

## ВЗГЛЯД УПРАВЛЯЮЩЕГО

**Мировая экономика:** Мировая экономика продолжает чувствовать себя лучше ожиданий, формировавшихся несколько кварталов назад, однако риски резкого замедления по-прежнему присутствуют.

**Процентные ставки:** Постепенное торможение инфляции в развитых странах продолжается, однако темпы этого прогресса достаточно умеренны. Из ведущих мировых ЦБ в первом полугодии ставки снизили лишь ЕЦБ, Банк Швейцарии и Банк Канады. Полагаем, что во втором полугодии к ним присоединятся коллеги из других ЦБ, но темпы снижения ставок будут более скромными в сравнении с ожиданиями рынка полугодовой давности.

**Глобальные рынки:** Относительно высокие доходности на долговом/денежном рынке уменьшают привлекательность мировых рынков акций. Уровень премии за риск для индекса S&P 500 на текущий момент минимален за два десятилетия, однако столь завышенные оценки в основном сфокусированы в отдельных сегментах рынка.

**Российский рынок:** На российском рынке основной темой первого полугодия стал рост доходностей облигаций. Считаем, что текущий уровень ставок по длинным бумагам выглядит привлекательным для увеличения дюрации облигационных портфелей. Риск-премия в акциях находится на сравнительно низком уровне, соответственно, консервативно подходим к ожиданиям от широкого рынка акций. При этом отдельные корпоративные истории по-прежнему считаем интересными, предпочитая фокусироваться на компаниях, обеспечивающих высокий уровень доходности денежного потока на акционеров желательно в сочетании с бурными темпами роста бизнеса.

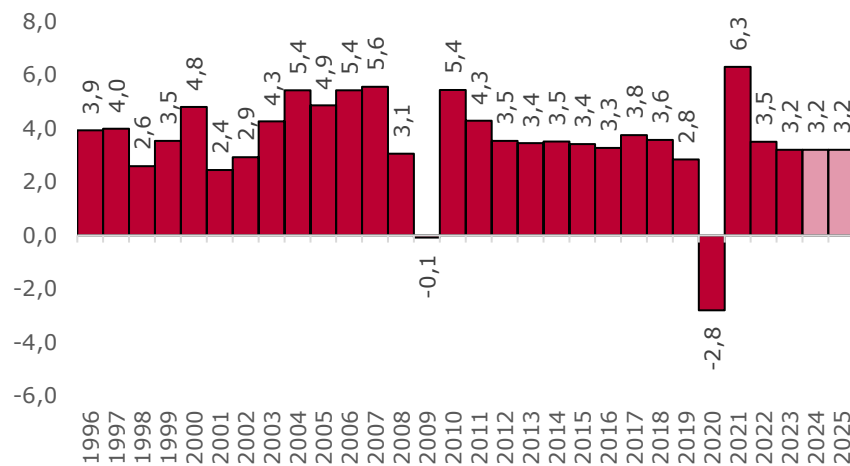
Михаил Поддубский,  
управляющий активами  
«МКБ Инвестиции»



## КРАТКОСРОЧНЫЙ КРЕДИТНЫЙ ЦИКЛ

Ожидания глобальной рецессии, превалирующие последние полтора-два года, за последние шесть месяцев вновь несколько отступили. В начале второго квартала МВФ обновил прогнозы мирового экономического роста – если в конце прошлого года МВФ ждал замедления темпов роста до минимальных за полтора десятилетия уровней (за исключением коронавирусного спада), то теперь в базовом прогнозе в 2024-2025 гг. мировая экономика будет расти на вполне приличные 3,2% в год.

ГРАФИК 1: Темпы роста мировой экономики (оценка МВФ)

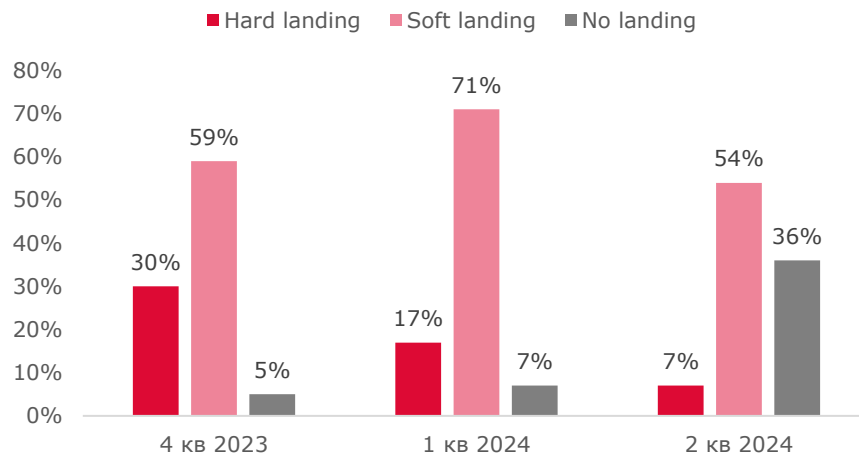


Источник: МВФ, МКБ Инвестиции

Если говорить об американской экономике, то здесь позитивные изменения в прогнозах выражены еще более сильно. В декабре прошлого года точечная диаграмма ФРС предполагала замедление темпов роста ВВП в 2024 году до 1,4%, июньская оценка намного выше – рост на 2,1% в этом году и выше нейтральных темпов (1,8%) на всем прогнозном горизонте 2024-2026 гг.

Весь прошлый год на рынках проходила смена нарратива «hard landing» (жесткая посадка экономики) на «soft landing» (мягкая посадка, предполагающая лишь заметное замедление темпов роста без ухода в глубокую рецессию). В рамках этого года экономические ожидания стали еще более оптимистичными. В этом контексте показателен, например, отчет Bank of America, в котором принимали участие около 300 институциональных инвесторов. Сценарий отсутствия резкого замедления экономики в ближайшие 12 месяцев казался совсем маргинальным в конце прошлого года, однако к середине года оценка его вероятности уже сопоставима с вариантом «soft landing». Вариант же «жесткой посадки» теперь выглядит в глазах опрошенных как маловероятный.

**ГРАФИК 2: Опрос VofA относительно перспектив рецессии в США в ближайшие 12 месяцев**



Источник: Statista, Bank of America GFMS, МКБ Инвестиции

Результаты подобного опроса и прогнозы других финансовых институтов можно трактовать двояко – с одной стороны, действительно, экономика сегодня чувствует себя намного лучше формировавшихся несколько кварталов назад ожиданий, однако, с другой стороны, когда опросы уже показывают такие цифры, может быть этот относительный оптимизм уже полностью заложен в цены на активы, а пространство для негативных сюрпризов увеличивается? Более того, ближе к концу полугодия признаки торможения роста стали более выраженными: охлаждение рынка труда, новый откат в индексах деловой активности, слабые розничные продажи – все это нашло отражение в уходе индекса Economic surprise ниже нуля.

**ГРАФИК 3: Индекс Economic surprise в США**



Источник: Citigroup, Cbonds, МКБ Инвестиции

Разговоры о перегреве американского рынка труда были актуальны последние два года. За последние 6 месяцев уровень безработицы в Штатах локально подрос с 3,7% до 4%, при этом американская экономика ежемесячно генерировала в среднем около 250 тыс. новых рабочих мест – по-прежнему много, но для сравнения в первом полугодии прошлого года цифра была ближе к 300 тыс. рабочих мест.

ГРАФИК 4: Трудовые и производственные мощности в США



Источник: FRED, МКБ Инвестиции

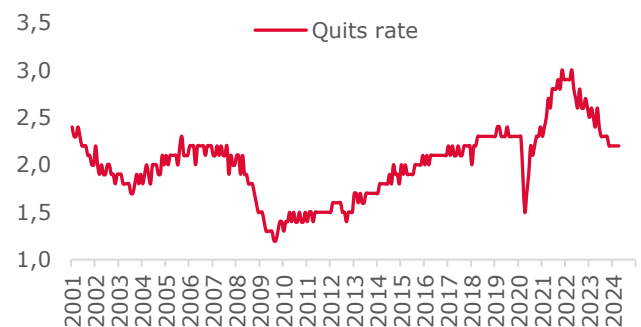
Заметное охлаждение рынка труда мы видим в ряде косвенных показателей. За последние полтора года число открытых вакансий в США сократилось с 11 млн до 8,06 млн, соответственно, по последним данным за апрель соотношение числа вакансий к числу безработных снизилось до 1,24х (для сравнения в 2022 году соотношение доходило до 2х, тогда как представители ФРС оценивали желаемый показатель на уровне не выше 1,2х – мы уже очень близки к этой цифре). Снижился и Quits Rate – показатель доли сотрудников, ушедших с работы в течение месяца (люди склонны более охотно менять работу при более благоприятных условиях рынка труда). Сегодня Quits Rate уже находится ниже допандемийных максимумов. В целом, ситуацию, когда рынок труда остужается без сильного роста безработицы, можно считать оптимальной картиной для регуляторов.

ГРАФИК 5: Число открытых вакансий в США, млн



Источник: FRED, МКБ Инвестиции

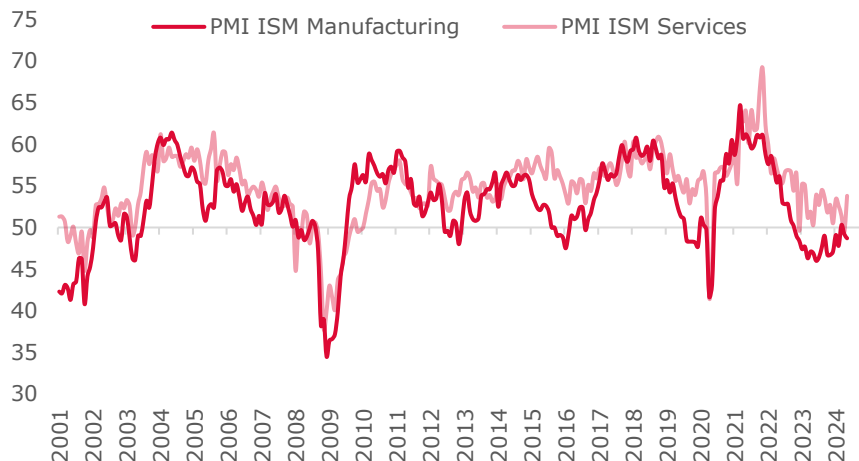
ГРАФИК 6: Доля сотрудников, ушедших с работы за месяц в США



Источник: FRED, МКБ Инвестиции

В разрезе деловой активности последние полтора года мы отмечаем относительную стабильность сферы услуг при де-факто рецессионных показателях в промышленности. В начале этого года картина несколько улучшилась – в отдельном взятом месяце (март) промышленный PMI от ISM даже выбирался выше отметки в 50 пунктов, однако надолго этого позитива пока не хватило. Проявления слабости мирового промышленного сектора на горизонте последних полутора-двух лет видны по различным признакам – и слабые индексы деловой активности в промышленности по всему миру, и невысокие темпы роста экономик с большей долей промышленности в ВВП, и негативная динамика товарных рынков. За последние полгода, с нашей точки зрения, картина стала чуть лучше, но пока говорить о полноценном изменении тренда преждевременно.

