

ВЗГЛЯД УПРАВЛЯЮЩЕГО

Мировая экономика: По итогам первого полугодия в развитых странах видим признаки замедления экономики. Ожидаем продолжения этого тренда во втором полугодии, при этом отмечая, что консенсус в отношении рисков ухода в рецессию за полгода стал чуть более оптимистичным.

Процентные ставки: Тема высокой инфляции остается актуальной, а мировые ЦБ продолжают повышать процентные ставки и, вероятно, эта тенденция сохранится в ближайшие месяцы. Кривая treasuries сильно инвертирована, что отражает ожидания скорого снижения ставок, но старт этого процесса в отсутствие шоков, скорее, придется на следующий год.

Глобальные рынки: По итогам полугодия рынки акций показали позитивную динамику, но это не подтверждается сопоставимым ростом корпоративных прибылей. В условиях роста безрисковых ставок премии за риск в акциях продолжили снижаться и сегодня находятся вблизи минимальных за два десятилетия уровней.

Российский рынок: Российский рынок акций по итогам полугодия вырос на 35%. По нашим оценкам, индекс Мосбиржи сегодня оценен по показателю Р/Е чуть выше 6x, соответственно, широкий рынок уже нельзя назвать чрезмерно дешевым, как в конце прошлого года. В этих условиях мы считаем рациональным делать ставку на компании, способные уже сегодня генерировать высокую доходность денежного потока на акционеров.

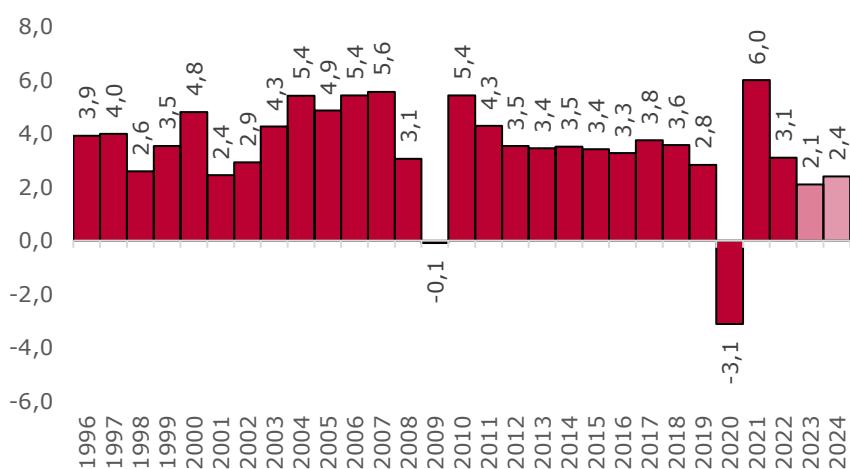
Михаил Поддубский,
управляющий активами
«МКБ Инвестиции»



КРАТКОСРОЧНЫЙ КРЕДИТНЫЙ ЦИКЛ

В конце 2022 года подавляющее большинство финансовых институтов ожидало значительного снижения темпов роста мировой экономики в 2023 году. К середине этого года можно констатировать, что тренд на замедление экономики реализуется, но ожидания основной фазы снижения и последующего восстановления чуть сдвинулись во времени. Для примера, в первой половине июня Всемирный банк поднял ориентир по темпам роста мировой экономики в 2023 году с 1,7% (январская оценка) до 2,1%. При этом прогноз темпов роста на 2024 год, напротив, стал более низким – всего 2,4% против 2,7%, ожидаемых в январе. В любом случае констатируем, что ожидаемые сегодня темпы роста на этот год являются минимальными темпами с 2009 года (за исключением 2020 года, отмеченного коронавирусным кризисом).

ГРАФИК 1: Темпы роста мировой экономики (оценка Всемирный банк)



Источник: МВФ, МКБ Инвестиции

В страновой разбивке отмечаем схожую картину по ведущим странам. Так, июньский прогноз Всемирного банка предполагает в этом году замедление экономики США с прошлогодних 2,1% до 1,1% (против 0,5% в январской оценке), прогноз же на следующий год понижен с 1,6% до 0,8%. В Еврозоне ориентир на 2023 год поднят с 0% до 0,4%, но на 2024 год оценка снижена с 1,6% до 1,3%.

Вопрос, увидим ли мы до конца года вхождение в рецессию в американской/европейской экономиках, сейчас вряд ли имеет большое практическое значение для инвесторов – очень часто рецессия объявляется уже постфактум, и большой разницы между двумя кварталами с темпами роста (-0,1%) и просто падением темпов роста до все еще положительных 0,1% для рынков нет. Стоит напомнить, что что-то похожее по формальным признакам на рецессию в американской экономике мы уже видели в первом полугодии прошлого года – по итогам первого и второго кварталов темпы роста составляли соответственно (-1,6%) и (-0,6%) – формально два отрицательных квартала подряд могут считаться основанием для обозначения рецессии, однако тогда Федрезерв со ссылкой на NBER (Национальное бюро экономических исследований) посчитали, что позитивная динамика потребительских расходов, сильный рынок труда и негативное влияние разовых факторов (резкий рост импорта в первом квартале) являются основанием для того, чтобы не считать рецессией снижение ВВП в первом полугодии. В июне уже этого года Евростат отчитался о втором подряд снижении ВВП еврозоны в квартальном выражении, но опять же сложно считать рецессией ситуацию, когда, например, уровень безработицы в регионе находится на многолетних минимумах (последние оценки находятся на уровне в 6,5%, что весьма низко для еврозоны).

Говоря о перспективах мировой экономики на 2023 год, в конце прошлого года большие надежды связывались с восстановлением темпов роста в Китае по мере окончательного снятия в стране коронавирусных ограничений, но пока реализация этих надежд остается под вопросом. На этот год власти страны установили целевой уровень роста в 5%, и по итогам 1 кв. экономика ускорилась с 2,9% до 4,5%. Выходящие ежемесячно данные по промышленному производству и розничным продажам пока не дают большого оптимизма – чтобы усреднить текущие годовые показатели, во многом обусловленные эффектом низкой базы прошлого года, мы считаем логичным смотреть усредненные цифры за последние два года – и здесь по итогам мая видим рост обоих показателей в рамках 2,1-2,5%. Инфляционная картина в Китае резко выбивается из глобального тренда – последние четыре месяца в стране наблюдается дефляция, а годовой ИПЦ опустился по итогам мая до 0,2%.

Отчасти низкая инфляция и намерение властей добиться целевых темпов роста могут способствовать увеличению монетарных и фискальных стимулов – от их масштаба может зависеть общий сантимент на второе полугодие. В июне Народный Банк Китая снизил однолетнюю ключевую и пятилетнюю ставки на 10 б.п. (до 3,55% и 4,2%), однако в условиях близкой к нулевой инфляции реальные ставки остаются на достаточно высоком уровне. В СМИ в последнее время стали фигурировать комментарии относительно возможного роста расходов со стороны правительства на инфраструктуру, но масштаб этих стимулов пока сложно оценить, а к текущему моменту бюджетный импульс в стране и вовсе минимальный (рост расходов бюджета за январь–май составил всего 0,6%). Вопрос стимулирования экономики в Китае – одна из ключевых составляющих на второе полугодие.

ГРАФИК 2: Промышленное производство и розничные продажи в Китае (усредненные за два года)



Источник: Investing, МКБ Инвестиции

ГРАФИК 3: Индекс потребительских цен в Китае



Источник: Investing, МКБ Инвестиции

Возвращаясь к развитым странам, отметим, что, по мнению большинства финансовых институтов с точки зрения тайминга основные риски ухода в рецессию сфокусированы в конце текущего-начале следующего года. Опережающие индикаторы – в частности индексы деловой активности в Штатах – в моменте дают относительно негативную картину – ISM в секторе услуг пока еще держится выше отметки в 50 пунктов, в то время как ISM в промышленности с конца прошлого года находится ниже этого рубежа, а глубина снижения (при исключении ковидного шока) на минимумах с 2009 года.

