

ВЗГЛЯД УПРАВЛЯЮЩЕГО

Мировая экономика: Мировая экономика находится в поздней стадии цикла. Рецессия в Еврозоне и Британии на следующий год является базовым сценарием, высоки шансы ухода в рецессию и в США. Инфляция в развитых странах к концу 2022 года остается на крайне высоких уровнях, но появляются выраженные сигналы на ее снижение.

Процентные ставки: В борьбе с высокой инфляцией мировые ЦБ подняли ставки до максимальных за последние годы уровней. К концу года риторика центральных банков стала мягче, но прогнозы регуляторов пока еще предполагают продолжение роста ставок в следующем году. Кривая treasuries к концу 2022 года уже демонстрирует выраженную инверсию – большая часть пути по поднятию ставок пройдена.

Глобальные рынки: Рост мировых процентных ставок оказал влияние практически на все классы активов. Мировые рынки акций в 2022 году заметно скорректировались, мультипликаторы нормализовались, однако за счет роста безрисковых ставок премии за риск для акций не только не выросли, а даже несколько снизились.

Российский рынок: Российский рынок акций в 2022 году продемонстрировал максимальное падение с 2008 года. На сегодняшний день российские акции выглядят крайне дешевыми. В качестве драйверов на следующий год выделяем вероятное возобновление публикации финансовой отчетности большинством компаний и реинвестирование инвесторами дивидендов, имеющее особый эффект в условиях относительно низких объемов торгов.

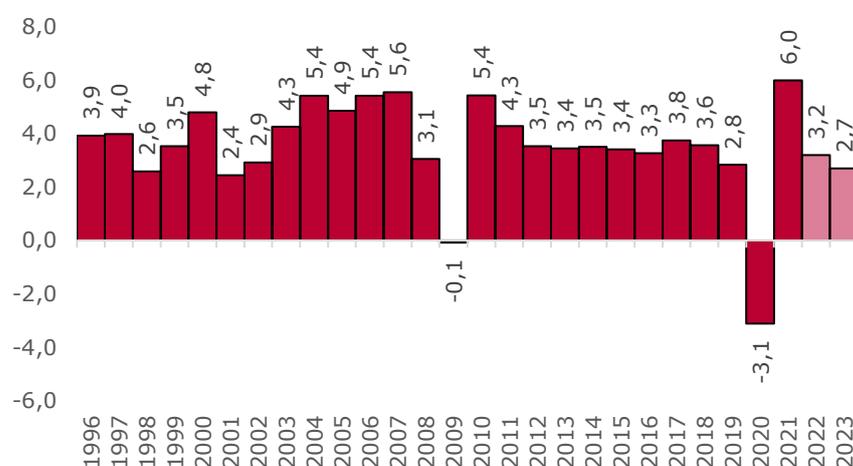
Михаил Поддубский,
управляющий активами
«МКБ Инвестиции»



КРАТКОСРОЧНЫЙ КРЕДИТНЫЙ ЦИКЛ

Последние несколько лет выдалось для мировой экономики весьма волатильными. В стратегии на 2022 год говорилось о том, что мировая экономика после резкого провала в 2020 году крайне быстро восстановилась и уже к началу этого года приближалась к зрелой стадии цикла, когда постепенно начинает ощущаться нехватка свободных ресурсов для продолжения выраженного роста. Уже к середине этого года стали отчетливо заметны признаки завершения краткосрочного кредитного цикла, а к концу года данный сценарий становится рыночным консенсусом. Даже прогнозы консервативного МВФ предполагают в следующем году рост мировой экономики минимальными темпами с 2009 года (за исключением 2020 года, отмеченного коронавирусным кризисом).

ГРАФИК 1: Темпы роста мировой экономики (оценка МВФ)



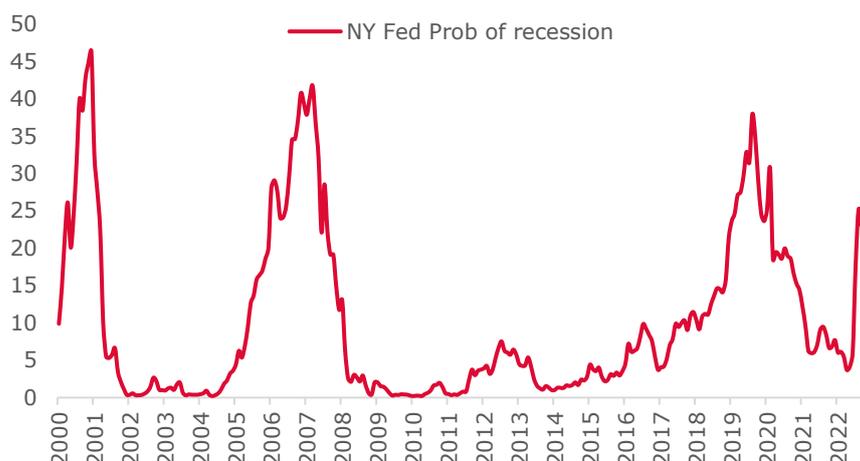
Источник: МВФ, МКБ Инвестиции

Значительное влияние на мировые темпы роста в 2023 году продолжит оказывать ситуация с коронавирусными ограничениями в Китае. Изменение риторики китайских властей дают основания ожидать снятия ключевых ограничений в ближайшие месяцы, что может подстегнуть темпы роста китайской экономики, однако полной уверенности в таком сценарии пока нет.

Если говорить об американской экономике, то, например, Федрезерв в сопроводительных прогнозах к декабрьскому заседанию оценивал предполагаемый рост ВВП в 2022 и 2023 годах темпом в 0,5% в год. Что-то похожее на рецессию в американской экономике мы уже видели в первом полугодии этого 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 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 целом оценки финансовых институтов на перспективы экономического роста в следующем году выглядят пессимистично, но по отдельным странам несколько расходятся. Сценарий рецессии в 2023 году в еврозоне и Британии к концу этого года стал рыночным консенсусом, что касается американской экономики, то здесь единой позиции нет. Последняя оценка вероятности нахождения американской экономики в рецессии через 12 месяцев от ФРБ Нью-Йорка в конце ноября находилась на уровне 38% - это предрецессионные уровни кризиса 2000, 2008 и 2020 гг.

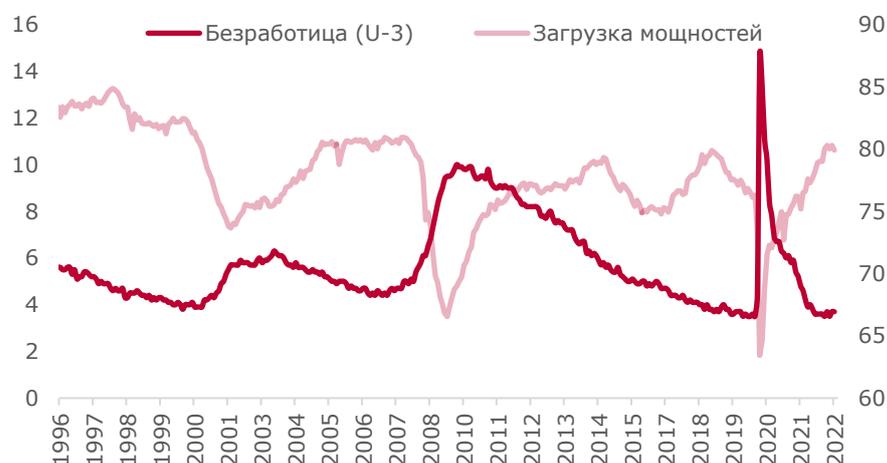
ГРАФИК 2: Вероятность рецессии в США от ФРБ Нью-Йорка



Источник: ФРБ Нью-Йорка, МКБ Инвестиции

Практических выводов из того, будет ли рецессия в американской экономике или нет, делать сейчас вряд ли стоит - 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. Основной вывод, который нужно держать в голове заключается в том, что **весь восстановительный рост после коронавирусного провала исчерпан, на текущий момент в экономике уже чувствуется нехватка дополнительных ресурсов для продолжения экспансии (в первую очередь трудовых), следовательно, краткосрочный цикл завершается.**

ГРАФИК 3: Трудовые и производственные мощности в США



Источник: FRED, МКБ Инвестиции

Говоря о наличии свободных трудовых ресурсов отметим, что уровень безработицы в США в середине этого года достиг отметки в 3,6%, и все второе полугодие держался в диапазоне 3,5-3,7% (повторение минимумов 2019 года). Число открытых вакансий на американском рынке труда по последним цифрам (на конец октября) составляло 10,3 млн человек – с одной стороны, от максимумов первого квартала число вакансий сократилось более чем на 1 миллион, однако, с другой стороны, число открытых вакансий по-прежнему примерно в 1,7 раз перекрывает официальное число безработных.

