

## ВЗГЛЯД УПРАВЛЯЮЩЕГО

**Мировая экономика:** 2023 год мировая экономика прошла лучше ожиданий. Мировые финансовые институты снизили оценку вероятности ухода американской экономики в рецессию, однако дальнейшее замедление роста остается базовым сценарием.

**Процентные ставки:** Ведущие центральные банки, вероятно, завершили цикл повышения ставок, и в следующем году ждем начало цикла снижения. При этом считаем, что рынок уже во многом заложился на этот сценарий, и большого потенциала в снижении ставок на длинном конце treasuries не видим.

**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 акций сфокусированы в отдельных сегментах рынка, вне которых мультипликаторы выглядят более приемлемо. В условиях более низких риск-премий вырастает значимость активного управления.

**Российский рынок:** Российский рынок акций к середине декабря продемонстрировал рост с начала года на 50%. Рост ставок на долговом/денежном рынке уменьшает риск-премию в акциях. При этом отдельные корпоративные истории по-прежнему считаем достаточно интересными, предпочитая фокусироваться на компаниях, обеспечивающих высокий уровень доходности денежного потока на акционеров желательно в сочетании с бурными темпами роста бизнеса.

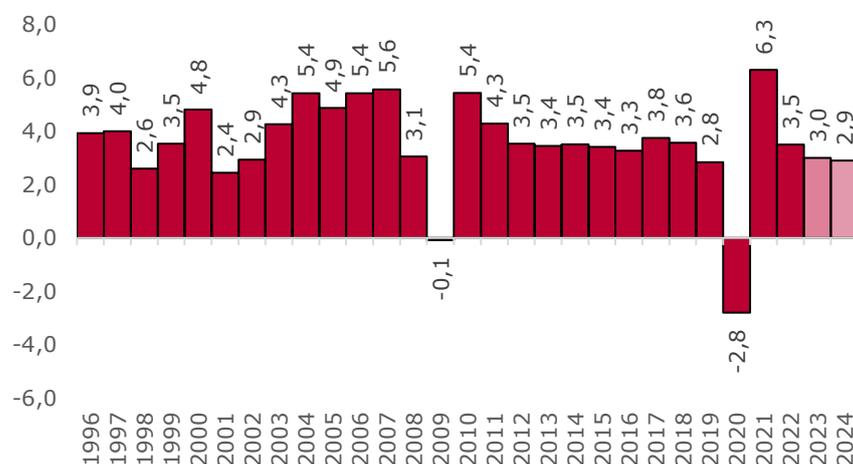
Михаил Поддубский,  
управляющий активами  
«МКБ Инвестиции»



## КРАТКОСРОЧНЫЙ КРЕДИТНЫЙ ЦИКЛ

Если прошлое десятилетие для мировой экономики характеризовалось стабильными темпами экономического роста в сочетании с относительно низкой и стабильной инфляцией, то с 2020 года волатильность ключевых экономических переменных резко возросла. Масштабное падение ВВП в 2020 году, вызванное коронавирусными ограничениями, сменилось в 2021 году сверхбыстрым восстановлением, в 2022 году уже появились признаки скорого завершения краткосрочного экономического цикла, и для многих финансовых институтов базовым сценарием на 2023 год было снижение мировых темпов роста до минимальных с 2009 года (за исключением кризисного 2020 года) с риском ухода в рецессию в развитых странах. В реальности можно констатировать, что в 2023 году мировая экономика, действительно, замедлилась, однако пик торможения по ряду стран (в первую очередь США, а также Япония, Китай), по всей видимости, переносится на чуть более поздний срок.

ГРАФИК 1: Темпы роста мировой экономики (оценка МВФ)



Источник: МВФ, МКБ Инвестиции

Процесс изменения прогнозов экономического роста на 2023 год можно отследить на примере прогнозов ФРС: в декабре 2022 года Федрезерв ожидал рост ВВП США в 2023 году всего на 0,5%, в марте на фоне банковского кризиса в стране эта оценка даже опустилась до 0,4%, но где-то к середине года все более популярным становился нарратив «soft landing», в результате в июне оценка поднялась до 1%, в сентябре до 2,1%, а последний прогноз с декабрьского заседания предполагает рост сразу на 2,6%. Что касается перспектив 2024 года, то Федрезерв ожидает замедления роста до 1,4% - заметное торможение, но с запасом от рецессионных уровней.

Что касается Еврозоны, то консенсус-прогноз выглядит так, что, возможно, нижнюю точку цикла экономика проходит сейчас. Ноябрьский прогноз Еврокомиссии предполагал, что по итогам этого года около 10 стран региона (включая Германию) будут отмечены локальным снижением ВВП, а в целом рост региона составит 0,6% (сопоставимо с оценкой ЕЦБ с декабрьского заседания). В следующем году ЕЦБ ожидает небольшого роста до 0,8%.

Близость завершения краткосрочного кредитного цикла обычно сопровождается недостатком свободных ресурсов (в первую очередь трудовых) для продолжения экспансии. В этом контексте большое внимание в последние два года приковано к американскому рынку труда, подававшему признаки перегрева на протяжении уже достаточно длительного периода времени. Во втором полугодии этого года мы наконец стали получать признаки охлаждения ситуации – если в первом полугодии

этого года американская экономика генерировала в среднем около 300 тыс. рабочих мест в месяц, а коэффициент безработицы опускался до 3,4%, то во втором полугодии темпы создания рабочих мест снизились до чуть более чем 200 тыс., а безработица подросла до 3,7-3,9%. Тем не менее эта цифра значительно ниже прогноза Федрезерва годовой давности – в декабре 2022 года ФРС ждал роста безработицы к текущему моменту до 4,6%.

**ГРАФИК 2: Трудовые и производственные мощности в США**



Источник: FRED, МКБ Инвестиции

Заметное охлаждение рынка труда мы видим и в ряде косвенных показателей. Число открытых вакансий в США сократилось с почти 11 млн в конце прошлого года до 8,7 млн в октябре этого года, соответственно соотношение числа вакансий к числу безработных снизилось до 1,34х (для сравнения на пике прошлого года соотношение доходило до 2х, тогда как представители ФРС оценивали желаемый показатель на уровне не выше 1,2х). Постепенно снижается и Quits Rate – показатель доли сотрудников, ушедших с работы в течение месяца (люди склонны более охотно менять работу при более благоприятных условиях рынка труда) – здесь также отмечаем заметное охлаждение в сравнении с пиками прошлого года. Ситуация, когда рынок труда остужается без сильного роста безработицы, является оптимальной картиной для регуляторов.

**ГРАФИК 3: Число открытых вакансий в США, млн**



Источник: FRED, МКБ Инвестиции

**ГРАФИК 4: Доля сотрудников, ушедших с работы за месяц в США**



Источник: FRED, МКБ Инвестиции

Последние полтора года по развитым странам мы видим следующую картину – относительная стабильность сферы услуг при рецессионных показателях в промышленности. Индекс деловой активности от ISM в сфере услуг пока еще держится выше отметки в 50 пунктов, в то время как ISM в промышленности с конца прошлого года находится ниже этого рубежа, а глубина снижения (при исключении

ковидного шока) на минимумах с 2009 года. Проявления слабости мирового промышленного сектора 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.

