

СТРАТЕГИЯ НА 2022 ГОД

Экономика: Резкое восстановление деловой активности в 2021 году достаточно быстро переводит экономику из восстановительной стадии в зрелую стадию цикла. Свободных мощностей на рынке труда уже не хватает, а инфляция обновляет многолетние максимумы. В следующем году Федрезерв с высокой долей вероятности начнет подъем процентной ставки.

Михаил Поддубский,
управляющий активами
«МКБ Инвестиции»

Глобальные рынки: Глобальные рынки акций находятся на достаточно высоких по мультипликаторам уровне, и перспективы повышения процентной ставки создают умеренные риски для широкого рынка. Однако более прицельный взгляд приводит к выводу, что основная дороговизна сосредоточена в отдельных сегментах рынка, в то время как другие сегменты оценены относительно справедливо.

Приоритетные направления: В условиях, когда риск-премии постепенно сжимаются, мы склонны делать акцент на активах, в цены которых на текущий момент заложено меньше позитива (соответственно, имеется и меньше потенциала для негативного сюрприза). По-прежнему считаем, что Value-акции и акции сырьевых компаний имеют лучшее соотношение потенциальной прибыли и риска, чем популярные Growth-истории.

Российский рынок: Российский рынок акций – бенефициар роста цен на сырьевые активы. Состоявшаяся в четвертом квартале 2021 года коррекция дает возможность сформировать позиции в акциях по крайне привлекательным ценам. Целый ряд российских компаний способен обеспечить инвесторам двузначную дивидендную доходность по ценам акций на середину декабря. В секторальном разрезе на текущий момент выделяем акции нефтегазового сектора и банков, а также отдельных компаний с высокой доходностью денежного потока для акционеров и наличием драйверов для переоценки акций.

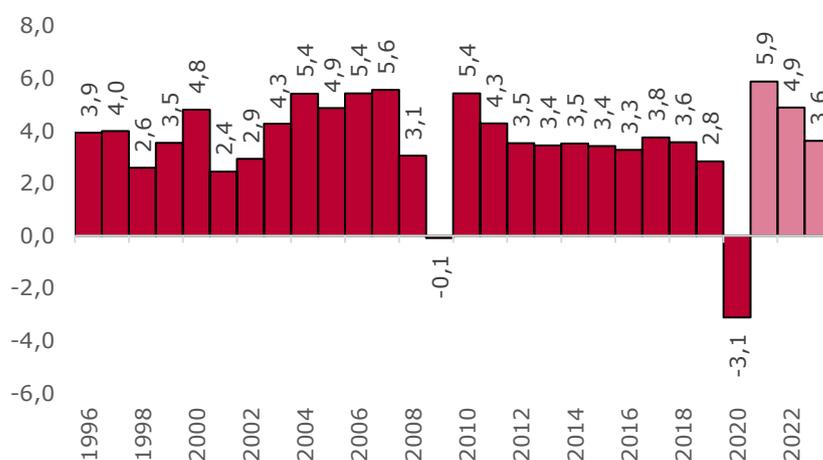


КРАТКОСРОЧНЫЙ КРЕДИТНЫЙ ЦИКЛ

После резкого провала мировой экономики в 2020 году, вызванного в первую очередь карантинными ограничениями, 2021 год ожидаемо прошел в режиме не менее резкого восстановления. Консенсус Bloomberg предполагает, что по итогам 2021 года мировая экономика вырастет на 5,9% – чуть ниже по сравнению с прогнозами, сделанными в первой половине года (около 6%), но в то же время текущие цифры – максимальны за десятилетия.

Большая часть восстановительного роста уже реализована, однако часть импульса поможет темпам роста и в следующем году – консенсус предполагает рост мировой экономики на 4,9% в 2022 году и возвращение к средним за последнее десятилетие темпам в дальнейшем.

ГРАФИК 1: Темпы роста мировой экономики (консенсус Bloomberg)



Источник: Bloomberg, УК МКБ Инвестиции

Если говорить об американской экономике, то, например, Федрезерв в декабрьском варианте прогнозов оценивал предполагаемый рост ВВП в 2021 году на 5,5% и на 4% в 2022 году – очень схожая картина.

Говоря о краткосрочном кредитном цикле, необходимо упомянуть следующее: поскольку резкий экономический спад в 2020 году был вызван искусственными ограничениями, а масштабные стимулирующие меры практически полностью сохранили финансовую инфраструктуру, циклическая стадия спада в этот раз не сопровождалась в полной мере классическим очищением по аналогии с кризисными фазами 2000-2001 и 2008-2009 гг. Восстановление носит очень резкий характер, соответственно, в базовом понимании экономика уже успела перейти из активной восстановительной в более зрелую стадию – в отдельных сегментах уже чувствуется нехватка свободных мощностей, рынок труда очень быстро приближается к отсутствию свободных ресурсов, в результате экономика приближается к состоянию перегрева.

ГРАФИК 2: Индекс деловой активности в США



Источник: Bloomberg, УК МКБ Инвестиции

К текущему моменту уровень безработицы в Штатах опустился до 4,2% – за последние годы ниже мы находились лишь в период с декабря 2017 по февраль 2020 года. Число открытых вакансий на американском рынке труда по последним цифрам (на конец октября) составляло более 11 млн человек, что примерно в полтора раза перекрывает официальное число безработных. Сохраняющиеся фискальные стимулы (пусть и заметно сокращенные за последние полгода) и большой объем сбережений, накопленных за время пандемии, пока по-прежнему уменьшают мотивацию неработающих граждан искать работу, а конкуренция за работников среди работодателей может приводить к сохранению тенденции к росту заработных плат (существенный проинфляционный фактор).

ГРАФИК 3: Трудовые и производственные мощности в США

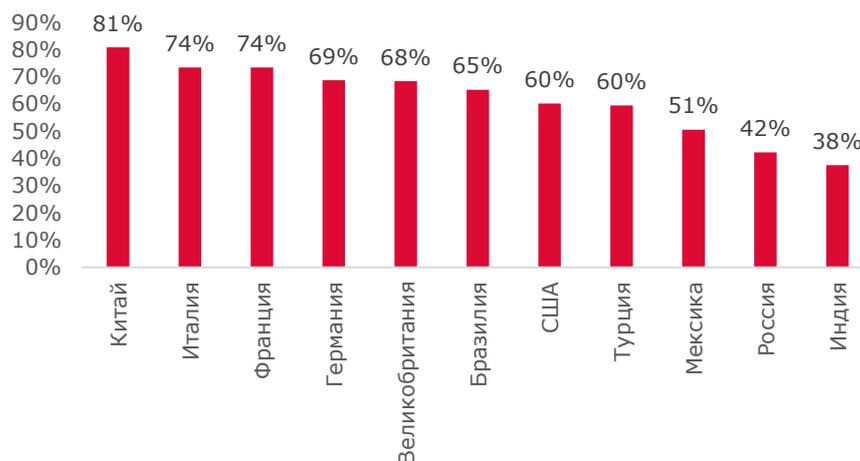


Источник: Bloomberg, УК МКБ Инвестиции

КОРОНАВИРУС

2021 год – период активной стадии процесса вакцинации. На 15 декабря полностью вакцинированы более 80% граждан Китая, в среднем около 70% в крупных странах Западной Европы, 60% граждан США. В группе emerging markets (за исключением Китая) уровень вакцинации ниже – для примера: в Мексике, России и Индии полностью вакцинированы 38-51% граждан.