ГРАФИК 4: Число открытых вакансий в США, млн



Источник: FRED, МКБ Инвестиции

ИНФЛЯЦИЯ

Инфляционная тема на рынках остается одной из ведущих. На текущий момент похоже, что индекс потребительских цен в США продемонстрировал свои максимумы в середине года, и в последние несколько месяцев CPI в годовом выражении демонстрирует умеренное снижение. По итогам ноября инфляция в США составила 7,1% (против 9,1% в конце июня). В Европе и Британии разворот инфляции пока менее выражен, но первые сигналы начинают проявляться и здесь: по итогам ноября CPI Британии в годовом выражении замедлился с 11,1% до 10,7%, а годовая потребительская инфляция в еврозоне снизилась с 10,6% до 10,1% - в любом случае, текущие цифры по инфляции выглядят очень высокими, и двузначная инфляция в развитых странах не наблюдалась с 80-х годов прошлого века.

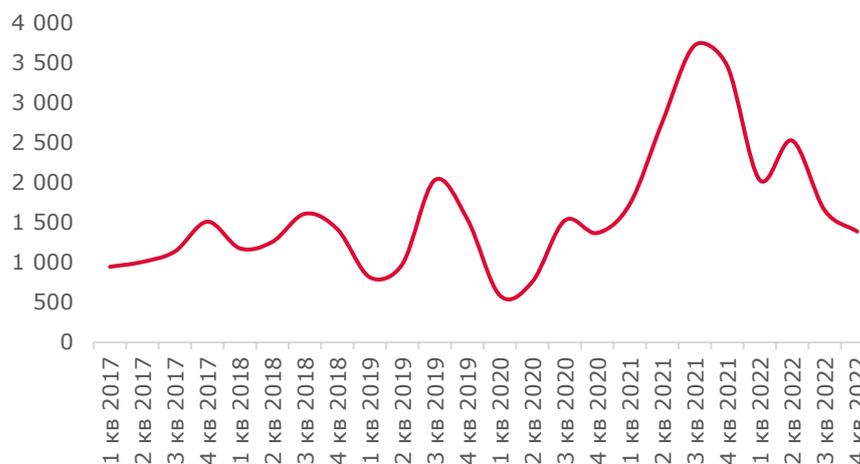
ГРАФИК 5: Индекс потребительских цен в США г/г.



Источник: FRED, МКБ Инвестиции

Причины высокой инфляции лежат как в плоскости спроса, так и в плоскости предложения. Широко обсуждаемый в конце прошлого года логистическо-энергетический кризис в последние месяцы трансформируется просто в энергетический – например, стоимость фрахта к концу года вернулась на средние для последних лет уровни, однако цены на энергию остаются сверхвысокими, что вносит свой вклад в повышенную инфляцию.

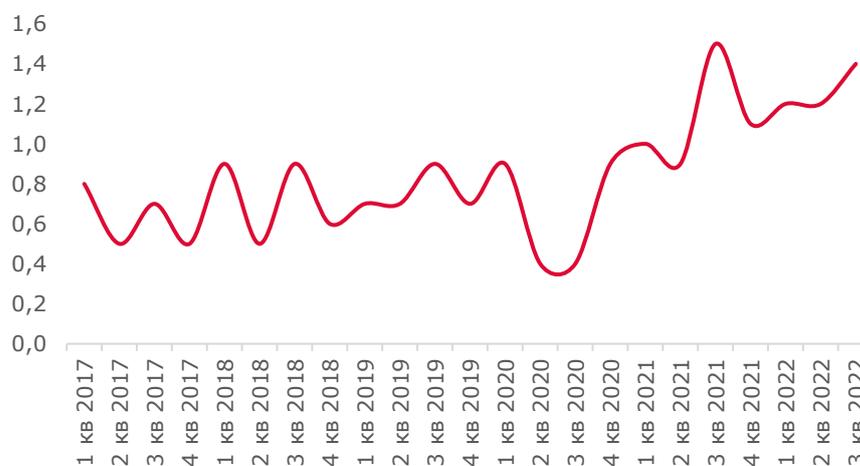
ГРАФИК 6: Динамика Baltic Dry Index



Источник: Tradingeconomics, МКБ Инвестиции

Факторы на стороне спроса напрямую связаны с состоянием рынка труда – дефицит рабочей силы способствует сохранению тенденции к росту заработных плат, особенно в низкооплачиваемых группах, где низка доля сбережений, и значительная часть доходов идет в потребление.

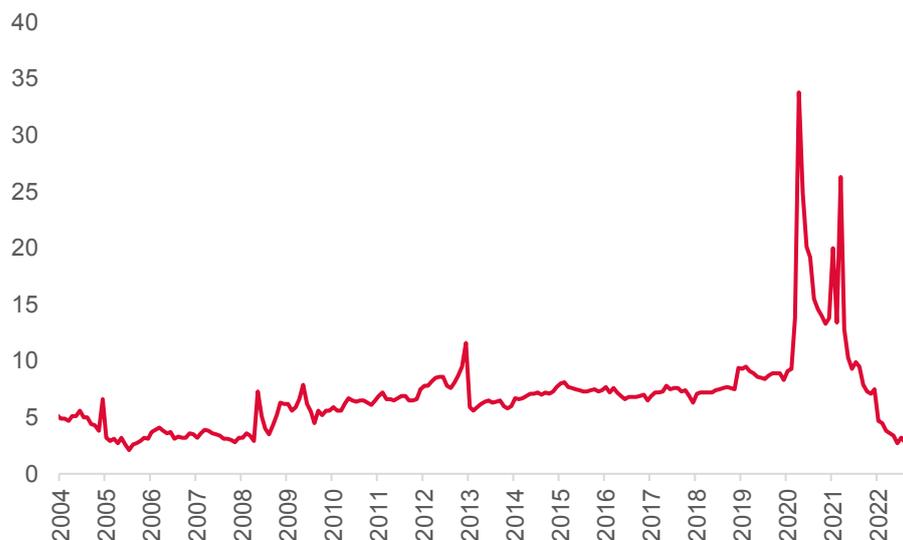
ГРАФИК 7: Динамика роста заработных плат в США, кв/кв



Источник: FRED, МКБ Инвестиции

Согласно последним данным, норма сбережений в США к концу октября опустилась до 2,3% - за всю историю наблюдений (с 1959 года) этот показатель был ниже текущих значений только один месяц – в июле 2005 года. Те сбережения, которые американские домохозяйства активно накапливали в период пандемии сейчас активно тратятся, пока еще поддерживая инфляцию, однако к середине этого года этот эффект может исчерпать себя.