ГРАФИК 5: Индексы деловой активности в США



Источник: Investing, МКБ Инвестиции

Говоря о перспективах мировой экономики на 2023 год, в конце прошлого года большие надежды связывались с восстановлением темпов роста в Китае по мере окончательного снятия в стране коронавирусных ограничений, но реальная картина пока скорее складывается хуже ожиданий. В отличие от большинства стран в Китае весь год мы видим преобладание не инфляционных, а дефляционных рисков – годовой CPI к ноябрю 2023 года составляет (-0,5%). Выходящие ежемесячно данные по промышленному производству и розничным продажам показывают локальное улучшение, но все же преимущественно складываются ниже ожиданий. Темпы роста китайской экономики в 2023 году, вероятно, достигнут целевого уровня в 5%, однако уже в следующем году эта цифра будет ниже (МВФ прогнозирует рост в 2024 году на 4,2%). Дефляционные риски, слабость рынка недвижимости в стране – все это открывает дорогу для увеличения объемов стимулирующих мер, но текущий объем стимулов (небольшое снижение ставок Народным Банком Китая, вливание ликвидности, комментарии на тему возможного увеличения расходов на инфраструктуру) пока относительно невысок. Тем не менее вопрос стимулирования экономики в Китае представляет большую важность для перспектив следующего года.

ГРАФИК 6: Промышленное производство и розничные продажи в Китае (усредненные за два года)



Источник: Investing, МКБ Инвестиции

ГРАФИК 7: Индекс потребительских цен в Китае



Источник: Investing, МКБ Инвестиции

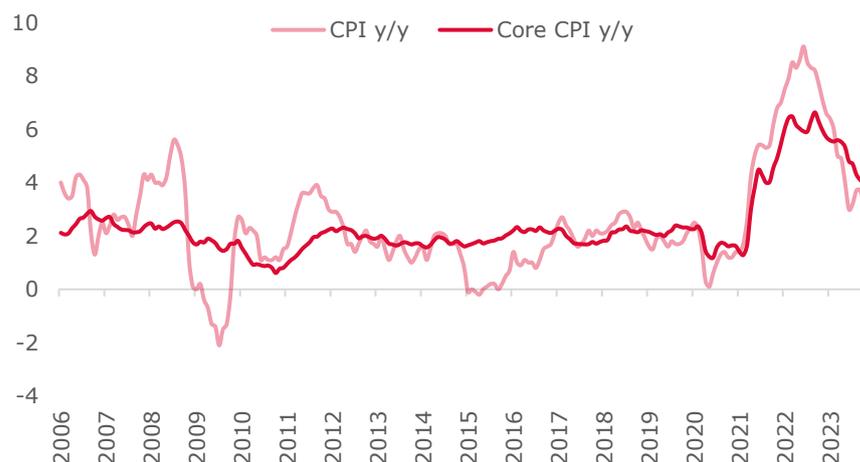
## ИНФЛЯЦИЯ И ПРОЦЕНТНЫЕ СТАВКИ

Инфляционные риски играли ключевую роль в 2021-2022 гг., но в 2023 году инфляция постепенно возвращается ближе к целевым показателям. Способствует этой тенденции и снижение цен на commodities, за счет этого прогресс в снижении классического индекса потребительских цен масштабнее снижения базового индекса, не учитывающего волатильные цены на сырье.

Так, в США рост индекса потребительских цен замедлился с 6,6% на конец прошлого года до 3,1% (оценка по итогам ноября). В показателе базовой инфляции картина не столь оптимистичная – Core-CPI с конца прошлого года снизился с 5,7% только до 4%, но и здесь заметен умеренный прогресс. Более того, эффект базы для Core-CPI может способствовать продолжению снижения годового показателя в первом полугодии следующего года, однако текущие месячные цифры скорее выводят будущий показатель ближе к 3%, нежели чем к целевым 2%.

ФРС считает, что прогресс следующего года может быть более выраженным. Из всех показателей инфляционной группы Федрезерв выделяет для себя ценовые индексы расходов на личное потребление (PCE и Core-PCE). Регулятор ожидает на конец года увидеть снижение Core-PCE до 3,2%, а в следующем году сразу до 2,4%.

ГРАФИК 8: Индекс потребительских цен в США г/г.



Источник: FRED, МКБ Инвестиции

Похожие тенденции наблюдаются и в ряде других развитых стран. Последние цифры по еврозоне демонстрируют снижение инфляции с 9,2% на конец прошлого года до близких к целевым 2,4%, однако базовая инфляция за этот период снизилась лишь с 5,2% до 3,6%. В Британии годовая инфляция замедлилась с 10,5% до 4,6%, базовая – с 6,3% до 5,7%. Как и в США, в европейских странах высокая база по месячным данным в Core-CPI в первом полугодии этого года создает условия для снижения годового показателя к середине 2024 года.

Параллельно снижению инфляции происходит и снижение инфляционных ожиданий. Так, ФРБ Нью-Йорка отмечает снижение уровня инфляционных ожиданий на год вперед с почти 5% в конце прошлого года до 3,36% в ноябре 2023 года (последние цифры минимальны с апреля 2021 года). Образовавшийся весной 2021 года спред между однолетними и трехлетними ожиданиями в последние месяцы стремительно сокращался. Таким образом, можно констатировать, что в вопросе контроля над инфляцией в последний год сделан большой шаг вперед, но считать, что риски полностью нивелированы, конечно, рано.

**ГРАФИК 9: Инфляционные ожидания в США от ФРБ Нью-Йорка**


Источник: FRED, МКБ Инвестиции

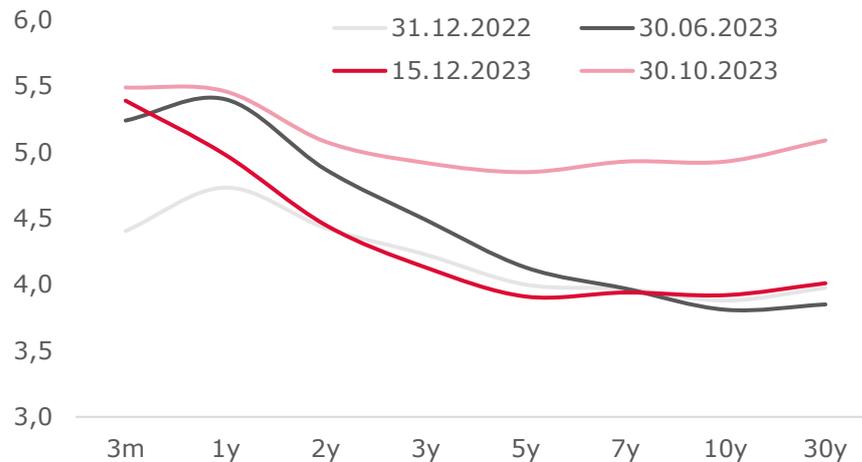
Последние два года ведущие мировые ЦБ повышали процентные ставки максимальными за последние несколько десятилетий темпами. За прошлый год ФРС подняла процентную ставку с 0,25% до 4,5%, а к лету этого года довела ее до 5,5% (максимальный уровень более чем за 20 лет), но с июльского заседания ставка остается неизменной.

Схожую картину мы видим и от других ведущих ЦБ мира (не повышал ставки пока только Банк Японии, но и здесь, возможно, близок отказ от политики таргетирования долгосрочных ставок). С начала этого года ЕЦБ поднял ставку с 2,5% до 4,5%, Банк Англии – с 3,5% до 5,25%, Банк Канады – с 4,25% до 5%, при этом с конца лета – начала осени основные мировые ЦБ приостановили цикл ужесточения.

Более того, риторика представителей ЦБ стала значительно мягче под конец года. Для примера, сентябрьский прогноз Федрезерва предполагал еще одно повышение ставки до конца этого года и лишь небольшое снижение ставки в 2024 году (медиана точечной диаграммы была на уровне 5,25%). В декабре позиция заметно смягчилась – ставка так и не была больше поднята, а медиана по ожиданиям на конец следующего года снизилась до 4,75%. Рыночные оценки перспектив снижения ставки ФРС в следующем году еще более агрессивные – фьючерсы на ставку ожидают ее снижение в следующем году от текущего уровня почти на 150 б.п.