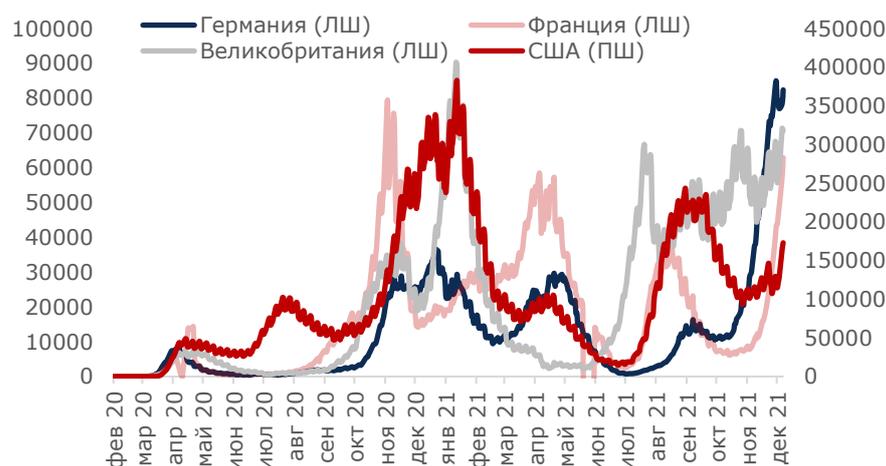
ГРАФИК 4: Доля граждан, прошедших полную вакцинацию на 15 декабря



Источник: Ourworldindata, УК МКБ Инвестиции

Сравнительно высокий уровень вакцинации позволяет на текущий момент обойтись без массовых жестких карантинных ограничений в большинстве стран, даже на фоне возникновения новых штаммов. В конце ноября был выявлен новый штамм коронавируса, позже получивший название «Омикрон», который, по предварительным данным, является заметно более заразным (при этом есть вероятность, что несет меньшие угрозы для здоровья). Официальные данные по числу выявленных заболеваний во многих странах на текущий момент находятся на локальных, а где-то и вовсе исторических максимумах, при этом уровень госпитализаций заметно ниже, что позволяет предполагать отсутствие возврата полноценных локдаунов в большинстве стран (отдельные исключения вполне могут случаться – для примера: в конце ноября жесткие ограничения были введены в Австрии).

ГРАФИК 5: Число выявленных заболеваний Covid-19 в сутки



Источник: Bloomberg, УК МКБ Инвестиции

В базовом сценарии мы исходим из того, что новых полноценных длительных локдаунов в ведущих экономиках больше не будет. Однако на текущий момент полной уверенности в таком сценарии нет, и риски сохранения ограничений в ключевых регионах, пусть и в более усеченной версии, пока сохраняются. Вопрос открытости границ между странами и полного восстановления авиаперевозок также пока остается в подвешенном состоянии.

ИНФЛЯЦИЯ

Инфляционная тема на рынках остается одной из ведущих. По итогам ноября рост индекса потребительских цен в США в годовом выражении составил 6,8% (максимум с 1982 года), схожая картина и в большинстве европейских стран (для примера: в Германии рост ИПЦ по итогам ноября составил 5,2% г/г – таких цифр не было с начала 90-х годов).

ГРАФИК 6: Индекс потребительских цен в США г/г.

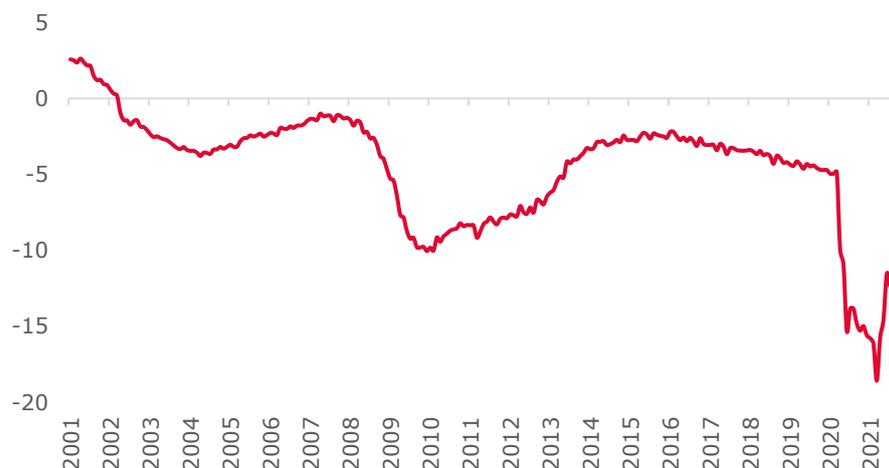


Источник: Bloomberg, УК МКБ Инвестиции

Причины инфляционного роста лежат как в плоскости спроса, так и в плоскости предложения. С одной стороны, сохраняющиеся карантинные ограничения приводят к логистическим проблемам, способствующим увеличению сроков доставки грузов и стоимости фрахта. При этом объяснять масштабный рост инфляции исключительно проблемами на стороне предложения явно не корректно – конечный спрос очень силен, чему способствует множество факторов: рост зарплат (особенно в низкооплачиваемых группах, где низка доля сбережений и значительная часть доходов идет в потребление), большой объем накопленных за время пандемии сбережений населения – все это следствие широкомасштабного использования фискальных стимулов.

Если в последних циклических спадах основная поддержка экономики происходила за счет монетарных стимулов (снижение процентных ставок, реализация программы выкупа активов), что оказывало весьма опосредованное влияние на инфляцию, то эффект от масштабной фискальной поддержки оказался гораздо более выраженным. На текущий момент в США отношение как федеральных расходов к ВВП (около 32,9% в 2021 году), так и дефицита бюджета к ВВП (около 11,5%) находится на рекордных уровнях, и в нашем понимании именно фискальные меры поддержки оказывают основную поддержку конечному спросу.

ГРАФИК 7: Дефицит федерального бюджета в США, % ВВП



Источник: Bloomberg, УК МКБ Инвестиции

При сохраняющемся сильном спросе компании способны перекладывать свои издержки (увеличившиеся из-за логистических проблем) на конечного потребителя. Опросы малого и среднего бизнеса показывают рекордную за последние годы готовность компаний поднимать цены на продукцию – для примера: последний индекс NFIB (именно в разрезе ценовых планов компаний) демонстрирует максимальное значение с 70-х годов прошлого века.

ГРАФИК 8: Готовность малого бизнеса повышать цены (NFIB)



Источник: NFIB, Bloomberg, УК МКБ Инвестиции

Поскольку часть инфляционных рисков все же лежит на стороне предложения и напрямую связана с состоянием цепочек поставок, в следующем году при сценарии дальнейшего снятия карантинных ограничений логично ожидать постепенной стабилизации ситуации, но уверенности в скором возвращении инфляции к целевому ориентиру в 2% пока все же нет. На своем декабрьском заседании ФРС обновила макропрогнозы, в которых ожидает по итогам 2022 года снижения PCE и Core-PCE (показателей инфляционной группы, на которых американский регулятор делает основной акцент) до 2,6% и 2,7% соответственно. Весь 2021 год Федер резерв сильно недооценивал текущий инфляционный импульс – с нашей точки зрения, его последние прогнозы можно оценивать как достаточно консервативные (видим риски их превышения).