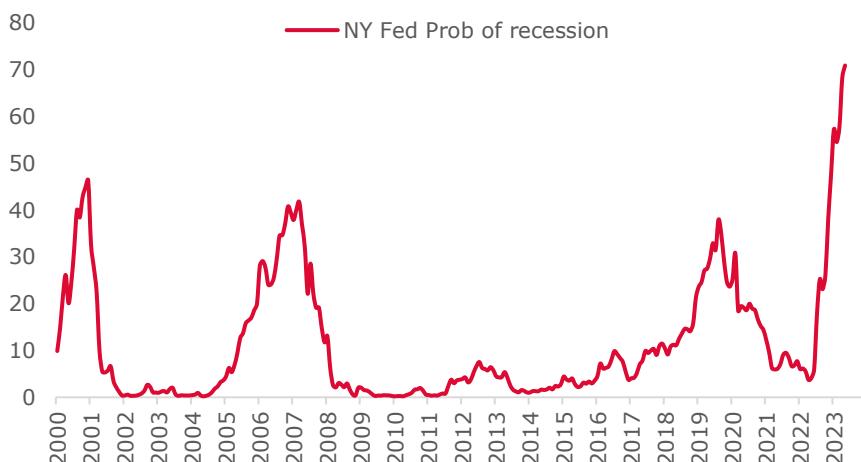
ГРАФИК 4: Индексы деловой активности в США



Источник: ФРБ Нью-Йорка, МКБ Инвестиции

Пока уровни деловой активности близки к предрецессионным, последняя оценка вероятности нахождения американской экономики в рецессии через 12 месяцев от ФРБ Нью-Йорка в конце мая и вовсе давала 70%-ную вероятность рецессии. Однако методология этого индекса построена на анализе состояния кривой treasuries, и считать его полноценным индикатором в сегодняшних условиях (когда текущая ставка ФРС выше долгосрочно нейтрального уровня) вряд ли рационально.

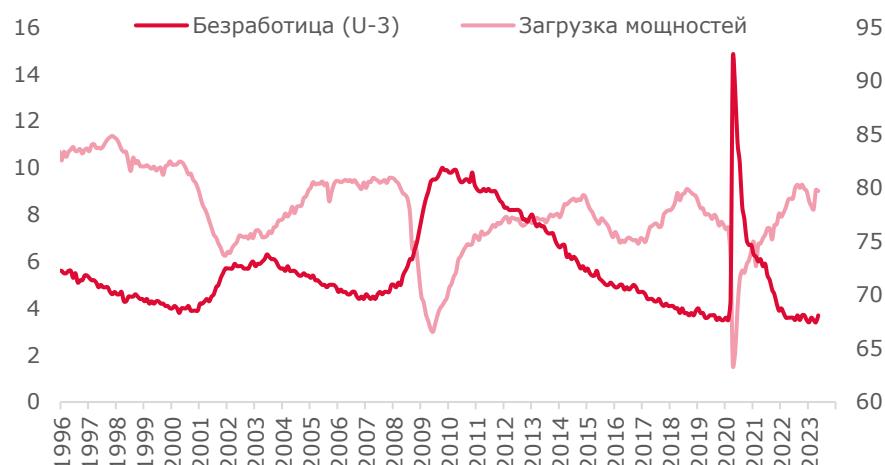
ГРАФИК 5: Вероятность рецессии в США от ФРБ Нью-Йорка



Источник: ФРБ Нью-Йорка, МКБ Инвестиции

Из сильных сторон текущего макросреза отмечаем устойчивую ситуацию на рынке труда. В США уровень безработицы с весны прошлого года держится на сверхнизком уровне – диапазон в 3,4-3,7% (де-факто многолетние минимумы). С января по май этого года американская экономика генерировала в среднем по 330 тыс. рабочих мест в несельскохозяйственном секторе, практически каждый месяц превышая уровень консенсус-прогноза.

ГРАФИК 6: Трудовые и производственные мощности в США



Источник: FRED, МКБ Инвестиции

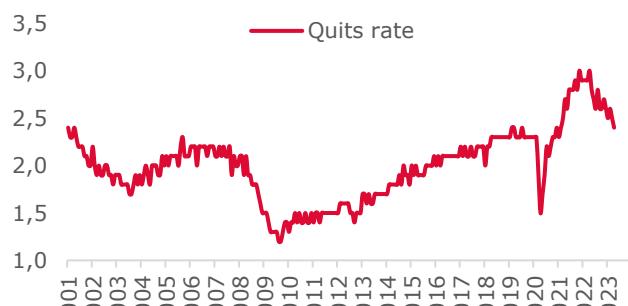
Ряд косвенных показателей по рынку труда США демонстрируют небольшое охлаждение в сравнении с прошлым годом, однако рынок остается сверхзагруженным в сравнении с историческими значениями. Так, число открытых вакансий в США остается на относительно высоком уровне (10,1 млн человек), соответственно, на одного безработного по-прежнему приходится 1,8 открытых вакансий. Вторым таким показателем, заслуживающим внимания, является Quits Rate – показатель доли сотрудников, ушедших с работы в течение месяца (люди склонны более охотно менять работу при более благоприятных условиях рынка труда) – здесь также отмечаем локальное охлаждение в сравнении с пиками прошлого года, но текущие цифры все же исторически высоки.

ГРАФИК 7: Число открытых вакансий в США, млн



Источник: FRED, МКБ Инвестиции

ГРАФИК 8: Доля сотрудников, ушедших с работы за месяц в США



Источник: FRED, МКБ Инвестиции

Такое состояние рынка труда, с одной стороны, свидетельствует о силе экономики в конкретный момент времени, однако, с другой стороны, поддерживает инфляцию на повышенном уровне и служит аргументом в пользу более жесткой денежно-кредитной политики в ближайшее время.

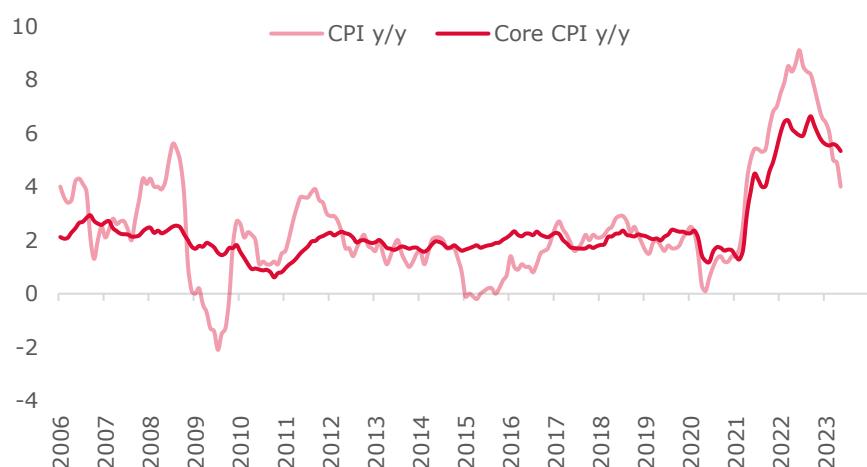
Для некоторого промежуточного вывода констатируем, что по итогам первого полугодия мы уже находимся в стадии охлаждения экономики. Вероятно, эта тенденция продолжит развитие и во втором полугодии. Текущая ситуация в разрезе ключевых компонентов неоднородна – производственная активность, как в США, так и в Европе уже находится на предрецессионных уровнях, в то время как сфера услуг еще относительно стабильна. Вероятность ухода экономик развитых стран в рецессию по-прежнему ощутима, хотя ряд официальных лиц в публичных комментариях за последнее время стали чуть более оптимистичными, отмечая вероятность «мягкой посадки». Так, министр финансов США Джанет Йеллен в интервью Bloomberg во второй

половине июня заявила, что ее оценка вероятности рецессии в американской экономике за последнее время снизилась. Основные аргументы остаются теми же – устойчивость рынка труда и текущее уже произошедшее замедление инфляции.

ИНФЛЯЦИЯ И ПРОЦЕНТНЫЕ СТАВКИ

Как и ожидалось, мировая инфляция в годовом выражении заметно снижалась в последние полгода, однако до целевых показателей ведущих центральных банков еще далеко. Цены на большинство товарных активов демонстрировали свои локальные максимумы в середине прошлого года, соответственно, снижение цен на сырье за счет эффекта базы способствует снижению общего показателя инфляции. По итогам мая индекс потребительских цен в США опустился до 4,0% (для сравнения, на конец прошлого года CPI составлял 6,6%, а в середине прошлого года превышал 9%). Однако если посмотреть на показатель базовой инфляции (ИПЦ за вычетом цен на продукты и энергию), то здесь картина менее оптимистичная – с начала этого года Core-CPI держится в диапазоне 5-6% и пока только переходит в нижнюю половину этого диапазона.

ГРАФИК 9: Индекс потребительских цен в США г/г.



Источник: FRED, МКБ Инвестиции

В Европе и Британии наблюдаются схожие тенденции, но развиваются они с некоторым запозданием и пока в меньших объемах – последние цифры по инфляции в еврозоне демонстрируют снижение годового показателя до 5,5% (в конце прошлого года наблюдались двузначные цифры), однако разбивка по компонентам показывает, что снижение в последние месяцы также происходит в первую очередь за счет энергии, а базовый показатель за полугодие практически не изменился, оставаясь устойчиво выше 5% (более того, глава ЕЦБ Кристин Лагард в начале июня заявила, что «отсутствуют четкие доказательства того, что базовая инфляция достигла пика»). В Британии годовая инфляция за полгода замедлилась с 10,5% до 8,7%, а базовая инфляция продолжила расти с 6,3% до 7,1%.