Изменение риторики представителей центральных банков способствовало достаточно большой волатильности в доходностях UST. В первом полугодии мы наблюдали заметный рост доходностей на коротком участке кривой UST на фоне ожиданий более высокого пика по ставке ФРС, в то время как доходности на длинном конце оставались относительно стабильными. Примерно с середины года до конца октября доходности на дальнем конце резко выросли, в моменте достигая отметки в 5%. Ноябрь и декабрь, напротив, прошли в режиме коррекционного восстановления длинных облигаций, и доходности десятилетних бумаг к середине декабря опустились ниже 4%.

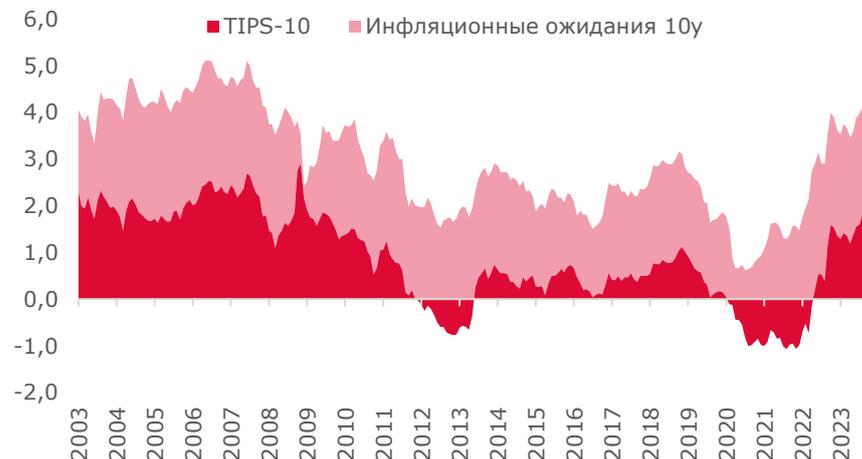
ГРАФИК 10: Изменение кривой UST с начала года



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 в последние два года обусловлено практически исключительно фактором реальных ставок (TIPS). Рыночная оценка инфляционных ожиданий на следующие 10 лет на протяжении всего этого года находилась в диапазоне 2,2-2,5%, в то время как доходности TIPS-10 выросли с примерно 1,5% на конец прошлого года до 2,5% в октябре, и вернулись в район 1,7% к середине декабря.

ГРАФИК 11: Уровень реальных ставок и инфляционные ожидания



Источник: FRED, МКБ Инвестиции

Говоря о временной премии, отмечаем, что с конца 2022 года кривая treasuries находится в состоянии инверсии, причем масштаб этой инверсии максимален за десятилетия. Рост доходностей на дальнем конце кривой treasuries в июле-октябре привел к заметному сокращению величины инверсии, но полностью ее не компенсировал. В ноябре-декабре снижение доходностей в длинных бумагах вернуло масштаб инверсии к более высоким значениям.

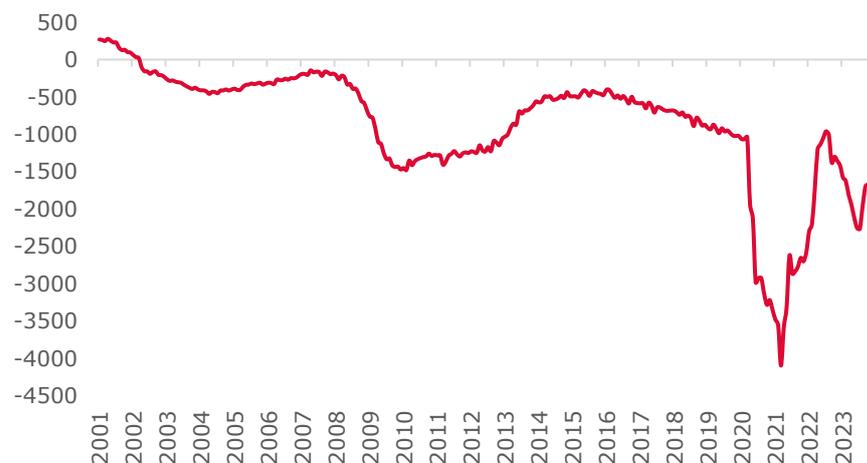
ГРАФИК 12: Инверсия кривой доходности UST (UST-10y – UST-3m)



Источник: FRED, МКБ Инвестиции

Интересным ли выглядит уровень в 4% по десятилетним облигациям (+150 б.п. над уровнем нейтральной ставки в текущем понимании ФРС) в условиях скорого старта тенденции к снижению ставок мировыми ЦБ? На наш взгляд, одним из значимых факторов изменения доходностей на длинном конце кривой treasuries может стать объем предложения бумаг от Минфина. Со второго полугодия 2022 года дефицит федерального бюджета вновь увеличивается. По итогам 2023 финансового года (в США он заканчивается 30 сентября) дефицит федерального бюджета составил около \$1,7 трлн, и к ноябрю 2023 года показатель в формате последних 12 месяцев еще немного подрос. Все более значительную долю в расходной части бюджета играет строка чистых процентных расходов – с декабря 2022 по ноябрь 2023 года расходы на выплату процентов по долгу составили около \$950 млрд (за два года расходы в абсолютном выражении практически удвоились).

ГРАФИК 13: Дефицит федерального бюджета США, млрд долл.

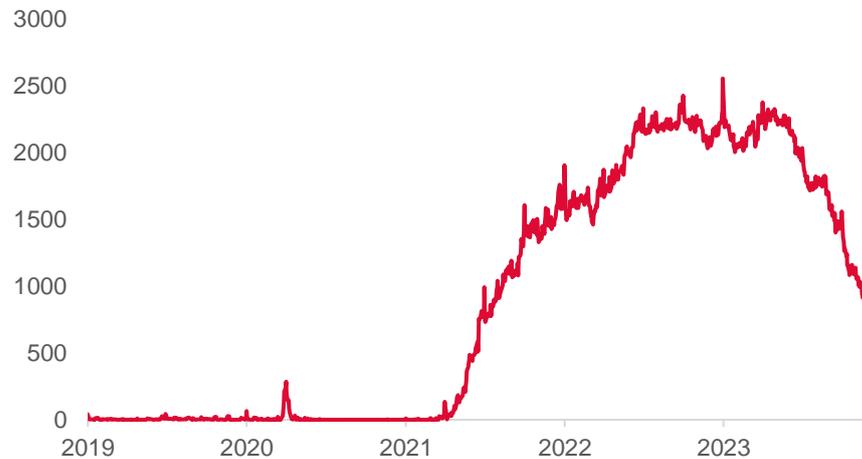


Источник: FRED, МКБ Инвестиции

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 в 2023 году мы видим обратную динамику, в результате

чего объем операций сократился с \$2,3 трлн весной этого года до текущих \$700 млрд. Продолжение этой тенденции (уменьшения запасов ликвидности) может сделать доходности treasuries еще более восприимчивыми к объему предложения со стороны Минфина.