МОНЕТАРНАЯ ПОЛИТИКА

Риторика Федрезерва относительно текущего инфляционного тренда за последние полтора месяца претерпела серьезные изменения – если большую часть года американский регулятор оценивал всплеск инфляции исключительно как временный, то последние комментарии представителей ФРС говорят о большей настороженности. Акцент на инфляции делает даже администрация Президента США – однако из конкретных мер по решению этой проблемы пока говорится исключительно о продажах нефти из стратегических резервов с целью охлаждения товарного рынка.

Что касается мер, принятых Федрезервом, то с ноября регулятор начал сокращать объемы программы выкупа активов, а на декабрьском заседании принял решение ускорить темпы этого сокращения. В результате с большой долей вероятности можно утверждать, что программа выкупа активов будет завершена к концу первого квартала, соответственно, теоретически Федрезерв может приступить к повышению ставок уже в первом полугодии.

Раз в квартал на опорных заседаниях Федрезерв демонстрирует прогнозы по дальнейшей динамике ставок входящих в FOMC членов комитета – если в первом полугодии сравнительно немногие ожидали роста ставок в 2022 году, то в декабре медианный прогноз предполагает сразу три повышения процентной ставки в следующем году. Если говорить про рыночные ожидания, то фьючерсы на ставку демонстрируют схожие оценки – ожидания первого повышения ставки во втором квартале 2022 года и почти три повышения ставки всего за следующий год.

При этом ситуация на долговом рынке (особенно на длинном конце кривой) пока поменялась не сильно. Доходности десятилетних treasuries завершают год вблизи отметки в 1,5% – на эти уровни доходности пришли еще в конце февраля – начале марта и весь оставшийся период года провели в диапазоне от -30 до +30 пунктов от этого уровня. Весь рост этого года обусловлен компонентой инфляционных ожиданий, тогда как доходности TIPS остаются вблизи многодесятилетних минимумов – около отметки в (-1%).

ГРАФИК 9: Уровень реальных ставок и инфляционные ожидания

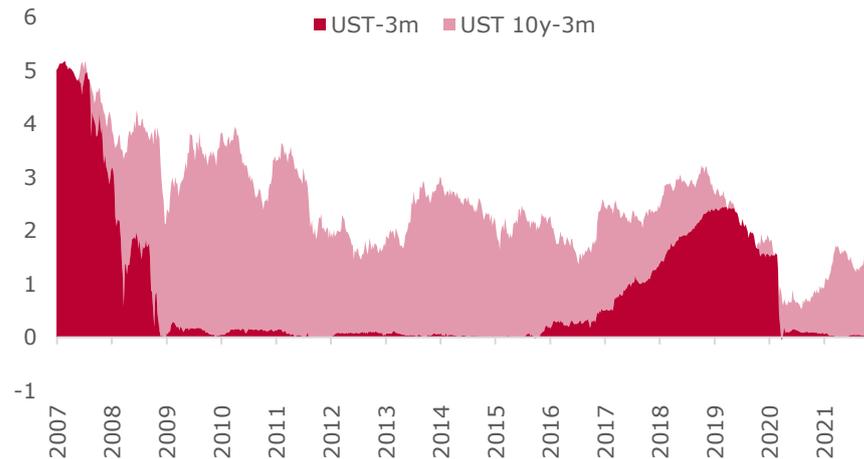


Источник: Bloomberg, УК МКБ Инвестиции

Столь низкий уровень реальных ставок, с нашей точки зрения, находится в явном несоответствии с текущими темпами экономического роста. Есть гипотеза, что текущие уровни реальных доходностей и инфляционных ожиданий очень сильно искажены покупками ФРС, соответственно, являются не столько оценкой рынка, сколько результатом действий крупнейшего участника – ФРС. Отчасти с этим действительно можно согласиться, но количественно оценить влияние покупок ФРС на состояние кривой и доходности TIPS представляется крайне проблематичным.

Объяснение текущих сверхнизких реальных ставок, с нашей точки зрения, стоит искать с другой стороны: на доходность десятилетних treasuries можно посмотреть как на сумму коротких ставок (доходность трехмесячных векселей или ставки ФРС) и наклона кривой (спреда между доходностями десятилетних и трехмесячных бумаг). Текущий наклон кривой относительно невысок – при текущих нулевых ставках ФРС спред между десятилетними и трехмесячными бумагами составляет около 1,5% и в прошлом кредитном цикле до первых 2-3 повышений ставки спред был более выраженным.

ГРАФИК 10: Короткие ставки и наклон кривой treasuries



Источник: Bloomberg, УК МКБ Инвестиции

Текущий относительно невысокий наклон кривой, с нашей точки зрения, является отражением ожиданий рынка относительно того, что в своем цикле повышения ставки ФРС не достигнет нейтрального диапазона и прекратит повышать ставку заметно раньше (та же идея, что была отмечена нами в главе про краткосрочный кредитный цикл – экономика очень быстро прошла восстановительную стадию, соответственно, цикл находится уже в зрелой стадии). Даже декабрьская точечная диаграмма FOMC показывает, что, несмотря на ужесточение риторики регулятора, на всем прогнозном горизонте (включая 2024 год) ФРС не просматривает выход на long-term нейтральный уровень (медиана по ставке на уровне 2,5%).

Наш базовый сценарий предполагает, что ФРС в следующем году приступит к повышению ставки, доходности на коротком конце будут расти заметно быстрее, соответственно, наклон кривой UST на этом фоне может еще сокращаться (данная картина может быть похожа на период 2017-2018 гг.). Повышательные риски в доходностях длинных treasuries, с нашей точки зрения, превалируют, но дойти до максимумов 2018-2019 гг. при текущих среднесрочных ожиданиях по ставке ФРС практически не представляется возможным.

С точки зрения предложения treasuries отметим, что в середине декабря Сенат США проголосовал за повышение лимита потолка госдолга на 2,5 трлн долл., соответственно, Минфин США может возвращаться на рынок с относительно большими займами. По предварительным оценкам только в ближайший квартал чистый объем новых размещений облигаций составит около 1 трлн долл. Рост предложения treasuries с постепенным уходом крупного покупателя в лице ФРС – фактор в пользу умеренного роста доходностей на всей кривой (в том числе и на дальнем конце).

Говоря о влиянии потенциального умеренного роста доходностей treasuries на другие сегменты рынка, отметим, что резкий рост ставок в длинном конце treasuries в первом квартале этого года не привел к какому-либо существенному давлению на другие

сегменты рынка – корпоративные спреды и Investment Grade, и High Yield не расширились, коррекция на рынке акций была лишь локальной. В нашем базовом предположении новая потенциальная волна роста доходностей treasuries также не должна оказывать значительное негативное влияние на другие сегменты рынка, при условии ее умеренности. Аккуратность Федрезерва настраивает инвесторов, что процесс ужесточения монетарного курса будет проходить только при полной уверенности в устойчивости экономического роста, и при появлении первых признаков нестабильности ФРС может вернуться к мягкому курсу.