В борьбе с инфляцией последние полтора года ведущие ЦБ мира максимальными темпами за последние десятилетия повышают процентные ставки. С начала этого года Федрезерв трижды поднимал процентную ставку с шагом в 25 пунктов (доведя ее уровень с 4,5% до 5,25%), затем сделал паузу на июньском заседании, однако точечная диаграмма (прогноз регулятора, обновляемый раз в квартал) демонстрирует намерения продолжить тренд на повышение ставки во втором полугодии – медиана прогнозов предполагает еще два повышения. Если сравнить ситуацию с декабрем

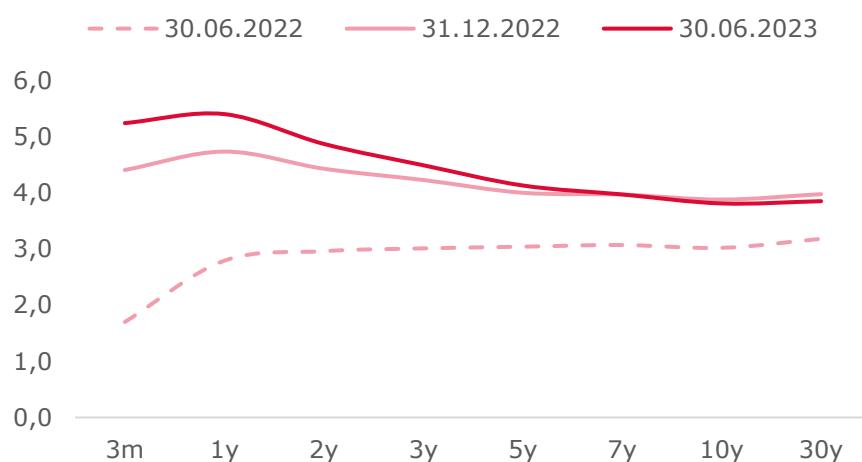
прошлого года, то тогда медиана прогнозов FOMC предполагала максимум по ставке на текущем уровне (5,25%) – соответственно, позиция представителей ФРС сдвинулась в чуть более жесткую сторону.

Тренд к росту ключевых ставок поддерживают и другие ведущие ЦБ мира. ЕЦБ с начала года поднял ставку с 2,5% до 4%, а риторика представителей регулятора предполагает с высокой долей вероятности повышение ставки в июле и дискуссию относительно рациональности еще одного повышения в сентябре. Банк Англии поднял процентную ставку с 3,5% до 5%. Даже сделавшие паузу в марте-апреле центральные банки Канады и Австралии в июне вновь вернулись к тенденции повышения ставок. Особняком из развитых стран стоит только Банк Японии, продолжающий удерживать отрицательные ставки (-0,1%).

Помимо непосредственного подъема ставок ЦБ монетарные условия ужесточаются и за счет других составляющих – в марте в Штатах произошел локальный банковский кризис. В течение недели произошло закрытие трех американских банков, специализирующихся на клиентах, завязанных на технологический сектор (причинами стали наложенные друг на друга риски резкого оттока депозитов и процентный риск). Федрезерв относительно быстро купировал риски, однако, по оценкам большинства финансовых институтов, эффект от банковского кризиса добавляет еще некоторое количество пунктов к ужесточению монетарных условий.

Поскольку текущий уровень ставок от центральных банков находится на максимальных за долгие годы уровнях и заметно выше нейтральных значений (для примера, ставка Longer Run для Федрезерва определяется на уровне 2,5%), рынок ожидает через некоторое время снижения ставок, которое в базовом сценарии начнется в следующем году. Так, медиана точечной диаграммы FOMC на конец следующего года находится на уровне 4,5%, рыночные оценки вероятности снижения ставки очень волатильны, но в целом, как правило, предполагают более скорое снижение ставки, нежели заложено в прогнозах FOMC. Такие ожидания находят отражение в состоянии кривой treasuries – за первое полугодие этого года ближний конец, доходность которого «привязана» к уровню ключевой ставки, продолжил расти, в то время как доходности на длинном конце практически остались неизменными.

ГРАФИК 10: Изменение кривой UST с начала года



Источник: FRED, Investing, МКБ Инвестиции

Если разбить доходность десятилетних treasuries на две составляющие – доходность TIPS (реальные ставки) и инфляционные ожидания – то увидим, что с начала года показатели относительно стабильны (доходность TIPS-10 большую часть полугодия держится в диапазоне 1,2-1,6%, инфляционные ожидания вблизи 2,2-2,3%, что

немногого выше цели ФРС). Фактически таких высоких реальных ставок, как в последние полгода мы не видели на протяжении последних 15 лет.

ГРАФИК 11: Уровень реальных ставок и инфляционные ожидания



Источник: FRED, МКБ Инвестиции

За счет продолжения роста ставки ФРС в этом году инверсия кривой treasuries становится все более выраженной, и отрицательный спред между доходностью десятилетних и трехмесячных бумаг уже значительно превышает минимумы предыдущих кредитных циклов.

ГРАФИК 12: Инверсия кривой доходности UST (UST-10y – UST-3m)



Источник: FRED, МКБ Инвестиции

В СМИ часто инверсия кривой treasuries упоминается как «предвестник рецессии», тогда как фактически является лишь отражением ожиданий участников рынка скорого снижения ставки. За последние пару десятилетий не было периодов, когда ставка Федрезерва настолько сильно превышала долгосрочный нейтральный уровень ставок (сама ставка ФРС достигала сегодняшних высоких значений, но уровень нейтральной ставки тогда считался более высоким), соответственно, инверсия при мягкой или хотя бы нейтральной ДКП, действительно, в большинстве случаев отражает ожидания рецессии (поскольку фактически только такой сценарий заставит регулятор снижать ставку). Сегодня базовый сценарий даже самых оптимистичных участников рынка («мягкая посадка» экономики) предполагает снижение ключевой ставки за счет взятия инфляции под контроль.

За последние годы было сразу несколько периодов резкой смены курса ФРС при изменении экономических условий. Замедление экономики и коррекция на рынках в конце 2018 г. стали причиной разворота политики ФРС в 2019 году в мягкую сторону. Неожиданный для регулятора бурный рост инфляции в 2021-2022 году привел к подъему ставки Федрезерва максимальными за десятилетия темпами. При развитии рецессионных рисков в американской экономике, на наш взгляд, ФРС может привести ставку ближе к нейтральной.

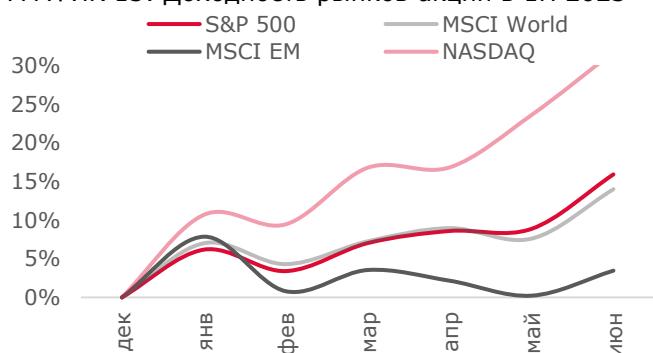
ГЛОБАЛЬНЫЕ РЫНКИ

Последние несколько лет динамика безрисковых ставок является одним из ключевых факторов, определяющих динамику большинства активов. Снижение ставки Федрезерва в 2019-2020 гг. способствовало снижению доходностей и длинных бумаг, что в свою очередь сформировало буст для мощного роста рынка акций в 2019-2021 гг. С 2022 года Федрезерв перешел к росту ставки максимальными за несколько десятилетий темпами, это вывело доходности на долговом рынке на максимальные за долгие годы уровни и способствовало снижению мультипликаторов в акциях. С начала этого года доходности длинных бумаг изменились не сильно, и рисковые активы получили возможность частично восстановить утраченные в том году позиции.

По итогам первого полугодия американский S&P 500 прибавил 15,9%, аутсайдер прошлого года (NASDAQ) в этом году в лидерах рынка, прибавляя более 30%, сегмент emerging markets в первом полугодии был среди отстающих – рост всего на 3,5% (отчасти из-за слабой динамики китайского рынка).

