил торговый баланс Японии, но гораздо большей проблемой стало замещение традиционных технологичных статей японского экспорта китайскими и корейскими конкурентами. Как следствие, японский торговый баланс в 2011-2014 годах резко расширял дефицит, и только заметное ослабление иены в 2012-2015 годах, наконец, выправило его. Сейчас сальдо счета текущих операций страны вновь демонстрирует максимумы, что благоприятно для курса иены. На наш взгляд, в условиях выхода торгового баланса Страны восходящего солнца и счета текущих операций в профицит имеет смысл переходить от продаж иены к ее покупкам против доллара США.
- Учитывая, что сейчас госдолг Японии составляет около 250% ВВП, а Банк Японии начинает фактически сокращать программу выкупа, вряд ли стоит ждать активного притока средств нерезидентов в этот сегмент рынка. Тем не менее, японский госдолг может рассматриваться в текущей ситуации как безрисковая «тихая гавань» в случаях роста рисков на глобальных рынках.
- После 22 лет спада цены на японскую недвижимость в 2013 году развернулись к росту и в настоящее время продолжают выглядеть дешевыми относительно доходов населения и уровней арендных платежей.

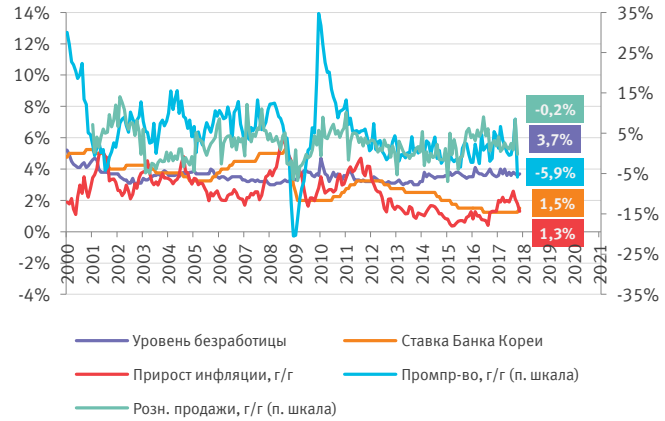
За последние два года японская экономика, наконец, начала показывать динамику разгона, хотя инфляция и безработица остаются крайне низкими



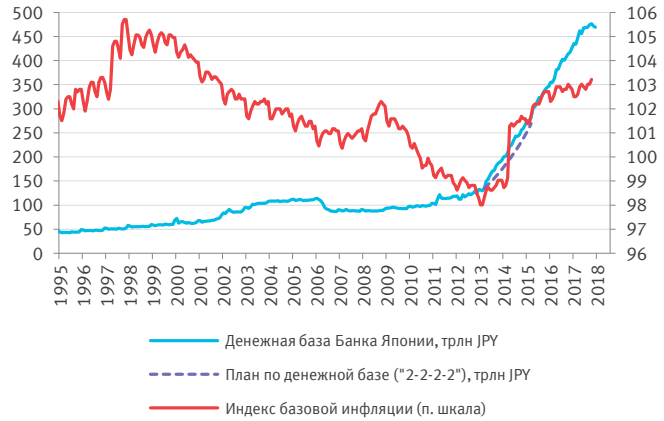
Рост японского фондового индекса Nikkei225 за последние два года начал подтверждаться растущей динамикой промышленного производства



Хотя экономика Южной Кореи пока выгодно отличается от японской экономики, их сходство с годами становится все больше



Рост денежной базы Японии превысил изначальные ориентиры программы стимулирования 2-2-2-2 в 2,5 раза, но сейчас впервые денежная база прекратила рост



Ведущие экономики: Развивающиеся рынки

Агентство Moody's повысило кредитный рейтинг Индии до уровня Baa2.

Бразильский парламент отказался от расследования в отношении президента Мишела Темера.

Темпы роста экономики Турции в 4-м квартале взлетели до +11,1% г/г по сравнению с +5,1% г/г кварталом ранее. Но при этом также резко выросла инфляция и доходности 10-летних турецких гособлигаций.

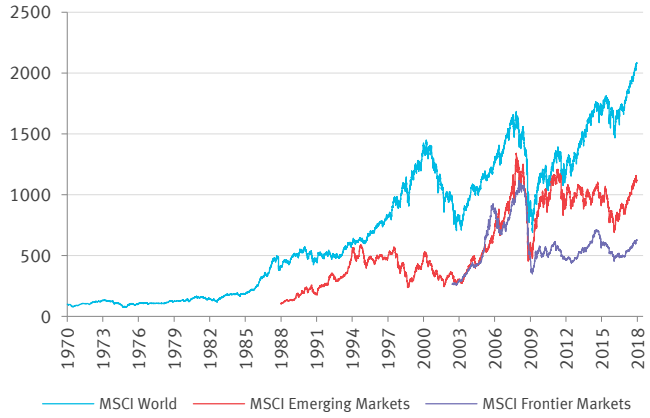
В начале ноября Венесуэла завила о решении реструктурировать внешний долг. Позже агентство Standard & Poor's снизило рейтинг страны до дефолтного. А Международная ассоциация свопов и деривативов официально признала дефолт Венесуэлы.

Египет и МВФ договорились о предоставлении кредита в размере 2 млрд долларов.

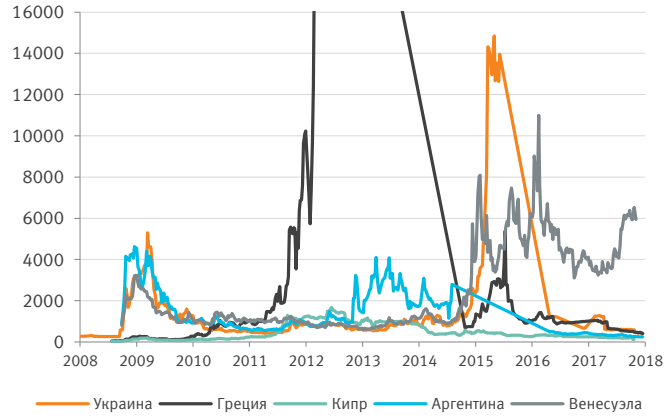
Наше мнение/рекомендации:

- Постепенное усиление инфляционных тенденций в мире, ужесточение денежной политики в США и других развитых странах будут стимулировать рост вложений глобальных инвесторов в активы с более высоким риском, в том числе в товарные активы, акции сырьевых компаний и развивающихся стран.
- С учетом усиления глобальных инфляционных ожиданий имеет смысл покупать акции развивающихся рынков, ориентированных на производство и экспорт сырьевых товаров. Страны, зависящие от импорта природных ресурсов, с относительно высокой долговой нагрузкой и двойными дефицитами бюджета и внешнеторгового счета (такие как Турция, Индия) могут служить источником риска в долгосрочной перспективе. За последние кварталы мы уже наблюдали заметное падение темпов роста ВВП Индии, что делает Китай вновь самой быстрорастущей экономикой из крупнейших. Рост сырьевых цен также менее благоприятен для Турции – в последние полгода мы наблюдаем рост доходности гособлигаций страны и ослабление турецкой лиры. В то же время в перспективе нескольких лет высокие темпы роста ВВП в этих странах также могут давать возможности инвесторам для вложений.
- Наиболее интересные перспективы на ближайшие годы могут быть у фондовых рынков развивающихся стран Юго-Восточной Азии (Индонезия, Малайзия, Таиланд, Вьетнам, Филиппины), а также Аргентины, Бразилии, России, Нигерии.
- Снижение доходности по суверенным еврооблигациям развивающихся стран делает их менее выгодными к покупке. Особенно с учетом давления от растущих ставок ФРС. В то же время доходности внутренних облигаций, подкрепленные ожиданиями укрепления сырьевых валют, могут давать в ближайшее время повышенную доходность инвесторам.

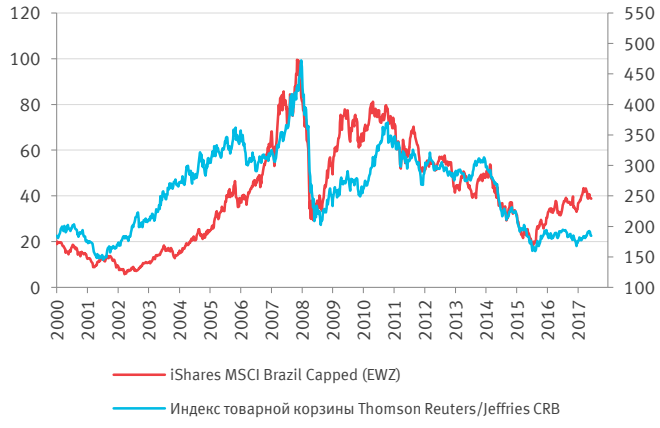
В 2016-2017 годах глобальные инвесторы вновь вернулись к покупкам акций на развивающихся и пограничных рынках



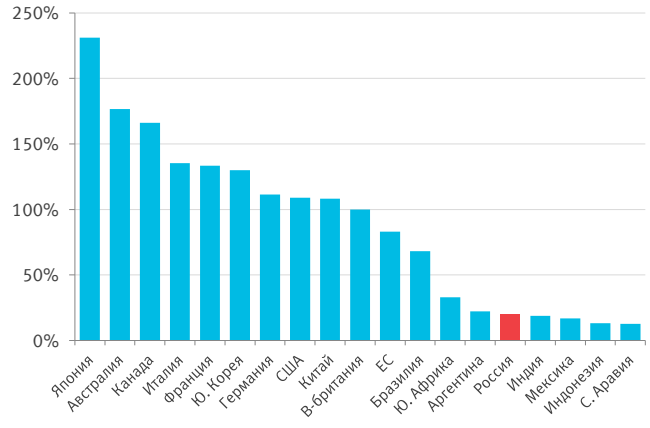
В начале ноября после фактического дефолта Венесуэлы ее 5-летние страховки от дефолта (CDS) перестали торговаться, других кандидатов на дефолт пока не видно