ГРАФИК 8: Норма сбережений в США



Источник: FRED, МКБ Инвестиции

Значимое влияние на инфляцию в последние три года оказывают фискальные стимулы. Если в предыдущих циклических спадах основная поддержка экономики происходила за счет монетарных стимулов (снижение процентных ставок, реализация программы выкупа активов), что оказывало весьма опосредованное влияние на инфляцию, то в период 2020-2021 гг. эффект от масштабной фискальной поддержки на темпы роста потребительских цен оказался гораздо более выраженным. Сегодня фискальные стимулы постепенно уменьшаются - в течение первого полугодия 2022 года дефицит бюджета США планомерно сокращался с высокой базы, а всю вторую половину года держится примерно на одном уровне - на конец ноября дефицит в формате «Last 12 months» составлял 1,36 трлн долл., соответственно, фискальный драйвер инфляции также ослабевает.

ГРАФИК 9: Дефицит федерального бюджета в США, % ВВП



Источник: FRED, МКБ Инвестиции

На своем декабрьском заседании ФРС обновила макропрогнозы, в которых ожидает снижения PCE и Core-PCE (показателей инфляционной группы, на которых американский регулятор делает основной акцент) с 5,6% и 4,8% на конец 2022 года до 3,1% и 3,5% соответственно в 2023 году. Свои прогнозы Федрезерв представляет

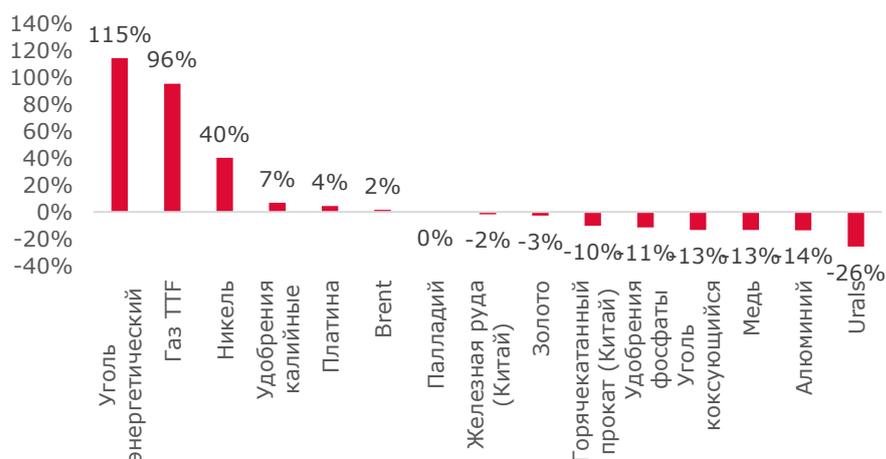
каждый квартал на опорных заседаниях, и на протяжении последних кварталов прогнозы регулярно пересматриваются вверх – в связи с этим оценку будущей инфляции со стороны ФРС можно рассматривать как некий консервативный ориентир.

Рецессионные риски, нормализация бюджетного дефицита, вероятное исчерпание накоплений, сделанных в период пандемии, и, наконец, просто эффект базы – все это факторы в пользу продолжения текущей тенденции к снижению инфляции в США, однако уверенности в скором снижении инфляции до целевых показателей пока по-прежнему нет (сильный рынок труда стимулирует рост заработных плат, что видится значимым проинфляционным фактором, способным удерживать инфляцию повышенной длительное время).

ТОВАРНЫЙ РЫНОК

На товарном рынке те тренды, которые наблюдались в конце прошлого года, по большому счету были актуальны и в 2022 году. Выросли цены на активы, связанные с получением энергии (газ, энергетический уголь, некоторые удобрения и нефтепродукты). При этом цены на металлы (причем как черные, так и большинство цветных) большую часть года преимущественно находились под давлением, что укладывается в картину поздней стадии экономического цикла.

ГРАФИК 10: Изменение цен на сырье с начала года



Источник: МКБ Инвестиции

На рынке нефти после полутора лет дефицита примерно в середине года произошел переход к локальному профициту. Параллельно с переходом нефти к профициту цены на нефть также начали корректироваться – от уровней в 120 долл/барр, демонстрируемых во втором квартале, к концу года цены снизились примерно на треть.

ГРАФИК 11: Баланс рынка нефти по оценке ОПЕК



Источник: ОПЕК, МКБ Инвестиции

ГРАФИК 12: Динамика цен на нефть марки Brent



Источник: МКБ Инвестиции

Дополнительное давление на реальный рынок в течение большей части 2022 года оказывали продажи нефти из стратегического резерва в США, осуществляемые с целью снизить цены на бензин в стране – в результате, к концу октября объем стратегических запасов нефти в США впервые с 80-х годов прошлого века опустился ниже отметки в 400 млн барр.

ГРАФИК 13: Запасы нефти в США, тыс. барр.



Источник: EIA, МКБ Инвестиции

Объем коммерческих запасов нефти и нефтепродуктов в Штатах находится ниже среднего для последних лет уровня, а совокупный объем стратегических и коммерческих запасов минимален за долгие годы. Если же говорить не только про США, а в целом про общемировую ситуацию, то по данным ОПЕК на конец октября запасы нефти и нефтепродуктов в странах ОЭСР были на 197 млн барр. ниже среднего диапазона 2015-2019гг. и на 167 млн барр. меньше среднего за последние пять лет.

Базовый сценарий ОПЕК предполагает в следующем году рост спроса на нефть с 99,6 до 101,8 млн барр/сутки, чуть меньший рост ожидает консервативный Минэнерго США – до 101 млн барр/сутки. Вырастет ли на сопоставимую величину объем предложения – вопрос открытый. Тот же Минэнерго США ожидает по итогам 2023 года увидеть дефицит нефти в размере 310 тыс барр/сутки против профицита в 110 тыс барр/сутки в 2022 году. Несмотря на генерацию нефтегазовыми компаниями достаточно высоких уровней денежного потока в 2021-2022 годах объем инвестиций в upstream проекты оставался невысоким – существенно увеличить предложение может быть проблематично.

ГРАФИК 14: Мировые инвестиции в нефть и газ (upstream) от EIA



Источник: EIA, МКБ Инвестиции

Ожидаемый многими дефицит нефти в следующем году может не случиться при реализации рецессионных рисков, однако здесь, с нашей точки зрения, при падении

нефтяных цен станет актуальным вопрос восполнения стратегических резервов в США, о чем уже звучали комментарии со стороны американской администрации - в конце октября чиновники заявляли о возможности восполнения стратегических резервов при ценах на нефть вблизи 70 долл/барр. (видимо, речь идет про цены на WTI). Пока баланс рисков, с нашей точки зрения, складывается в пользу роста цен на сырьевые активы (особенно при сценарии отсутствия «жесткой» рецессии в развитых странах и восстановления китайских темпов роста на фоне снятия коронавирусных ограничений в стране), но не факт, что этот тренд в той же мере отразится на российских активах за счет больших дисконтов на российское сырье.