ГРАФИК 7: Индексы деловой активности в США

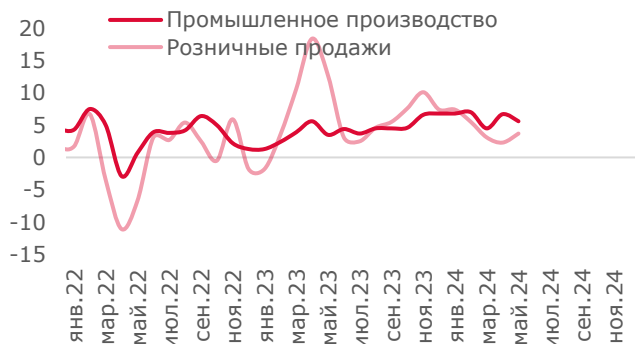


Источник: Investing, МКБ Инвестиции

Если улучшение макро-прогнозов для американской экономики в последние месяцы носило выраженный характер, то в отношении европейской экономики консенсус сильно не менялся. Тот же апрельский прогноз МВФ предполагает локальное ускорение темпов роста еврозоны с 0,4% в прошлом году до 0,8% в текущем и 1,5% в 2025 году (эти цифры даже чуть ниже январской версии прогноза). При этом по развивающимся странам в целом, и Китаю в частности ориентиры с начала года несколько повысились – по всей группе Emerging markets МВФ ждет роста на 4,2% (против 4,0%, ожидаемых в начале года), оценка по Китаю повышена с 4,2% до 4,6%.

Говоря о китайской экономике, по-прежнему отмечаем сохраняющиеся дефляционные риски – уже больше года инфляция находится вблизи нулевого уровня. При сохранении актуальности цели по росту ВВП на уровне в 5%, поставленной властями, сохранении проблем на рынке недвижимости страны и низкой инфляции логично было бы ждать усиления стимулирующих мер, однако обратной стороной стимулов станет дополнительное давление на курс юаня, соответственно, пока однозначно рассчитывать на дополнительное увеличение фискальных и монетарных стимулов в Китае вряд ли рационально.

ГРАФИК 8: Промышленное производство и розничные продажи в Китае



Источник: Investing, МКБ Инвестиции

ГРАФИК 9: Индекс потребительских цен в Китае



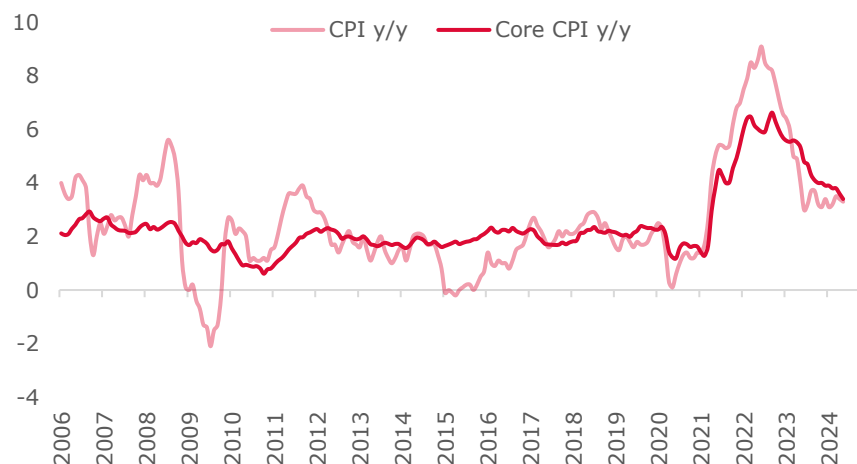
Источник: Investing, МКБ Инвестиции

## ИНФЛЯЦИЯ И ПРОЦЕНТНЫЕ СТАВКИ

Первоначально общим консенсусом на 2024 год были ожидания дальнейшего прогресса в торможении инфляции и старт тенденции к снижению ставок ведущими центральными банками ближе к середине этого года. В реальности в первом полугодии инфляция в развитых странах, если и тормозится, то все же меньше ожиданий, а из ведущих центральных банков лишь ЕЦБ и Банк Канады по одному разу снизились ставку (европейский регулятор снизил ставку с 4,5% до 4,25%, канадский – с 5% до 4,75%), а Банк Швейцарии дважды (с 1,75% до 1,25%).

Классический индекс потребительских цен в США за первые пять месяцев этого года продемонстрировал символическое снижение с 3,4% до 3,3%. Базовая инфляция снижается чуть быстрее (с 3,9% до 3,4%), но и здесь текущие цифры пока еще далеки от целевых. Сам Федрезерв поднял свои оценки инфляции на этот и следующий год - из всех показателей инфляционной группы Федрезерв выделяет для себя ценовые индексы расходов на личное потребление (PCE и Core-PCE), соответственно, на этот год оценка Core-показателя поднята с 2,4% до 2,8%.

ГРАФИК 10: Индекс потребительских цен в США г/г.



Источник: FRED, МКБ Инвестиции

Похожая картина наблюдается и по другим регионам – прогресс присутствует, но до целевых показателей ведущим экономикам еще далеко. В еврозоне инфляция за прошедшие пять месяцев снизилась с 2,9% до 2,6% (базовая инфляция с 3,4% до 2,9%). С классическим показателем инфляции чуть лучше картина выглядит в Британии – годовая инфляция здесь по итогам мая замедлилась с 4% до целевых 2%, однако базовая инфляция по-прежнему сильно выше цели (3,5%), а рост цен в услугах уверенно выше 5%.

Инфляционные ожидания в Штатах сегодня заметно ниже уровней годичной давности, но завышены относительно условно нормальных (последние допандемийные годы). Так, ФРБ Нью-Йорка отмечает, что с декабря прошлого года инфляционные ожидания на год вперед держатся на уровне 3-3,3% (средний уровень 2015-2019 гг. – это диапазон 2,5-3%).

ГРАФИК 11: Инфляционные ожидания в США от ФРБ Нью-Йорка

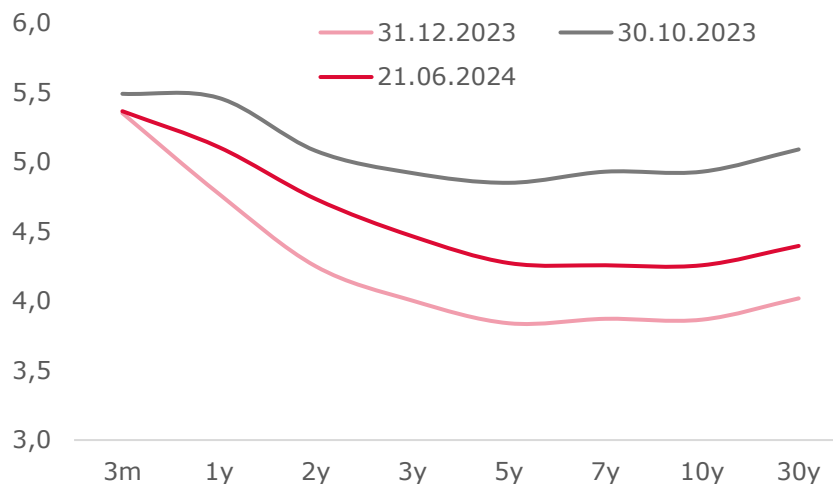


Источник: FRED, МКБ Инвестиции

Ограниченный прогресс в торможении инфляции снижает аппетиты участников рынка в отношении пространства для снижения ставок. Если декабрьский прогноз FOMC предполагал в этом году 3 снижения ставки с шагом по 25 пунктов (при этом фьючерсы на ставку в какой-то момент и вовсе прайсили снижение на 125-150 пунктов), то медиана июньского прогноза ФРС предполагает по итогам этого года всего одно снижение ставки.

Ожидания темпов смягчение ДКП влияют на состояние всей кривой treasuries. Ноябрь-декабрь прошлого года были отмечены серьезным смягчением риторики представителей Федрезерва, что позволило долговому рынку показать ощутимое ралли в последние два месяца прошлого года. Теперь же оптимизма в отношении скорости снижения ставки ФРС стало меньше, соответственно, и долговой рынок потерял часть достигнутых в конце прошлого года результатов.

ГРАФИК 12: Изменение кривой UST с начала года

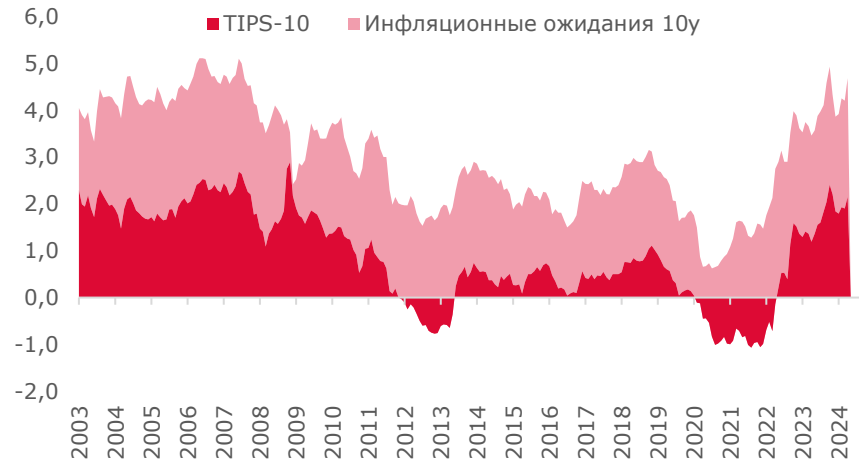


Источник: FRED, Investing, МКБ Инвестиции

Чтобы более предметно оценить текущий уровень длинных ставок, посмотрим на доходности по десятилетним бумагам в двух плоскостях (реальные ставки плюс инфляционные ожидания; и короткие ставки плюс временная премия). В первом разрезе видим, что изменение доходностей на длинном конце кривой UST с начала

2022 года обусловлено практически исключительно фактором реальных ставок (TIPS). Рыночная оценка инфляционных ожиданий на следующие 10 лет с начала прошлого года большую часть времени находилась в диапазоне 2,2-2,5%, в то время как доходности TIPS-10 за этот период выросли с примерно 1,3-1,5% до текущих 2%.