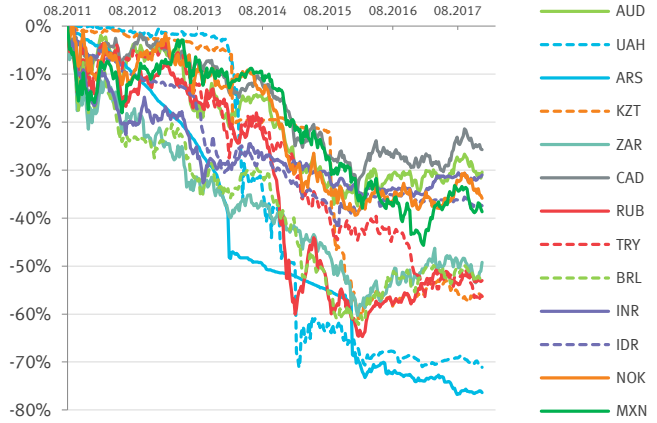
Цены на бразильские акции показали сильный восстановительный рост за два года, но цены на сырье пока еще толком не восстанавливались



Среди стран G20 развивающиеся страны за редким исключением показывают кратно более низкое отношение внутреннего кредита к ВВП, чем развитые



С августа 2011 года курсы валют сырьевых и развивающихся стран ослаблялись к доллару США, с начала 2016 года общая динамика в целом начала меняться



С сентября-октября доходности 10-летних госбумаг большинства развивающихся экономик вновь пошли вверх, только Нигерия продемонстрировала «ралли»

Товарные рынки

Оксана Лукичева, аналитик, товарные рынки

Четвертый квартал 2017 года, как и ожидалось, выдался негативным для сырьевых рынков в связи с повышением процентной ставки ФРС США. Несмотря на достаточно резкий рост цен на нефть, а также продолжавшееся укрепление цен на некоторые металлы, в торговых стратегиях преобладали продажи.

Наиболее негативную динамику показал рынок кофе в связи увеличившимся предложением в новом сезоне 2017-18 из Вьетнама и стран Центральной Америки, а также рынки зерновых, страдающих от избытка предложения и высоких накопленных запасов.

«Звездой» четвертого квартала стал рынок нефти, показавший резкий рост цен в ожидании снижения производства нефти участниками пакта ОПЕК+ и пострадавший от различных инфраструктурных ограничений.

Рынок палладия оставался на положительной территории в связи с продолжавшими снижаться запасами. Рынки цветных металлов также показали невысокие темпы роста цен в 4 квартале 2017 года, но рост в основном продолжался по инерции, так как предложение металлов сократилось. При этом сезонно спрос на цветные металлы также снизился, особенно с учетом исполнения экологической программы в Китае.

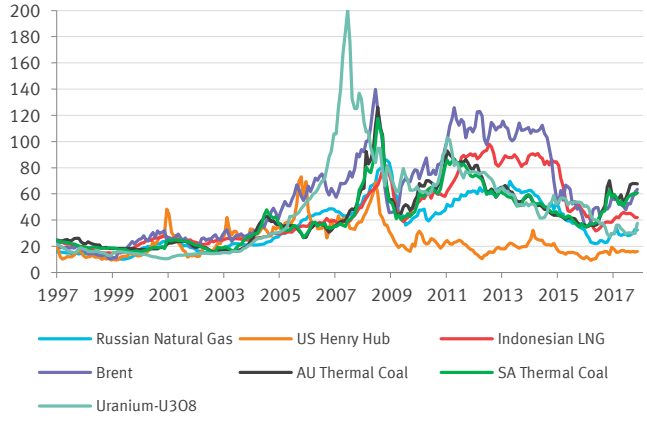
Если рассматривать динамику товарных рынков в целом за 2017 год, то можно отметить, что все больше рынков показывают положительную динамику, начатую в 2016 году. К прошлогоднему росту на рынке нефти и палладия в этом году присоединились рынки цветных металлов, показавших наибольший прирост цен. Однако можно отметить, что рост цен в рассматриваемый период происходил исключительно за счет снижения предложения товаров производителями. Со стороны спроса особенных изменений в 2016-2017 годах не отмечалось.

Ряд товарных рынков, особенно рынки тропических товаров и зерновых, продолжали страдать от избытка накопленных запасов. Рынок сахара показал значимые потери в связи с резко увеличившимся предложением на мировом рынке из-за структурных изменений на европейском рынке сахара, а также выходом российских и украинских производителей с поставками на экспорт.

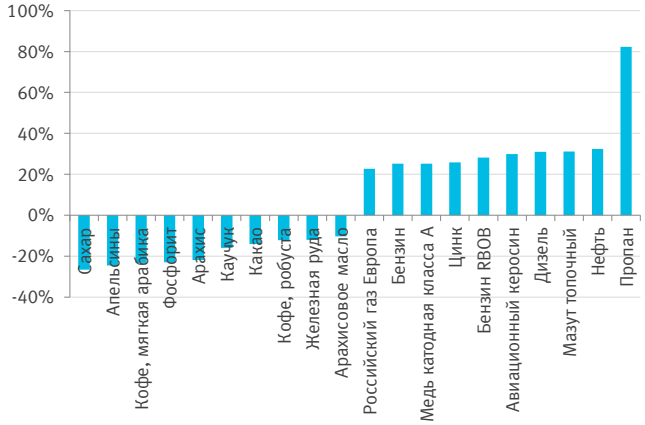
Первый квартал 2018 года может также оказаться негативным для всего сырьевого комплекса при условии, что выросшие мировые цены на ряд товарных активов вновь будут способствовать наращиванию производства. В первую очередь это касается увеличившегося предложения нефти, а также ряда цветных металлов. Высокий уровень накопленных переходящих запасов продолжит «давить» на цены, увеличивая потенциал падения до уровня себестоимости производства по ряду товаров.

Политическая нестабильность может оказывать поддержку рынкам драгоценных металлов, особенно рынку золота, несмотря на ожидаемое продолжение ужесточения денежно-кредитной политики ФРС США в 2018 году. Если же данный фактор перестанет влиять на рынок золота, то цены на золото могут показать заметное снижение.

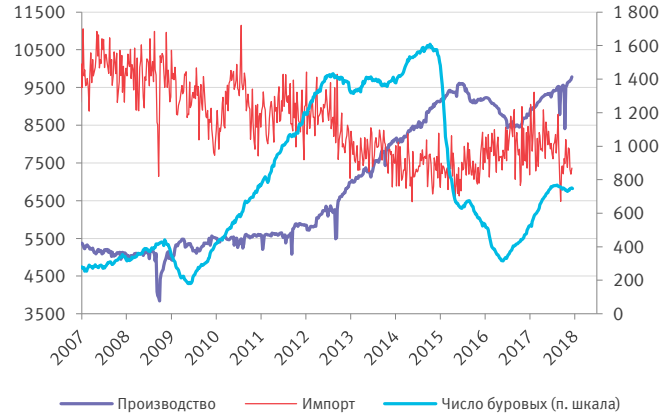
С 2016 года почти все ключевые энергоресурсы развернулись в сторону роста (долларов за баррель нефтяного эквивалента)



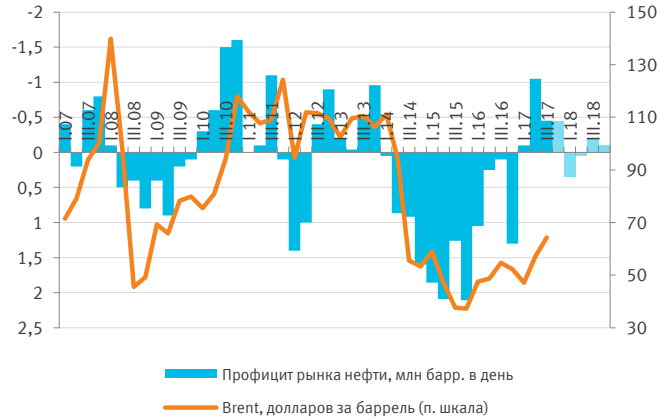
Годовые изменения цен на тропические товары в настоящее время находятся в аутсайдерах, в то время как цены на топливо за год показали заметный рост



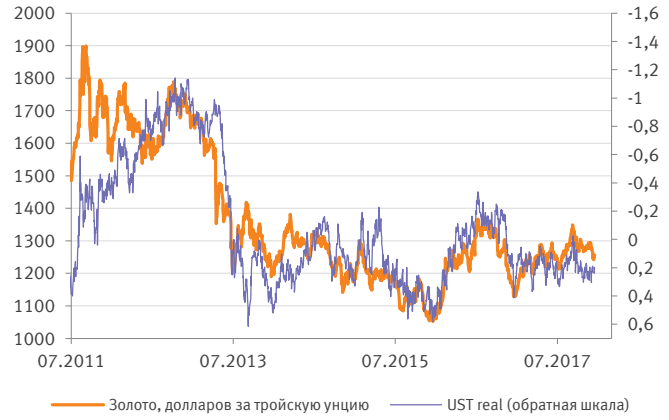
Число буровых в США перестало расти в начале лета, внутреннее производство продолжает рост в ущерб импорту