ГРАФИК 14: Объем операций обратного РЕПО overnight



Источник: FRED, МКБ Инвестиции

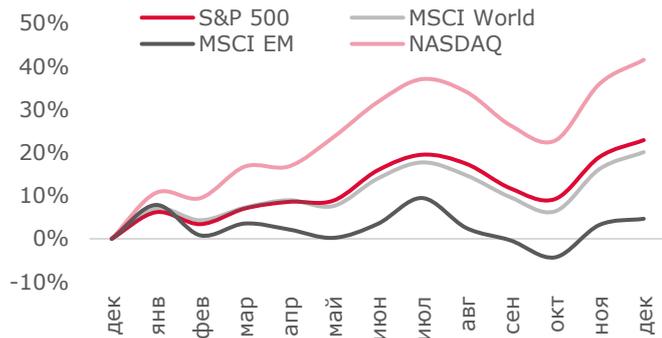
Динамика безрисковых ставок в последние годы оказывала огромное влияние на различные классы активов, и, вероятно, продолжит оказывать в дальнейшем. С большой долей вероятности в следующем году мы увидим старт снижения процентных ставок от ЦБ развитых стран, однако уверенности в том, что это будет способствовать дальнейшему снижению доходностей длинных облигаций нет. Долгосрочно нейтральной ставкой (Longer run) ФРС по-прежнему обозначает уровень в 2,5%. С учетом необходимости иметь определенный уровень временной премии и наличия рисков повышенных объемов предложения treasuries, потенциал дальнейшего снижения доходностей на длинном конце кривой UST при сценарии отсутствия жесткой рецессии и перехода ФРС уже к мягкой монетарной политике видится скорее ограниченным.

## ГЛОБАЛЬНЫЕ РЫНКИ

После отрицательных результатов прошлого года в этом году основная группа рискованных активов демонстрировала относительно позитивную динамику. Основные сегменты глобального рынка акций завершают год в плюсе – наибольший рост вновь демонстрирует технологический сектор, прирост S&P 500 на середину декабря составляет внушительные 22,9%, emerging markets вновь находятся в числе аутсайдеров (отчасти из-за слабой динамики китайского рынка).

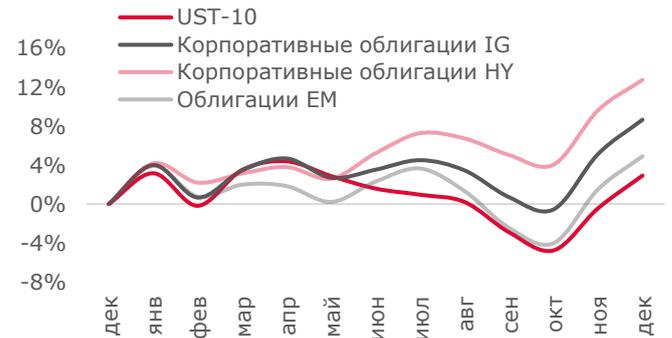
На долговом рынке первые десять месяцев года прошли скорее в негативном ключе, однако за ноябрь-декабрь ситуация сильно улучшилась. В целом по году снова в числе аутсайдеров инвесторы, берущие на себя процентный риск – десятилетние treasuries еще в конце октября давали заметный минус, однако и они завершают год на положительной территории.

**ГРАФИК 15: Доходность рынков акций в 1П 2023**



Источник: Investing, МКБ Инвестиции

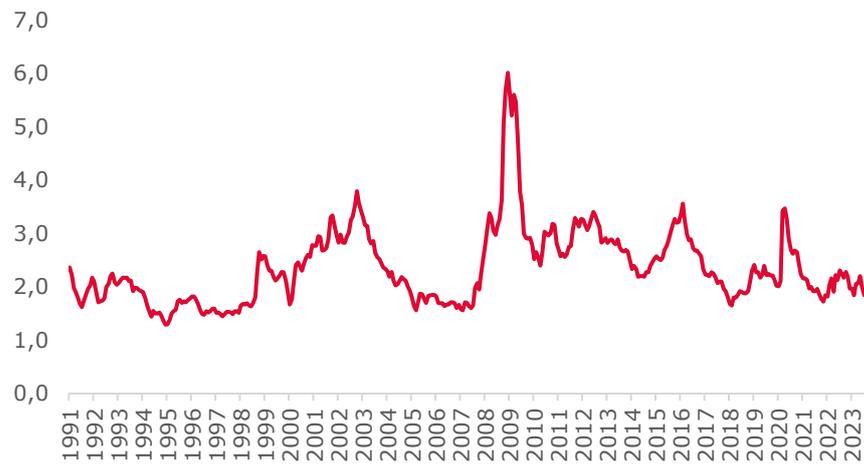
**ГРАФИК 16: Доходность рынков облигаций в 1П 2023**



Источник: Investing, МКБ Инвестиции

В сравнении с процентным риском кредитный риск в бондовых портфелях в 2023 году оплачивался лучше – к середине декабря прирост в сегменте Investment Grade составил 8,7%, в сегменте High Yield – 12,8%. К концу 2023 года корпоративные спреды на долговых рынках находятся на исторически низких уровнях.

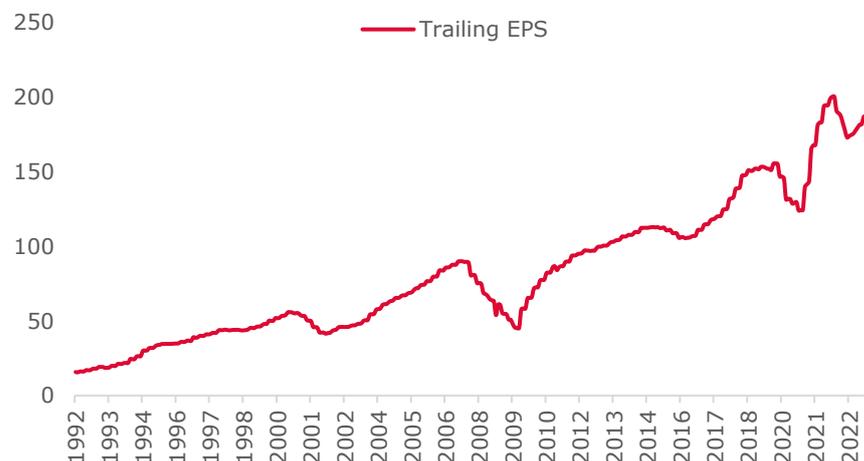
**ГРАФИК 17: Корпоративный спред для сегмента Moody’s Baa**



Источник: Оценка МКБ Инвестиции

На рынке акций оптимизм в 2023 году подтверждался ростом корпоративных прибылей лишь отчасти. Прибыль на акцию для индекса S&P 500 подросла почти на 10%, что объясняет лишь половину роста индекса.

**ГРАФИК 18: EPS для индекса S&P 500**



Источник: Оценка МКБ Инвестиции

Вторая половина годового роста индекса S&P 500 является отражением роста мультипликаторов акций. Так, средний трейлингвый P/E для индекса S&P 500 вырос с 20-22х в конце прошлого года до почти 25х к текущему моменту. Ожидания по динамике корпоративных прибылей на следующий год достаточно сильно разнятся. Консенсус на текущий момент предполагает рост показателя примерно на 10-12%, соответственно, форвардный P/E индекса S&P 500 находится вблизи 22х (также весьма повышенные уровни).