ГРАФИК 13: Уровень реальных ставок и инфляционные ожидания



Источник: FRED, МКБ Инвестиции

Говоря о временной премии, отмечаем, что за прошедшие полгода масштаб инверсии в кривой treasuries несколько сократился, но все равно значительно превышает экстремумы прошлых циклов.

ГРАФИК 14: Инверсия кривой доходности UST (UST-10y – UST-3m)



Источник: FRED, МКБ Инвестиции

Помимо скорости будущего снижения ставки ФРС одним из важных факторов для дальнейшей динамики длинных ставок продолжаем считать объем предложения бумаг от Минфина США, в этом контексте большое внимание приковано к бюджетной тематике. С начала этого года дефицит федерального бюджета в США в формате last 12 months пока остается вблизи \$1,7 трлн, но процентные расходы продолжают играть все большую роль (уже в четвертом квартале прошлого года аннуализированный сезонно-скорректированный показатель превысил \$1 трлн) формируя ожидания дальнейшего роста дефицита. Совсем недавно бюджетное управление Конгресса подняло оценку дефицита на этот год с \$1,9 трлн до \$2 трлн (около 7% ВВП). На 2025 год ожидания дефицита составляют 6,5% ВВП. В целом



тема дефицита бюджета может иметь большое значение в преддверии ряда электоральных кампаний – уже летом пройдут парламентские выборы во Франции и Британии, а в ноябре – президентские выборы в США.

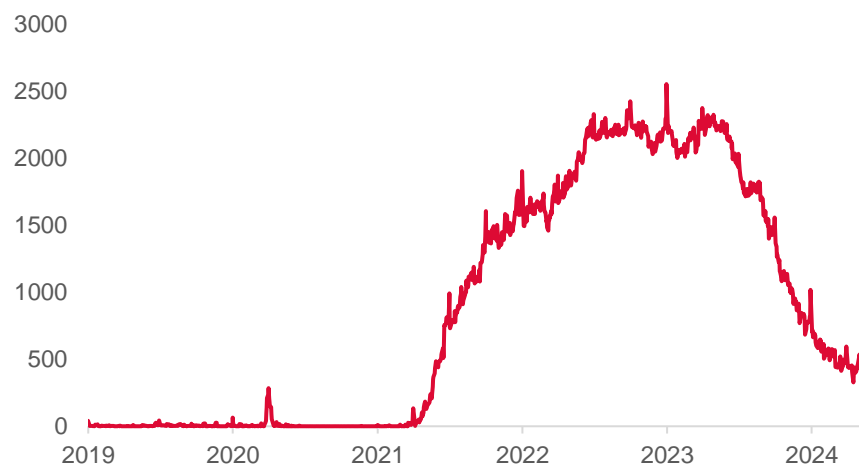
ГРАФИК 15: Доходы и расходы федерального бюджета США - LTM, трлн долл.



Источник: FRED, МКБ Инвестиции

Большой уровень бюджетного дефицита заставляет держать объемы размещений treasuries на повышенном уровне, что может оттягивать ликвидность с рынка. За период 2021-2022 гг. большой объем избыточной ликвидности копился в операциях обратного РЕПО с ФРС, но, начиная с 2023 года мы видим обратную динамику, в результате чего объем операций сократился с \$2,3 трлн весной прошлого года до текущих примерно \$400 млрд. Продолжение этой тенденции (уменьшения запасов ликвидности) может сделать доходности treasuries еще более восприимчивыми к объему предложения со стороны Минфина.

ГРАФИК 16: Объем операций обратного РЕПО overnight



Источник: FRED, МКБ Инвестиции

Динамика безрисковых ставок в последние годы оказывала весомое влияние на различные классы активов, и, вероятно, продолжит оказывать в дальнейшем. В базовом сценарии ждем к концу года начала тенденции по снижению ставок со стороны ведущих центральных банков, но, насколько быстро мы придем к нейтральному диапазону, сейчас предполагать крайне проблематично. Что касается длинных ставок, то потенциал снижения доходностей здесь без сценария ухода в рецессию выглядит достаточно ограниченным. ФРС за последние месяцы немного

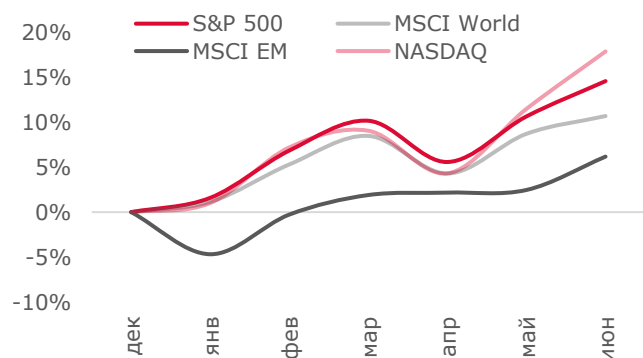
корректирует вверх уровень долгосрочно нейтральной ставки (в последней точечной диаграмме медианой Longer Run выступает 2,75%). С учетом необходимости иметь определенный уровень временной премии и наличия рисков повышенных объемов предложения treasuries, сегодняшние 4-4,3% в десятилетних treasuries выглядят скорее справедливо.

## ГЛОБАЛЬНЫЕ РЫНКИ

Тренды 2023 года оставались в силе и в первом полугодии 2024 года. На рынках акций основные бенчмарки демонстрируют позитивную динамику, при этом emerging markets вновь в числе отстающих. Индекс S&P 500 прибавляет с начала года 14,6% (данные на 21 июня), и за этот период более 30 торговых дней завершили обновлением исторических максимумов.

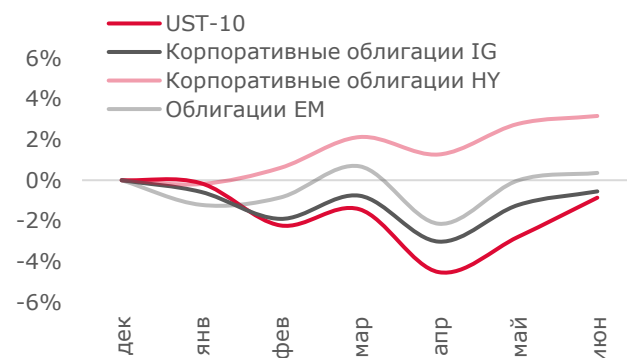
На долговом рынке кредитный риск по-прежнему оплачивался лучше, чем процентный – как результат, сегмент High Yield вновь выделялся в положительную сторону, тогда как длинные облигации находились под давлением.

ГРАФИК 17: Доходность рынков акций с начала года по 21 июня



Источник: Investing, МКБ Инвестиции

ГРАФИК 18: Доходность рынков облигаций с начала года по 21 июня



Источник: Investing, МКБ Инвестиции

В стратегии на 2024 год мы уже отмечали сравнительно низкий уровень кредитных спредов, и за первое полугодие этого года спреды стали только еще меньше. Для примера, средний корпоративный спред для сегмента Moody's BAA к середине года опустился ниже 1,5% - это минимумы с середины 90-х годов.

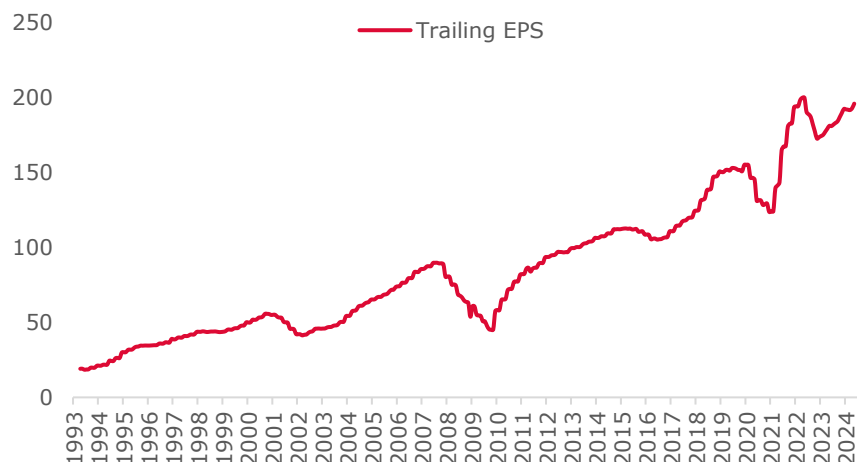
ГРАФИК 19: Корпоративный спред для сегмента Moody's Baa



Источник: Оценка МКБ Инвестиции

Уровень корпоративных прибылей постепенно продолжает движение вверх, но темпы роста прибыли уступают росту фондовых индексов.

ГРАФИК 20: EPS для индекса S&P 500



Источник: Оценка МКБ Инвестиции

Так, средний трейлинговый P/E для индекса S&P 500 к 20-м числам июня вырос до примерно 27x (исторически высокие уровни). Форвардная оценка на год вперед примерно соответствует 23-24x., а P/E 2025 чуть ниже 22x. Даже без учета уровня ставок в экономике рынок акций выглядит относительно дорого.