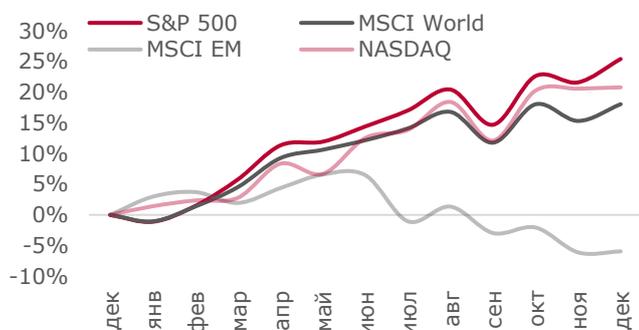
ГЛОБАЛЬНЫЕ РЫНКИ

Фаза ускорения темпов экономического роста в сочетании с повышенной инфляцией традиционно большую часть времени благоприятна для рынков акций и негативна для облигационных рынков. Именно такую картину мы наблюдали на протяжении 2021 года – мировые фондовые индексы преимущественно стремились к новым максимумам, в то время как облигационные портфели (особенно в сегменте облигаций инвестиционного уровня) демонстрировали убытки.

К 15 декабря американский фондовый индекс S&P 500 прибавил 25%, на сопоставимую величину выросли индексы MSCI World и NASDAQ (18% и 21% соответственно). Вновь заметно отстали развивающиеся рынки – индекс MSCI Emerging Markets снизился с начала года на 6%, но значительная часть этого снижения обусловлена влиянием одного рынка – Китая.

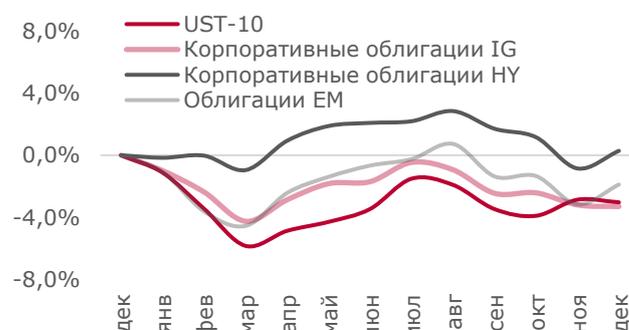
Если говорить про облигационные индексы, то лишь High Yield завершает год на положительной территории, в то время как длинные treasuries, облигации Investment Grade и Emerging Markets демонстрируют в 2021 году снижение.

ГРАФИК 11: Доходность рынков акций



Источник: Bloomberg, УК МКБ Инвестиции

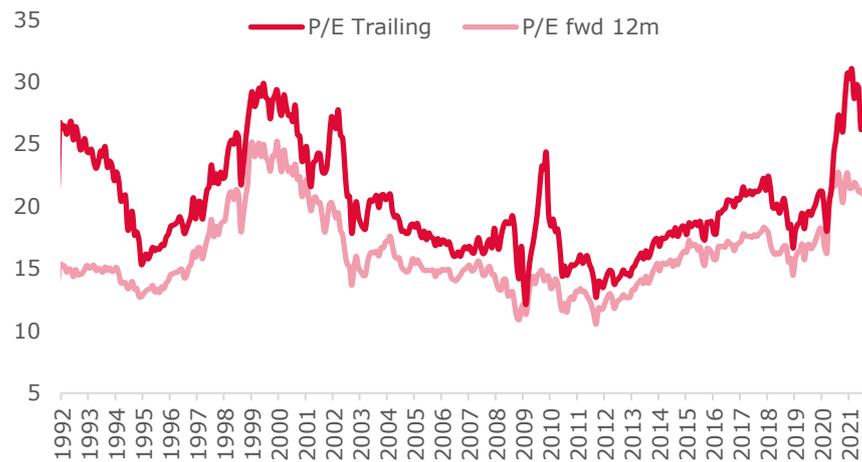
ГРАФИК 12: Доходность рынков облигаций



Источник: Bloomberg, УК МКБ Инвестиции

Основные мультипликаторы американского рынка акций к концу 2021 года находятся вблизи своих максимальных уровней – так, трейлинговый показатель P/E для индекса S&P 500 к середине декабря находится выше отметки в 25x. (в середине года показатель выходил на 30x, но уход провальных финансовых результатов середины 2020 года способствовал росту знаменателя), форвардный – выше 21x.

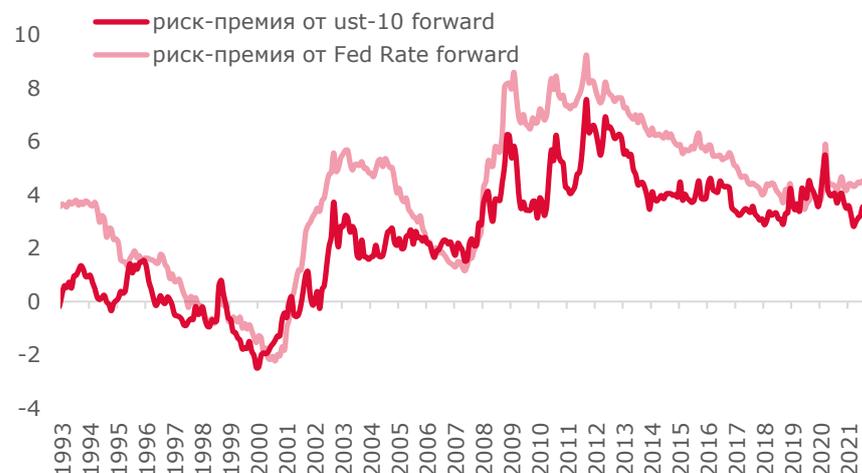
ГРАФИК 13: Мультипликаторы американского рынка акций



Источник: Bloomberg, УК МКБ Инвестиции

Как и в нашей прошлой стратегии, мы повторяем наш тезис, заключающийся в том, что ключевым фактором, поддерживающим высокие мультипликаторы рынка акций, является низкая доходность альтернативных вложений – в частности, облигационного рынка. Текущие уровни риск-премий для индекса S&P 500 (E/P – безрисковая ставка) находятся на уровнях 2017-2019 гг., что определенно ниже среднего уровня за прошлое десятилетие, но пока еще заметно выше уровней, соответствующих пикам прошлых кредитных циклов.

ГРАФИК 14: Риск-премия для S&P 500



Источник: Bloomberg, УК МКБ Инвестиции

Значение уровня риск-премии вряд ли применимо к оценке будущих доходностей рынка на горизонте одного года, но начинает коррелировать с будущими результатами на горизонте от трех и более лет. По использованной методологии текущий размер риск-премии для S&P 500 составляет около 3,25% при использовании в качестве безриска десятилетних treasuries и менее 4,5% при использовании коротких ставок, и исторически при подобном уровне премии за риск на горизонте следующих трех лет рынок демонстрировал динамику хуже исторического среднего – рост всего на 4,5% годовых в номинальном выражении (2-3% в реальном выражении), и, как правило, инвесторам в такой период приходилось встретиться с ощутимыми коррекциями на этом горизонте. Если же на горизонте ближайших трех лет ожидать рост коротких ставок в США (например, роста ставки ФРС до 1,5-2%), то ожидаемая будущая доходность S&P 500 при текущем уровне мультипликаторов опускается ближе к нулю.

Текущие мультипликаторы американского рынка свидетельствуют об относительной дороговизне акций, однако при более сфокусированном взгляде на отдельные сегменты американского рынка видно, что основная дороговизна сконцентрирована в наиболее крупных компаниях, занимающих максимальную долю в индексе. Так, если текущая премия за риск по представленной выше методологии для индекса S&P 500 составляет на середину декабря около 3,3%, то этот показатель для усредненного значения топ-25 компаний индекса ближе к 1,5% - здесь за риск платят гораздо меньше. Внутри этих топ-25 есть отдельные компании, оцененные дешево относительно своих сегодняшних финансовых результатов (отдельные банки, сырьевики и даже фармацевтические компании), но в целом топ-25 оценен сильно дороже широкого рынка, поэтому выглядит менее защищенным в случае роста безрисковых ставок.