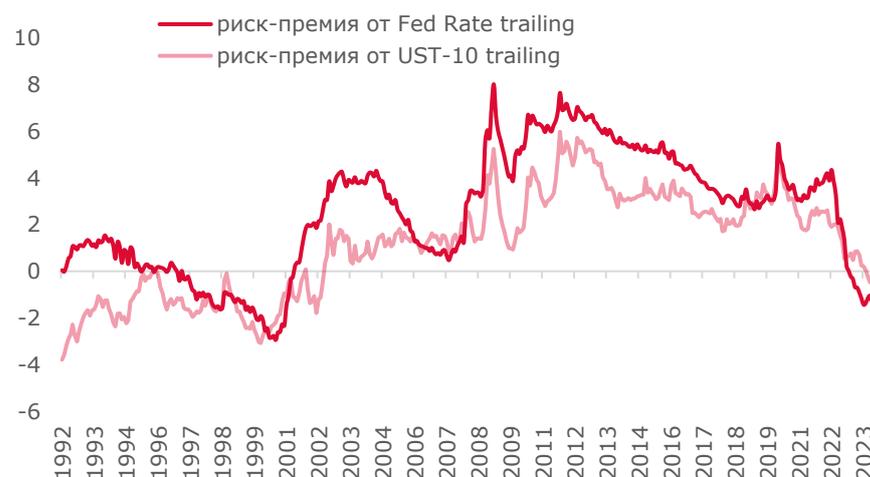
ГРАФИК 19: Мультипликаторы американского рынка акций



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 20: Риск-премия для S&P 500



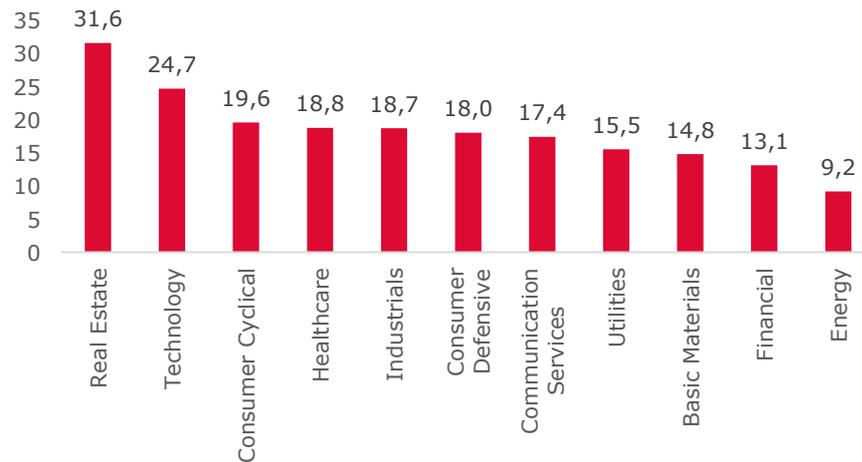
Источник: Оценка МКБ Инвестиции

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 компенсируется намного более высокими темпами роста у лидеров).

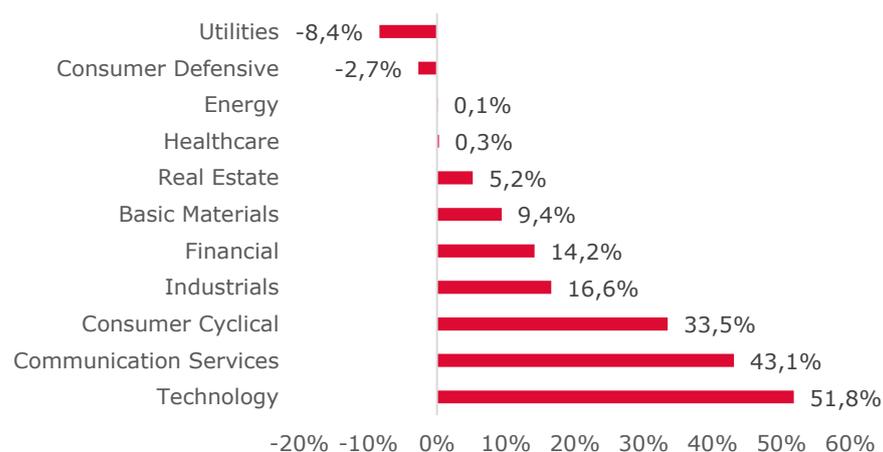
ГРАФИК 21: Мультипликатор P/E Forward в разрезе секторов



Источник: Finviz, МКБ Инвестиции

Обращаем внимание, что сильный перформанс американского рынка акций в этом году был в значительной степени обусловлен динамикой трех секторов – Technology, Communication Services и Consumer Cyclical, в то время как средний рост всех других секторов составляет около 5%.

ГРАФИК 22: Динамика основных секторов S&P 500 с начала года

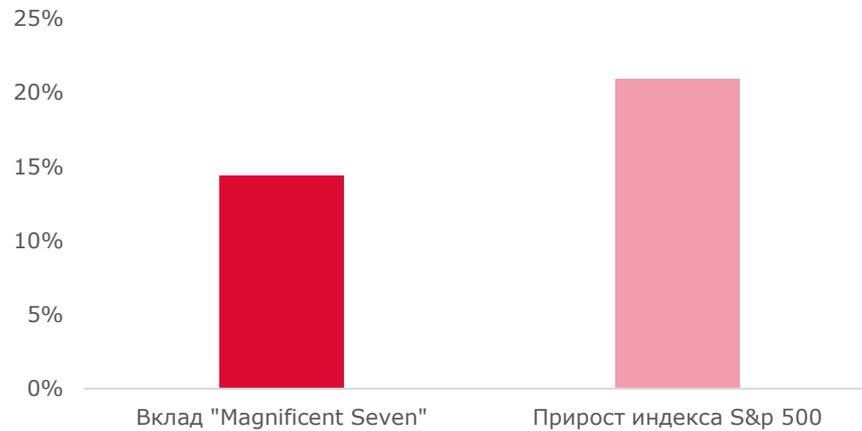


Источник: Finviz, МКБ Инвестиции

В этом контексте можно пойти чуть дальше и обратить внимание на то, что основной рост индекса в 2023 году сосредоточен даже не в конкретных секторах, а в сравнительно небольшой группе акций. Семь компаний с наибольшей долей в индексе S&P 500 (в этом году стал популярен термин «Magnificent Seven») на

середины декабря занимают долю в 28%, но суммарно они обеспечили более 2/3 прироста индекса в этом году.

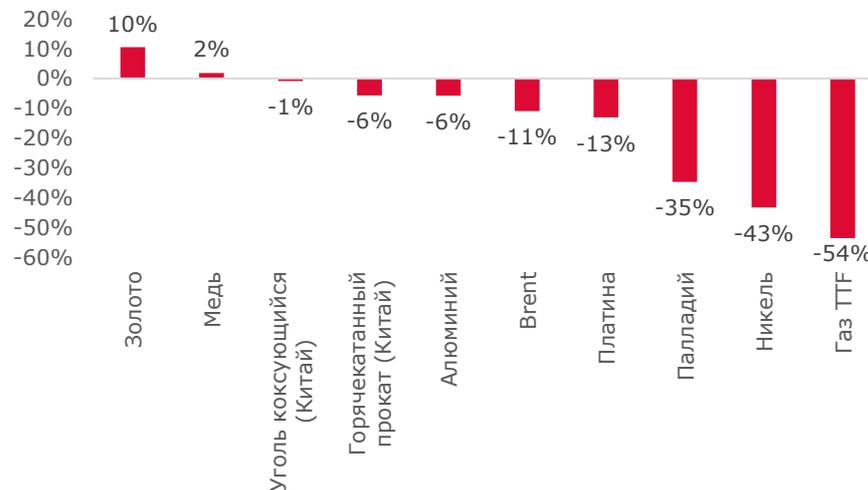
ГРАФИК 23: Вклад крупнейших компаний в прирост индекса S&P 500 в 2023 году



Источник: Finviz, МКБ Инвестиции

Для российских инвесторов большое значение имеет именно отношение инвесторов к акциям сырьевых компаний, соответственно, структура роста глобальных акций в первом полугодии скорее не давала дополнительного позитива российским инвесторам. Слабость акций сырьевых компаний – следствие продолжения снижения цен на ключевые commodities. Основная группа сырьевых активов завершает год заметным снижением.