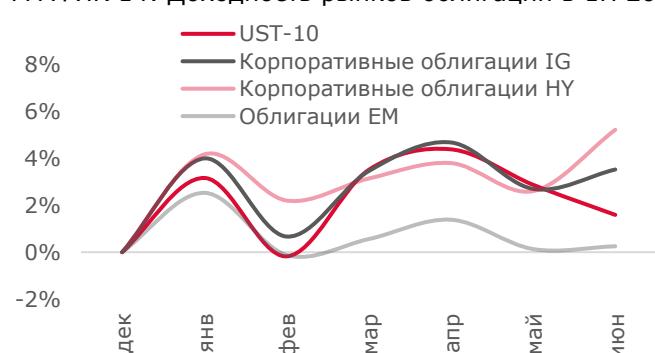
На долговом рынке схожая картина – High Yield сегмент в лидерах (+5,2% за полугодие), корпоративные облигации Investment Grade также в хорошем плюсе (+3,5%), в то время как развивающиеся рынки явно отстают (+0,3%).

ГРАФИК 13: Доходность рынков акций в 1П 2023



Источник: Investing, МКБ Инвестиции

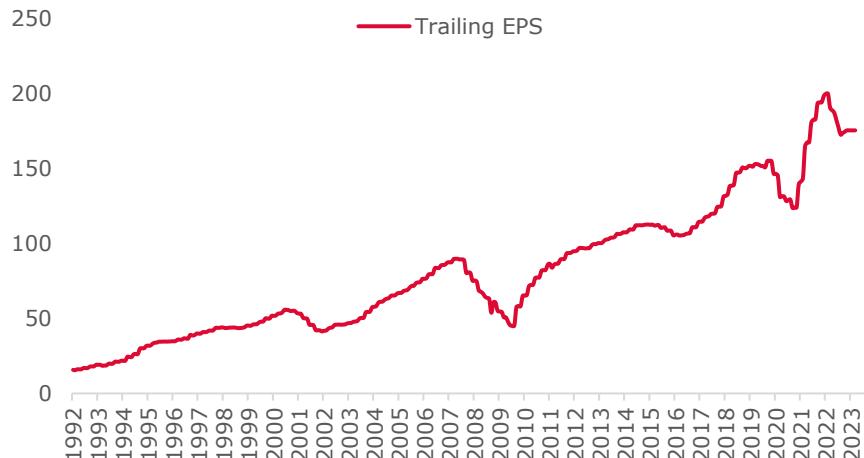
ГРАФИК 14: Доходность рынков облигаций в 1П 2023



Источник: Investing, МКБ Инвестиции

Оптимизм на рынке акций является отражением исключительно переоценки мультипликаторов, в то время как с динамикой корпоративных прибылей ситуация неоднозначная. Тренд к снижению корпоративных прибылей, наблюдающийся во втором полугодии прошлого года, похоже приостановился, и самые мрачные опасения относительно сезона корпоративной отчетности за первый квартал этого года не оправдались – вместо ожидаемого консенсусом дальнейшего снижения мы получили локальный рост EPS для индекса S&P 500. Однако в годовом выражении пока по-прежнему наблюдается отрицательная динамика.

ГРАФИК 15: EPS для индекса S&P 500



Источник: Оценка МКБ Инвестиции

Отсутствие значимого роста в корпоративных прибылях при росте фондового индекса привело к росту трейлингового показателя Р/Е для индекса S&P 500 с 20-22x в конце прошлого года до текущих 25x.

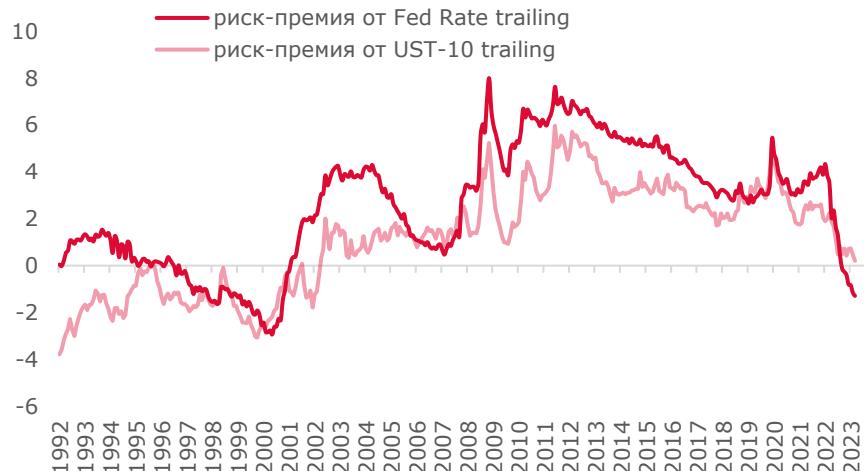
ГРАФИК 16: Мультиплекторы американского рынка акций



Источник: Оценка МКБ Инвестиции

Мы убеждены в том, что смотреть на базовые мультиплекторы рынка стоит только в сопоставлении с текущим уровнем ставок на долговых рынках, в связи с этим, с нашей точки зрения, гораздо более информативным является оценка уровня премии за риск в американских акциях, текущие уровни которой для индекса S&P 500 (E/P – безрисковая ставка) на фоне роста мировых процентных ставок опустились до минимальных за два десятилетия уровней.

ГРАФИК 17: Риск-премия для S&P 500

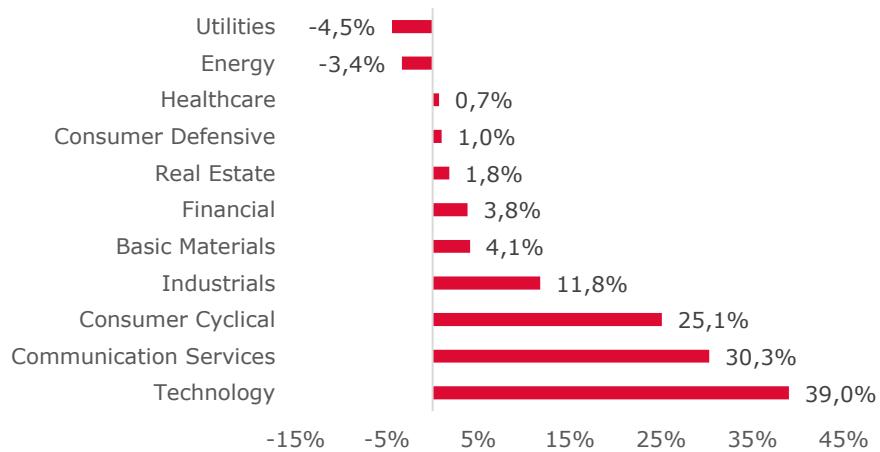


Источник: Оценка МКБ Инвестиции

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. Сегодняшние относительно низкие значения премии за риск уменьшают сравнительную привлекательность акций против облигаций с поправкой на риск, и измениться эта ситуация может либо за счет падения фондового рынка, либо за счет ускоренного роста прибылей американских компаний (пока не является консенсусом), либо за счет значительного снижения процентных ставок.

В разрезе секторов американского рынка наблюдается обратная прошлому году картина. Лидер прошлого года – сектор Energy – в этом году на фоне снижения нефтяных цен держится на предпоследнем месте. В числе фаворитов первого полугодия – компании преимущественно из высокотехнологического сектора.

ГРАФИК 18: Динамика основных секторов S&P 500 за 1П 2023



Источник: Finviz, МКБ Инвестиции

Для российских инвесторов большое значение имеет именно отношение инвесторов к акциям сырьевых компаний, соответственно, структура роста глобальных акций в первом полугодии скорее не давала дополнительного позитива российским инвесторам. Слабость акций сырьевых компаний – следствие продолжения снижения цен на ключевые commodities. Так, цены на нефть на протяжении последнего года остаются под давлением, не сильно реагируя даже на позитивные сюрпризы от ОПЕК+. За первое полугодие мы получили две важные новости от организации: сначала в апреле ОПЕК+ объявили о сокращении добычи нефти с мая суммарно на 1,65 млн

барр/сутки (основная нагрузка легла на Саудовскую Аравию и РФ), а в июне стало известно, что ОПЕК+ продлевает сделку по ограничению объемов добычи на 2024 год с понижением целевой суммарной квоты на 1,4 млн барр/сутки. Тем не менее цены на нефть к концу полугодия находятся примерно на 15% ниже уровней конца прошлого года.