ГРАФИК 15: Премии за риск для отдельных акций



Источник: Bloomberg, УК МКБ Инвестиции

Помимо разделения на крупные и мелкие компании, мы традиционно обращаем внимание на соотношение акций компаний роста и компаний стоимости. Еще в стратегии на 2020 год мы писали об усилении отставания акций стоимости от акций роста, и в 2021 году ситуация практически не поменялась – 5 лет подряд Growth-истории обыгрывают акции-Value.

ГРАФИК 16: Спред между доходностями стратегий Value и Growth

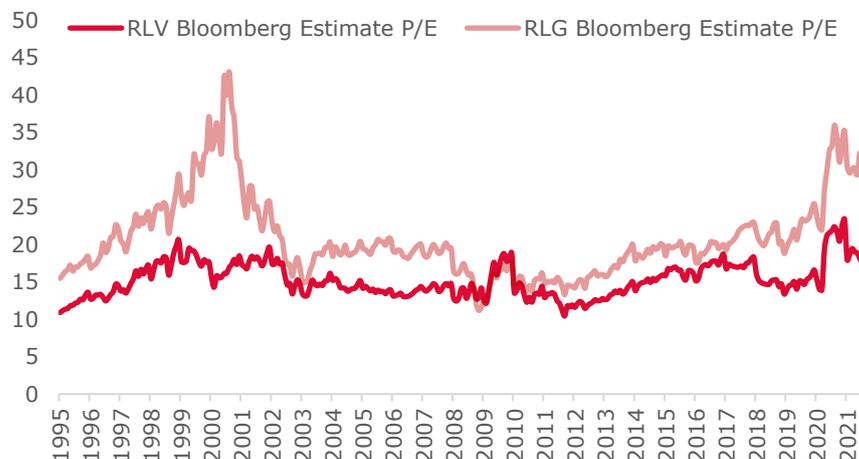


Источник: Bloomberg, УК МКБ Инвестиции

При этом если посмотреть на мультипликаторы, по которым на текущий момент торгуются акции роста и акции стоимости (для упрощения мы смотрим на индексы

Russell 1000 Growth и Russell 1000 Value), мы увидим, что расхождение в оценках достигло в этом году максимальных за долгие годы уровней (разумеется, определенная премия за более высокие будущие темпы роста для Growth-историй вполне рациональна, но масштаб этой премии сейчас выглядит чрезмерным).

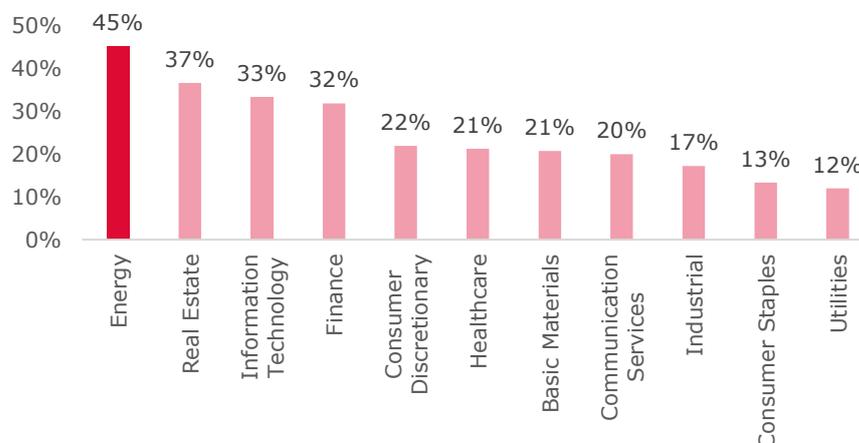
ГРАФИК 17: Мультипликаторы для компаний стоимости и роста



Источник: Bloomberg, УК МКБ Инвестиции

Если говорить о тенденциях на глобальных рынках применительно к рынку российскому, то стоит обратить внимание на две факторные дефиниции российского рынка – Value и Cyclical. Соответственно, отношение акций стоимости к компаниям роста и сырьевых секторов относительно широкого рынка во многом формирует интерес глобальных инвесторов к российскому рынку. На текущий момент Value-акции пока по-прежнему проигрывают растущим историям, однако дисбаланс становится все более отчетливым. Что касается сырьевых секторов, то в 2021 году на фоне позитива на товарных рынках разворот в пользу сырья в некотором смысле уже случился – сектор Energy (в основном состоящий из нефтегазовых компаний) демонстрирует с начала года лучший результат на американском рынке акций (при этом доля Energy-сектора в S&P 500 все еще менее 3%).

ГРАФИК 18: Динамика основных секторов S&P 500 с начала года по 15 декабря



Источник: Bloomberg, УК МКБ Инвестиции

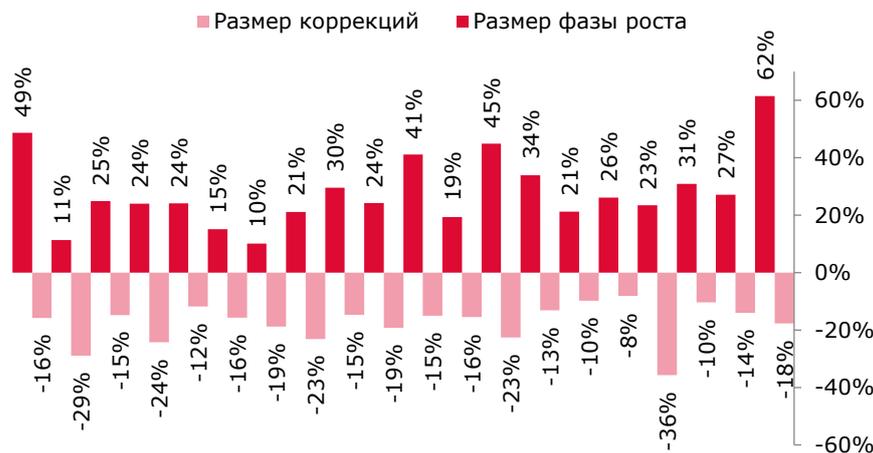
Выводы по части «глобальные рынки»:

- Текущий инфляционный скачок максимален за последние десятилетия. Его причины лежат как в плоскости предложения (логистический кризис), так и в области спроса (огромные госрасходы, рост зарплат у наименее обеспеченных граждан, большой объем накопленных за кризис сбережений) – влияние первых должно постепенно уходить, влияние вторых выглядит более долгоиграющим.
- Риторика Федрезерва в отношении инфляции постепенно меняется, соответственно, в следующем году с высокой вероятностью начнется повышение процентных ставок, при этом на текущий момент рынок не видит перспектив роста ставок до нейтральных уровней. Повышательные риски в доходностях длинных treasuries преобладают, но потенциал их роста также выглядит ограниченным.
- Рост ставок может оказывать умеренное давление на широкий рынок акций, однако отдельные сегменты, уже сегодня способные генерировать высокую доходность денежного потока, выглядят более защищенными.

РОССИЙСКИЙ РЫНОК

Первые три квартала российский фондовый рынок демонстрировал великолепные результаты – к середине октября индекс Мосбиржи вплотную приближался к отметке в 4300 пунктов, даже без учета дивидендов прирастая на 30% с начала года (и более чем на 60% с уровней начала ноября 2020 года), однако резкая коррекция в октябре-декабре в первую очередь на возвращении санкционных/геополитических рисков нивелировала часть этого прироста.