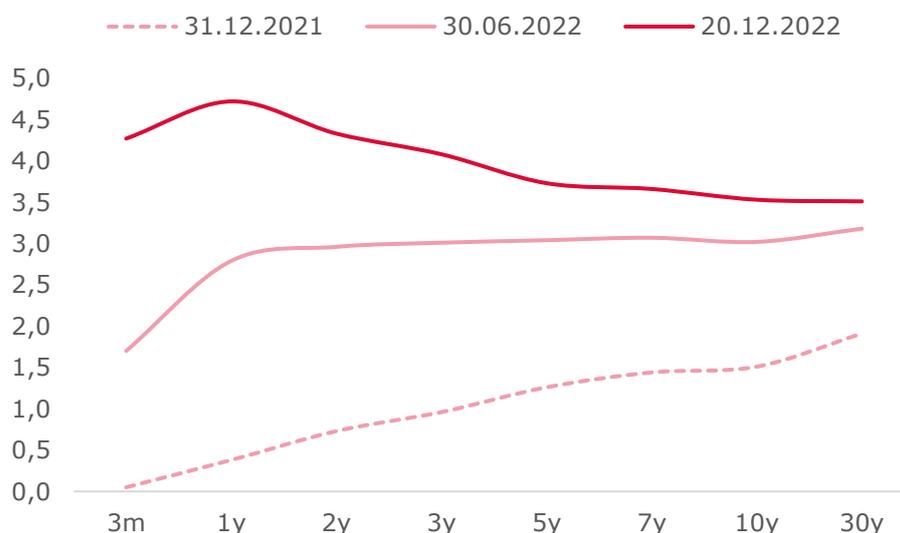
ПРОЦЕНТНЫЕ СТАВКИ

2022 год стал годом резкого повышения процентных ставок практически по всему миру. Если на последнем заседании 2021 года точечная диаграмма ФРС демонстрировала ожидания поднятия ставки с минимального уровня в 0-0,25% до 0,75-1% к концу 2022 года, то фактически ставка поднялась до 4,25-4,5%, а темпы ее роста в этом году стали максимальными с 80-х годов прошлого века. Тенденция к росту процентных ставок со стороны центральных банков в 2022 году стала общемировой – ЕЦБ и Банк Англии повысили свои ставки до 2,5% и 3,5%, что стало максимальными уровнями с 2008 года.

Появление признаков замедления инфляции и текущий относительно высокий уровень ставок позволяют ожидать, что большая часть пути по поднятию ставки уже пройдена, однако точечная диаграмма ФРС с декабрьского заседания показывает перспективы ее некоторого увеличения в следующем году – до 5-5,25% по медиане.

Подъем ставки ФРС в первом полугодии находил отражение во всей кривой treasuries, однако во втором полугодии ситуация поменялась – короткие ставки продолжили расти, в то время как влияние на длинный конец кривой заметно ослабло.

ГРАФИК 15: Изменение кривой UST с начала года

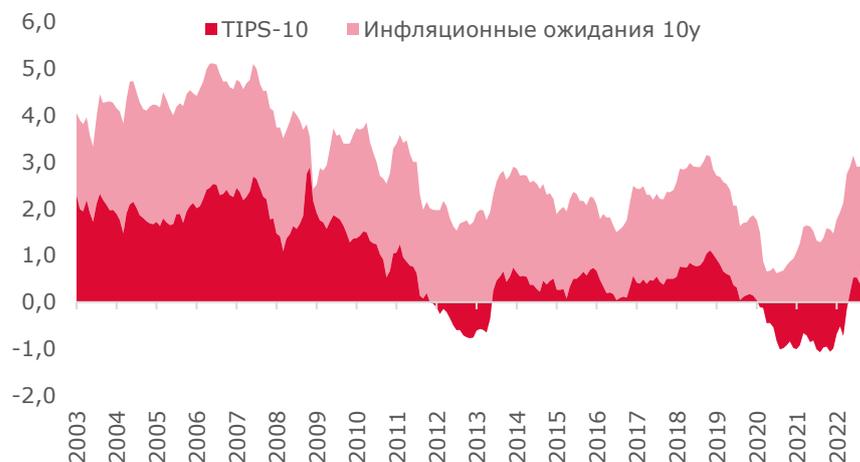


Источник: FRED, МКБ Инвестиции

Если разбить доходность десятилетних treasuries на две составляющие – доходность TIPS (реальные ставки) и инфляционные ожидания – то увидим, что весь рост доходности UST-10 в этом году является результатом исключительно компоненты реальных ставок (доходность TIPS-10 за год выросла с отрицательных значений вблизи отметки в (-1%) в конце прошлого года до 1,3-1,5% к текущему моменту. Инфляционные ожидания (в данном примере измеряемые как разница между

доходностью стандартных десятилетних гособлигаций и десятилетних TIPS) в первом полугодии находились на относительно высоких для себя 2,5-2,9%, однако завершают год вблизи 2,3% (ненамного выше цели ФРС).

ГРАФИК 16: Уровень реальных ставок и инфляционные ожидания



Источник: FRED, МКБ Инвестиции

Сегодняшняя ставка ФРС намного выше долгосрочной нейтральной ставки (Федрезерв в последнее время оценивает ее в 2,5%). Текущая инверсия кривой доходности treasuries (состояние, когда доходности на коротком конце находятся выше доходностей по длинным бумагам) является отражением ожиданий рынка скорого снижения процентных ставок. Спред между доходностью десятилетних и трехмесячных бумаг на сегодняшний день отрицателен, и глубина отрицательных значений превосходит минимумы прошлых кредитных циклов.

ГРАФИК 17: Инверсия кривой доходности UST



Источник: FRED, МКБ Инвестиции

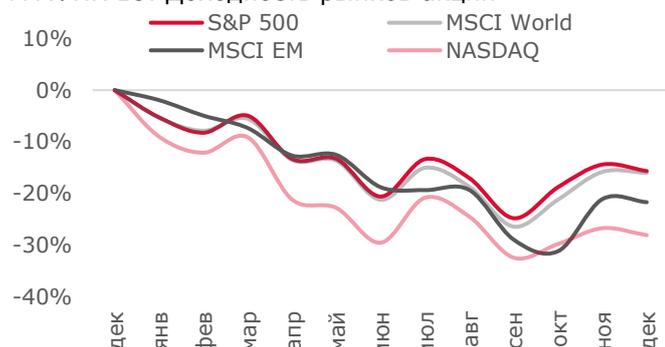
2022 год показал как быстро ФРС может менять монетарный курс в зависимости от изменения экономических условий, соответственно, несмотря на то, что последняя точечная диаграмма ФРС не демонстрирует ожиданий снижения ставки в следующем году, мы такой сценарий исключить не можем. При развитии рецессионных рисков в американской экономике, на наш взгляд, ФРС может привести ставку ближе к нейтральной.

ГЛОБАЛЬНЫЕ РЫНКИ

Резкий рост мировых процентных ставок в 2022 году оказал давление на большинство финансовых активов. Реализовавшийся процентный риск приводит к тому, то по итогам года мировые облигации Investment Grade сегмента теряют 12,5-15%, High Yield сегмент – чуть лучше, но также с двузначными потерями, облигации Emerging markets и вовсе в аутсайдерах.

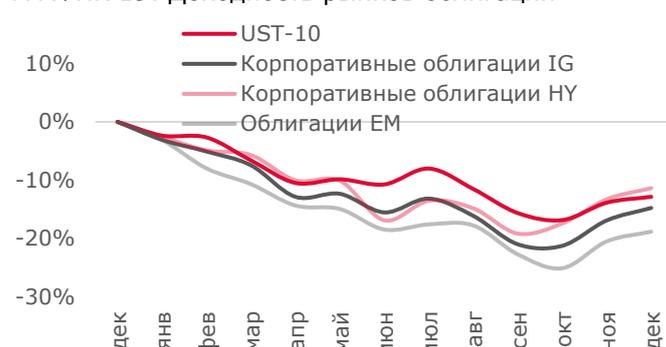
Рост доходностей на долговых рынках уменьшает привлекательность акций как альтернативного класса активов. При этом потери мировых фондовых индексов по итогам 2022 года ненамного выше бондовых. Индекс S&P 500 к 16 декабря теряет около 19%. В числе аутсайдеров в 2022 году оказались развивающиеся рынки и акции роста.