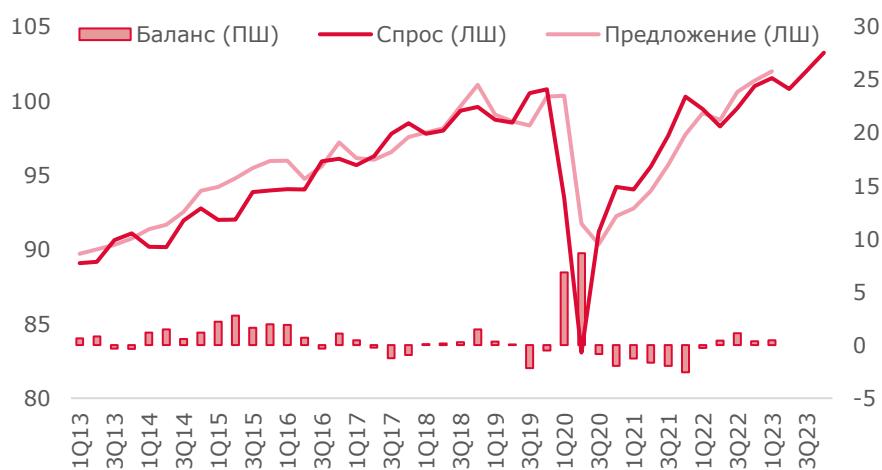
ГРАФИК 19: Динамика цен на нефть марки Brent



Источник: Investing, МКБ Инвестиции

С точки зрения баланса спроса и предложения на рынке нефти в середине прошлого года произошел переход от дефицита к локальному профициту, однако в базовом сценарии уже во втором полугодии этого года мы увидим значительный рост спроса (для примера, ОПЕК считает, что мировой спрос вырастет со 100,8 млн барр/сутки во втором квартале до 103,25 млн барр/сутки в четвертом квартале).

ГРАФИК 20: Баланс рынка нефти по оценке ОПЕК



Источник: ОПЕК, МКБ Инвестиции

Риски рецессии в экономике ставят под сомнение текущие базовые сценарии по росту мирового спроса. Однако из позитивных факторов, которые могут сыграть свою роль при неблагоприятном внешнем фоне, служит возможность возобновления покупок нефти в стратегический резерв США. На текущий момент по еженедельным данным EIA объем стратегического резерва продолжает опускаться, и на текущий момент находится на минимальном уровне с 1983 года, однако Администрация Байдена, начиная с прошлого года, неоднократно заявляла о возможности возобновления покупок. В мае стало известно о покупке 3 млн барр. в стратегические резервы с

поставкой в августе, а в июне Bloomberg со ссылкой на свои источники сообщал о намерении закупить в 2023 году около 12 млн барр. – пока это все же чисто символические по объемам цифры, но при сценарии снижения цен на нефть объемы могут многократно возрасти.

ГРАФИК 21: Запасы нефти в США, тыс. барр.



Источник: EIA, МКБ Инвестиции

Выводы по части «глобальные рынки»:

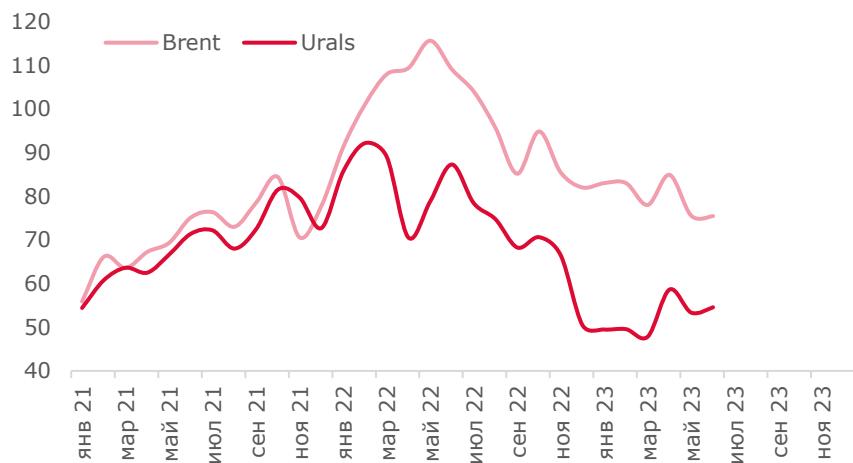
- Мировая экономика находится в поздней стадии краткосрочного кредитного цикла. Текущая ситуация в разрезе ключевых компонентов неоднородна - производственная активность, как в США, так и в Европе уже находится на предрецессионных уровнях, в то время как сфера услуг еще относительно стабильна. Фактор, который может вмешаться и сыграть значимую роль для мировых темпов роста в ближайшие кварталы – набор монетарных и фискальных стимулов в Китае, но их масштаб пока очень сложно оценить.
- Инфляция в развитых странах снизилась по итогам полугодия, но остается далека от целевых показателей, а тенденция к снижению базовой инфляции и вовсе неочевидна. Мировые ЦБ продолжают поднимать процентные ставки, и в ближайшие месяцы этот тренд, вероятно, продолжится.
- Безрисковые ставки сегодня находятся на максимальных за долгие годы уровнях, за счет чего кривая treasuries сильно инвертирована, а риск-премии в акциях сжалась до минимумов за два десятилетия. Сегодняшний уровень премии за риск на глобальных рынках не делает привлекательным среднесрочные инвестиции в широкий рынок.

РОССИЙСКАЯ ЭКОНОМИКА

Консенсус-прогноз предполагает, что 2023 год российская экономика закончит небольшим ростом – так, среднесрочный прогноз Банка России с апрельского заседания предполагал рост ВВП по итогам года в диапазоне 0,5-2% (снижение ВВП за 2022 год составило 2,1%, соответственно, возвращение на уровни 2021 года ожидается только в 2024 году). Текущее состояние экономики значительно превышает ожидания годичной давности, чему способствовала как ускоренная адаптация частного сектора, так и значительный бюджетный импульс.

Серьезное влияние на российскую экономику в разрезе федерального бюджета, счета текущих операций, курса национальной валюты оказывает динамика цен на энергоресурсы. В декабре прошлого года вступило в силу эмбарго со стороны ЕС на поставляемую морем российскую нефть (параллельно введен потолок по ценам на нефть на уровне в 60 долл/барр, выше которых запрещается осуществлять услуги по перевозке и страхованию российской нефти), и с февраля этого года вступило в силу эмбарго на нефтепродукты. Реализация этого фактора вкупе с общим снижением нефтяных котировок на глобальных рынках привело к значительному снижению цен на Urals, на основе которых определяются размеры НДПИ/экспортной пошлины в России.

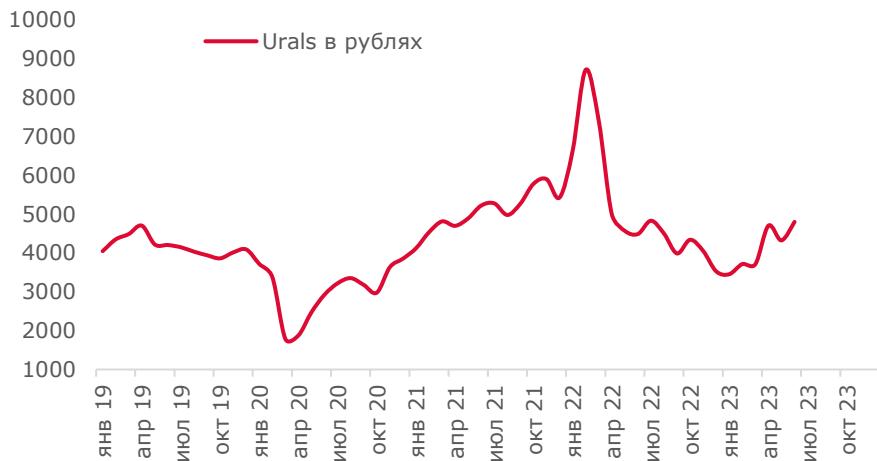
ГРАФИК 22: Динамика цен на нефть марок Brent и Urals



Источник: Минфин РФ, МКБ Инвестиции

При этом реальные экспортные цены на нефть из России определить проблематично – цены на западном и восточном направлении могут сильно различаться, также как и цены на трубопроводную нефть и нефть, поставляемую морем. В то время как ежемесячно публикуемые Минфином средние цены на Urals с декабря прошлого года ни разу не превышали рубеж в 60 долл., цены, например, на нефть ESPO (направление «Восточная Сибирь – Тихий Океан») торгуются с минимальным дисконтом к Brent. Поскольку расчет НДПИ и экспортной пошлины определяется именно от цен Urals, именно эти цены имеют определяющее значение для бюджета (хотя со второго квартала в целях расчета НДПИ и экспортной пошлины максимальный дисконт Urals к Brent постепенно ограничивается). На фоне состоявшегося с начала года ослабления рубля цены на Urals в рублевом выражении неплохо подросли и к концу полугодия составляют около 4800 руб/барр – это для примера выше средних уровней 2019 года, однако накопленная за несколько лет инфляция и увеличение расходов бюджета делают это на первый взгляд оптимистичное сравнение совсем нерелевантным.