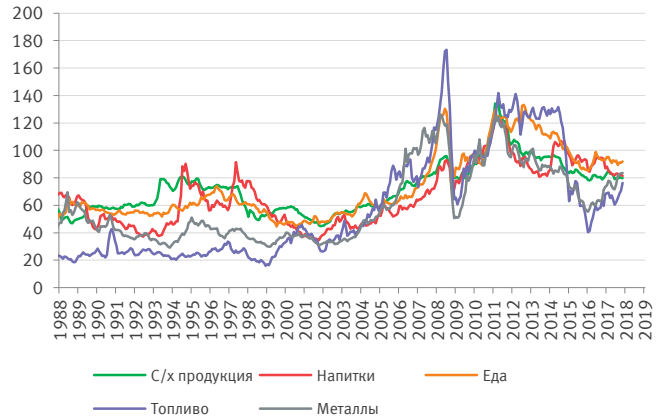
Международное Энергетическое Агентство (IEA) прогнозирует возможный слабый профицит на рынке нефти в 1-м квартале 2018 после годового дефицита



Цены на золото продолжают оставаться зависимыми от доходностей гособлигаций США с поправкой на инфляционные ожидания (в %)



Товарные индексы МВФ подтверждают сильный восстановительный рост цен на топливо и металлы, а также консолидацию цен на с/х продукцию, еду и напитки



Наше мнение/рекомендации:

- 2016 год стал годом разворота товарных рынков к росту после 5 лет снижения. Инфляция в развитых странах после падения в начале 2015 года вновь начинает ускоряться, а базовые индексы цен (за исключением цен на еду и энергоносители) находятся на уровнях заметно выше. Цикл ужесточения денежной политики в США, а также ожидания ускорения глобальной инфляции будут способствовать росту цен на товарных рынках.
- Текущие цены на нефть привлекательны для долгосрочных покупок. В случае реализации резкого сокращения инвестиционных программ нефтяных компаний с одновременным ожидающимся ускорением глобальной экономики, мы сможем увидеть кратный рост цен на «черное золото». Заключение пакта о сокращении добычи ОПЕК+ по факту стало признанием неэффективности политики выдавливания технологичных конкурентов в условиях ограниченных резервов мощности ОПЕК и ускоряющегося роста азиатского спроса. Темпы роста цен не нефть в ближайший год будут обусловлены темпами сокращения излишних накопленных запасов. Этот процесс уже пошел с середины года, рынок балансируется, но пока что вряд ли стоит ждать резкого взлета цен. Локально цены на нефть до января могут находиться под некоторым давлением. В 1-м квартале Международное Энергетическое Агентство прогнозирует небольшой профицит на рынке, а США начнут распродажи «черного золота» из стратегических резервов.
- Цены на драгоценные металлы в прошлом году несколько раз демонстрировали свою силу. В текущем году цены демонстрируют консолидацию. На наш взгляд, текущие уровни цен дают отличные возможности для долгосрочных покупок. Запуск цикла роста ставок в США может усиливать спрос центральных банков на золото. В то время как ускорение глобальной экономики может стимулировать рост спроса развивающихся стран на ювелирные изделия.

Российская экономика и финансовые рынки

Эльвира Набиуллина завила, что завершения расчистки банковского сектора следует ждать в ближайшие 2 года. В середине декабря ЦБ санировал ПСБ в дополнение к находящимся в Фонде консолидации банковского сектора ФК Открытие и Бинбанку. ЦБ также принял решение о докапитализации ФК Открытие на 456,2 млрд рублей и задумался об объединении пенсионных активов банка.

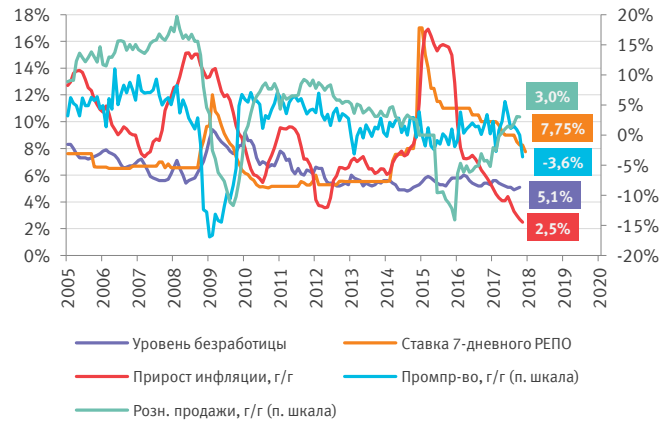
Деловая уверенность в России выросла до максимума за четыре года. Правительство разрешило ввоз томатов из Турции и также договорилось с египетской стороной о возобновлении рейсов в Каир, отметив, что возобновление чартеров в Египет будет делом 2018 года.

Сигналы с российского рынка недвижимости указывают на то, что в соответствии с нашими ожиданиями ситуация на рынке, наконец, начала меняться в лучшую сторону. В Подмосковье предложение новостроек сократилось на 10%. Росреестр в октябре зафиксировал рост сделок с новостройками Москвы на 55%. Количество заявлений на государственную регистрацию прав на недвижимость, поступивших от московских застройщиков в 3-м квартале 2017, увеличилось в 1,5 раза по сравнению со 2-м кварталом. Ввод в эксплуатацию объектов недвижимости в центре Москвы за год увеличился в 2,6 раза. Количество ипотечных сделок в Москве за год выросло в два раза. А в ноябре на столичный рынок апартаментов не вышло ни одного нового проекта. В итоге число апартаментов в продаже в ноябре сократилось на 4%, а средняя стоимость метра, напротив, выросла на 4%.

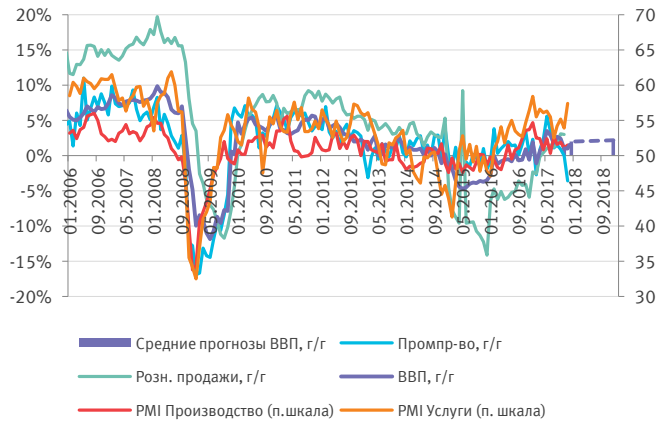
Наше мнение/рекомендации:

- Восстановление цен на нефть, улучшение российского платежного баланса и приток по финансовому счету продолжает укреплять рубль и делает его курс заметно менее волатильным. На наш взгляд, в ближайшие годы тенденция постепенного укрепления рубля со снижением волатильности будет сохраняться. В то же время не фоне локального сокращения рисков на развивающихся рынках, ожиданиях сезонной коррекции цен на нефть, повышенных январских выплат по внешним долгам и опасениях новых санкций по госдолгам российская валюта может находиться зимой под давлением.
- В 2018 году, как и в 2017 мы продолжаем рекомендовать к покупке акции лидеров своих секторов, как в экспорте, так и на внутренних направлениях, что является оправданной стратегией. Мы рассчитываем, что на фоне возврата экономики к росту интерес инвесторов будет постепенно возвращаться в транспортный сектор, машиностроение, электроэнергетику. В то же время сейчас мы видим ситуацию неопределенности и давления на рубль, от которого могут выигрывать компании-экспортеры.
- Мы продолжаем рекомендовать покупать акции российских компаний, сохраняющих высокие темпы роста бизнеса, несмотря на общую слабость экономики. При этом в новом фокусе могут оказаться быстрорастущие бизнесы внутреннего спроса.
- В долгосрочной перспективе акции компаний нефтегазового сектора, сектора химии и нефтехимии, IT секторов, сектора драгоценных металлов и камней могут показывать динамику роста лучше рынка.
- Мы продолжаем рекомендовать покупать высокодоходные рублевые облигации (high yield) с понятным кредитным профилем.
- Мы рекомендуем покупать на коррекциях рублевые гособлигации со средней дюрацией на ожиданиях продолжения снижения инфляции и процентных ставок в течение ближайших лет.

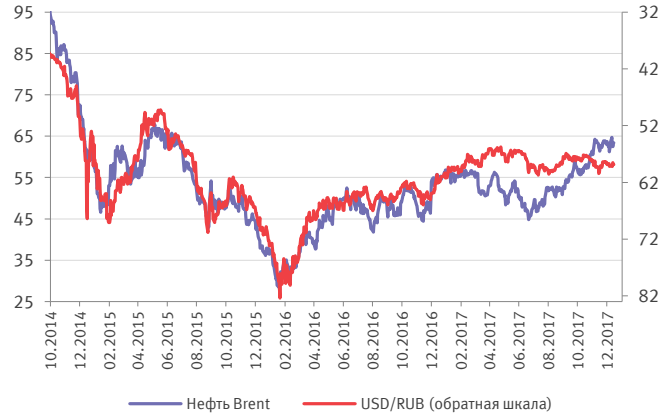
Большинство индикаторов указывает на заметное улучшение ситуации в российской экономике в последние два с половиной года