ГРАФИК 18: Доходность рынков акций



Источник: МКБ Инвестиции

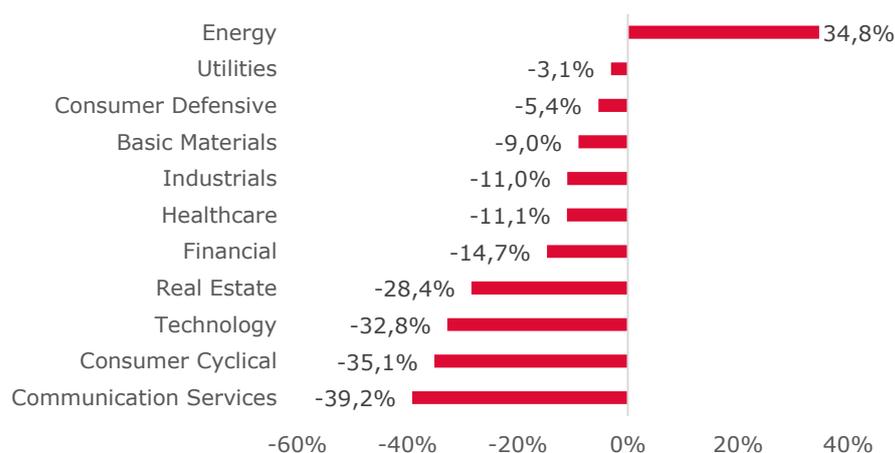
ГРАФИК 19: Доходность рынков облигаций



Источник: МКБ Инвестиции

В разрезе секторов американского рынка отметим, что единственным сектором, продемонстрировавшим позитивную динамику по итогам 2022 года, стал сектор Energy, основу которого составляют компании нефтегазового сектора. Снижение по традиционно защитным Utilities и Consumer Defensive составило сравнительно небольшие 3-5%. В числе аутсайдеров отмечены секторы с высокими мультипликаторами, что вполне отражает картину влияния роста процентных ставок.

ГРАФИК 20: Динамика основных секторов S&P 500 с начала года по 16 декабря



Источник: Finviz, МКБ Инвестиции

Основные мультипликаторы американского рынка за 2022 год несколько скорректировались – так, трейлинговый показатель P/E для индекса S&P 500 к середине декабря находится вблизи отметки в 20х. (против 24-25х на конец прошлого года).

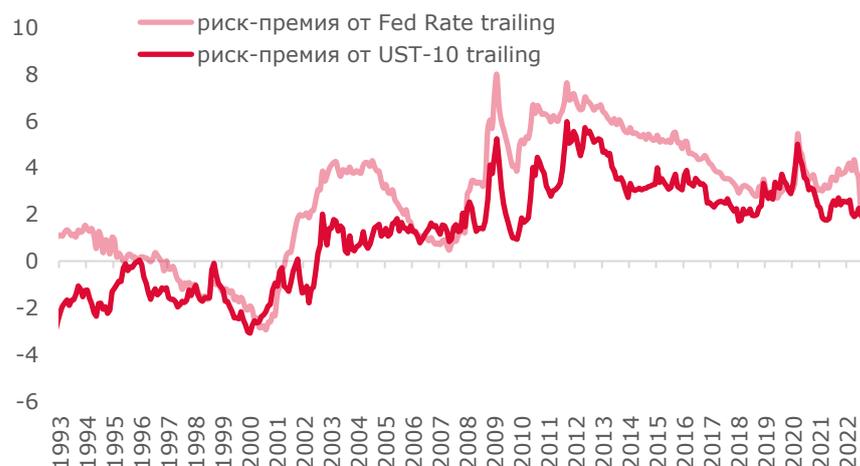
ГРАФИК 21: Мультипликаторы американского рынка акций



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 долгие годы уровней.

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

Выводы по части «глобальные рынки»:

- Мировая экономика находится в поздней стадии краткосрочного кредитного цикла. Рецессия в Еврозоне и Британии на следующий год является базовым сценарием, высоки шансы на нее и в США.

- В борьбе с высокой инфляцией мировые ЦБ подняли ставки до максимальных за последние годы уровней. Последние данные дают основания ожидать снижения инфляции в ближайшие месяцы, однако вряд ли показатели CPI достигнут целевых уровней в следующем году.
- Текущие экономические тенденции во многом уже отражены в ожиданиях рынка, о чем свидетельствует инверсия кривой доходности treasuries, коррекция в ряде сырьевых активов и мировых рынков акций.
- Коррекция 2022 года сделала оценки мировых акций более привлекательными, однако на текущий момент глобальный рынок акций все еще не является дешевым, и при сегодняшнем уровне процентных ставок премия за риск в американских акциях находится на исторически низких уровнях.

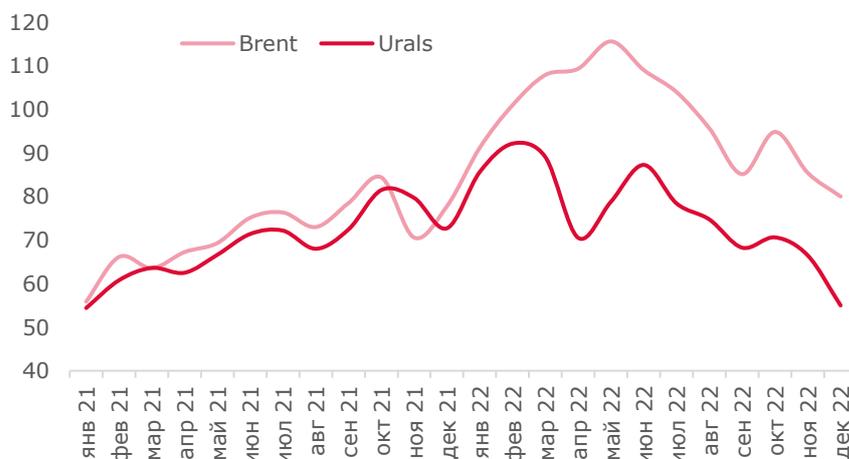
РОССИЙСКАЯ ЭКОНОМИКА

По итогам 2022 года российская экономика, по оценке ЦБ, снизится примерно на 3% - это значительно меньше, чем ожидалось в конце первого квартала, однако общий консенсус предполагает, что в следующем году снижение ВВП продолжится – сам ЦБ в последних прогнозах дает достаточно широкую рамку, предполагающую снижение ВВП в 2023 году на 1-4%.

Значительное влияние на российскую экономику и состояние бюджета РФ окажет ситуация в нефтегазовом секторе. В декабре 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), с февраля 2023 года вступит в силу эмбарго на нефтепродукты.

Масштаб влияния введенных в декабре мер оценить пока достаточно сложно. По данным Минфина, дисконт российской нефти Urals к мировым ценам проявляется с марта месяца, где-то к середине года размер дисконта стал сокращаться, однако декабрьские санкции, вероятно, вновь расширили дисконт, возможно, до новых максимумов.