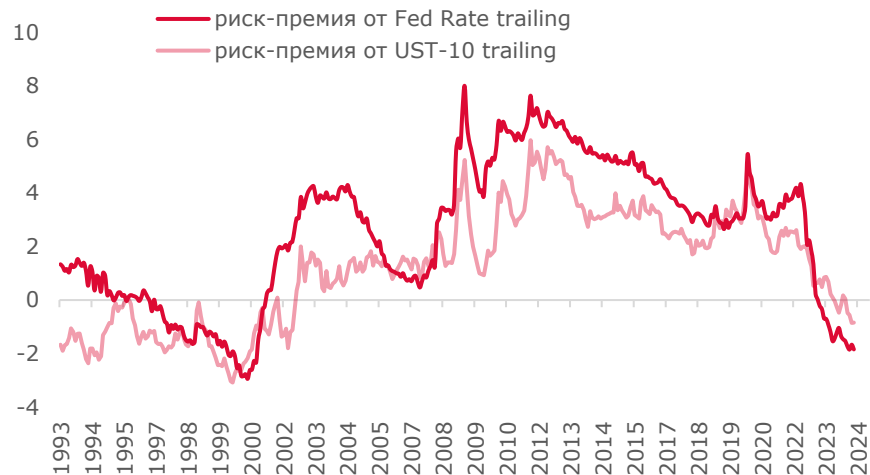
ГРАФИК 21: Мультипликаторы американского рынка акций



Источник: Оценка МКБ Инвестиции

Мы убеждены в том, что смотреть на базовые мультипликаторы 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 значений.

ГРАФИК 22: Риск-премия для S&P 500

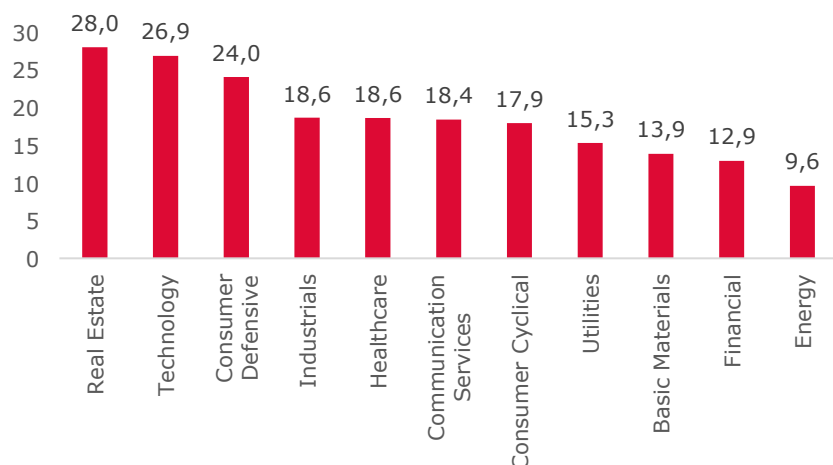


Источник: Оценка МКБ Инвестиции

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, либо за счет значительного снижения процентных ставок.

При этом говорить о том, что весь американский рынок торгуется по очень высоким мультипликаторам с учетом ставок на долговом рынке тоже было бы излишним упрощением. Если отбросить совсем небольшой сегмент акций компаний Real Estate и, напротив, занимающий самую большую долю сектор Technology, то оставшаяся часть рынка торгуется по уже более приемлемым мультипликаторам (причем разница в оценках далеко не всегда компенсируются намного более высокими темпами роста у лидеров).

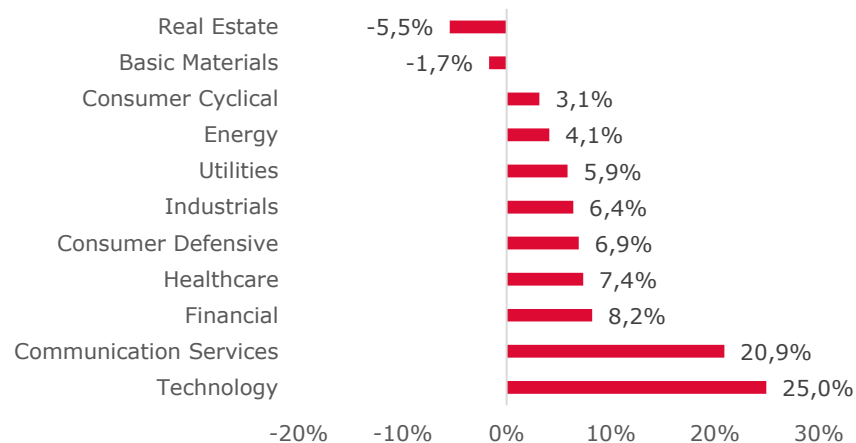
ГРАФИК 23: Мультипликатор P/E Forward в разрезе секторов



Источник: Finviz, МКБ Инвестиции

Обращаем внимание, что сильный перформанс американского рынка акций в этом году был в значительной степени обусловлен динамикой всего двух секторов – Technology и Communication Services, в то время как средний рост всех других секторов составляет около 4%.

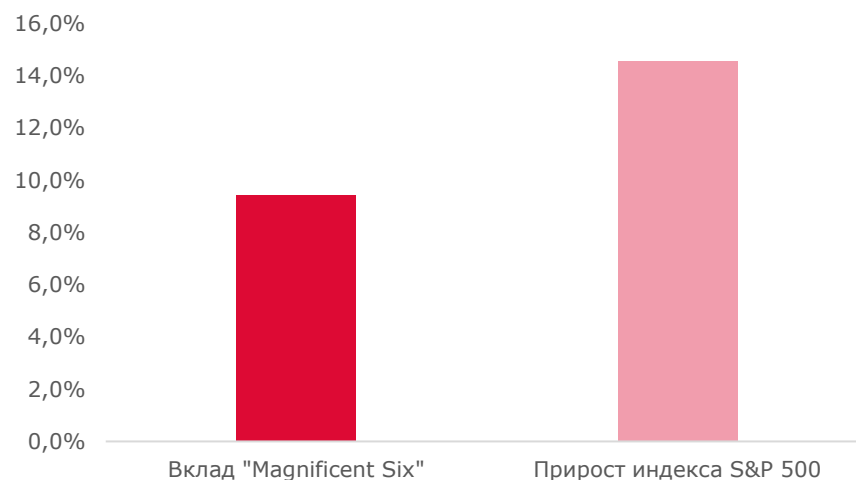
ГРАФИК 24: Динамика основных секторов S&P 500 с начала года



Источник: Finviz, МКБ Инвестиции

Как и по итогам прошлого года, в первом полугодии 2024 года огромный вклад в общий рост фондовых индексов оказала узкая группа компаний. По итогам полугодия бывшая группа «Magnificent Seven» (семь технологических компаний с наибольшей долей в индексе S&P 500) трансформировалась в «Magnificent Six» (проблемы Tesla вытолкнули ее из первой семерки по капитализации). В результате к середине года крупнейшие 6 компаний в индексе S&P 500 занимают в нем около 31%, а прирост индекса с начала года примерно на 2/3 обеспечен именно ростом шести крупнейших компаний.

ГРАФИК 25: Вклад крупнейших компаний в прирост индекса S&P 500 с начала года

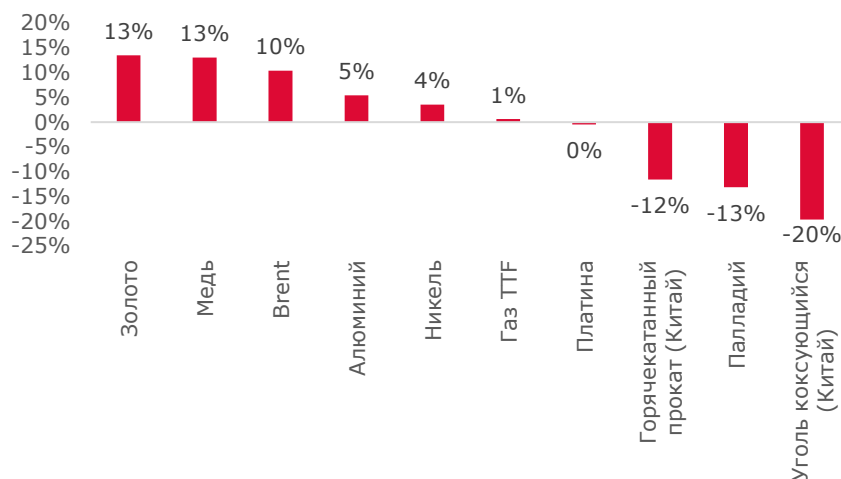


Источник: Finviz, МКБ Инвестиции

Прошедший в середине июня опрос Bank of America, охвативший 206 участников с \$640 млрд под управлением, выявляет покупку «Magnificent Seven» как один из самых популярных («crowded») трейдов в истории. Данный опрос проходит ежемесячно, соответственно, по нему также можно определять общий уровень аппетита инвесторов. Так, общий уровень оптимизма достиг максимальных уровней с ноября 2021 года, а уровень кэша в портфеле опрошенных участников находится вблизи минимальных за три года уровней.

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. При этом на сырьевом рынке после слабого прошлого года основная группа commodities показала по итогам этого полугодия смешанную динамику.

ГРАФИК 26: Изменение цен на сырьевые активы с начала года



Источник: Investing, Macromicro, МКБ Инвестиции

Цены на нефть марки Brent последние полтора года большую часть времени проводят в диапазоне 75-90 долл/барр., и за последние месяцы картина не сильно изменилась. Ключевое влияние на баланс спроса и предложения продолжают оказывать ограничения ОПЕК+, и в июне основа сделки (договоренность о сокращениях на 1,7 млн барр/сутки) была пролонгирована на 2025 год, а добровольные ограничения в размере 2,2 млн барр/сутки были продлены на третий квартал этого года (часть инвесторов ожидала продления до конца года).