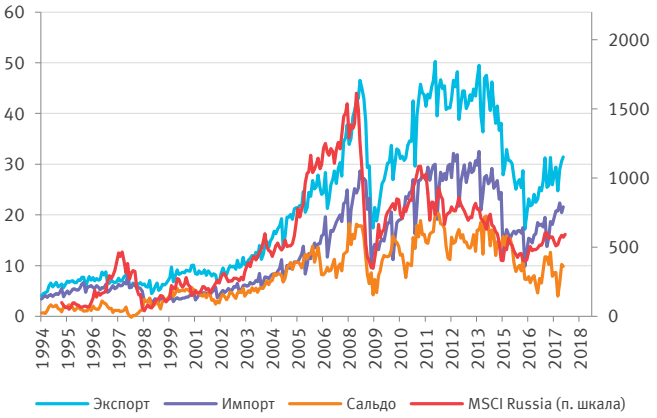
Неожиданное заметное падение промышленного производства в ноябре прошло вразрез с настроениями менеджеров по закупкам (PMI) в производстве и услугах



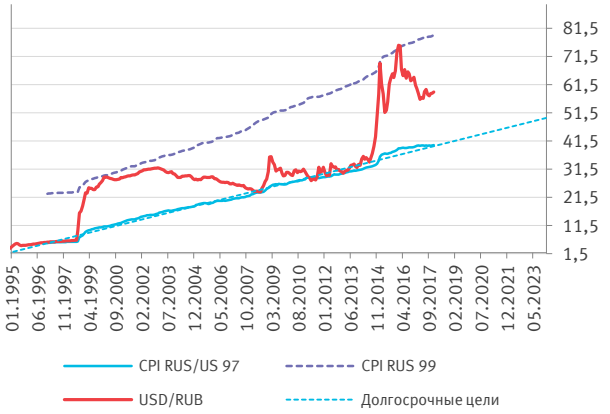
Отток по финансовому счету перед очередным повышением ставки ФРС и выплатам по долгам привел к худшей динамике курса рубля относительно цен на нефть



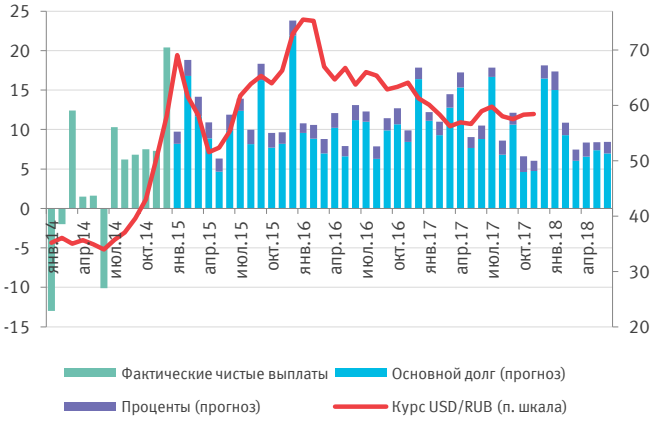
Падение рубля в 2014-2016 компенсировало выпадавшие бюджетные доходы и оставило позитивным сальдо внешней торговли (млрд долларов, л. шкала)



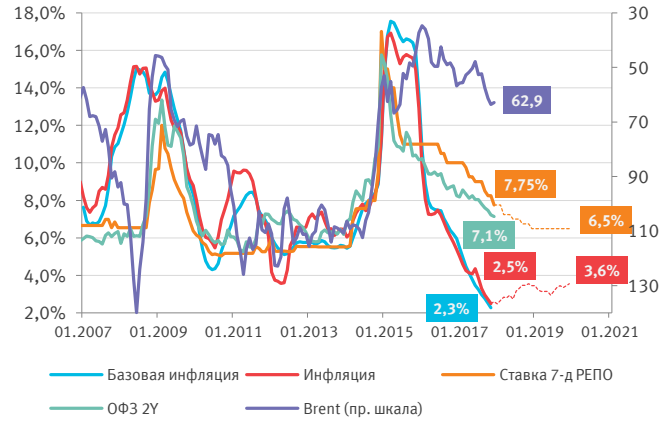
В долгосрочной перспективе с поправкой на российскую инфляцию курс рубля к доллару США находится на недооцененных уровнях



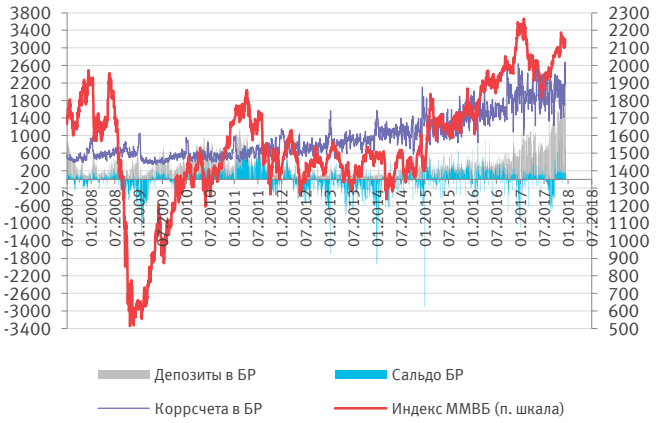
В декабре-январе Банк России вновь ожидает повышенные выплаты по российским внешним долгам



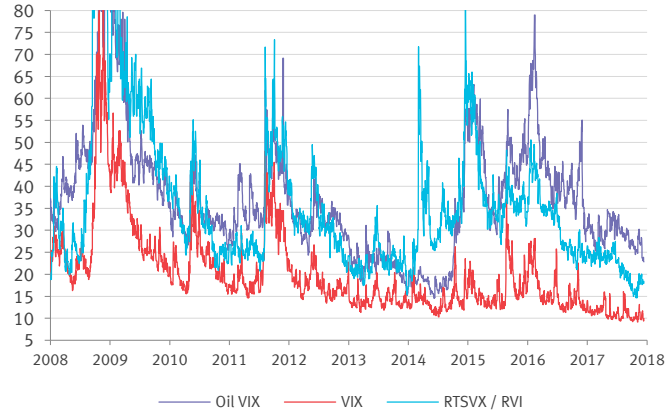
Текущие уровни инфляции увеличивают риск завершения года ниже 2,6% г/г



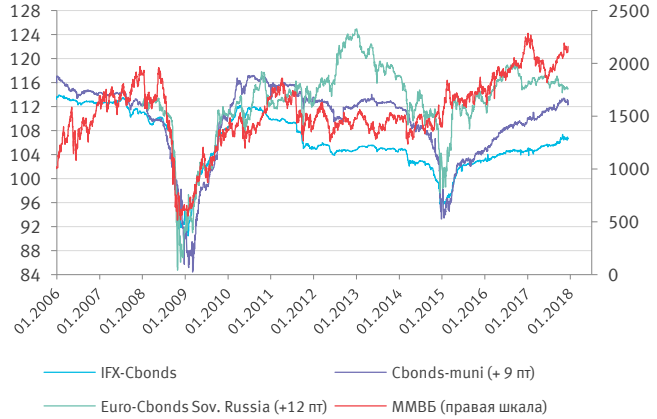
Ликвидность банковской системы продолжает стремительно распухать, млрд руб.



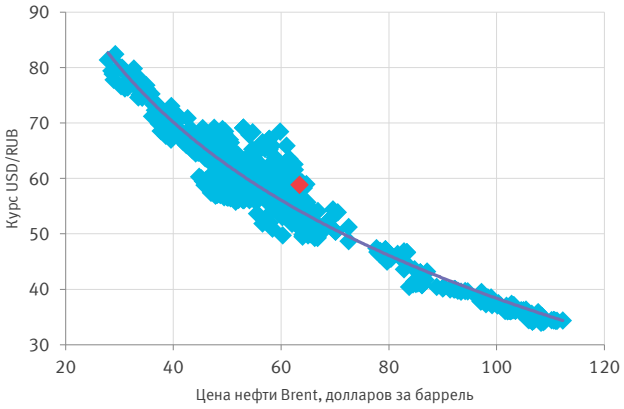
Волатильность рынков России и США демонстрирует исторические минимумы



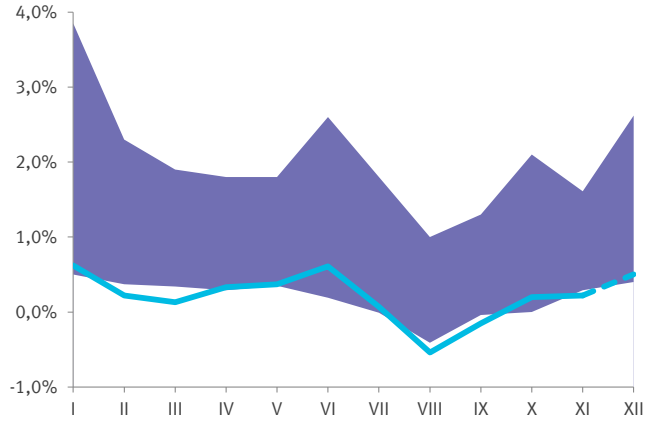
Индекс цен суверенных еврооблигаций перешел к сползанию под давлением ФРС



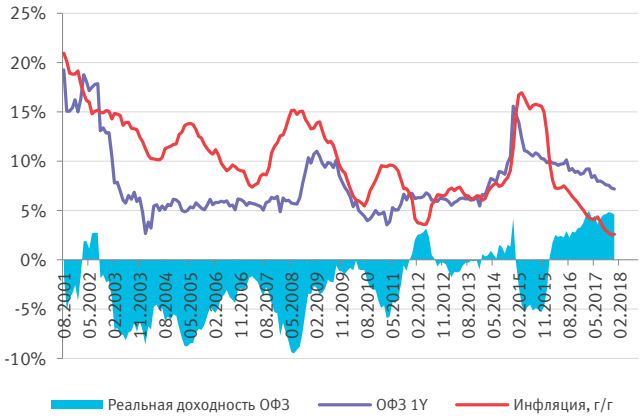
Локальный отток средств нерезидентов с глобальных рынков привел к относительной недооценке курса рубля относительно нефти