ГРАФИК 23: Динамика цен на нефть марок Brent и Urals



Источник: Минфин РФ, МКБ Инвестиции

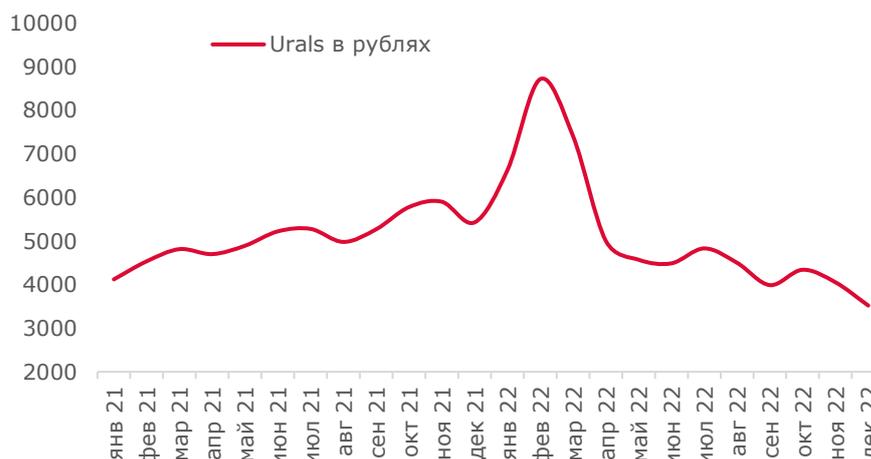
Проблема оценки текущего уровня цен на российскую нефть заключается в том, что цены на западном и восточном направлении могут сильно различаться, также, как и цены на трубопроводную нефть и нефть, поставляемую морем. По оценкам ряда

источников в декабре цены на Urals в портах Приморска и Новороссийска в моменте опускались ниже 45 долл/барр., однако средние цены экспорта, вероятно, заметно выше (например, согласно комментариям в Bloomberg, нефть ESPO торговалась с минимальным дисконтом к Brent).

Помимо ценового фактора большое значение имеет фактор объемов. После введения первых серьезных санкционных ограничений добыча российской нефти прошла нижнюю точку в апреле, и с того момента планомерно подрастала. Данных по декабрю 2022 года, разумеется, еще нет, но высока вероятность нового падения объемов добычи в конце текущего – начале следующего года на фоне декабрьских ограничений.

На протяжении последних пяти лет нефтегазовые доходы бюджета составляли 38% от общих доходов, соответственно, их влияние на состояние бюджета огромно. Снижение долларовых цен на российскую нефть, объемов экспорта газа в дальнее зарубежье и укрепление рубля (в декабре рублевая стоимость Urals, по нашей оценке, опустилась в район 3500 руб/барр.) приводят к заметному снижению нефтегазовых доходов бюджета, которые в сентябре-ноябре этого года частично компенсировались разовым увеличением НДПИ для Газпрома, суммарно добавивших в бюджет почти 1,25 трлн руб.

ГРАФИК 24: Цена Urals в рублях



Источник: Минфин РФ, МКБ Инвестиции

Последние комментарии Минфина говорят о том, что министерство ожидает по итогам этого года увидеть дефицит федерального бюджета на уровне около 2% ВВП. Проект федерального бюджета на следующий год предполагает дефицит на уровне 2,9 трлн руб. (те же 2% ВВП), финансировать который планируется в первую очередь за счет увеличения внутреннего долга. При этом прогноз доходов на 2023 году сделан, исходя из среднегодовых цен Urals на уровне в 70,1 долл/барр. и среднегодового курса рубля в 68,3 руб/долл. (на середину декабря значения по обеим переменным ниже этих уровней).

Таким образом, при сохранении сегодняшних цен на российскую нефть дефицит бюджета может превысить текущие заложенные в бюджете уровне, однако мы отмечаем, что в кризис 2009, 2015-2016 гг. и 2020 г. дефицит составлял 2,4-6% ВВП, соответственно, на краткосрочном горизонте (например, горизонте одного года) ситуация с бюджетом выглядит контролируемой.

ГРАФИК 25: Профицит/дефицит федерального бюджета РФ, % ВВП



Источник: Минфин РФ, МКБ Инвестиции

Текущее давление на доходную часть бюджета оказывает крепкий курс российской валюты – с начала года рубль является одной из самых крепких валют, причиной чему в первую очередь являются ограничения на движение капитала по финансовому счету. По нашей оценке, при сценарии снятия таких ограничений и одновременному возвращению страновой премии на нормальные уровни при цене на российскую нефть на уровне 60 долл/барр и текущем уровне ключевых макропоказателей равновесный курс пары доллар/рубль расположен в диапазоне 77-80 руб/долл.

ГРАФИК 26: Фактический и расчетный курс USDRUB



Источник: МКБ Инвестиции

Без снятия ограничений на движение капитала по финансовому счету сближение фактического и расчетного курса пары доллар/рубль возможно при трех сценариях: появление крупного покупателя на валюту, например, в рамках бюджетного правила (точно не является базовым сценарием на горизонте ближайшего года), значительное увеличение импорта в РФ и существенное снижение экспорта – из этих трех вариантов наиболее вероятным к концу 2022 года видится сокращение экспорта из-за влияния эмбарго и ценового потолка на нефть.

Согласно ежемесячным комментариям Банка России, мы видим, что во втором полугодии положительное сальдо счета текущих операций постепенно сокращается, однако пока по-прежнему остается выше средних за последние годы уровней.

ГРАФИК 27: Счет текущих операций РФ



Источник: ЦБ РФ, МКБ Инвестиции

ИНФЛЯЦИЯ, КЛЮЧЕВАЯ СТАВКА И РЫНОК ОБЛИГАЦИЙ

После резкого скачка инфляции в марте-апреле 2022 года мы видели три летних месяца дефляции и сравнительно низкую инфляцию в остальные месяцы, что приводит к снижению годового показателя - на конец этого года инфляция в РФ составит около 12%. В ближайшие месяцы годовая инфляция продолжит снижение и исключительно за счет эффекта базы к концу апреля может уйти даже ниже целевого показателя Банка России в 4%, однако с высокой вероятностью быстро вернется выше этого рубежа летом следующего года. Базовый прогноз Банка России предполагает, что по итогам 2023 года инфляция в России будет находиться в диапазоне 5-7%.

ГРАФИК 28: Инфляция в РФ

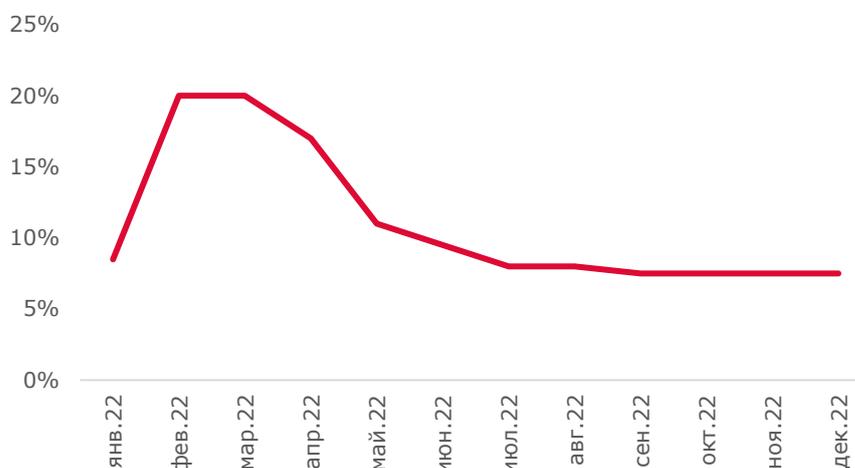


Источник: Росстат, МКБ Инвестиции

Изменения ключевой ставки в 2022 году были сверхволатильными – в конце февраля Банк России резко поднял ставку до 20%, объяснив это «возросшими инфляционными и девальвационными рисками», но постепенный возврат к профициту ликвидности, укрепление рубля, нормализация инфляции позволили уже с апреля снижать ключевую ставку. Уже к середине года ключевая ставка вернулась в область

однозначных значений, в сентябре достигла отметки в 7,5%, и с тех пор остается неизменной. Последняя риторика представителей Банка России в отношении дальнейшей динамики ставок не дает направленного сигнала, а базовый прогноз, опубликованный на последнем опорном заседании в октябре, предполагает среднегодовой уровень ключевой ставки на 2023 год в диапазоне 6,5-8,5% (текущие значения находятся ровно в середине этого диапазона).