ГРАФИК 24: Изменение цен на сырьевые активы с начала года



Источник: Investing, Macromicro, МКБ Инвестиции

Цены на нефть большую часть года находятся преимущественно в боковике, не сильно реагируя даже на ряд позитивных сюрпризов от ОПЕК+ относительно сокращения квот на добычу (в апреле, июне и ноябре организация объявляла об уменьшении/продлении действующих квот). Решение, принятое на последнем заседании в конце ноября, не меняет официальные квоты, но формирует добровольные ограничения для ряда стран суммарно на 2,2 млн баррелей в сутки в первом квартале 2024 года. Тем не менее цены на нефть марки Brent к середине декабря остаются ниже отметки в \$80 за баррель.

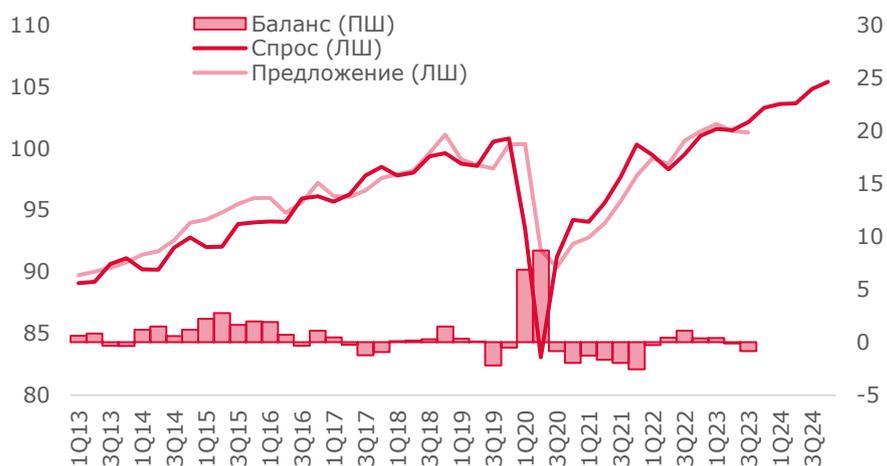
ГРАФИК 25: Динамика цен на нефть марки Brent



Источник: Investing, МКБ Инвестиции

С точки зрения баланса спроса и предложения на рынке нефти в середине года произошел переход от локального профицита к дефициту, причем размер этого дефицита по прогнозам ряда финансовых институтов к концу этого года должен был достигать 1,5-3 млн барр/сутки. Отсутствие позитивной динамики в нефтяных ценах и статистике по запасам в США и странах ОЭСР заставляет скептически подходить к этим оценкам. Одной из причин этого является более серьезное восстановление добычи в ряде стран (в первую очередь в США, Бразилии, Иране), и, вероятно, снижение спроса во второй половине года в Европе и рост спроса меньше прогнозов в Китае.

ГРАФИК 26: Баланс рынка нефти по оценке ОПЕК



Источник: ОПЕК, МКБ Инвестиции

При отсутствии сценария рецессии в развитых странах в следующем году спрос на нефть продолжит расти, однако текущее состояние баланса держится только на дисциплине в вопросе соблюдения квот со стороны ОПЕК+. Мы считаем, что основные риски для нефтяных цен сфокусированы на стороне предложения. Приверженность взятым на себя ограничениям картеля с большой долей вероятности усилит дефицит нефти в следующем году, но удастся ли сохранить высокий уровень дисциплины – пока открытый вопрос.

Что касается рисков на стороне спроса, то, безусловно, при сценарии ухода в рецессию в развитых странах спрос на нефть может снизиться. Однако из позитивных факторов, которые могут сыграть свою роль при неблагоприятном внешнем фоне, служит возможность возобновления покупок нефти в стратегические резервы. По данным ЕІА, объем стратегических запасов нефти в США по-прежнему находится вблизи минимальных уровней с 1983 года. Администрация Байдена, начиная с прошлого года, неоднократно заявляла о возможности возобновления покупок. К текущему моменту запасы от минимальной точки пополнены на символические 5 млн барр., но при сценарии более выраженного снижения цен на нефть объемы могут многократно возрасти.

ГРАФИК 27: Запасы нефти в США, тыс. барр.



Источник: ЕІА, МКБ Инвестиции

### Выводы по части «глобальные рынки»:

- 2023 год мировая экономика прошла лучше ожиданий. Мировые финансовые институты снизили оценку вероятности ухода американской экономики в рецессию, однако дальнейшее замедление роста остается базовым сценарием.
- По итогам 2023 года инфляционные риски в развитых странах снизились, но базовая инфляция пока еще далека от целевых уровней. В первом полугодии следующего года ждем дальнейшего падения годовых цифр Core-CPI из-за эффекта базы, но достичь целевых ориентиров в следующем году, вероятно, будет проблематично.
- С большой долей вероятности можно утверждать, что мировые ЦБ закончили цикл повышения процентных ставок, и в следующем году вероятен старт тенденции к их снижению. При этом текущий уровень инверсии в treasuries в нашем понимании ограничивает потенциал для снижения доходностей на длинном конце кривой UST без сценария «жесткой посадки» экономики и скорого перехода ФРС к мягкой монетарной политике.
- Американский рынок акций торгуется достаточно дорого относительно доходностей на долгом рынке – размер премии за риск минимален за два десятилетия. При этом основная дороговизна рынка сосредоточена в отдельных секторах (даже в отдельных компаниях), вне которых инвестор

по-прежнему может искать интересные возможности. В условиях более низких риск-премий вырастает значимость активного управления.

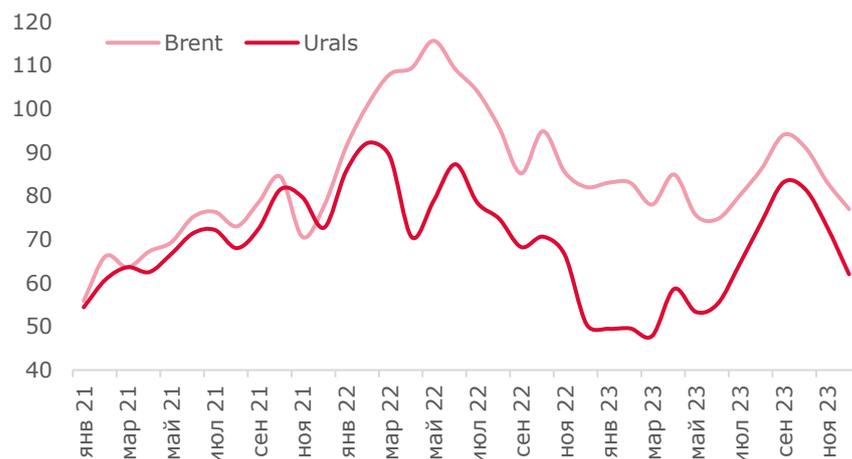
## РОССИЙСКАЯ ЭКОНОМИКА

Темпы роста российской экономики в 2023 году значительно превысят прогнозы, которые формировались в конце прошлого года – если год назад большинство финансовых институтов прогнозировали скорее отрицательную либо околонулевую динамику ВВП в 2023 году, то сегодня средние оценки предполагают рост ВВП по итогам этого года примерно на 2,5-3%. На 2024 год прогнозы у различных институтов сильно расходятся: последняя оценка Банка России предполагает замедление роста сразу до 0,5-1,5%, прогноз Минэкономразвития – рост на 2,3%.