ГРАФИК 19: Фазы роста/коррекции индекса Мосбиржи



Источник: УК МКБ Инвестиции

Сырьевой характер российского рынка обуславливает сильную зависимость финансовых результатов компаний от динамики сырьевых цен. В 2021 году ключевой темой на сырьевых рынках стал «энергокризис», в рамках которого сильно выросли цены на активы, связанные с получением энергии. Недоинвестированность отрасли, переход отдельных стран (в первую очередь Китая) к более чистым ресурсам, сравнительно невысокие объемы запасов, погодные условия – все это привело к значительному росту цен на газ (на европейских площадках цены с начала года выросли более чем в 5 раз). Рост цен на газ привел к росту цен на ряд других активов: цены на уголь (как альтернатива в генерации) также продемонстрировали кратный

рост, значительно выросли цены на удобрения (рост цен на газ увеличивает себестоимость) и отдельные металлы, например, алюминий (значительную долю в структуре себестоимости занимает электроэнергия).

Цены на нефть с начала года прибавили около 40%. Та же проблема недоинвестированности, высокая дисциплина ОПЕК+ способствовали заметному дефициту большую часть года и снижению мировых запасов. При этом в базовом сценарии уже в первом квартале следующего года рынок перейдет к профициту на фоне сезонного уменьшения спроса. В наших моделях для нефтегазовых компаний на следующий год мы закладываем среднегодовые цены по смеси Brent на уровне около 70 долл./барр., однако неопределенность относительно спроса на фоне сохраняющейся части карантинных ограничений, действий ОПЕК+, возможных переговоров с Ираном, роста спроса на нефтепродукты как альтернативы газу – все это может привести к значительной волатильности нефтяных цен в обе стороны. К концу года рублевые цены на нефть держатся на вполне привлекательных уровнях – около 5400 руб./акцию.

ГРАФИК 20: Цены на нефть марки Brent в рублях



Источник: Bloomberg, УК МКБ Инвестиции

На фоне крайне позитивной конъюнктуры на сырьевом рынке финансовые показатели российских компаний выходят на новые исторические максимумы. Даже трейлинговые (за последние 12 месяцев) усредненные показатели прибыли российских компаний повторяют рекордные уровни конца 2018 – начала 2019 гг., в то время как форвардные показатели ожидаются еще более позитивными. Так, трейлинговый показатель прибыли на акцию для индекса Мосбиржи по оценке Bloomberg на середину декабря составляет около 530 пунктов, а форвардный – почти 680 пунктов.

ГРАФИК 21: EPS для индекса Мосбиржи



Источник: Bloomberg, УК МКБ Инвестиции

На фоне коррекции четвертого квартала к середине декабря форвардный мультипликатор P/E на следующие 12 месяцев для индекса Мосбиржи составляет около 5,3х. – это близко к минимумам за последние шесть-семь лет. За этот период российские компании проделали заметную работу в плане создания и реализации более привлекательной для акционеров дивидендной политики – сегодня чуть более 50% чистой прибыли для компаний, входящих в индекс Мосбиржи, направляется на дивиденды акционерам. Соответственно, после состоявшейся в четвертом квартале коррекции ожидаемая дивидендная доходность индекса Мосбиржи на следующий год находится в диапазоне 9-9,5% (выше доходности ОФЗ на всей кривой).

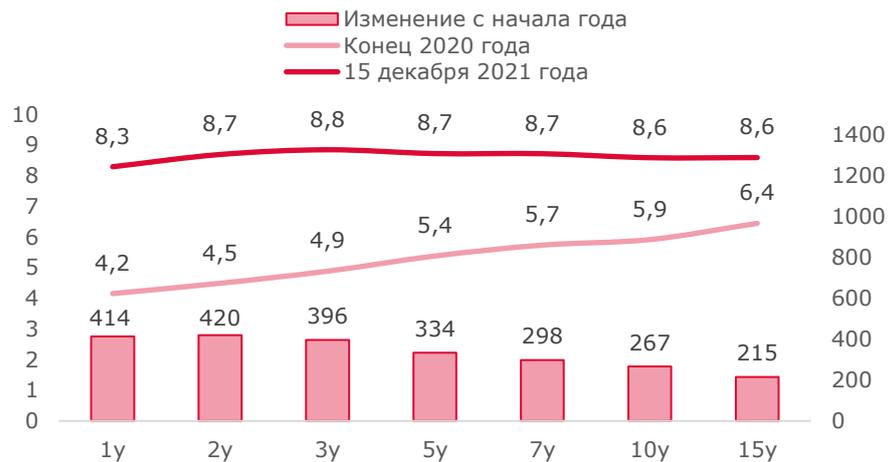
ГРАФИК 22: Мультипликаторы российского рынка акций



Источник: Bloomberg, УК МКБ Инвестиции

Сравнивая доходность российских акций с уровнем ставок, необходимо поговорить и про перспективы последних. В 2021 году на рублевом рынке реализовался процентный риск, и общий уровень рублевых ставок значительно вырос – ключевая ставка увеличилась с 4,25% до 8,5% (риторика ЦБ вполне допускает еще несколько повышений в начале следующего года), а доходности ОФЗ подросли на 200+ пунктов на длинном конце и 400+ пунктов на коротком, соответственно, кривая стала инвертированной.

ГРАФИК 23: Изменение кривой ОФЗ



Источник: Bloomberg, УК МКБ Инвестиции

Крайне слабые результаты облигационных портфелей в этом году формируют позитивную базу для более сильных результатов в ближайшие пару лет. По месячным данным инфляция в России по итогам ноября вышла на новые максимумы – 8,4% г/г, однако по недельным данным появляются первые признаки ее замедления. Так, за последние две недели (с 30 ноября по 6 декабря и с 7 по 13 декабря) недельная инфляция не выходит за рамки 0,07% – минимальные темпы роста за несколько кварталов.

Банк России в своих прогнозах в базовом сценарии ожидает снижение инфляционного показателя до 4-4,5% уже к концу следующего года. Насколько эта цель реальна? В целом в среднем за последние пять лет инфляционный показатель в России находится лишь чуть выше цели – около 4,2%. Причем два основных импульса к росту были частично обусловлены внешними или искусственными факторами – рост инфляции в конце 2018-2019 гг. частично обусловлен повышением НДС; текущая волна роста инфляции в некоторой степени является следствием общемировой инфляции на фоне логистических проблем, роста цен на сырьевые активы и продовольствие. Ситуация с инфляцией в следующем году во многом будет зависеть от разрешения общемировых проблем с логистикой, которые в свою очередь будут в значительной степени определяться карантинными ограничениями, соответственно, любые прогнозы на горизонт одного года сейчас носят весьма условный характер. При этом нужно отметить, что к концу этого года инфляция в России формирует достаточно высокую базу, а бюджетная политика остается достаточно консервативной – все это аргументы в пользу возвращения инфляции в следующем году ближе к целевым уровням.

ГРАФИК 24: Инфляция в РФ



Источник: Bloomberg, УК МКБ Инвестиции

Если представить, что к концу 2023 года инфляция вернется к цели, а Банк России опустит ключевую ставку в нейтральный диапазон (именно такой сценарий сейчас заложен в прогноз регулятора, опубликованный вместе с пресс-релизом к октябрьскому заседанию), рынок ОФЗ в ближайшие два года обеспечит инвесторам весьма привлекательную доходность. Представим, как будет выглядеть состояние кривой ОФЗ при таком сценарии.