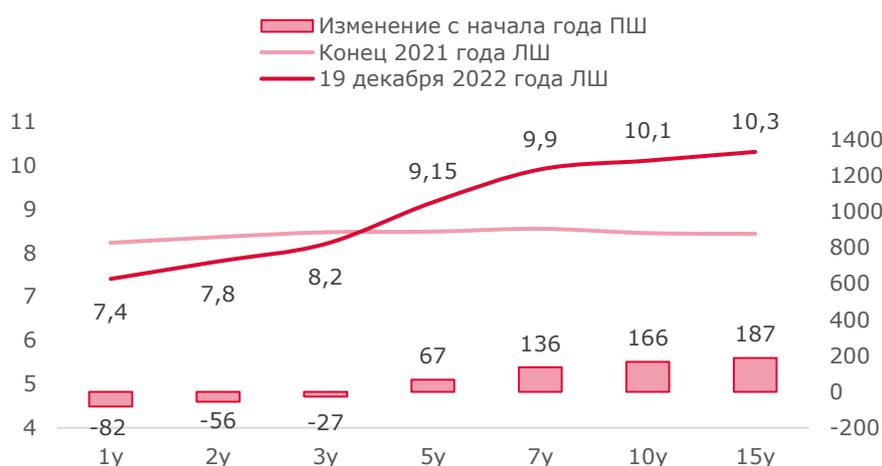
ГРАФИК 29: Ключевая ставка Банка России



Источник: ЦБ РФ, МКБ Инвестиции

Рынок рублевых облигаций завершает 2022 год в плюсе – индекс пенсионных накоплений RUPCI к 16 декабря прибавляет с начала года 7,5%. В индексах с более высокой дюрацией прирост с начала года меньше, но основные индексы все равно остаются на положительной территории. Если в конце прошлого года кривая ОФЗ практически не имела наклона, то к концу текущего года наклон кривой, напротив, максимален за долгое время – спред между доходностью десятилетних и однолетних бумаг составляет более 250 пунктов.

ГРАФИК 30: Изменение кривой ОФЗ



Источник: МКБ Инвестиции

Столь значительный наклон кривой является одновременно отражением опасений роста ставок в следующем году и давлением на длинный конец кривой за счет сравнительно большого объема размещений ОФЗ. Повышенный объем размещений гособлигаций продолжится и в следующем году - текущий проект бюджета предполагает сальдо внутреннего долга (разница между размещенными и погашенными бумагами) в 2023 году в размере около 1,7 трлн руб. При сценарии

меньшего объема нефтегазовых доходов эта цифра может быть увеличена, но отметим, что для сравнения в кризисном 2020 году сальдо составляло 4,6 трлн руб. (правда размещения проходили по более низким процентным ставкам).

РОССИЙСКИЙ РЫНОК АКЦИЙ

2022 год отмечен максимальным снижением российских акций с кризиса 2008 года – к 16 декабря индекс МосБиржи Total Return теряет почти 40%, вернувшись к уровням 2019 года.

ГРАФИК 31: Динамика индекса МосБиржи Total Return



Источник: МКБ Инвестиции

Большую часть года многие российские компании не раскрывали свои финансовые результаты, или раскрывали их в усеченном виде поэтому полноценно оценить, насколько снижение индекса обусловлено изменением корпоративных прибылей, а насколько ценовыми мультипликаторами акций, в текущих условиях проблематично.

ГРАФИК 32: EPS для индекса Мосбиржи



Источник: Оценка МКБ Инвестиции

По нашим оценкам EPS для индекса Мосбиржи на конец прошлого года составлял около 600 пунктов. Способны ли российские компании сгенерировать сопоставимый уровень совокупной прибыли в ближайшие пару лет? – вопрос открытый. Мы считаем, что в ряде секторов (например, банки, ритейл, технологии) финансовые результаты

последних месяцев уже вернулись на траекторию прибыльности прошлого года или и вовсе превышают прошлогодние результаты. Что касается экспортеров (в первую очередь нефтегазовые компании и сектор металлов и добычи), занимающих более 60% индекса Мосбиржи, то их финансовые результаты напрямую зависят от валютного курса.

В базовом сценарии мы ориентируемся на достижение российскими компаниями, входящими в индекс Мосбиржи, уровня корпоративных прибылей в 450 пунктов для индекса. Данный ориентир дает на сегодняшний день мультипликатор цена/прибыль для российских акций чуть выше отметки в 4,5х, а риск-премия для акций (в качестве безрисковой ставки мы берем Mosprime o/n) в таком случае оказывается вблизи максимальных уровней за последние полтора десятилетия. Высокий уровень риск-премии для акций – аргумент для инвесторов, принимающих на себя российский страновой риск, держать долю в акциях выше собственного бенчмарка и быть недовешенным в облигациях.

ГРАФИК 33: Мультипликаторы российского рынка акций



Источник: Оценка МКБ Инвестиции

ГРАФИК 34: Риск-премия для российских акций



Источник: Оценка МКБ Инвестиции

Из позитивных драйверов на следующий год отметим два фактора – возобновление раскрытия российскими компаниями финансовых результатов и реинвестирование

дивидендных выплат. Первый фактор, с нашей точки зрения, будет способствовать снижению риск-премии на фоне уменьшения неопределенности. Второй – явная поддержка для акций на фоне сравнительно низких объемов торгов.

СЕКТОРАЛЬНЫЙ РАЗРЕЗ

Сильно увеличившаяся волатильность российских акций и финансовых результатов российских компаний, огромные скачки валютного курса, неопределенность относительно депозитарных расписок – все это делает выбор фаворитов в секторальном разрезе весьма ситуативным. Выбирая своих фаворитов на следующий год, 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)

Большие текущие дисконты на российскую нефть, кратно уменьшившиеся физические объемы поставок газа в дальнее зарубежье, сильный рубль и увеличение налоговой нагрузки – все это оказывает серьезное давление на бумаги сектора. При этом нефтегазовый сектор составляет 45% индекса Мосбиржи, мировые цены на нефть в следующем году могут подрасти на фоне дефицита, влияние эмбарго и ценового потолка на финансовые показатели компаний пока не определено, соответственно, бумаги сектора по-прежнему будут присутствовать в большинстве портфелей.

Фавориты:

- **Новатэк:** Компания не выпускает финансовую отчетность, однако текущая конъюнктура цен на газ и мировых цен на нефть (привязка к которым играет большую роль в контрактах) заставляет нас предполагать значительный рост прибыли. Летом Новатэк анонсировал рекордные промежуточные дивиденды за первое полугодие, а риторика менеджмента убеждает в высокой вероятности запуска в 2023 году первой линии проекта Арктик СПГ-2.
- **Роснефть:** Компания в 2022 году не выпускала финансовую отчетность по МСФО, однако публиковала пресс-релизы, в которых отражала ключевые показатели. Так, по итогам девяти месяцев EBITDA составила 2014 млрд руб. (рост на 21,8%), а снижение чистой прибыли на 15% обусловлено в первую очередь неденежными факторами. Из позитивных моментов отметим, что значительная доля экспорта Роснефти приходится на ESPO, что делает компанию менее восприимчивой к большим текущим дисконтам Urals.

Риски для сектора: На сегодняшний день крайне проблематично оценить влияние нефтяного эмбарго и ценового потолка на уровень дисконтов и объемы экспорта нефти в следующем году.

Финансы (выше рынка)

В первом полугодии 2022 года российский банковский сектор продемонстрировал убыток в 1,5 трлн руб., однако уже с середины года ситуация стабилизировалась, и, по оценкам банка России, к концу октября убыток сократился до 400 млрд руб. В отличие от прошлых кризисов столь скорое восстановление прибыльности банков обусловлено быстрым снижением ключевой ставки. Кредитная активность по системе продолжает

расти – на конец октября рост кредитов юридическим и физическим лицам составлял 9,5-10%, рост комиссий в 2022 году стал общесекторальной тенденцией.