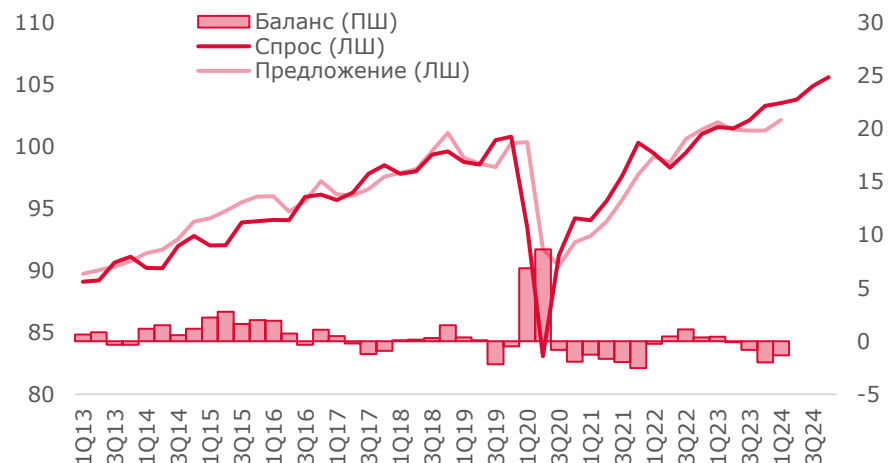
ГРАФИК 27: Динамика цен на нефть марки Brent



Источник: Investing, МКБ Инвестиции

С конца прошлого года рынок нефти остается в состоянии дефицита, но этот дефицит может моментально испариться в случае нарушения дисциплины ОПЕК+. В своем последнем ежемесячном отчете ОПЕК прогнозировал рост спроса на нефть в 2024 году на уровне в 104,5 млн барр/сутки (прирост на 2,25 млн барр/сутки) и в 2025 году на уровне в 106,3 млн барр/сутки (прирост на 1,85 млн барр/сутки). По мере роста спроса ограничения на добычу внутри ОПЕК+ будут сниматься, и прошедшие полгода определенно приблизили нас к моменту начала отхода от ограничений. Насколько плавным будет этот процесс? – основной вопрос для будущего нефтяных котировок.

ГРАФИК 28: Баланс рынка нефти по оценке ОПЕК



Источник: ОПЕК, МКБ Инвестиции

Уровень коммерческих запасов нефти и нефтепродуктов в США к середине июня находится выше сопоставимых по сезонности уровней 2022-2023 гг. и примерно соответствует средним уровням 2015-2019 гг. Находящийся вблизи многолетних минимумов объем стратегических нефтяных резервов, вероятно, не сильно изменится до ноябрьских президентских выборов в США (более того, в середине июня от Администрации Байдена прозвучали комментарии о возможности новых продаж нефти из SPR в случае дальнейшего роста цен на топливо). Фактор низких стратегических запасов может стать некоторой защитой при сценарии снижения мирового спроса и падения цен на нефть, но при нейтральной динамике нефтяных цен закладываться на него вряд ли рационально.

ГРАФИК 29: Запасы нефти в США, тыс. барр.



Источник: EIA, МКБ Инвестиции

**Выводы по части «глобальные рынки»:**

- В первом полугодии мировая экономика продолжает чувствовать себя лучше ожиданий, оценки экономического роста по ряду стран продолжают двигаться вверх, однако есть основания полагать, что значительная часть

этого позитива уже заложена в цены, а пространство для негативных сюрпризов возросло.

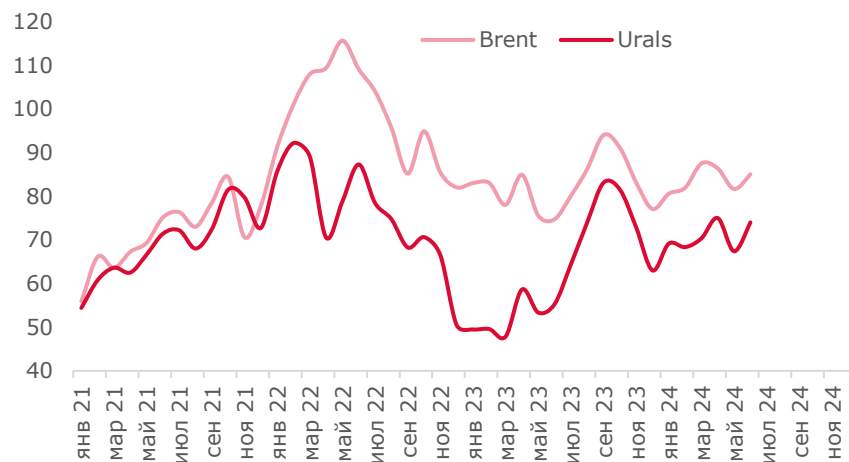
- Инфляция в развитых странах продолжает торможение, но до целевых показателей еще далеко. В первом полугодии из ведущих ЦБ начали цикл смягчения лишь ЕЦБ, Банк Швейцарии и Банк Канады. Высоки шансы, что до конца года к ним присоединится большинство коллег во главе с ФРС, но в любом случае темпы снижения ставок ожидаются более плавными по сравнению с ожиданиями полугодовой давности.
- Американский рынок акций торгуется по достаточно высоким мультипликаторам, а размер премии за риск находится на минимумах более чем за два десятилетия. При этом основная дороговизна рынка сосредоточена в отдельных секторах (даже в отдельных компаниях), вне которых инвестор может искать интересные возможности. В условиях более низких риск-премий вырастает значимость активного управления.

## РОССИЙСКАЯ ЭКОНОМИКА

Российская экономика продолжает чувствовать себя намного сильнее ожиданий. Если в 4 кв. прошлого года Банк России ожидал в 2024 году резкого торможения роста до 0,5-1,5%, то уже в апреле этого года оценка на 2024 год поднялась до 2,5-3,5%. Буквально каждое выступление представителей Банка России сопровождается комментариями об «отклонении российской экономики вверх от траектории сбалансированного роста». Основным риском для макростабильности в этих условиях является инфляция, в то время как ситуация с бюджетом, платежным балансом выглядит достаточно стабильной.

Цены на нефть и другие энергоресурсы продолжают оказывать сильное влияние на российскую экономику в разрезе федерального бюджета, счета текущих операций, курса национальной валюты. Большую часть первого полугодия цены на нефть марки Brent держались в диапазоне \$75-90 за баррель, дисконты Urals к Brent были относительно стабильными.

ГРАФИК 30: Динамика цен на нефть марок Brent и Urals



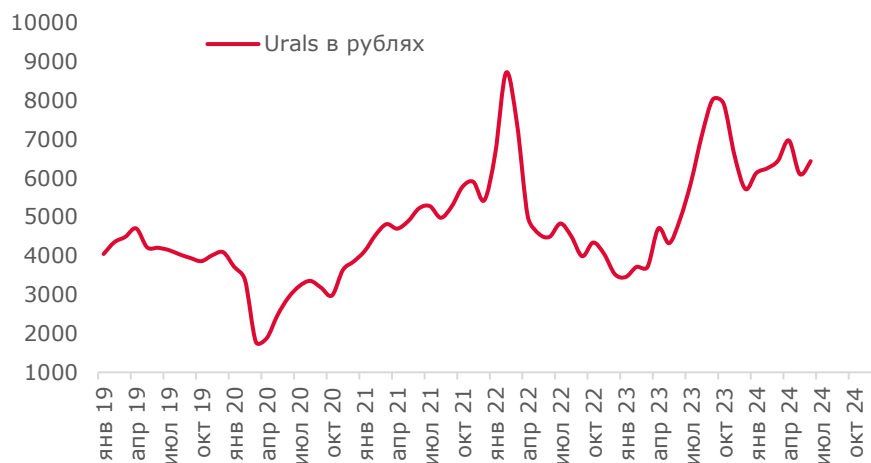
Источник: Минфин РФ, МКБ Инвестиции

В рублевом выражении цены на нефть находятся на вполне комфортных для бюджета и российских нефтяных компаний уровнях вблизи 6500 руб/барр. - это



близко заложенным в бюджет ценам, и обеспечивает достаточный уровень притока валюты в страну в разрезе платежного баланса.

ГРАФИК 31: Цена Urals в рублях



Источник: Минфин РФ, МКБ Инвестиции

Волатильность рубля в начале года значительно снизилась по сравнению с прошлым годом – до середины июня пара доллар/рубль большую часть времени проводила в диапазоне 88-94 руб/долл. В середине июня на валютном рынке произошли значительные изменения – введение санкций на НКЦ привело к прекращению биржевых торгов в парах с американским долларом, евро и гонконгским долларом. Прекращение биржевых торгов основными валютными парами увеличило волатильность валютных курсов – на внебиржевых торгах пара доллар/рубль краткосрочно опустилась ниже отметки в 83 руб/долл., но постепенно курс возвращается на более привычные 87-90 руб/долл.

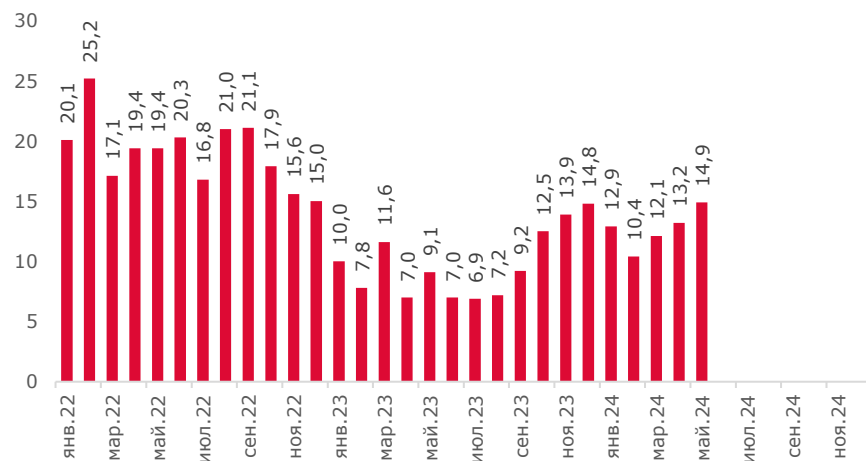
Наша оценка равновесного валютного курса строится на понимании размера ключевых статей платежного баланса, но в последнее время с этим есть ряд сложностей. Задержки в поступлении денежных средств за экспортные товары и проблемы с платежами за импорт, которые часто фигурируют в СМИ, сложно оценить количественно, но тем не менее эти факторы могут в краткосрочной перспективе оказывать значительное влияние на валютный курс.

В последнем среднесрочном прогнозе Банка России (апрель 2024 г.) на этот год ставилась оценка профицита по счету текущих операций на этот год на уровне в \$50 млрд., при этом за период январь-май приток по текущему счету по данным ЦБ уже составил \$38,1 млрд. На наш взгляд, при сохранении цен на нефть на текущем уровне итоговая цифра профицита по текущему счету может оказаться несколько выше последнего прогноза ЦБ, при этом традиционный летний период отмечен слабой сезонностью для текущего счета, соответственно, в отдельно взятые месяцы мы можем видеть и отток по счету текущих операций.