В целом на горизонте 2023 года макро-картина для российской экономики достаточно сильно менялась. Если в первой половине года основные опасения вызывали уровни дефицита бюджета (отчасти из-за недобора нефтегазовых доходов, отчасти из-за авансирования существенной части расходов), то ослабление рубля уже к лету в значительной степени сбалансировало бюджетные риски. Однако обратной стороной этого процесса стал рост инфляции, повлекший ужесточение денежно-кредитной политики Банка России.

Цены на нефть и другие энергоресурсы продолжают оказывать сильное влияние на российскую экономику в разрезе федерального бюджета, счета текущих операций, курса национальной валюты. Очень слабое первое полугодие на фоне невысоких мировых нефтяных цен и сильно выросших дисконтов Urals к Brent (в моменте превышавших 40%), сменилось сверхпозитивным третьим кварталом, когда и мировые цены на нефть вернулись в диапазон \$80-95 за баррель, и спред Urals-Brent снизился до 10-12%.

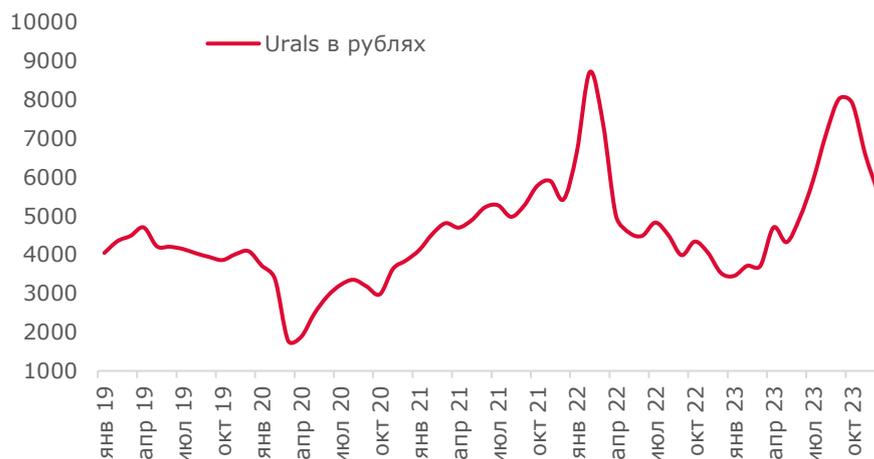
ГРАФИК 28: Динамика цен на нефть марок Brent и Urals



Источник: Минфин РФ, МКБ Инвестиции

Поскольку в третьем квартале российский рубль продолжал ослабевать, рублевые цены на нефть к концу третьего-началу четвертого квартала превышали 8000 руб/баррель, что является максимальными уровнями за исключением февральско-мартовского шока прошлого года. Однако за октябрь-декабрь вновь ухудшилась внешняя конъюнктура, что на фоне некоторого восстановления рубля вернуло рублевые цены Urals ближе к 5500 руб/барр.

ГРАФИК 29: Цена Urals в рублях



Источник: Минфин РФ, МКБ Инвестиции

Курс рубля в последние два года стал гораздо более волатильным, и с нашей точки зрения, цены на нефть остаются ключевой переменной, оказывающей наибольшее влияние на курс рубля в среднесрочной перспективе. Низкие нефтяные цены в начале года привели к тому, что по итогам первых двух кварталов приток валюты в страну по текущему счету был ниже средних за последние 10 лет уровней. Восстановление нефтяных цен, начиная с лета, заметно улучшило ситуацию с платежным балансом, хотя, разумеется, о масштабах притоков прошлого года не может быть и речи. По последним данным ЦБ, в октябре-ноябре профицит текущего счета вновь уменьшился, что частично могло быть вызвано коррекцией в нефтяных ценах, частично – временным запретом на экспорт бензина. По нашей оценке, при цене Urals около \$65 за баррель объем экспорта товаров в следующем году будет выше уровней 2023 года (последний прогноз Банка России также предполагает рост экспорта товаров в следующем году с \$429 млрд до \$441 млрд).

ГРАФИК 30: Счет текущих операций РФ

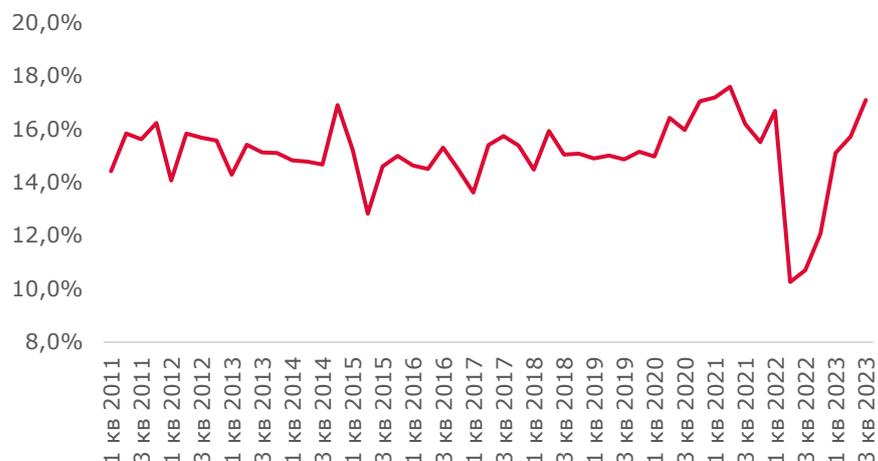


Источник: ЦБ РФ, МКБ Инвестиции

При этом снижение сальдо текущего счета в 2023 году было обусловлено не только сокращением экспорта на фоне более низких в сравнении с прошлым годом цен на нефть, но и восстановлением импорта. После резкого сокращения импорта весной-осенью прошлого года, начиная с зимы 2022-2023 гг. импорт бурно восстанавливался и фактически соотношение импорта к ВВП уже летом этого года

достигло своих нормальных уровней – считаем, что потенциал восстановления импорта фактически исчерпан.

ГРАФИК 31: Импорт товаров, % ВВП

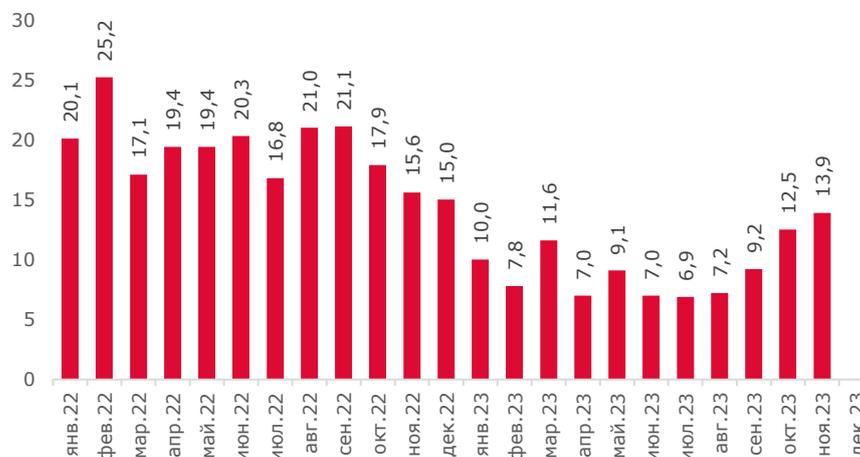


Источник: ЦБ РФ, Росстат, МКБ Инвестиции

На валютном рынке тренд на ослабление рубля наблюдался с декабря прошлого года до начала октября. Если ослабление рубля в первом полугодии действительно в большей части происходило на фоне ухудшения торгового баланса, то продолжение тренда летом-осенью, с нашей точки зрения, в большей части вызвано потоками по финансовому счету.