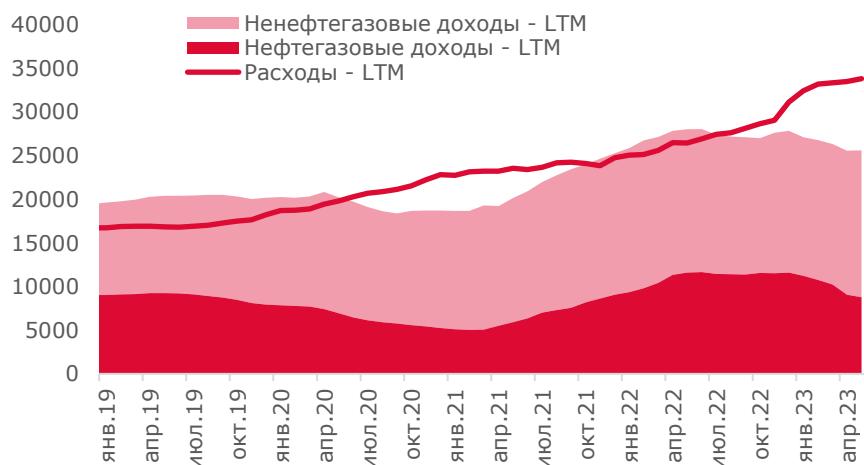
ГРАФИК 23: Цена Urals в рублях



Источник: Минфин РФ, МКБ Инвестиции

На 2023 год в проекте федерального бюджета были заложены следующие переменные: нефтегазовые доходы на уровне 8,9 трлн руб. (из них базовый уровень в 8 трлн, а остальная часть должна была пойти на пополнение ФНБ), ненефтегазовые доходы в 17,1 трлн руб. и расходы на уровне 29,1 трлн руб. После публикации данных по первым пяти месяцам этого года наименьшие вопросы вызывает тема ненефтегазовых доходов (текущие темпы исполнения бюджета вполне позволяют рассчитывать на достижение указанных в проекте цифр). Всегда волатильные нефтегазовые доходы на фоне более низких цен на нефть заметно отстают от плана (недобор нефтегазовых доходов восполняется продажами валюты из ФНБ). Что касается расходов, то их размер в формате последних 12 месяцев значительно превышает цифры, заложенные в бюджете, и составляет 33,8 трлн руб., однако представители Минфина в публичных комментариях пока оставляют актуальными цели проекта бюджета, объясняя высокие текущие LTM цифры авансированием значительной доли расходов бюджета в конце прошлого-начале текущего года.

ГРАФИК 24: Показатели федерального бюджета за последние 12 месяцев, млрд руб.

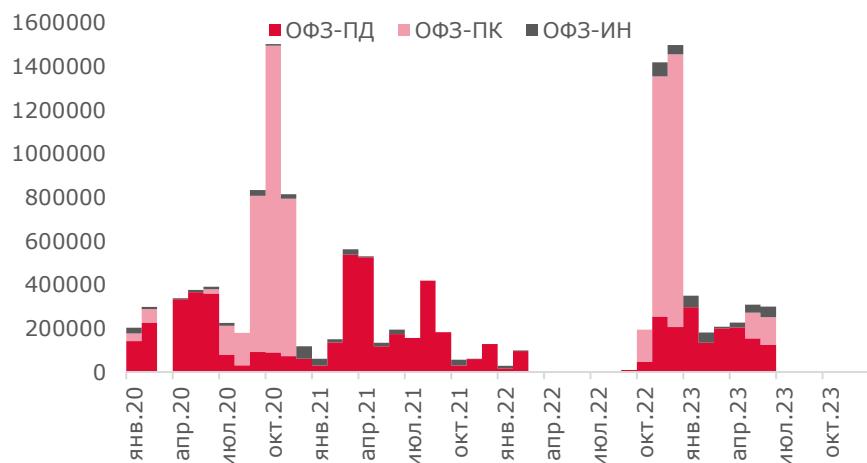


Источник: Минфин РФ, МКБ Инвестиции

В проекте бюджета планируемый дефицит на этот год составлял 2,9 трлн руб. или около 2% ВВП. По текущей динамике расходов реальные цифры могут быть выше, однако для сравнения в кризисы 2009, 2015-2016 гг. и 2020 г. дефицит федерального бюджета составлял 3,5-6% ВВП, соответственно, достижение новых рекордов по дефициту в процентах к ВВП в этом году ждать не стоит.

Основными источниками восполнения дефицита являются траты ФНБ (в части недобора планируемых нефтегазовых доходов) и размещение ОФЗ - последний фактор видится гораздо более значимым. Периоды четвертых кварталов 2020 и 2022 года показали, как при необходимости бюджет может в короткие сроки привлечь огромные суммы за счет размещения флоатеров – вероятно, что-то подобное мы можем увидеть и во втором полугодии этого года.

ГРАФИК 25: Результаты аукционов Минфина по размещению ОФЗ



Источник: Минфин РФ, МКБ Инвестиции

В контексте платежного баланса снижение экспортных цен на сырье приводит к заметному сокращению счета текущих операций. На текущий момент мы имеем данные ЦБ по пяти первым месяцам этого года – приток валюты по текущему счету сохраняется, но его масштабы уступают средним за последние 10 лет уровням. В своем среднесрочном прогнозе от апрельского заседания Банк России на этот годставил ориентир по сальдо текущего счета на уровне в 47 млрд руб. – за январь-май приток по текущему счету составил 22,8 млрд руб. (с учетом сезонности текущие темпы пока чуть отстают от плана).

ГРАФИК 26: Счет текущих операций РФ



Источник: ЦБ РФ, МКБ Инвестиции

Сокращение притока по счету текущих операций делает курс рубля более восприимчивым к гораздо более волатильным движениям в финансовом счете. Согласно нашей модели, в сегодняшних условиях равновесный курс пары доллар/рубль расположен вблизи отметки в 80 руб/долл., соответственно,

образовавшаяся в середине прошлого года разница между фактическим курсом и расчетным по нашей модели в этом полугодии была полностью нивелирована, и в моменте мы видим даже более слабый рубль в сравнении с модельными значениями.

ГРАФИК 27: Фактический и расчетный курс USDRUB



Источник: МКБ Инвестиции

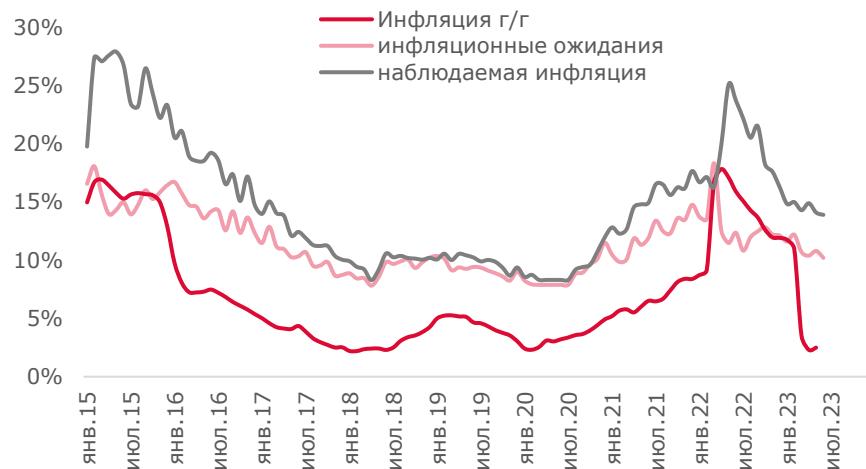
На горизонте второго полугодия в условиях сравнительно небольшого притока по текущему счету мы ожидаем увидеть сохранение повышенной волатильности рубля. Ключевым фактором, определяющим равновесие по рублю в среднесрочной перспективе, пока остается динамика цен на сырье, и при сегодняшних ценах, на наш взгляд, рубль несколько недооценен.

ИНФЛЯЦИЯ, КЛЮЧЕВАЯ СТАВКА И РЫНОК ОБЛИГАЦИЙ

За счет эффекта базы годовой показатель инфляции в России к концу мая составлял около 2,5%. Все летние месяцы 2022 года мы наблюдали дефляцию, что отчасти объяснялось сезонностью, но в гораздо большей степени было следствием постепенного восстановления логистики после мартовского шока и укреплением курса рубля. В ближайшие месяцы эффект базы будет играть уже в сторону роста годового показателя инфляции. Апрельский прогноз Банка России предполагал, что на конец этого года инфляция будет находиться в диапазоне 4,5-6,5% - наши ожидания пока соответствуют середине этого диапазона.

Если посмотреть на уровень инфляционных ожиданий, то к середине этого года показатель опустился до 10,2%, что является минимальными уровнями с марта 2021 года. Однако, во-первых, ЦБ продолжает интерпретировать эти уровни как «повышенные», а, во-вторых, отдельного внимания в опросе Банка России и ФОМа заслуживают другие данные – рост доли опрошенных, считающих, что в настоящее время лучше покупать дорогостоящие товары, чем сберегать.