**ГРАФИК 32: Счет текущих операций РФ**


Источник: ЦБ РФ, МКБ Инвестиции

В четвертом квартале прошлого года правительство ввело валютные ограничения для экспортеров, которые пока продолжают действовать, но с заметными послаблениями. Так, в апреле был увеличен срок зачисления валюты на свои счета, а в июне доля валютной выручки, подлежащая обязательной продаже, уменьшилась с 80% до 60%. Данная мера способствует тому, что с октября прошлого года ежемесячный объем чистых продаж валюты крупнейшими экспортерами не опускался ниже отметки в \$10 млрд.

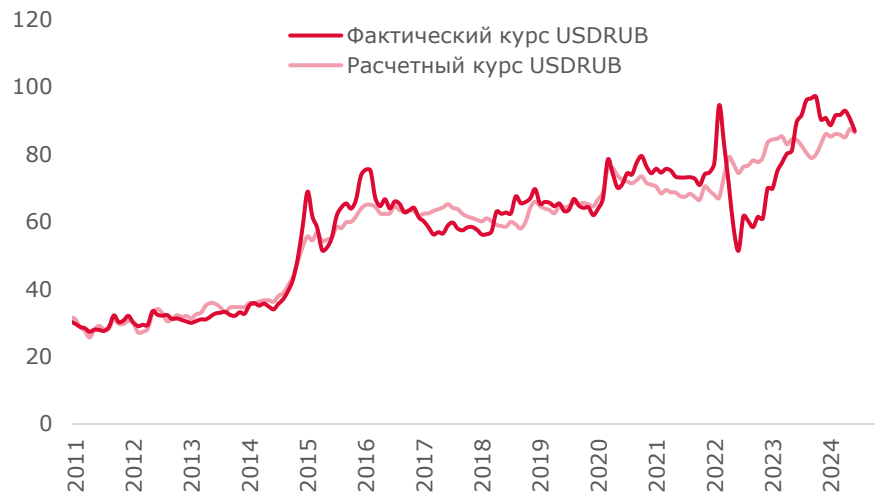
**ГРАФИК 33: Чистые продажи валюты крупнейшими экспортерами**


Источник: ЦБ РФ, МКБ Инвестиции

С начала этого года Банк России возобновил проведение операций на валютном рынке в рамках бюджетного правила, однако эти операции сальдируются с расходами ФНБ сверх бюджетного правила и объемом инвестирования ФНБ в разрешенные финансовые активы, выраженные в рублях. В итоге общее сальдо операций выражается в умеренном объеме ежемесячных продаж валюты со стороны Банка России - среднесуточный объем продаж валюты за первое полугодие составлял 7-8 млрд руб., во втором полугодии эта цифра может заметно сократиться (изменение базы по части, связанной с зеркалированием составит примерно 4 млрд руб. в сутки), но общее сальдо в базовом сценарии останется в пользу продаж валюты.

Если с лета прошлого года мы отмечали, что, согласно нашей модели, рубль был несколько недооценен, то к середине этого года можно говорить о том, что текущие уровни по паре доллар/рубль близки к равновесию. В качестве рисков для рубля на второе полугодие отмечаем сезонную слабость счета текущих операций в ближайшие месяцы, ослабление ограничений по продаже валютной выручки, возможность увеличения оттока капитала в рамках следок по выкупу доли нерезидентов в российских компаниях и, разумеется, возможность снижения нефтяных цен, при этом в базовом сценарии при сегодняшних ценах на нефть и текущем уровне основных макро-показателей считаем более вероятным до конца года нахождение пары вблизи отметки в 90 руб/долл.

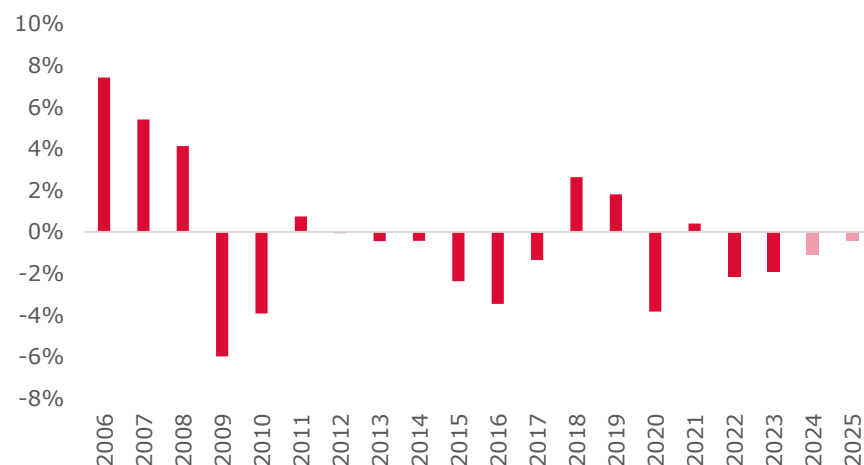
ГРАФИК 34: Фактический и расчетный курс USDRUB



Источник: МКБ Инвестиции

Говоря о бюджетном вопросе, отмечаем, что в начале июня Правительство внесло корректировки в параметры бюджета на этот год. Оценка расходов была повышена с 36,66 до 37,18 трлн руб., в доходной части некоторое уменьшение нефтегазовых доходов практически компенсировано увеличением ненефтегазовой части. Общая оценка дефицита бюджета выросла с 1,6 до 2,1 трлн руб., что в любом случае составляет относительно скромный 1,1% ВВП.

ГРАФИК 35: Дефицит федерального бюджета, % ВВП

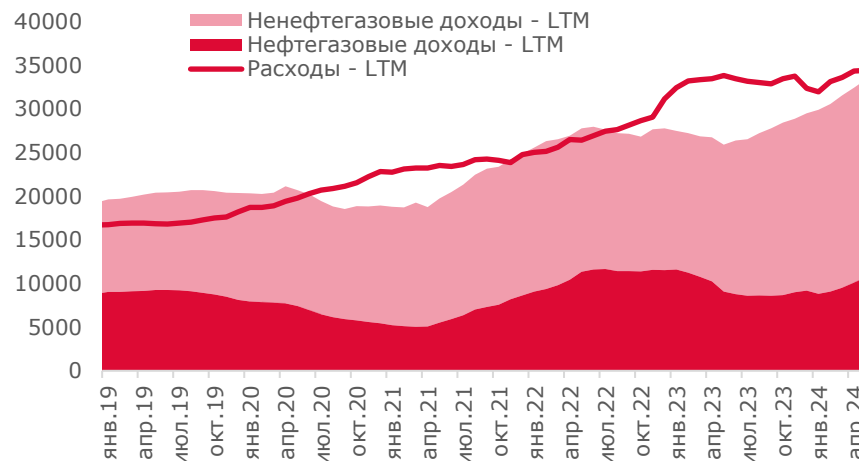


Источник: Минфин РФ, МКБ Инвестиции

Если смотреть на динамику расходов, то за последние два года определенные искажения стандартной сезонности были вызваны авансированием части расходов.

Если оценить расходы в формате last twelve months, то уже больше года показатель держится вблизи 33-34 трлн руб. До конца этого года нас ждет рост этого показателя, соответственно, можно говорить об некотором усилении бюджетного импульса. При этом текущий вариант бюджета на 2025 год предполагает заметное сокращение расходов в следующем году – здесь по-прежнему остается много неопределенности, соответственно, с большим вниманием следим за обновленными показателями бюджета, которые будут представлены осенью. В базовом сценарии, особенно с учетом предстоящей налоговой реформы, не ждем сокращения расходов.

ГРАФИК 36: Исполнение федерального бюджета, млрд руб.

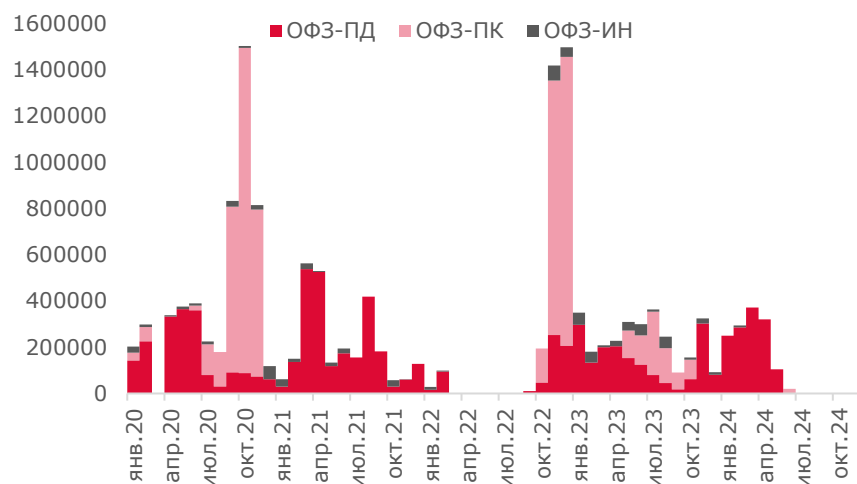


Источник: Минфин РФ, МКБ Инвестиции

Важным источником финансирования дефицита остается размещение ОФЗ – фактор, который оказывает весомое влияние на долговой рынок в последние полтора года. С начала этого года Минфин на еженедельных аукционах размещал практически только ОФЗ с фиксированным купоном преимущественно длинной дюрации, что, с нашей точки зрения, оказывало давление в сторону роста доходностей по длинным бумагам. В конце мая, видя нервность на долговом рынке, Минфин на три недели отказался от проведения аукционов, а 19 июня представил к размещению два выпуска – в итоге аукцион по длинной бумаге с фиксированным купоном признан несостоявшимся, а длинный флоатер был размещен на скромные 20,7 млрд руб. при спросе в 248 млрд руб.

Периоды четвертых кварталов 2020 и 2022 года показали, как при необходимости бюджет может в короткие сроки привлечь огромные суммы за счет размещения флоатеров, однако текущая риторика представителей Минфина говорит о желании сосредоточить основной объем размещений на классических выпусках с фиксированным купоном, поэтому этот фактор риска для длинных облигаций пока сохраняется.