Короткий конец кривой ОФЗ является отражением уровня ключевой ставки и профицита/дефицита банковской ликвидности, соответственно, в нашем примере при нахождении ключевой ставки в середине нейтрального диапазона (5,5%) мы ожидаем увидеть доходность двухлетних бумаг на сопоставимом уровне (в нашем примере 5,6%). Нормальное значение наклона кривой в нашем понимании предполагает значение спреда между доходностью десятилетних и двухлетних бумаг на уровне около 90 б.п., соответственно, в этом сценарии доходность десятилетних ОФЗ к концу 2023 года может опуститься до 6,5%.

ГРАФИК 25: Ключевая ставка и доходности ОФЗ



Источник: Bloomberg, УК МКБ Инвестиции

Какую же доходность при таком сценарии в ближайшие два года обеспечит российский долговой рынок? При минимальном кредитном и процентном риске в качестве четкого ориентира выступает текущая доходность к погашению по коротким ОФЗ, к началу

декабря находящаяся на уровне 8,4-8,7% годовых. Взятие на себя умеренного кредитного риска добавит к этим уровням еще 50-150 пунктов в зависимости от кредитного качества конкретных эмитентов (для примера доходность к погашению индекса корпоративных облигаций IFX-Cbonds на 15 декабря составляет 9,68%). Но самое потенциально интересное – взятие процентного риска. При описанном выше сценарии со снижением за ближайшие два года доходности десятилетних ОФЗ в район 6,5% эти же десятилетние бумаги на протяжении ближайших двух лет будут обеспечивать доходность на уровне 14% годовых.

Такой уровень доходности сопоставим с историческим перформансом рублевых акций, при этом волатильность облигационного рынка (даже длинных бумаг) все же ниже по сравнению с акциями, а уж портфель, составленный из акций, и облигаций за счет сравнительно небольшой корреляции классов активов между собой с точки зрения потенциальной волатильности выглядит вполне привлекательно.

В последнее время в финансовых дискуссиях о долларовых портфелях все чаще слышится тезис о вероятной слабости классического академического портфеля с разбивкой между акциями и облигациями в пропорции 60:40 за счет вероятного роста базовых долларовых процентных ставок. В России же, похоже, при отсутствии новых негативных драйверов (санкционные риски, общая волна оттока капитала с emerging markets и прочее) подобная структура как раз может обеспечить вполне приемлемый результат – ожидаемая доходность ненамного ниже портфеля, состоящего на 100% из акций с заметно более низкой волатильностью.

СЕКТОРАЛЬНЫЙ РАЗРЕЗ

После состоявшейся в четвертом квартале коррекции мы склонны делать акцент на голубых фишках, генерирующих высокую доходность денежного потока для акционеров и готовых обеспечить привлекательную дивидендную доходность. С учетом текущих высоких цен на сырьевых рынках мы сохраняем умеренный крен в сторону сырьевых экспортеров. Ниже мы кратко осветили наш взгляд на ключевые сектора рынка и отметили наших фаворитов на текущий момент. Обращаем внимание, что данный перечень не является индивидуальной инвестиционной рекомендацией и должен восприниматься исключительно как справочная информация.

Нефтегазовый сектор (выше рынка)

Сравнительно высокие цены на нефть и тем более на газ делают представителей сектора лидерами по ожидаемой дивидендной доходности. На 2022 год в наших моделях мы закладываем среднегодовые цены на нефть марки Brent на уровне 70 долл./барр., и при этих вводных ряд компаний сектора обеспечат инвесторам двузначную дивидендную доходность.

Фавориты:

- **Газпром:** К середине декабря цены на газ в Европе держатся на сверхвысоких уровнях – выше 1500 долл./тыс. куб. м. На середину декабря европейские хранилища заполнены всего на 62% против среднего уровня в почти 80% за предыдущие 10 лет. По нашей модели в ближайшие два года акции Газпрома могут обеспечить инвесторам крайне привлекательную дивидендную доходность в диапазоне 47-50 руб. за акцию и постепенное возвращение DPS к 30-33 руб. за акцию в дальнейшем при снижении экспортных цен на газ к фундаментально обоснованным уровням (в долгосрочной перспективе воспринимаем за ориентир район 250 долл./тыс. куб.м.).

- **Лукойл:** Прозрачная дивидендная политика, согласно которой компания направляет на дивиденды 100% скорректированного денежного потока, делает акции Лукойла одними из фаворитов в секторе. Только за три квартала 2021 года, даже при сильном негативном влиянии, изменения оборотного капитала компания уже обеспечила дивидендную доходность в почти 10% к текущим ценам. Помимо этого, компания в конце года вернулась к осуществлению байбека, что мы считаем рациональным при текущей относительно невысокой оценке акций. При нейтральном влиянии изменения оборотного капитала на следующий год наш ориентир по дивидендам на акцию составляет чуть более 900 руб.
- **Роснефть:** В отличие от большинства компаний сектора Роснефть имеет долгосрочный драйвер роста – проект «Восток Ойл». Постепенная продажа долей в проекте внешним инвесторам, помимо непосредственного привлечения средств в компанию, может обеспечить еще и дополнительное раскрытие стоимости в капитализации самой Роснефти.
- **Газпромнефть:** Компания является одной из самых дешевых в секторе на данный момент, при этом с точки зрения операционных результатов бизнес чувствует себя лучше сектора. Низкий Free Float пока сдерживает интерес инвесторов к бумаге, однако теоретическая перспектива SPO на горизонте ближайших лет может превратить Газпромнефть в одну из новых голубых фишек.

Риски для сектора: текущие цены на нефть во многом обусловлены наличием соглашения ОПЕК+ по сокращению объемов добычи нефти, и состояние баланса спроса/предложения при сценарии завершения сделки и постепенном возвращении Ирана на рынок вызывает вопросы. В связи с этим вероятность снижения нефтяных цен ниже наших прогнозных на горизонте пары лет выглядит ощутимой.

Финансы (выше рынка)

2021 год также складывается рекордным для финансовых показателей крупнейших банков, прибыли которых ставят исторические максимумы. При этом отношение капитализации двух крупнейших банков страны к капиталу остается на сравнительно невысоком уровне, а коррекция четвертого квартала дает возможность сформировать среднесрочные позиции по крайне привлекательным ценам.

Фавориты:

- **ВТБ:** По итогам десяти месяцев 2021 года чистая прибыль группы по МСФО составила почти 280 млрд руб., и с учетом сделки по «Магниту» наш базовый сценарий на 2021 год дает ориентир по прибыли на уровне 330 млрд руб. Комментарии менеджмента относительно выплаты 50% чистой прибыли на дивиденды внушают оптимизм, что при реализации этого сценария превращает ВТБ в одну из самых дивидендных историй с доходностью около 15%. Дополнительный позитив может быть связан с продолжением обсуждения перспектив гашения привилегированных акций, однако, вероятно, эта история затянется на продолжительный срок.
- **Сбербанк:** По итогам 2021 года банк покажет рекордную прибыль (наш прогноз: чуть более 1,2 трлн руб.), а состоявшаяся в четвертом квартале коррекция позволяет купить акции банка по оценке в чуть более 1,1 Bv 2021 года и 1 Bv 2022 года. При направлении 50% чистой прибыли за 2021 год на дивиденды ожидаемый нами размер дивиденда на акцию составляет около 27 руб., при этом мы отмечаем, что Сбербанк, в отличие от конкурентов, теоретически вполне способен направлять более 50% чистой прибыли на дивиденды.