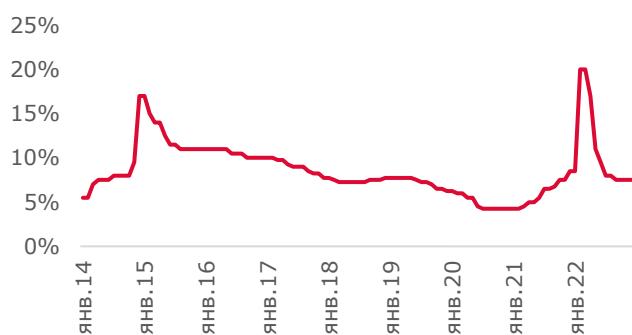
ГРАФИК 28: Инфляция и инфляционные ожидания в РФ



Источник: Росстат, Банк России, МКБ Инвестиции

С сентября прошлого года Банк России держит ключевую ставку неизменной на уровне в 7,5%, однако за этот период его риторика приобретала все более жесткий характер. На последнем к текущему моменту заседанию в июне Банк России отмечал, что «в условиях постепенного увеличения текущего инфляционного давления допускает возможность повышения ключевой ставки на ближайших заседаниях для стабилизации инфляции вблизи 4% в 2024 году и далее». Риторика Банка России, на наш взгляд, увеличивает вероятность умеренного поднятия ключевой ставки во втором полугодии, но в базовом сценарии масштаб этого подъема не видится значительным.

ГРАФИК 29: Ключевая ставка Банка России



Источник: Банк России, МКБ Инвестиции

ГРАФИК 30: Разница между ключевой ставкой и инфляционными ожиданиями



Источник: Банк России, МКБ Инвестиции

На рынке госдолга по итогам первого полугодия вся кривая ОФЗ сдвинулась вверх. Доходности на коротком конце кривой выросли за счет роста ожиданий подъема ключевой ставки, тогда как доходности на длинном конце растут во многом за счет фактора увеличенного объема предложения длинных бумаг на аукционах Минфина.

ГРАФИК 31: Изменение кривой ОФЗ



Источник: Московская биржа, МКБ Инвестиции

С конца прошлого года наклон кривой ОФЗ остается крайне высоким – разница в доходности десятилетних и однолетних бумаг примерно в 300 пунктов близка к рекордным значениям. Это, с нашей точки зрения, делает длинный конец кривой относительно защищенным от умеренного роста ключевой ставки, однако риски навеса предложения за счет увеличенных объемов на аукционах Минфина пока сохраняются (эти риски могут уменьшиться в случае изменения подхода Минфина на аукционах: акценту на размещении бумаг на коротком/среднем участке кривой ОФЗ и флоатеров). С точки зрения санкций в отношении длинных бондов большое значение может иметь публикация осенью параметров бюджета на 2024-2026 гг.

РОССИЙСКИЙ РЫНОК АКЦИЙ

По итогам первого полугодия 2023 года индекс Мосбиржи Total Return прибавил более 35%. Если классический индекс Мосбиржи к концу июня находится примерно на средних уровнях 2019-2020 гг., то по Total Return индексу выше мы были лишь в период с начала 2021 по февраль 2022 года. Значительная часть роста в последние месяцы вызвана ослаблением рубля (с начала года пара доллар/рубль выросла на 26%), однако и без этого фактора зафиксирована позитивная динамика.

ГРАФИК 32: Динамика индекса МосБиржи Total Return



Источник: МКБ Инвестиции

Последние полтора года значительная часть российских компаний не раскрывает финансовых результатов либо раскрывает их в сильно усечненном формате. Ситуация с раскрытием отчетности начинает улучшаться с конца прошлого года (в четвертом квартале пресс-релизы с ключевыми результатами начали публиковать банки; весной этого года годовую отчетность предоставили не раскрывавшие до этого результаты отдельные компании – например, Газпром). Неполное раскрытие данных в значительной степени усложняет процесс анализа совокупной прибыли компаний, входящих в индекс Мосбиржи, однако на основании наших моделей и публичной информации мы считаем, что общий размер прибыли на акцию для индекса Мосбиржи на текущий момент составляет около 450 пунктов.

ГРАФИК 33: EPS для индекса Мосбиржи



Источник: Оценка МКБ Инвестиции

В сегодняшних условиях 450 пунктов прибыли для индекса примерно соответствуют мультипликатору цена/прибыль чуть выше 6х. Соответственно, после состоявшегося в первом полугодии роста мы уже не считаем российский рынок экстремально дешевым (в прошлом году трейлинговый Р/Е по нашим оценкам в отдельные моменты опускался ниже 4х.), однако, безусловно, недооценка к средним историческим уровням имеется.

ГРАФИК 34: Мультипликаторы российского рынка акций



Источник: Оценка МКБ Инвестиции

Как и для глобальных рынков смотреть на мультипликаторы акций разумно в сравнении с доходностью на долговых/денежных рынках – здесь мы видим, что рисковая премия за прошедшие полгода заметно снизилась, но по-прежнему остается несколько

выше среднего исторического уровня – на конец июня риск-премия в акциях составляла 9 пунктов при среднем уровне за последние 10 лет на уровне 6,4 пункта.

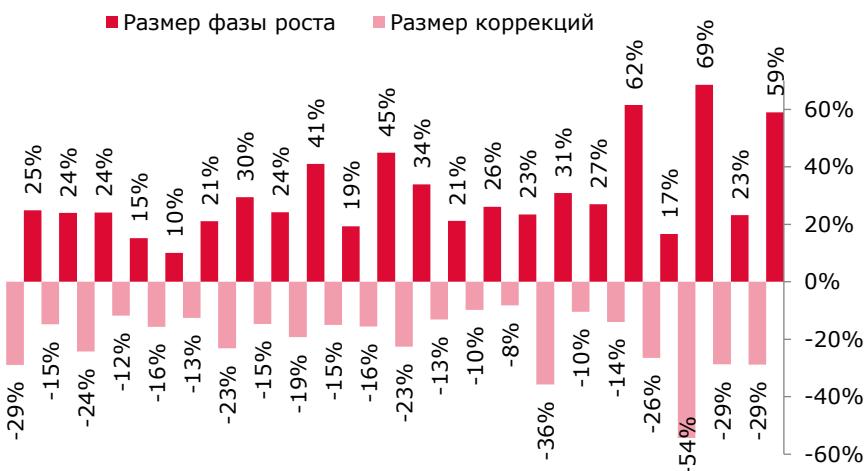
ГРАФИК 35: Риск-премия для российских акций



Источник: Оценка МКБ Инвестиции

Уже состоявшийся рост российских акций в первом полугодии заставляет быть более консервативными в отношении широкого рынка акций. От минимумов октября прошлого года индекс Мосбиржи вырос уже почти на 60% без значимых коррекционных движений, что близко к предыдущим рекордным фазам роста. В тех портфелях, которые предполагают аллокацию в разные классы активов (акции и облигации) мы считаем рациональным держать долю в акциях на уровне бенчмарка, фокусируясь в акционной части портфеля на отдельных корпоративных историях.

ГРАФИК 36: Статистика коррекций по индексу Мосбиржи



Источник: МКБ Инвестиции

СЕКТОРАЛЬНЫЙ РАЗРЕЗ

Сильно увеличившаяся волатильность российских акций и финансовых результатов российских компаний, скачки валютного курса, неопределенность относительно перспектив депозитарных расписок – все это делает выбор фаворитов в секторальном разрезе весьма ситуативным. Выбирая своих фаворитов, мы считаем рациональным в базовом сценарии сфокусироваться на компаниях, способных уже в сегодняшних условиях генерировать высокую доходность денежного потока, при этом имея план увеличивать позиции в других компаниях при появлении подходящих внешних условий. Обращаем внимание, что данный перечень не является индивидуальной инвестиционной рекомендацией и должен восприниматься исключительно как справочная информация.

Нефтегазовый сектор (на уровне рынка)

Доля компаний нефтегазового сектора в индексе Мосбиржи составляет около 45%, соответственно, недовес/перевес в этом секторе часто может сыграть определяющую роль в динамике портфеля относительно индекса. При сегодняшних ценах на нефть считаем рациональным держать долю в бумагах сектора примерно на уровне рынка. Выбор фаворитов для нас остается тем же, что и полгода назад (в материале «Взгляд управляющего» на 2023 год) – в газовом секторе Новатэк нравится больше Газпрома, в нефтяном – все компании близки между собой, но чуть больший апсайд видим в акциях Роснефти.