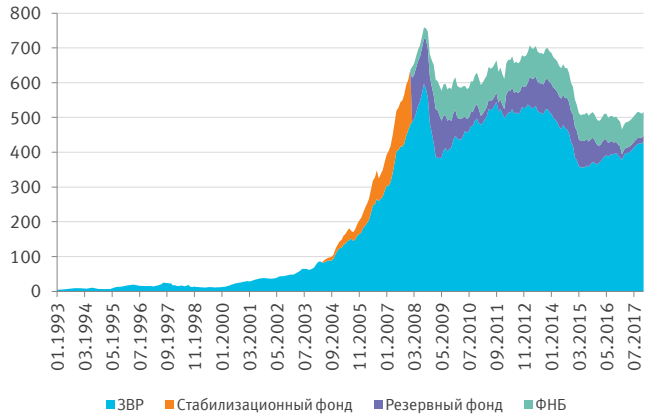
В 2017 году российская месячная инфляция поставила уже пять рекордов в новейшей истории России



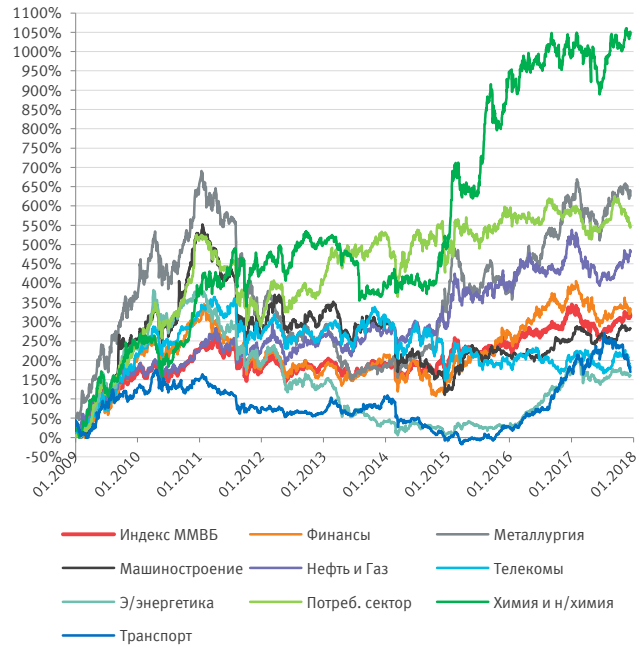
С начала 2017 года реальные доходности годовых ОФЗ демонстрируют рекордные значения в районе 5%



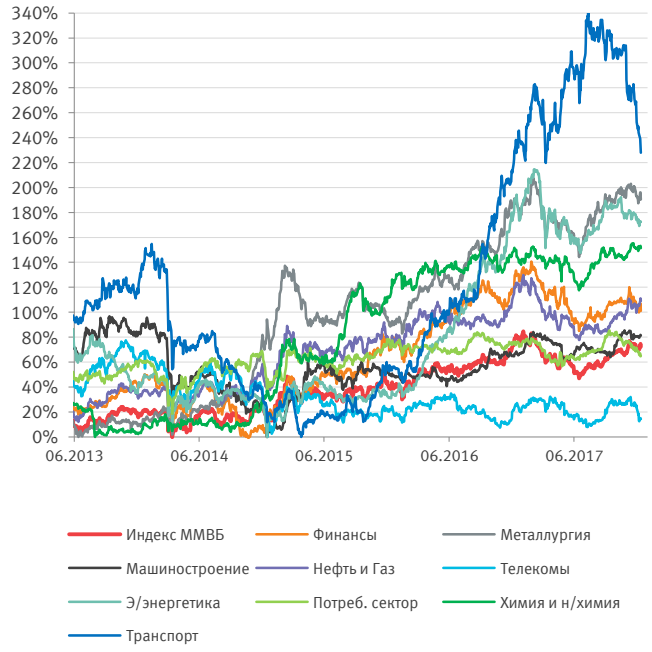
Резервный фонд почти истрачен, при этом фонд национального благосостояния сохраняется без потерь, а международные резервы России 2,5 года растут



Изменения отраслевых индексов ММВБ с кризисных минимумов 2008-2009 годов



Изменения отраслевых индексов ММВБ с локальных минимумов 2013-2015 годов



Наиболее интересные российские акции к покупке

Алексей Павлов, главный аналитик, акции/облигации

Среднесрочные идеи

Инструмент	Тикер	Комментарий
Башнефть АП	BANEP	Переход компании под крыло Роснефти в прошлом году вызвал ажиотаж в обыкновенных акциях Башнефти и распродажу в ее «префах». Такая реакция по привилегированным бумагам была связана с опасениями относительно будущих дивидендов. Однако рациональный взгляд на данный вопрос говорит о том, что угрозы дивидендам не просматривается, поскольку Башкирия, сохранившая за собой блокирующий пакет в компании, как раз и является гарантом перманентных выплат. Щедрые дивиденды за 9 месяцев подтвердили правоту нашей позиции. Ждем продолжения истории и возврата «префов» к прежним высоким уровням.
РУСАЛ	RUAL	Цены на алюминий, подраставшие в течение всего 2016 года, продолжают свою победную поступь и в текущем году. По итогам девяти месяцев стоимость металла на LME уже преодолела отметку в 2000$/т и, видимо, не собирается останавливаться на достигнутом. Как следствие, мы ждем сильных финансовых результатов от РУСАЛа за 4 кв и по году в целом. Вдобавок компания смягчила ковенанты и теперь может вернуться к практике регулярных дивидендных выплат. Поэтому мы считаем, что текущий откат в акциях разумно использовать для покупок.
МТС	MTSS	Старая добрая дивидендная история, продолжающая радовать инвесторов регулярными и высокими выплатами. Текущая политика МТС подразумевает ежегодную выплату в размере 26 рублей на акцию два раза в год. При этом в свете судебных разбирательств между Роснефтью и АФК Системой, последней в итоге может понадобиться крупная сумма денег. В этом случае велика вероятность, что часть средств поступит холдингу от МТС посредством спецдивиденда, либо расширенной программы выкупа. И в любом случае миноритарии сотового оператора не останутся в накладе.
Северсталь	CHMF	В последние годы российские сталевары чувствуют себя очень уверенно. Резкая девальвация национальной валюты еще в конце 2014 года отправила рублевые цены на прокат обновлять исторические максимумы, и с тех пор из года в год они только переписывают рекорды. При этом в отсутствии крупных инвестиционных проектов отечественные сталелитейные группы сначала активно сокращали долговую нагрузку, а потом начали наращивать дивидендные выплаты. Наибольшую доходность сейчас представляют бумаги Северстали. При этом акции череповецкого комбината единственные из сталелитейных мейджоров еще не переписали свои весенние максимумы.
Globaltrans	GLTR	Globaltrans – один из крупнейших железнодорожных операторов РФ, на который приходится порядка 8% совокупного рынка ж/д грузоперевозок РФ. Вагонный парк Globaltrans представлен преимущественно полувагонами (63% парка) и цистернами (33% парка). Последние годы для ж/д операторов в РФ были непростыми из-за избытка подвижного состава, что сильно давило на тарифы. Ситуация стала резко меняться в 2016 году, когда на фоне роста экономической активности в РФ начал ускоряться грузооборот, а в текущем году ставки на полувагоны подскочили до исторических максимумов.
НОВАТЭК	NVTK	НОВАТЭК уже много лет является наиболее динамично развивающимся игроком в российском нефтегазовом секторе. В условиях девальвации компания сделала ставку на жидкие углеводороды, что позволило существенно нарастить основные финансовые показатели, выраженные в рублях. Вдобавок НОВАТЭК уже не первый год перманентно выкупает собственные акции с рынка, что оказывает хорошую поддержку котировкам. А в декабре 2017 года была запущена первая линия в рамках проекта Ямал СПГ, что, на наш взгляд, еще не нашло отражение в текущей рыночной стоимости компании.