Риски: внимательно следим за ограничениями со стороны ЦБ на инвестиции в экосистемы и непрофильные активы, что может оказать влияние на достаточность капитала, однако на текущий момент мы не видим для этого оснований.

Металлы и добыча (на уровне рынка)

Цены на продукцию цветной и черной металлургии менялись в 2021 году принципиально разным образом, соответственно компании находятся в совершенно, разных стадиях циклов. Мы избегаем компаний из отраслей, которые, с нашей точки зрения, находятся в конечных стадиях цикла, акцентируясь либо на более защищенных с точки зрения циклических соображений историях, либо на отдельных корпоративных кейсах.

Фавориты:

- **Алроса:** С точки зрения цикла алмазная отрасль находится в принципиально ином состоянии по сравнению с другими m&t индустриями. Рост цен на алмазы только начал набирать обороты, и тенденция может сохраняться на фоне продолжающегося дефицита. Алроса способна направлять на дивиденды 100% свободного денежного потока, соответственно, ожидаемая дивидендная доходность компании может уверенно держаться на двухзначном уровне к текущим ценам.
- **Русал/Эн Плюс:** Русал предоставляет финансовую отчетность на полугодовой основе, поэтому рост цен на алюминий еще не успел в полной мере отразиться в отчетности, однако наша модель показывает значительное улучшение FCF и снижение долга. В 2022 году ключевой историей может стать выделение активов с высоким углеродным следом в отдельную компанию, что, с нашей точки зрения, может дать еще один толчок к раскрытию стоимости.

Риски: текущие цены на отдельные металлы (в том числе и алюминий) выглядят неустойчивыми в среднесрочной и долгосрочной перспективе, что сдерживает от агрессивной ставки на компании сектора.

Ретейл (на уровне рынка)

Ретейл на российском рынке остается, пожалуй, единственной отраслью, представители которой сочетают близкие к двузначным темпы роста и близкую к двузначной дивидендную доходность. После бурного роста акций сектора в 2020 году в 2021 год прошел преимущественно в коррекционном режиме.

Фавориты:

- **Детский Мир:** В отличие, например, от представителей продуктового ритейла Детский Мир продолжает демонстрировать рост выручки заметно выше темпов роста торговых площадей, сохраняя при этом высокую рентабельность. Компания подтверждает амбициозные планы, ожидая в перспективе 3-4 лет удвоения продаж. По нашим оценкам, после состоявшейся в четвертом квартале коррекции дивидендная доходность бумаги за 2021 год вновь возвращается на двузначный уровень.
- **X5 Retail Group:** На текущий момент компания стоит чуть более 5 EV/EBITDA, что представляется крайне низким уровнем для сектора в целом, и тем более для лидера рынка. Считаем, что компания может достичь размера дивиденда на акцию на уровне 200 руб. в следующем году.

Риски: для компаний продуктового ритейла в негативном сценарии основным риском мы видим возможность зарождения новой волны обострения ценовой конкуренции,

которая потребует увеличения доли промо и, как следствие, снижения маржинальности, однако пока этот сценарий не является для нас базовым.

Другие секторы:

Выбирая бумаги из других секторов, мы также придерживаемся схожего подхода: выбора бумаг, генерирующих сравнительно высокий текущий денежный поток для акционеров, при наличии драйверов для переоценки бумаги. В связи с этим на текущий момент в число наших фаворитов, например, не попали бумаги из технологического сектора (низкая текущая доходность денежного потока) или энергетики (отсутствие явных драйверов для переоценки).

Фавориты:

- **«Эталон»:** Операционный моментум в последние кварталы оставляет желать лучшего, однако, с нашей точки зрения, капитализация компании уже учитывает основную долю негатива. Отношение капитализации к стоимости чистых активов находится на минимумах по отношению к другим конкурентам и даже к своим историческим данным.
- **МТС:** Планомерное развитие цифровых сервисов, заинтересованность мажоритария в сохранении высоких дивидендных выплат и перспектива гашения казначейского пакета, с нашей точки зрения, выделяют акции компании из всего телекоммуникационного сегмента, находившегося в последнее время под давлением (отчасти на фоне роста ставок на долговом рынке).
- **Русагро:** Сохранение текущих относительно высоких цен на продукцию компании обеспечивает весьма высокие денежные потоки. Дополнительным драйвером для компании может стать изменение дивидендной политики и переход от выплаты на дивиденды половины прибыли на выплату дивидендов, исходя из денежного потока.

Выводы по российскому рынку:

- При сегодняшних ценах на сырье российские компании демонстрируют рекордную прибыль. Общая ожидаемая дивидендная доходность по российскому рынку составляет более 9%, по целому ряду ведущих компаний можно рассчитывать на двузначную дивидендную доходность.
- В целом на российском рынке 2021 год прошел в ключе роста ставок, что оказывало косвенное давление и на сегмент акций. В следующем году ожидаем постепенного возвращения ставок ближе к нейтральным уровням, что при прочих равных – позитив для всей группы рублевых активов (в том числе и акций).
- Состоявшаяся в четвертом квартале 2021 года коррекция дает возможность сформировать среднесрочные позиции в российских акциях по весьма привлекательным ценам. На текущий момент нам кажется разумным делать акцент на перепроданных голубых фишках.
- В секторальном разрезе на текущий момент выделяем акции сырьевых экспортеров (преимущественно нефтегазовых компаний) и компаний из внутренних секторов с высокой доходностью денежного потока для акционеров и наличием драйверов для переоценки акций.

Данная информация подготовлена экспертами АО «УК МКБ Инвестиции» и содержит оценочные суждения и экспертные оценки состояния рынка и отдельных инструментов. Данная информация не является индивидуальной инвестиционной рекомендацией. Финансовые инструменты либо операции, упомянутые в ней, могут не соответствовать Вашему инвестиционному профилю и инвестиционным целям (ожиданиям). Определение соответствия финансового инструмента либо операции Вашим интересам, инвестиционным целям, инвестиционному горизонту и уровню допустимого риска является Вашей задачей. АО «УК МКБ Инвестиции» не несет ответственности за возможные убытки в случае совершения операций либо инвестирования в финансовые инструменты, упомянутые в данной информации, и не рекомендует использовать указанную информацию в качестве единственного источника информации при принятии инвестиционного решения. До осуществления инвестиций необходимо в любом случае внимательно ознакомиться с условиями и/или документами, которые регулируют порядок их осуществления. До приобретения финансовых инструментов необходимо внимательно ознакомиться с условиями их обращения.

Стоимость или доход от любых инвестиций, упомянутых в данной информации, могут изменяться под воздействием рыночной конъюнктуры. АО «УК МКБ Инвестиции» прилагает разумные усилия для получения информации из надежных, по его мнению, источников, однако не делает каких-либо заверений в отношении того, что информация или оценки, содержащиеся в данной информации, являются достоверными, точными или полными. Любая часть данной информации может быть изменена в любое время без предварительного уведомления.

Историческая доходность финансовых инструментов не определяет и не гарантирует доходность в будущем. Получение дохода от инвестиций не может быть гарантировано и всегда сопряжено с риском, уровень которого должен быть оценен каждым инвестором индивидуально. Вложение в ценные бумаги или иные финансовые инструменты, денежных средств или большей их части может привести к их утрате.