Фавориты:

- **Роснефть:** В отличие от ряда конкурентов компания выпускает пресс-релизы с ключевыми финансовыми результатами. Дивидендная политика, предполагающая направление 50% чистой прибыли на дивиденды, сохраняется. Из позитивных сторон Роснефти отметим значительную долю экспорта в направлении ВСТО, сравнительно невысокую долю нефтепереработки (что при изменении параметров демпфера может в позитивную сторону отличать от конкурентов), наличие проекта роста «Восток Ойл».
- **Новатэк:** Спотовые цены на газ в Европе значительно снизились в первом полугодии, а сам менеджмент ориентирует инвесторов на более низкие финансовые показатели 2023 года в сравнении с рекордным прошлым годом. Тем не менее, сомнений в скором запуске «Арктик СПГ-2» становится все меньше, а консервативный до текущего момента подход к определению величины дивидендных выплат может при желании ключевых акционеров способствовать выплате по итогам 2023 года сопоставимых цифр в сравнении с прошлым годом.

Риски для сектора: Перспективы снижения объемов добычи, возможность изменения уровня ценового потолка, риски падения мировых цен на нефть из-за рисков рецессии – все это при неблагоприятном сценарии может оказать давление на бумаги сектора.

Финансы (выше рынка)

С середины прошлого года банковский сектор в России демонстрирует позитивную динамику, а этот год и вовсе может быть рекордным. По итогам первого квартала совокупная прибыль банковского сектора составила около 0,9 трлн руб. (по итогам рекордного 2021 года прибыль составляла 2,4 трлн руб.). В стратегии на 2023 год фаворитом обозначались акции Сбербанка – в полугодовом «Взгляде на рынок» добавляем к этой идее еще и бумаги ВТБ.

Фавориты:

- **Сбербанк:** Выходящие на ежемесячной основе результаты по РПБУ с октября прошлого года демонстрируют стабильную прибыль на уровне около 120 млрд руб/мес. Основной фактор прибыли – чистый процентный доход – уверенно подрастает, причем рост наблюдается как в объеме кредитного портфеля, так и в чистой процентной марже. Наш ориентир по чистой прибыли на 2023 год составляет около 1,4 трлн руб., что при направлении 50% ЧП на дивиденды приведет к выплате 31 руб/акцию. Ближе к концу года Сбербанк должен опубликовать новую среднесрочную стратегию – следим за новыми ориентирами.
- **ВТБ:** В первом полугодии этого года банк провел два раунда допэмиссии, что позволяет сильно улучшить ситуацию с достаточностью капитала. За первые четыре месяца этого года прибыль банка уже составила 208,5 млрд руб., однако часть этой прибыли является результатом разовых факторов (присоединение РНКБ, валютная переоценка). Вероятно, со следующего года банк может вернуться к выплате купонов по субординированному долгу, после чего откроется дорога к возобновлению дивидендов (сам менеджмент на текущий момент считает нерациональным выплачивать дивиденды по итогам 2023 года и вернуться к этому вопросу только по итогам 2024 года). В любом случае, по нашим оценкам, с учетом увеличения числа обыкновенных акций ВТБ и наличием привилегированных акций форвардный Р/Е банка остается ниже 3x, соответственно, недооценка бумаги выглядит ощутимой.

Металлы и добыча (ниже рынка)

Состоявшееся в первом полугодии ослабление рубля при прочих равных заметно улучшает маржинальность металлургов и горнодобывающих компаний, однако цены на большинство металлов и материалов в последние месяцы находятся под давлением, что не позволяет нам делать большую ставку на компании сектора. Нашим фаворитом на 2023 год ранее обозначались бумаги Мечела, но бурный рост этих акций в первом полугодии заставляет убрать бумаги из числа фаворитов. Все основные представители сектора на текущий момент держат дивидендную паузу, и в случае возобновления дивидендных выплат ряд бумаг может ждать позитивная переоценка - при таком сценарии развития событий допускаем увеличение доли бумаг сектора до уровня рынка (наибольший интерес в таком сценарии могут представлять черные металлурги), но на текущий момент не видим больших апдейтов данном секторе.

Ритейл (выше рынка)

Ритейл в России остается, пожалуй, единственным сектором, одновременно сочетающим двузначные темпы роста выручки с возможностью генерации двузначной доходности денежного потока на акционеров. Крупнейшие сети уже больше года не распределяют дивиденды в пользу акционеров, однако текущие цены на акции, с нашей точки зрения, более чем покрывают эти риски – лидеры рынка оценены сегодня в 3-4x по EV/EBITDA (кратно ниже средних уровней за последние полтора десятилетия).

Фавориты:

- **X5 Retail Group:** Голландская «прописка» компании на текущий момент не позволяет выплатить дивиденды всем акционерам, а переезд из Нидерландов в Россию проблематичен (возникает необходимость промежуточной точки в другой юрисдикции). В этом контексте следим за развитием законодательных

инициатив о «принудительной редомициляции» и наблюдаем как компания генерирует уверенно двузначную доходность денежного потока.

- **Магнит:** После продолжительной паузы в середине июня компания опубликовала финансовые результаты за 2022 год и первый квартал 2023 года, а также заявила о выставлении оферты нерезидентам с 50% дисконтом к рынку. Будущий выкуп с дисконтом бумаг у части нерезидентов при условии гашения этого пакета увеличивает долю текущих акционеров, что делает и без того привлекательные форвардные мультиплекторы еще более интересными.

Риски: Обратной стороной дешевых по мультиплекторам представителей сектора являются отдельные корпоративные риски – проблема ГДР для X5 Retail Group и относительная закрытость в коммуникациях с инвесторами со стороны Магнита.

Технологии (на уровне рынка)

Один из самых пострадавших в прошлом году секторов, большинство представителей которого представлены в России не акциями, а депозитарными расписками, что увеличивает риски инфраструктурного характера. При этом бизнес отдельных компаний продолжает развиваться по планируемой траектории, и сегодняшние цены дают возможность сформировать позиции в лидерах рынка по крайне интересным ценам.

Фавориты:

- **Озон:** Последние четыре квартала (со 2 кв. 2022 года по 1 кв. 2023 года) компания генерирует положительную EBITDA и крайне близка к переходу к операционной прибыли. Темпы роста бизнеса остаются высокими (таргет на этот год по росту GMV составляет +70%). Капитализация Озона к концу июня составляет около 400 млрд руб. (соотношение EV/GMV 2023 около 0,3x), что представляется нам крайне привлекательной ценой за одного из лидеров отрасли.

Риски: риски инфраструктуры, связанные с тем, что компании в секторе являются зарубежными лицами, сдерживают от агрессивного увеличения позиций. Для Озона риском видится наличие сильного конкурента в секторе, борьба с которым может усложнить достижение целей по маржинальности.

Недвижимость (выше рынка):

Сектор недвижимости традиционно считается более рискованным, однако в сегодняшних условиях лидеры рынка имеют крепкое финансовое положение, а на фоне снижения акций сектора в прошлом году сегодняшнее соотношение капитализации к стоимости чистых активов находится вблизи минимальных уровней.

Фавориты:

- **«Эталон»:** В конце мая компания представила операционные результаты за первые четыре месяца этого года, и мы видим постепенное улучшение ситуации с продажами. «Риски расписок» не позволяют в ближайшее время рассчитывать на выплату дивидендов, однако в случае развития сценария редомициляции бумаги Эталона смотрятся одними из самых дешевых среди всей группы расписок на московской бирже.
- **Самолет:** Компания остается историей роста, планомерно увеличивая объем продаж в квадратных метрах. Огромный земельный банк в 46 млн кв. м. обеспечивает возможность ставить амбициозные цели по будущим продажам. В

мае компания объявила о запуске программы buyback на сумму до 10 млрд руб., что в условиях относительно невысокого free-float может оказать значительную поддержку бумагам.

Выводы по российскому рынку:

- Валютный курс за последние полгода сдвинулся от состояния переоцененного рубля к локальной недооценке. Сальдо счета текущих операций заметно сократилось, что делает валютный курс более восприимчивым к потокам капитала по финансовому счету. Во втором полугодии ждем сохранения повышенной волатильности, но считаем, что при сегодняшних ценах на сырье равновесный курс расположен скорее вблизи отметки в 80 руб/долл.
- Во втором полугодии допускаем рост ключевой ставки, но считаем потенциал возможного подъема ограниченным, а текущий близкий к рекордному наклон кривой ОФЗ защищает бумаги на длинном конце. При этом для длинных бумаг более важным фактором считаем тему бюджета – осенью будем следить за представлением проекта бюджета на 2024-2026 гг. и возможным изменением позиции Минфина на аукционах по размещению ОФЗ.
- Российский рынок акций, по нашим оценкам, к концу полугодия оценен в среднем на уровне чуть выше 6x по Р/Е – это ниже исторических средних уровней, но уже точно не является экстремально дешевыми значениями, как в конце прошлого года. Похожая картина и в оценке уровня премии за риск.
- В этих условиях мы считаем рациональным делать ставку на компании, способные уже сегодня генерировать высокую доходность денежного потока на акционеров (банки, ритейл).

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.