Идеи для долгосрочных инвесторов

Инструмент	Тикер	Комментарий
Мечел АП	MTLRP	Еще осенью 2014 года Мечел находился в шаге от банкротства, а уже сегодня компания имеет все шансы на полноценное возвращение в высшую лигу отечественного чермета. Впервые за много лет компании по итогам 2016 года заработала прибыль, в результате чего держатели «префов» получили причитающийся им высокий дивиденд в размере 10 рублей на акцию. Учитывая благоприятную конъюнктуру на рынке угля, в текущем году Мечелу вполне по силам удвоить как прибыль, так и дивиденд на «префа». Понятно, что при таком сценарии привилегированные акции эмитента могут существенно подорожать уже на полугодовом горизонте.
БСП	BSPB	На ослаблении рубля, наблюдавшемся в 2014-2015 годах, бумаги БСП падали вместе с акциями остальных российских банков. Однако в отличие от подавляющего большинства своих коллег по цеху банк даже в эти смутные времена продолжал зарабатывать прибыль. Львиная доля кредитов, выданных БСП, приходится на корпоративное кредитование, которое начало ускоряться еще два года назад. С учетом последней коррекции, сейчас цена акций БСП остается крайне привлекательной. Если ориентироваться на мультипликатор P/BV, то капитализация БСП должна как минимум удвоиться на годовом горизонте.
ТГК-1	TGKA	ТГК-1 – одна из трех публичных «дочек» ООО «Газпромэнергохолдинг» – компании, на которой консолидированы энергетические активы Газпрома. Как и прочие генерирующие компании, новые собственники ТГК-1 получили в нагрузку свою программу ДПМ, которая была завершена в прошлом году. При этом пик ввода мощностей по программе пришелся на 2011-2012, а, значит, максимальные выплаты по ДПМ генератор будет получать в 2018-2019 годах. Поэтому, если компания сумеет удержать издержки на текущем уровне (а к этому имеются все предпосылки, в том числе низкая инфляция), то в ближайшие пару лет чистая прибыль вырастет кратно.
Ленэнерго АП	LSNGP	Когда то очень интересная дивидендная история получила второе рождение. В 2015 году государство спасло эмитента от банкротства, докапитализировав его на 32 млрд рублей. Вдобавок власти Санкт-Петербурга пересмотрели для компании тарифы и внесли в капитал профильные активы. Как следствие, после нескольких лет беспробудных убытков по итогам 2016 года Ленэнерго заработало 7,6 млрд рублей и выплатило держателям «префов» 8,1 рублей на каждую акцию. По итогам девяти месяцев компания идет с существенным опережением прошлогоднего графика по прибыли, что обещает двузначные дивиденды владельцам «префов» по итогам 2017 года.
Распадская	RASP	Еще буквально несколько лет назад финансовое положение Распадской было катастрофическим. Компания не вылезала из убытков, а соотношение «Чистый долг/EBITDA» по итогам 2014 года было двузначным. Однако сначала девальвация рубля, а затем и рост мировых цен на уголь де-факто развернули ситуацию на 180 градусов. За последние полтора года эмитент сократил чистый долг в три раза, а по итогам 2017 года на балансе Распадской должна быть положительная чистая денежная позиция. Как следствие, акционеры уже ближайшим летом смогут рассчитывать на дивиденды, которые, по нашим оценкам, составят не менее 10 рублей на акцию.
MD Medical Group	MDMG	Управляет сетью клиник Мать и дитя и является лидером российского рынка частных медицинских услуг для женщин и детей. Группа поддерживает рекордные темпы развития и уже сегодня объединяет 24 современных медицинских учреждения. В 2015 году на фоне кризиса «Мать и дитя» начала политику расширения бизнеса и активного поглощения своих менее удачных конкурентов. На наш взгляд, текущие котировки предоставляют инвесторам отличную возможность купить быстрорастущий российский бизнес с хорошим дисконтом к справедливой цене.

Ключевые события и ожидания

Дата/Период	Событие/Ожидание
2014	
16 июля	Ввод США первых секторальных санкций против России
28-29 октября	Заседание ФРС США, полное сворачивание программы QE3
16 декабря	Банк России поднял ставку 7-дневного РЕПО с 9,5% до 17,0%, «черный вторник» рубля
2015	
9 марта	ЕЦБ запустил программу выкупа ABS объемом 1 трлн евро
30 сентября	Россия начала наносить авиаудары в Сирии
16 декабря	ФРС США 1-й раз подняла коридор колебаний базовой ставки на 0,25% до 0,25%-0,5%
2016	
16 января	США и ЕС сняли санкции с Ирана
23 июня	Избиратели Великобритании проголосовали за выход из ЕС (Brexit)
1 октября	Китайский юань вошел в корзину резервных валют МВФ (SDR)
8 ноября	На президентских выборах в США победил республиканец Дональд Трамп
30 ноября	Страны ОПЕК и Россия впервые за 15 лет договорились сократить добычу нефти
2017	
7 февраля	Минфин начал покупки валюты на рынке в объеме 6,3 млрд рублей в день
9 марта	**ЕЦБ свернул программу TLTRO, сократил выкуп ABS с 80 до 60 млрд евро**
24 марта	Банк России снизил базовую ставку с 10,0% до 9,75%
1 апреля	Япония признала криптовалюты платежными средствами на своей территории
16 апреля	На конституционном референдуме в Турции победил президент Эрдоган
23 апреля	В первом туре президентских выборов во Франции победил Эммануэль Макрон
26 апреля	Старт продаж гособлигаций для населения ОФЗн
28 апреля	Банк России снизил базовую ставку с 9,75% до 9,25%
25 мая	**ОПЕК+ на саммите в Вене продлила соглашение о сокращении добычи на 9 месяцев**
9 июня	Индия и Пакистан стали членами ШОС
14 июня	ФРС США подняла коридор колебаний базовой ставки на 0,25% до 1,0%-1,25%
14 июня	**Сенат США одобрил новые санкции против России**
16 июня	Банк России снизил базовую ставку с 9,25% до 9,0%
21 июня	MSCI решила включить в инвестиционные индексы китайские акции класса «А»
4 июля	Агентство АКРА присвоило банку ФК «Открытие» рейтинг BBB-
7-8 июля	Саммит стран G20 в Гамбурге (Германия)
28 июля	Банк России оставил базовую ставку на уровне 9,0%
28 июля	Банк России отозвал лицензию у банка Югра
15 августа	Банк России выпустил первые купонные облигации (КОБР) на 150 млрд рублей
21 августа	Первое за 38 лет полное солнечное затмение в США
27 августа	Сильнейший за 12 лет ураган Харви ударил по побережью США
29 августа	Банк России принял решение о санации банка «ФК Открытие»
3 сентября	Северная Корея провела первое испытание водородной бомбы
4 сентября	Китай запретил проведение ICO
11 сентября	Старт волн телефонного терроризма в России
15 сентября	Банк России снизил базовую ставку с 9,0% до 8,5%
20 сентября	Россия заменила старые выпуски еврооблигаций на новые на 4 млрд долларов
20 сентября	**ФРС приняла решение о начале сокращения на своем балансе облигаций Казначейства США с октября**
21 сентября	Банк России принял решение о санации Бинбанка
22 сентября	Standard & Poor's приняло решение снизить рейтинги Китая и Гонконга
24 сентября	На парламентских выборах в Германии победила правящая коалиция ХДС/ХСС-СДПГ
25 сентября	93% избирателей высказались на референдуме за независимость иракского Курдистана
1 октября	90% избирателей высказались на референдуме за независимость Каталонии
14-22 октября	Всемирный XIX фестиваль молодежи и студентов в Сочи
22 октября	На выборах в Японии победила правящая коалиция
22 октября	На выборах в Аргентине победила правящая партия
26 октября	**ЕЦБ объявил о втором снижении объема программы выкупа ABS после декабря 2017 с 60 до 30 млрд евро в месяц**
26 октября	Бразильский парламент отказался запускать процедуру импичмента действующему президенту
26 октября	Си Цзиньпин сохранил пост генерального секретаря КНР на второй срок
27 октября	Россия возобновила импорт томатов из Турции
27 октября	**Банк России снизил базовую ставку с 8,5% до 8,25%**
1 ноября	Франция официально сняла режим чрезвычайного положения
2 ноября	**Банк Англии впервые за 10 лет повысил базовую ставку с 0,25% до 0,5%**
3 ноября	Венесуэла приняла решение о реструктуризации долгов
5 ноября	В Саудовской Аравии задержаны 11 принцев по подозрению в коррупции
8 ноября	Конституционный суд Испании аннулировал декларацию независимости Каталонии
16 ноября	Агентство Moody's подняло рейтинг Индии до уровня Baa2 со «стабильным» прогнозом
17 ноября	Международная ассоциация свопов и деривативов признала дефолт Венесуэлы
24 ноября	Дума утвердила федеральный бюджет на 2018-2020 годы
28 ноября	Великобритания договорилась с ЕС о размере компенсации за Brexit
28 ноября	Запуск ограничительных мер против российских банков и компаний нефтегазового сектора РФ в рамках новых июньских санкций США

30 ноября	**Саммит ОПЕК в Вене продлил пакт ограничения добычи ОПЕК+ до конца 2018 года**
2 декабря	**Сенат США одобрил масштабную налоговую реформу**
6 декабря	МОК предписал российским спортсменам выступать на зимней Олимпиаде в Пхенчане под олимпийским флагом
7 декабря	Роснефть подала новый иск к АФК Система на 131 млрд рублей
8 декабря	НОВАТЭК отгрузил первые танкеры со сжиженным газом по проекту Ямал СПГ
8 декабря	ЕС и Япония договорились о создании крупнейшей в мире зоны свободной торговли
11 декабря	СВОЕ запустило торги фьючерсами на биткоин
12 декабря	ХАМАС объявил о начале 3-ей интифады из-за решения Дональда Трампа о признании Иерусалима столицей Израиля
13 декабря	**ФРС США подняла коридор базовой ставки на 0,25%**
14 декабря	Заседание ЕЦБ
14 декабря	Заседание Банка Англии
15 декабря	**Банк России снизил базовую ставку с 8,25% до 7,75%**
15 декабря	Экс-министр Улюкаев приговорен к 8 годам колонии строгого режима и штрафу в 130 млн рублей
18 декабря	CME запустило торги фьючерсами на биткоин
20 декабря	Заседание Банка Японии
20 декабря	Президентские выборы в Южной Корее
20 декабря	Заседание мониторингово комитета ОПЕК+
21 декабря	Экспирация квартального фьючерса на индекс РТС
22 декабря	Переход баз индексов ММВБ/РТС с фиксированного количества акций (50) на плавающее
25 декабря	Уплата НДС (1/3 от суммы за 4Q2017), НДПИ (декабрь) и акцизов