Фавориты:

- **Сбербанк:** В ноябре банк выпустил пресс-релиз, в котором обозначил достижение прибыльности по РСБУ по итогам десяти месяцев этого года. Результаты за октябрь и ноябрь в месячном выражении показывают прибыль, близкую к рекордной. На сегодняшний день банк торгуется, исходя из P/BV 2022 меньше 0,45x. Уровни достаточности капитала соблюдаются с большим запасом, соответственно, не исключаем дивидендов от банка уже в следующем году. В базовом сценарии ожидаем чистую прибыль в 2023 году на уровне 1,1 трлн руб., что трансформируется в P/E 2023 ниже 3x и в размер дивиденда на акцию в районе 24 руб. (17,5% ожидаемой дивидендной доходности за 2023 год к текущей цене акции).

Металлы и добыча (ниже рынка)

При сегодняшнем курсе рубля и снижении цен на ряд металлов сектор является явным аутсайдером, но ситуация может быстро меняться в случае ослабления рубля. Пока же наблюдается отрицательный momentum в финансовых показателях, а в ряде компаний реализуются риски усиления налоговой нагрузки и паузы в дивидендных выплатах/неблагоприятного изменения дивидендной политики.

Фавориты:

- **Мечел:** Компания не публикует финансовые результаты за 2022 год, однако сложившиеся цены на уголь в первом полугодии 2022 года заставляют нас ожидать сильных финансовых результатов. Компания в 2022 году может сгенерировать денежный поток, сопоставимый с капитализацией обыкновенных акций - ожидаем дальнейшего сокращения долговой нагрузки.

Риски: Перспективы падения цен на продукцию при усилении признаков рецессии и логистические проблемы металлургов после введения санкций со стороны ЕС и загруженности ж/д путей не позволяют в текущий момент делать высокую ставку на компании сектора.

Технологии (выше рынка)

Один из самых пострадавших секторов с начала года, большинство представителей которого представлены в России не акциями, а депозитарными расписками, что увеличивает еще и риски инфраструктурного характера. При этом пока бизнес отдельных компаний продолжает развиваться по траектории, близкой к планируемой.

Фавориты:

- **Озон:** В течение 2022 года компания одновременно демонстрирует и высокие темпы роста (план по увеличению GMV на +80%), и значительное улучшение эффективности (в рамках 2-3 кв. продемонстрирована положительная EBITDA). Капитализация Озона к середине декабря составляет около 300 млрд руб. (соотношение EV/GMV 2022 около 0,45x), 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:

Сектор недвижимости традиционно считается более рискованным, однако в сегодняшних условиях компании демонстрируют хорошую маржинальность, лидеры рынка имеют крепкое финансовое положение, а на фоне последней волны снижения акций сектора соотношение капитализации к стоимости чистых активов достигло новых минимумов.

Фавориты:

- **«Эталон»:** Локальная коррекция цен на недвижимость, слабые результаты продаж в квадратных метрах в 2022 году, и пауза в дивидендах из-за кипрской прописки компании объясняют текущие проблемы, однако любой актив имеет свою цену, и сегодня капитализация бизнеса составляет всего 18 млрд руб., а отношение капитализации к стоимости чистых активов находится на минимумах по отношению к другим конкурентам и даже к своим историческим данным (ниже 0,1x).
- **Самолет:** Компания остается историей роста, планомерно увеличивая объем продаж в квадратных метрах. Огромный земельный банк в 34 млн кв. м. обеспечивает возможность ставить амбициозные цели по будущим продажам. В течение 2022 года компания выплачивала дивиденды, что в выгодную сторону отличает ее от конкурентов по сектору.

Помимо фаворитов на текущий момент мы считаем рациональным выбрать несколько дополнительных позиций, которые могут стать актуальными при определенных сценариях:

Сценарий ослабления рубля

Тот факт, что текущий курс рубля намного крепче уровней, которые были бы равновесными при возобновлении движения капитала по финансовому счету, заставляет держать в голове сценарий ослабления российской валюты в следующем году. Ослабление рубля будет нести позитивный эффект для всех экспортеров, причем большее влияние будет оказано на компании с меньшей маржой. Помимо ряда металлургических компаний среди российских бумаг есть история, традиционно считаемая ставкой на валюту – привилегированные акции Сургутнефтегаза.

Фавориты:

- **Сургутнефтегаз ап:** чистая прибыль компании состоит из трех ключевых составляющих – прибыль от продаж (нефтяной бизнес), процентный доход и рублевая переоценка «долларовой подушки». При нейтральном изменении валютного курса, по нашей оценке, привилегированные акции могут приносить инвестору около 3,3 руб/акцию, в то время как значительное укрепление рубля может практически обнулить этот дивиденд, а выраженная девальвация рубля кратно его увеличить.

Сценарий решения проблем с депозитарным мостом

На сегодняшний день из-за отсутствия взаимодействия между НРД и европейскими депозитариями зарубежные компании не способны довести до своих акционеров, находящихся в российском контуре, дивидендные платежи, в связи с чем, большинство компаний приостановили выплату дивидендов. Если в течение следующего года будет

найден общее решение этой проблемы (например, перерегистрация в РФ или дружественные юрисдикции, получение отдельных разрешений на выплаты и прочее), текущий дисконт в депозитарных расписках может быть быстро нивелирован.

Фавориты:

- **Глобалтранс:** В 2022 году компания, по нашей оценке, покажет рекордные финансовые результаты. Отсутствие возможности осуществления дивидендных выплат позволит погасить большую часть долга. В середине декабря соотношение EV/EBITDA 2022 составляет около 1,2х, в следующем году по мере охлаждения ставок на полувагоны ожидаем некоторого снижения финансовых показателей, однако в любом случае сегодняшние цены выглядят крайне привлекательно при сценарии решения вопроса о возможности платить дивиденды в будущем.
- **X5 Retail Group:** В 2022 году компания генерирует превосходные финансовые результаты – за первые три квартала этого года EBITDA по IAS 17 выросла почти на 25%. Если будет решен вопрос с возможностью осуществления дивидендных выплат всем акционерам, текущий дисконт к компаниям сектора (3,2 EV/EBITDA у X5 против 3,9 EV/EBITDA у Магнита) может быть нивелирован.

Выводы по российскому рынку:

- На конец 2021 года показатель прибыли на акцию (EPS) для индекса Мосбиржи составлял около 600 пунктов. Наш базовый сценарий предполагает, что на горизонте ближайших полутора лет годовой EPS для индекса составит около 450 пунктов (компании из внутренних секторов уже движутся по траектории увеличения прибыльности, умеренное ослабление рубля позволит сгладить негативный эффект для экспортеров от снижения цен на российское сырье).
- К концу 2022 года российский рынок торгуется по весьма низким оценкам (около 4,5х по прогнозному P/E), и ожидаемые доходности по рынку акций значительно превышают доходности российского долгового рынка (риск-премия находится вблизи максимальных за полтора десятилетия уровней).
- В качестве драйверов на следующий год выделяем вероятное возобновление публикации финансовой отчетности большинством компаний (первые шаги в этом направлении видим в последние месяцы), что может способствовать уменьшению неопределенности и снижению премии за риск. Вторым драйвером для акций – дивиденды от российских компаний, реинвестирование которых может оказать значимую поддержку в условиях относительно низкого объема торгов.
- В секторальном разрезе на текущий момент выделяем компании, способные генерировать высокую доходность денежного потока уже сегодня, а также держим в голове ряд сценариев изменения внешних условий (например, ослабление рубля, решение вопроса с возможностью выплат дивидендов по депозитарным распискам), которые сделают актуальными идеи, не являющиеся нашими фаворитами в базовом сценарии.

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.