ГРАФИК 37: Результаты аукционов Минфина по размещению ОФЗ



Источник: Минфин РФ, МКБ Инвестиции

## ИНФЛЯЦИЯ, КЛЮЧЕВАЯ СТАВКА И РЫНОК ОБЛИГАЦИЙ

Инфляционные риски остаются доминирующими в общей макро-картине. Годовой показатель инфляции к середине года превысил отметку в 8%, ожидаемый июльский рост тарифов может добавить еще несколько десятых процентных пунктов, однако после этого эффект базы с большой долей вероятности будет способствовать снижению годового показателя инфляции к концу года. Банк России в последнем среднесрочном прогнозе от апрельского заседания ожидал снижения инфляции к концу года до 4,3-4,8%. Наши оценки прогресса в торможении инфляции заметно скромнее, но в любом случае предполагают снижение годовых цифр ближе к отметкам в 6-6,5% до конца года.

Чтобы избежать сильного влияния эффекта базы, логично смотреть на текущий инфляционный импульс. Трехмесячный импульс с корректировкой на сезонность находился на уверенно двузначных уровнях осенью прошлого года, с тех пор прогресс очевиден, но до целевых показателей пока не дотягивает (наша текущая оценка чуть выше 6% SAAR, оценка Банка России – 6,9%). Отдельно взятые данные за май и недельные данные в начале июня выглядят более негативно – сезонно-скорректированная инфляция вновь приблизилась к двузначным значениям. Значительную часть роста объясняет ускорение цен в авиаперелетах, туристических услугах и поднятии цен на российские автомобили (все это скорее разовые вещи), поэтому об устойчивости нового инфляционного импульса судить точно рано, однако в любом случае проинфляционные риски остаются существенными.

С декабря прошлого года Банк России держит ключевую ставку неизменной на уровне в 16%, но за это время ожидания рынка относительно будущей траектории ставок существенно скорректировались. Если в конце прошлого года консенсусом был сценарий старта снижения ставок в середине этого года (даже базовый прогноз ЦБ предполагал среднегодовой уровень ставки в 2024 году в 13,5%), то теперь последние комментарии представителей Банка России говорят о рисках дополнительного роста ключевой ставки в ближайшие месяцы. В нашем понимании большое значение будет иметь июльское заседание Банка России, которое будет сопровождаться обновленным прогнозом регулятора. С большой долей вероятности, ждем повышения прогноза по инфляции на этот год и среднегодового диапазона ключевой ставки на 2024-2025 гг., допуская также рост ключевой ставки до 17-18%.

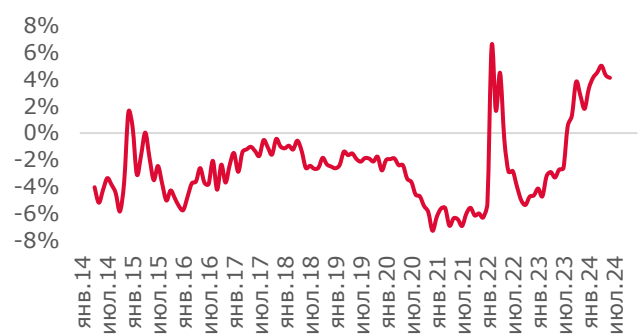
При этом текущая денежно-кредитная политика уже является достаточно жесткой практически в любом разрезе. Дифференциал между уровнем ключевой ставки и текущим инфляционным импульсом или ключевой ставкой и уровнем инфляционных ожиданий находится на рекордных максимумах, однако даже при таких высоких ставках темпы роста кредитования значительно превосходят ожидания, формировавшиеся в конце прошлого-начале текущего года. Пример жесткой ДКП в других развивающихся странах показывает, что, вероятно, для выраженного эффекта на инфляцию срок удержания жесткого монетарного курса должен занимать больше времени.

**ГРАФИК 38: Ключевая ставка Банка России и текущий инфляционный импульс**



Источник: Банк России, МКБ Инвестиции

**ГРАФИК 39: Разница между ключевой ставкой и инфляционными ожиданиями**



Источник: Банк России, МКБ Инвестиции

В то время как большое внимание инвесторов сегодня сфокусировано на краткосрочных ожиданиях по ключевой ставке, мы предлагаем фокусироваться на более среднесрочных перспективах. В нашем понимании, очевидно, что потенциал для снижения ключевой ставки в ближайшие пару лет очень внушителен. На текущий момент Банк России оценивает нейтральный уровень ставки в 6-7%. Осенью эта оценка может быть скорректирована, но в нашем понимании вряд ли больше чем на 100 б.п. Именно уровень нейтральной ставки должен восприниматься как некий ориентир, к которому ключевая ставка будет приближаться по мере взятия инфляции под контроль. Ожидания старта процесса смягчения ДКП определенно сдвинулись на более поздний срок, но точно не отменились.

Изменения краткосрочных ожиданий по ключевой ставке и большой объем размещений гособлигаций сдвинули всю кривую ОФЗ с начала года вверх на 300-450 пунктов. Если в конце прошлого года при подготовке стратегии на 2024 год мы отмечали, что на тот момент вся кривая ОФЗ обеспечивала доходности сильно ниже доходностей денежного рынка, то к середине года ситуация принципиальным образом изменилась. В то время как первое полугодие было временем фондов денежного рынка (можно добавить сюда флоатеры, короткие корпоративные облигации), то, с нашей точки зрения, сейчас приоритеты должны измениться в пользу увеличения дюрации портфеля (разумеется, при готовности брать на себя процентный риск).

ГРАФИК 40: Изменение кривой ОФЗ

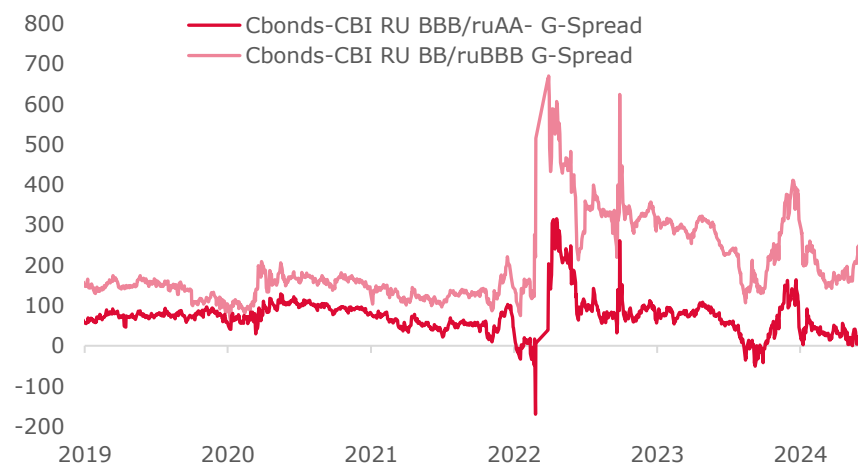


Источник: Московская биржа, МКБ Инвестиции

Поиск конкретной точки для увеличения дюрации должен зависеть от следующих событий: подход Минфина в ближайшие недели к проведению аукционов по размещению ОФЗ (размещаются ли флоатеры, или основной объем по-прежнему сосредоточен на облигациях с фиксированным купоном?), обновленный прогноз Банка России на июльском заседании (как меняется прогноз по среднегодовой ставке на следующий год?), параметры федерального бюджета на следующий год – все это может привести к дополнительной волатильности в длинных ставках, однако в любом случае мы считаем, что долговой рынок уже близок к точке разворота.

В вопросе кредитных спредов наш тезис за прошедшие полгода не поменялся. Значение корпоративного спреда для группы самых качественных бумаг (с рейтингом не ниже «АА-» по российской шкале) находится на сравнительно низком историческом уровне, спреды для бумаг с более низким кредитным качеством, напротив, относительно высоки.

ГРАФИК 41: Корпоративные спреды CBONDS



Источник: CBONDS, МКБ Инвестиции

## РОССИЙСКИЙ РЫНОК АКЦИЙ

С января по середину мая российский рынок акций чувствовал себя достаточно уверенно – индекс Мосбиржи забрался к отметке в 3500 пунктов, а индекс с учетом дивидендов вплотную подобрался к максимумам осени 2021 года. Однако с 20-х чисел мая коррекция, вызванная ростом ставок на долговом рынке и ожиданиями роста налоговой нагрузки (повышение налога на прибыль по всей экономике и НДС в ряде отраслей) привели к нивелированию почти всего достигнутого с начала года роста.

ГРАФИК 42: Динамика индекса МосБиржи Total Return



Источник: Московская биржа, МКБ Инвестиции

Опубликованные итоговые финансовые результаты за 2023 год значимых сюрпризов скорее не принесли. Мы по-прежнему оцениваем общий размер прибыли на акцию (мы используем скорректированный показатель, чтобы очистить прибыль от разовых статей) для индекса Мосбиржи близко к 600 пунктам. Повышение ставки налога на прибыль с 2025 года с 20% до 25% при прочих равных уменьшает чистую прибыль компаний на 6,25%. Наша оценка показателя P/E для индекса Мосбиржи к середине года находится чуть выше 5x – умеренно дешево, но это только если смотреть в отрыве от доходностей по альтернативным инструментам.

ГРАФИК 43: P/E для индекса Мосбиржи



Источник: Оценка МКБ Инвестиции



Однако, как и для глобальных рынков, в России мы сравниваем доходность рынка акций с доходностью на долговых/денежных рынках. Здесь мы видим, что на фоне повышения процентных ставок риск-премия в акциях заметно снизилась, сейчас эти оценки заметно ниже исторических средних значений.

ГРАФИК 44: Риск-премия для российских акций



Источник: Оценка МКБ Инвестиции

В стратегии на 2024 год мы писали, что придерживаемся консервативного взгляда в отношении перспектив широкого рынка, и по прошествии первого полугодия эту позицию не меняем. В портфелях, предполагающих аллокацию в разные классы активов (рублевые акции/рублевые облигации) мы не видим оснований держать долю акций выше бенчмарка (в ряде портфелей держим долю акций ниже бенчмарка). При этом отдельные корпоративные истории по-прежнему выглядят интересно, и, с нашей точки зрения, могут обеспечивать более высокую доходность в сравнении со ставками на долговом рынке на горизонте ближайших лет даже с поправкой на риск.