2018

1 января	Вступление в силу запрета на вложение средств бюджетных субсидий госкорпораций на депозиты, в валюту и финансовые инструменты
1 января	Банк России введет централизованный клиринг на срочном рынке
1 января	**ЕЦБ сократит скупку активов по программе выкупа ABS с 60 до 30 млрд евро в месяц**
3 января	Вступление в силу 2-й директивы Евросоюза «О рынках финансовых инструментов» (MiFID II)
12 января	Старт сезона отчетов в США за 4Q2017, отчеты JP Morgan Chase, Wells Fargo
16-18 января	Гайдаровский форум
18 января	Экспирация январских опционов на фьючерс на индекс РТС
22-29 января	Пик сезона отчетов компаний США за 4Q2017
23 января	Заседание Банка Японии
23-26 января	Всемирный экономический форум в Давосе
25 января	Заседание ЕЦБ
25 января	Уплата НДС (1/3 от суммы за 1Q2018), НДПИ (декабрь) и акцизов
26 января	Первая оценка ВВП США за 4Q2017
26 января	Старт сезона отчетов в России за 4Q2017, отчет Магнита (МСФО)
31 января	Заседание ФРС США
31 января	Погашение ОФЗ-25081
январь	Рассмотрение апелляции Украины по долгу перед Россией в размере 3 млрд долларов
январь	**Старт распродажи стратегических резервов нефти в США на 650 млн баррелей за 5 лет (~0,5 млн баррелей в день)**
8 февраля	Заседание Банка Англии
9 февраля	**Заседание Банка России, возможное снижение базовой ставки**
9-25 февраля	Зимние Олимпийские игры в Пхёнчане (Республика Корея)
12 февраля	Квартальный пересмотр индексов MSCI
15 февраля	Экспирация февральских опционов на фьючерс на индекс РТС
15-16 февраля	Российский инвестиционный форум Сочи-2018
22 февраля	Квартальный пересмотр индекса MSCI Russia 10/40
26 февраля	Уплата НДС (1/3 от суммы за 1Q2018), НДПИ (январь) и акцизов
февраль	**Возможный ввод новых санкций США в отношении покупки американскими компаниями и гражданами гособлигаций России**
февраль	Россия возобновит рейсы в Каир (Египет)
февраль	Джером Пауэлл заменит Джанет Йеллен на посту председателя ФРС США
февраль-март	**Возможное повышение суверенных рейтингов России агентством Standard & Poor's в случае отсутствия новых санкций против России**
1 марта	Квартальный пересмотр индексов ММВБ/РТС
2 марта	Завершение расследования по делу ЮКОСа
2-13 марта	Пик сезона отчетов российских компаний за 4Q2017 по МСФО
8 марта	Заседание ЕЦБ
9 марта	Заседание Банка Японии
15 марта	Погашение ОФЗ-26204
15 марта	Экспирация квартального фьючерса на индекс РТС
16 марта	Экспирация квартального фьючерса на индекс S&P500
18 марта	**Выборы президента России**
21 марта	**Заседание ФРС США, возможное повышение базовой ставки на 0,25%**
22 марта	Заседание Банка Англии
23 марта	**Заседание Банка России, возможное снижение базовой ставки**
26 марта	Уплата НДС (1/3 от суммы за 1Q2018), НДПИ (февраль) и акцизов
март	Завершение строительства первой нитки «Турецкого потока»
26 апреля	Заседание ЕЦБ
27 апреля	Заседание Банка Японии
27 апреля	**Заседание Банка России, возможное снижение базовой ставки**
апрель	Истечение текущих полномочий Харухико Куроды на посту главы Банка Японии
апрель-май	Парламентские выборы в Венгрии

2 мая	Заседание ФРС США
10 мая	Заседание Банка Англии
12 мая	Финал Евровидения в Португалии
14 мая	Полугодовой пересмотр индексов MSCI
20 мая	Парламентские выборы в Италии
24-26 мая	22-й Петербургский международный экономический форум
24 мая	Полугодовой пересмотр индекса MSCI Russia 10/40
26 мая	Финал Лиги чемпионов УЕФА в Киеве
6-8 июня	Международный финансовый конгресс в Петербурге
8-9 июня	Саммит стран G7 в Ла Мальбэ (Канада)
13 июня	**Заседание ФРС США, возможное повышение базовой ставки на 0,25%**
13 июня	Первый прогноз МЭА по спросу на нефть в 2019 году
14 июня	Заседание ЕЦБ
15 июня	**Заседание Банка России, возможное снижение базовой ставки**
15 июня	Заседание Банка Японии
21 июня	Заседание Банка Англии
22 июня	**Полугодовое заседание ОПЕК в Вене, возможное досрочное прекращение пакта ОПЕК+ в случае высоких цен на нефть**
22-23 июня	Визит президента Аргентины в Россию
июнь	Начало строительства газопровода «Северный поток – 2»
июнь	Завершение текущей программы финансовой помощи Греции
08.06-08 июля	**Чемпионат мира по футболу в России**
1 июля	Сезонное повышение регулируемых тарифов в России
1 июля	Президентские и парламентские выборы в Мексике
09-20 июля	Пик дивидендного сезона в России, закрытие реестров крупнейших корпораций
26 июля	Заседание ЕЦБ
27 июля	**Заседание Банка России, возможное снижение базовой ставки**
31 июля	Заседание Банка Японии
1 августа	Заседание ФРС США
2 августа	Заседание Банка Англии
13 августа	Квартальный пересмотр индексов MSCI
25-27 августа	Ежегодный саммит банкиров в Джексон Хоуле (США)
27 августа	Квартальный пересмотр индекса MSCI Russia 10/40
5-6 сентября	Восточный экономический форум во Владивостоке
13 сентября	Заседание Банка Англии
13 сентября	**Заседание ЕЦБ, вероятное завершение программы выкупа ABS**
14 сентября	**Заседание Банка России, возможное снижение базовой ставки**
19 сентября	Заседание Банка Японии
26 сентября	**Заседание ФРС США, возможное повышение базовой ставки на 0,25%**
30 сентября	Гонки Формулы-1 Гран-при России (Сочи)
сентябрь	Возможный повторный референдум о выходе Шотландии из Великобритании
7-28 октября	Президентские и парламентские выборы в Бразилии
17 октября	Президентские выборы в Азербайджане
25 октября	Заседание ЕЦБ
26 октября	**Заседание Банка России, возможное снижение базовой ставки**
31 октября	Заседание Банка Японии
октябрь	Президентские выборы в Венесуэле
октябрь	Форум ВТБ «Россия зовет!»
1 ноября	Заседание Банка Англии
6 ноября	Довыборы в Сенат США
8 ноября	Заседание ФРС США
12-18 ноября	Саммит стран АТЭС в Порт-Морсби (Папуа – Новая Гвинея)
ноябрь	Парламентские выборы в Молдове
30.11-1 декабря	**Саммит стран G20 в Буэнос-Айресе (Аргентина)**
13 декабря	Заседание ЕЦБ
13 декабря	Парламентские выборы в Японии
14 декабря	**Заседание Банка России, возможное снижение базовой ставки**
19 декабря	**Заседание ФРС США, возможное повышение базовой ставки на 0,25%**
20 декабря	Заседание Банка Англии
20 декабря	Заседание Банка Японии
декабрь	16-й Российский облигационный конгресс CBonds в Санкт-Петербурге
декабрь	ФНС получит данные по счетам россиян за рубежом в рамках CRS MCAA
декабрь	Открытие моста с Таманского полуострова в Крым для автомобильного транспорта
	Саммит BRICS в Йоханнесбурге (ЮАР)
	IPO Просвещение, Самолет Девелопмент, девелоперских активов АФК Системы
	IPO НПФ Сбербанка, агрохолдинга Степь (АФК Система)
	Приватизация пакета акций НМТП, Совкомфлота
	IPO Saudi Aramco, Didi Chuxing, Borsa Istanbul, Aston Martin, GV Gold

2019

1 января	Срок завершения текущего российского продуктового эмбарго
январь	Истечение текущих договоренностей с Украиной по транзиту газа

март	Планируемый срок выхода Великобритании из ЕС
март	Вероятный рост ставок Банка Японии
30 апреля	Отречение от престола императора Японии Акихито в пользу своего сына Нарухито
июль	Всеобщие выборы в Турции
июль	Всеобщие выборы на Украине
июль	Парламентские выборы в Индии
июль	Уход с поста главы Банка Англии Марка Карни
1 октября	Повышение налога с продаж в Японии с 8% до 10%
20 декабря	Срок запуска трубопровода «Сила Сибири»
декабрь	Открытие моста с Таманского полуострова в Крым для железнодорожного транспорта
декабрь	Ожидаемое завершение строительства трубопровода «Турецкий поток»
декабрь	Ожидаемое завершение строительства трубопровода «Северный поток – 2»
	Ожидаемое завершение Трансафганского газопровода из Туркмении в Индию
	IPO Uber
	Саммит стран G20 в Токио
2020	
1 января	Вступление в силу закона России об индексации акцизов на уровень инфляции
1 января	Срок перевода второй половины резервов немецкого золотого запаса из США/Великобритании в Германию
июнь	Чемпионат Европы по футболу (будет проводиться в разных городах большой Европы)
24.07-9 августа	Летние олимпийские игры в Токио
август	Истечение текущего вида на жительство Эдварда Сноудена
декабрь	Завершение XIII пятилетки Китая
декабрь	Срок затопления Международной космической станции (МКС)
	Всемирная выставка ЭКСПО-2020 в Дубае (ОАЭ)
	Приватизация Аэрофлота
	Саммит стран G20 в Эр-Риаде (Саудовская Аравия)
	Завершение масштабной железнодорожной стройки Пекин-Тяньцзинь-Хэбэй
	Сворачивание дотаций ЕС странам Восточной Европы
	Запуск Южного газового коридора с Каспийского моря в Европу
2021	
5 февраля	Завершение срока действия договора СНВ-3
8 августа	Истечение срока антидемпинговых пошлин Индии на стальную продукцию
декабрь	Прекращение расчетов ставок LIBOR
2022	
4-20 февраля	Зимние олимпийские игры в Пекине
июнь	Истечение текущих полномочий главы Банка России Эльвиры Набиуллиной
21.11-18.12	Чемпионат мира по футболу в Катаре
декабрь	Истечение действующего контракта на газ польской PGNiG и Газпрома
	Планируемый запуск китайской орбитальной станции Тянгун-3
2024	
	Летние олимпийские игры в Париже
	Начало строительства окололунной международной станции Deep Space Gateway
2026	
	Планируемый срок завершения РЖД высокоскоростной магистрали «Евразия» от Германии до Китая
2028	
	Летние олимпийские игры в Лос-Анджелесе

Отчеты компаний в 1-м квартале 2018

Дата	Компания	Отчет
18.12	НЛМК	Операционные результаты 4Q2017
18.12	РусГидро	МСФО 3Q2017
19.12	FedEx	US GAAP 3Q2017
20.12	BlackBerry	US GAAP 3Q2017
21.12	Nike	US GAAP 3Q2017
03.01	Rite Aid	US GAAP 3Q2017
04.01	Monsanto	US GAAP 3Q2017
11.01	BlackRock, Delta Air Lines	US GAAP 4Q2017
12.01	JPMorgan Chase, Wells Fargo	US GAAP 4Q2017
16.01	Citigroup, UnitedHealth	US GAAP 4Q2017
17.01	Bank of America, Charles Schwab, Goldman Sachs, Morgan Stanley, U.S. Bancorp, Alcoa, Sallie Mae	US GAAP 4Q2017
18.01	BNY Mellon, MGIC Investment, American Express, IBM	US GAAP 4Q2017
19.01	General Electric, Schlumberger NV	US GAAP 4Q2017
22.01	3M, Alibaba, Cree, Halliburton, Lockheed Martin, Netflix, Seagate	US GAAP 4Q2017
23.01	Johnson & Johnson, Procter & Gamble, State Street Corp, Travelers, United Technologies, Verizon, eBay	US GAAP 4Q2017
24.01	Caterpillar, Celgene, Ford, Intel, PayPal,	US GAAP 4Q2017
25.01	AbbVie, American Airlines, Chevron, Colgate-Palmolive, General Dynamics, Honeywell, Starbucks, Union Pacific	US GAAP 4Q2017
29.01	AMD, Apple, Exxon Mobil, GoPro, Harley-Davidson, MasterCard, Nasdaq, Pfizer, Sprint Corp	US GAAP 4Q2017
26.01	Магнит	МСФО 4Q2017
30.01	Altria Group, Cirrus Logic, Electronic Arts, Facebook, McDonald's, Symantec	US GAAP 4Q2017
31.01	AT&T, Amazon, Amgen, Boeing, Chipotle, ConocoPhillips, Ferrari NV, Hershey, Microsoft	US GAAP 4Q2017
01.02	Alphabet	US GAAP 4Q2017
01.02	Северсталь	МСФО 4Q2017
02.02	Merck, Philip Morris International	US GAAP 4Q2017
05.02	General Motors, Gilead Sciences, Hasbro, O'Reilly Automotive	US GAAP 4Q2017
06.02	Alaska Air, Allergan, Carlyle Group	US GAAP 4Q2017
13.02	ММК	МСФО 4Q2017
19.02	Башнефть, Газпром нефть, НОВАТЭК, Полюс, Роснефть	МСФО 4Q2017
26.02	Черкизово, Интер РАО ЕЭС	МСФО 4Q2017
27.02	ВТБ	МСФО 4Q2017
01.03	Аэрофлот	МСФО 4Q2017
02.03	Московская биржа, Сбербанк	МСФО 4Q2017
05.03	НЛМК, Ростелеком	МСФО 4Q2017
12.03	АЛРОСА, Дикси, ЛУКОЙЛ, МОЭСК, ТМК, Уралкалий, Юнипро	МСФО 4Q2017
13.03	Норильский никель	МСФО 4Q2017
14.03	Мегафон	МСФО 4Q2017
15.03	ЛСР	МСФО 4Q2017
19.03	МТС, Транснефть, ФСК ЕЭС	МСФО 4Q2017
20.03	М.Видео	МСФО 4Q2017
23.03	Распадская	МСФО 4Q2017
26.03	ФосАгро	МСФО 4Q2017
27.03	ГК ПИК	МСФО 4Q2017
02.04	Акрон, АФК Система, Татнефть	МСФО 4Q2017
04.04	Россети	МСФО 4Q2017
09.04	Мостотрест, СОЛЛЕРС	МСФО 4Q2017
23.04	Газпром, Мечел, Сургутнефтегаз	МСФО 4Q2017

Дополнительные комментарии, а также помощь в расчете и реализации инвестиционных идей доступна клиентам Персонального брокерского обслуживания (тариф «**Личный брокер**») http://www.open-broker.ru/ru/investing/invest-consultant/

УПРАВЛЕНИЕ КЛИЕНТСКОГО ОБСЛУЖИВАНИЯ

Ближайший офис: http://www.open-broker.ru/ru/branch/
+7 (495) 232-99-66
8 800 500-99-66– бесплатный номер для всех городов РФ
clients@open.ru

Отдел продаж г. Москва
+7 (495) 223-02-02
открытие счетов, консультации по продуктам и услугам
salesoffice@open.ru

УПРАВЛЕНИЕ ИНВЕСТИЦИОННОГО КОНСУЛЬТИРОВАНИЯ

Отдел персонального брокерского обслуживания

Николай Рузайкин
Начальник отдела

Руслан Ситдеков
Деск облигаций

+7 (495) 777-34-87
http://www.open-broker.ru/ru/investing/invest-consultant/

Отдел анализа рынков

Константин Бушуев, PhD
Начальник отдела, макроэкономика, глобальная стратегия

Алексей Павлов, PhD
Главный аналитик, акции, облигации

Николай Кужлев
Аналитик, технический анализ

Андрей Кочетков, PhD
Аналитик

Оксана Лукичева
Аналитик, товарные рынки

Дмитрий Данилин, CFA
Аналитик, международные рынки

Сергей Колесников, FRM
Аналитик, еврооблигации

Тимур Нигматуллин, MBA
Аналитик

АО «ОТКРЫТИЕ БРОКЕР» © 2017

Несанкционированное копирование, распространение, а также публикация в любых целях запрещены АО «Открытие Брокер» (далее – «Компания»).

ПОДТВЕРЖДЕНИЕ АНАЛИТИКОВ И ОТКАЗ ОТ ОТВЕТСТВЕННОСТИ

Настоящий материал (далее – «аналитический отчет») носит исключительно информационный характер и содержит данные относительно стоимости активов, предположения относительно будущего финансового состояния эмитентов и справедливой цены активов на срок 12 месяцев с момента выхода настоящего аналитического отчета и/или ситуации на финансовых рынках и связанных с ним событиях. Аналитический отчет основан на информации, которой располагает Компания на дату выхода аналитического отчета. Аналитический отчет не является предложением по покупке либо продаже активов и не может рассматриваться как рекомендация к подобного рода действиям. Компания не утверждает, что все приведенные сведения являются единственно верными. Компания не несет ответственности за использование информации, содержащейся в аналитическом отчете, а также за возможные убытки от любых сделок с активами, совершенных на основании данных, содержащихся в аналитическом отчете. Компания не берет на себя обязательство корректировать отчет в связи с утратой актуальности содержащейся в нем информации, а равно при выявлении несоответствия приводимых в аналитическом отчете данных действительности.

Аналитический отчет носит ознакомительный характер, представленная в нем информация не является гарантией или обещанием доходности вложений в будущем. Инвестирование в финансовые инструменты связано с высокой степенью рисков и не подразумевает каких-либо гарантий как по возврату основной инвестированной сумм, так и по получению каких-либо доходов. Заявления любых лиц о возможном увеличении в будущем стоимости инвестированных средств могут рассматриваться не иначе как предположения. Инвестиции в активы сопряжены со следующими рисками: риски, связанные с ведением деятельности в конкретной юрисдикции, риски, связанные с экономическими условиями, конкурентной средой, быстрыми технологическими и рыночными изменениями, а также с иными факторами, которые могут привести к существенным отклонениям от прогнозируемых показателей. Указанные факторы могут привести к тому, что действительные результаты будут существенно отличаться от предположений или опережающих заявлений Компании, содержащихся в аналитическом отчете.

Выпуск и распространение аналитического отчета и иной информации в отношении акций в определенных юрисдикциях могут ограничиваться законом и лицам, в распоряжении которых оказывается любой документ или иная информация, упомянутая в аналитическом отчете, следует ознакомиться со всеми ограничениями и соблюдать их. Несоблюдение подобных ограничений может представлять собой нарушение законодательства таких юрисдикций о ценных бумагах. Аналитический отчет не предназначен для доступа к нему с территории Соединённых Штатов Америки (включая их территории и зависимые территории, любые штаты США и Округа Колумбия), Австралии, Канады и Японии. В Великобритании аналитический отчет адресован исключительно (1) лицам, находящимся за пределами Соединенного Королевства, либо (2) лицам, являющимся профессионалами инвестиционного рынка в соответствии со статьей 19(5) Приказа 2005 (далее – «Приказ») Закона о финансовых услугах и рынках 2000 г. (Финансовое продвижение), а также (3) высокодоходным предприятиям и иным лицам, которым оно может адресоваться на законных основаниях в соответствии со статьей 49(2) Приказа. Любое лицо, не относящееся к указанной категории лиц, не должно предпринимать никаких действий, опираясь на аналитический отчет, либо полагаться на содержащиеся в нем положения.