## СЕКТОРАЛЬНЫЙ РАЗРЕЗ

На наш взгляд, к текущему моменту даже крупнейшие российские компании подошли в принципиально разной форме – в ряде имен мы по-прежнему видим стабильные финансовые результаты и относительно привлекательную оценку акций, тогда как ряд эмитентов, по нашему мнению, сталкиваются с серьезными вызовами и/или торгуются по завышенным мультипликаторам. При выборе фаворитов продолжаем фокусироваться на именах, выделяющихся за счет возможности генерировать высокий уровень денежного потока на акционеров относительно сегодняшних цен на акции либо на компаниях, имеющих возможность сильно вырасти в размере в ближайшие годы.

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 44%, соответственно, недовес/перевес в этом секторе часто может сыграть определяющую роль в динамике портфеля относительно индекса. В современных условиях мы по-прежнему отдаем предпочтение нефтяным компаниям, нежели газовым (при этом уже состоявшаяся в первом полугодии коррекция в Новатэке и Газпроме уменьшила разрыв между ожидаемой доходностью в нефтяных и газовых фишках). При ценах на нефть вблизи \$65-70 за баррель по Urals считаем, что целый ряд нефтяных фишек будут генерировать уверенно двузначный уровень дивидендной доходности, а к числу наших фаворитов помимо двух ведущих нефтяных компаний (Лукойл и Роснефть) добавляется третья - Газпромнефть.

Фавориты:

- **Лукойл:** На сегодняшний день компания остается одной из самых дешевых в секторе (торгуется около 2 EV/EBITDA) и при этом выделяется подходом к выплате дивидендов (ранее направляла акционерам 100% скорректированного денежного потока вместо 50% чистой прибыли у большинства компаний сектора), за счет чего может обеспечить в ближайший год более высокий уровень дивидендной доходности.
- **Роснефть:** По сегодняшним ценам компания по-прежнему оценивается на уровне сектора, при этом имея в запасе масштабный проект роста – «Восток Ойл». Мы считаем, что выход проекта на новую стадию развития в ближайший год может способствовать изменению подхода к оценке бизнеса и некоторому раскрытию стоимости.
- **Газпромнефть:** Коррекция цен на акции с начала этого года улучшает привлекательность бумаг, что вкуче с возможным переходом на более высокую долю чистой прибыли, выплачиваемой в виде дивидендов, заставляет нас добавить бумаги в число фаворитов.

Риски для сектора: Основным риском для сектора остается динамика нефтяных котировок. Возможность падения спроса на сырье при сценарии рецессии в развитых странах или нарушение дисциплины ОПЕК+ в вопросе соблюдения квот на добычу – все это может привести к резкому падению нефтяных цен.

## Финансы (выше рынка)

Банковский сектор продолжает сохранять отличную форму. Объемы кредитных портфелей продолжают расти, снижение процентной маржи носит преимущественно умеренный характер, показатели Cost of Risk находятся на исторически невысоких уровнях. Акции Сбербанка для нас остаются одной из самых очевидных историй на рынке акций, но в этот раз в число фаворитов добавляем также и бумаги ВТБ, которые, с нашей точки зрения, выглядят настолько дешево, что это оправдывает риски и вероятное отсутствие дивидендов от эмитента в ближайшие два года.

Фавориты:

- **Сбербанк:** Ежемесячные данные по РСБУ убеждают нас в стабильном состоянии банка. Мы отмечаем умеренное снижение процентной маржи и некоторое ускорение в росте операционных расходов, однако в базовом сценарии ожидаем по итогам этого года очередного рекорда по чистой прибыли. К середине года акции банка торгуются примерно на уровне 4,5 P/E 2024 года, что мы считаем достаточно привлекательной оценкой.
- **ВТБ:** Каждый кризис бизнес ВТБ оказывался одним из самых пострадавших, а от потерь 2022 года до сих пор не оправился, однако сегодняшняя цена

акций, с нашей точки зрения, выглядит неоправданно низкой.

Представленная в первом квартале стратегия развития на ближайшие три года содержит достаточно амбициозные цели по рентабельности, и даже просто приближение к этим уровням может способствовать сокращению дисконта в оценке акций по отношению к конкурентам. Из негативного момента отмечаем низкую вероятность получения дивидендов от компании в ближайшие два года, однако повторимся, что, по нашему мнению, сегодняшняя цена акций учитывает основной негатив.

Риски для сектора: Одной из тенденций последних кварталов для большинства банков является сравнительно низкий объем Cost of Risk – видим риски некоторого роста объемов резервирования по сектору.

### **Металлы и добыча (ниже рынка)**

В секторе металлов и добычи по-прежнему испытываем дефицит идей. Взгляд на представителей черной металлургии остается нейтральным – позитивно воспринимаем возврат к выплате дивидендов, однако при сегодняшних ценах на продукцию ожидаем в ближайшее время увидеть отношение свободного денежного потока к капитализации вблизи 10%, что не выделяется на основании широкого рынка. Снижение ряда цветных металлов (в первую очередь, цен на палладий) и наши консервативные взгляды по ценам на золото не позволяют включить в число фаворитов представителей цветной металлургии и золотодобытчиков. Тем не менее, одну компанию выделяем и в этом секторе.

Фавориты:

- **Алроса:** неопределенность относительно влияния санкций на бизнес компании сохраняется, однако комментарии менеджмента относительно подтверждения целевых ориентиров по добыче на этот год позволяют нам считать этот эффект ограниченным. Даже при сегодняшних достаточно низких ценах на алмазы, по нашей оценке, компания может генерировать двузначный уровень доходности денежного потока на акционеров, а ожидаемый на ближайшие годы дефицит в секторе создает перспективы для улучшения инвестиционного кейса.

Риски для сектора: Сектор металлов и добычи традиционно имеет большую восприимчивость к состоянию экономического цикла. Помимо этого, следим за окончательными параметрами изменения налоговой системы, которые за счет изменения ставок НДС могут отразиться на секторе сильнее, чем на остальных.

### **Ритейл (выше рынка)**

Уже в первом квартале акции лидеров продуктового ритейла продемонстрировали бурный рост, после чего по одной бумаге (X5 Retail Group) торги были остановлены (ожидаем запуск торгов уже новыми российскими акциями осенью этого года), а по второй бумаге (Магнит) после рекомендации по дивидендам мы увидели ощутимую коррекцию. В результате к середине года обе компании вновь присутствуют в нашем числе фаворитов.

Фавориты:

- **Магнит:** Состоявшаяся в мае-июне коррекция в бумаге вновь создает возможности для покупок. Считаем, что в сегодняшних условиях с учетом значительного казначейского пакета компания может генерировать

двузначную дивидендную доходность акционерам, продолжая при этом экспансию.

- **X5 Retail Group:** После возобновления торгов осенью этого года ожидаем де-факто выкупа акций с дисконтом у нерезидентов и возврата к выплате дивидендов, что, в нашем понимании, должно способствовать раскрытию внутренней стоимости.

Риски: Продуктовый ритейл традиционно является сектором, работающим с очень низкой маржой, а риторика менеджмента компаний заставляет еще несколько снизить ориентиры по марже на будущие периоды.

### Технологии (на уровне рынка)

В стратегии на 2024 год мы делали акцент на акциях технологического сектора (Яндекс, Озон), но уже состоявшийся рост акций ограничивает для нас будущий потенциал роста. В качестве локальных триггеров отмечаем, что из-за изменения методологии формирования структуры индекса Мосбиржи доля сектора в индексе за последний год существенно снизилась (суммарный вес компаний, которых мы относим к этому сектору, составляет менее 3%). После решения инфраструктурных вопросов (реорганизаций/редомициляций) высока вероятность повышения коэффициентов, ограничивающих вес, соответственно, доля сектора в индексе может быть увеличена. Из новых имен, появившихся на рынке в результате IPO, выделяем акции Каршеринга, но для полноценного включения в число фаворитов хотим увидеть более серьезного прогресса с точки зрения роста операционных результатов.

Фавориты:

- **Яндекс:** На момент подготовки стратегии торги на Московской бирже акциями нидерландской компании уже приостановлены, а в июле начнутся торги уже акциями новой российской компании. Несмотря на рост акций в первом полугодии примерно на 50%, не считаем текущую цену акций завышенной. После запуска торгов на Московской бирже ожидаем включения бумаги в индекс, что может оказать дополнительную поддержку акциям.

Риски: Практически все компании сектора к середине года не выглядят дешевыми. Рост процентных ставок в России отражается и в росте ставки дисконтирования, что сильнее бьет именно по растущим компаниям, где основной денежный поток будет сгенерирован только через несколько лет.

### Другие секторы:

- **Самолет:** Сектор недвижимости традиционно выступает одним из самых пострадавших в период роста ставок, однако, как и в ряде других кейсов, периодически мы видим такие низкие цены на акции, что оправдывает большие секторальные риски. Несмотря на завершение льготной ипотеки, компания ставит перед собой амбициозные цели по дальнейшему росту бизнеса. В компании утверждена программа обратного выкупа акций, которая может быть задействована в случае продолжения снижения цен на бумаги. При улучшении общей конъюнктуры на рынке может постепенно приоткрываться дорога и к IPO «Самолет Плюс».

**Выводы по российскому рынку:**

- При сегодняшних ценах на нефть ситуация с платежным балансом, бюджетом и валютным курсом выглядит относительно стабильной. На текущий момент основные риски связаны с повышенной инфляцией.
- За первое полугодие уровень ставок на долговом рынке сильно вырос, и, мы полагаем, что в этих условиях логичным будет постепенное увеличение дюрации облигационных портфелей (разумеется, при готовности принятия процентного риска).
- Риск-премия в российских акциях находится на уровне ниже среднего, что заставляет нас в портфелях, предполагающих аллокацию в разные классы активов, держать долю в акциях не выше бенчмарка.
- При этом ряд отдельных историй по-прежнему выглядят интересными. В акционной части портфелей мы продолжаем делать акцент на компаниях, обеспечивающих высокий уровень доходности денежного потока на акционеров желательно в сочетании с бурными темпами роста бизнеса в размере.

**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.**