В августе и октябре пара доллар/рубли достигала отметки в 100 руб/долл, после чего Банк России приостановил покупку валюты в рамках бюджетного правила (август), а правительство ввело валютные ограничения для экспортеров (октябрь): теперь ряд крупнейших компаний-экспортеров обязаны в течение 60 дней с момента поступления валютной выручки зачислить на счета в России не менее 80% и продавать не менее 90% от зачисленных средств. Из данных «Обзора рисков финансовых рынков» от Банка России видим, что объем продаж валюты крупнейшими экспортерами в октябре-ноябре заметно подрос. Как итог, в четвертом квартале курс рубля чувствовал себя лучше – торги парой доллар/рубли вернулись ближе к отметке в 90 руб/долл.

ГРАФИК 32: Чистые продажи валюты крупнейшими экспортерами

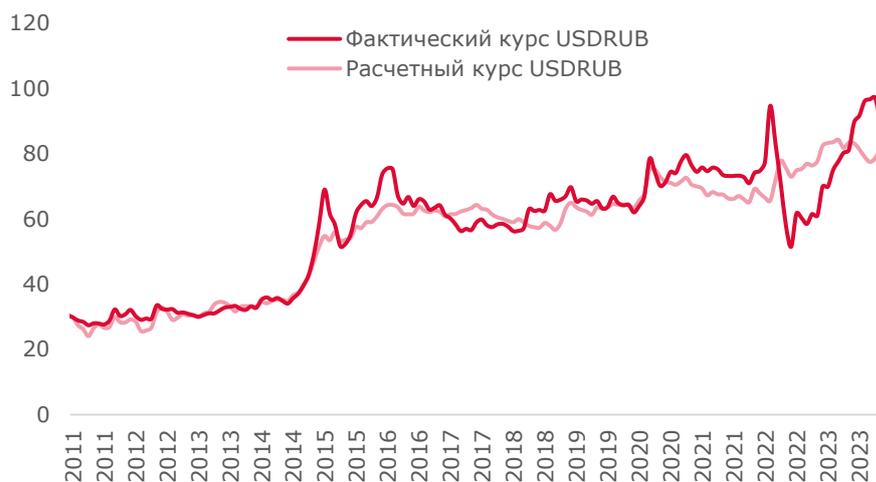


Источник: ЦБ РФ, МКБ Инвестиции

С января 2024 года Банк России возобновляет проведение операций на валютном рынке в рамках бюджетного правила, однако эти операции будут сальдироваться с расходами ФНБ сверх бюджетного правила и объемом инвестирования ФНБ в разрешенные финансовые активы, выраженные в рублях. По нашим предварительным оценкам в текущих условиях это означает не переход к покупкам валюты, а некоторое увеличение объемов продаж с января следующего года.

В стратегии на 2023 год мы говорили о том, что к концу 2022 года курс рубля был несколько переоценен, и отмечали, что, согласно нашей модели, равновесные уровни по паре доллар/рубль были расположены ближе к отметке в 80 руб/долл. (против фактического курса вблизи 70 руб/долл. в конце декабря 2022 года). Спустя год состоявшееся более бурное восстановление импорта и накопленная за этот период инфляция в нашем понимании сдвигают баланс в район 85 руб/долл., в то время как практически всю вторую половину этого года курс находится выше этой отметки. Мы по-прежнему считаем, что среднесрочные перспективы рубля напрямую зависят от нефтяных цен. При ценах Urals на заложенных в бюджет уровнях вблизи \$70 за баррель мы считаем, что курс рубля локально недооценен, однако при сценарии снижения нефтяных цен баланс по паре доллар/рубль будет смещаться вверх. Отдельный фактор риска для рубля – вопрос выкупа российскими компаниями доли нерезидентов с дисконтом (подобные сделки определенно позитивны для акционеров самих компаний, занимающихся выкупом, но ведут к оттоку капитала и напрямую отражаются на валютном курсе).

ГРАФИК 33: Фактический и расчетный курс USDRUB



Источник: МКБ Инвестиции

Произошедшее в 2023 году ослабление рубля улучшило ситуацию с доходами бюджета. Последние комментарии представителей Минфина свидетельствуют о том, что по итогам этого года дефицит федерального бюджета РФ составит около 3 трлн руб, или около 1,8% ВВП. Опубликованные осенью параметры бюджета на 2024-2026 гг. вызвали большой ажиотаж за счет роста как доходной, так и расходной части. Рост расходов на следующий год до 36,6 трлн руб. существенно превысил прогнозы, однако, несмотря на внушительный рост расходов, планируемый дефицит в следующем году сокращается до 1,6 трлн руб. (около 0,9% ВВП). Причина этого – рост как в части нефтегазовых, так и ненафтегазовых доходов. Ожидаемая средняя цена Urals на следующий год заложена на уровне \$71,3 за баррель (цена отсечения при этом стоит на уровне в \$60 за баррель, соответственно, нефтегазовые доходы сверх базового уровня идут в резервы), ожидаемый средний курс пары доллар/рубль – на уровне 90,1 руб. за доллар.

ГРАФИК 34: Дефицит федерального бюджета, % ВВП

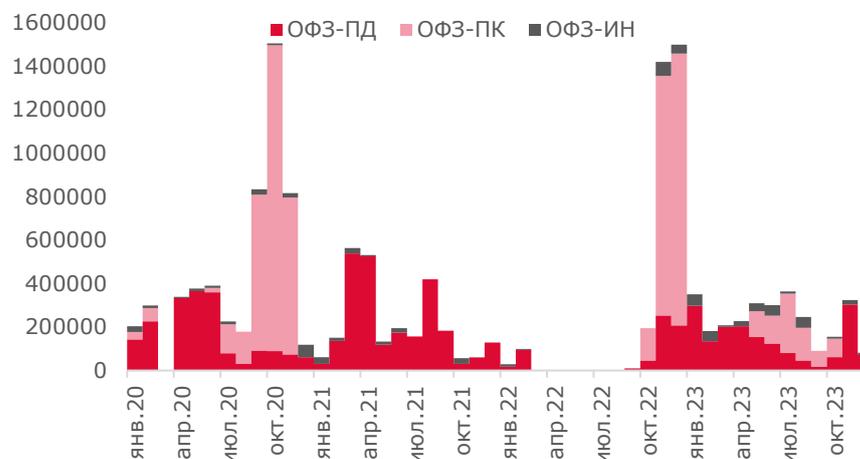


Источник: Минфин РФ, МКБ Инвестиции

Основным источником финансирования дефицита остается размещение ОФЗ – фактор, который мог оказывать весомое влияние на долговой рынок на горизонте 2023 года. Причем, вероятно, давление в сторону увеличения доходностей могло создаваться не только самим увеличенным объемом предложения, но и ожиданиями рынка сохранения этих объемов на повышенном уровне в будущем. За первые 9 месяцев 2023 года было размещено бумаг на 2,3 трлн руб, из которых почти 1,3 трлн руб. составляли ОФЗ-ПД преимущественно длинной дюрации. Улучшение исполнения бюджета летом этого года позволило сократить планируемый объем размещений на 4-ый квартал, но при этом, начиная с ноября, напротив, ситуация со спросом на аукционах улучшилась.

Чистый объем размещений на 2024 год в проекте бюджета планируется на уровне 2,6 трлн руб. – весьма значительные цифры. 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, что может продолжать оказывать повышательное давление на длинные ставки.

ГРАФИК 35: Результаты аукционов Минфина по размещению ОФЗ



Источник: Минфин РФ, МКБ Инвестиции

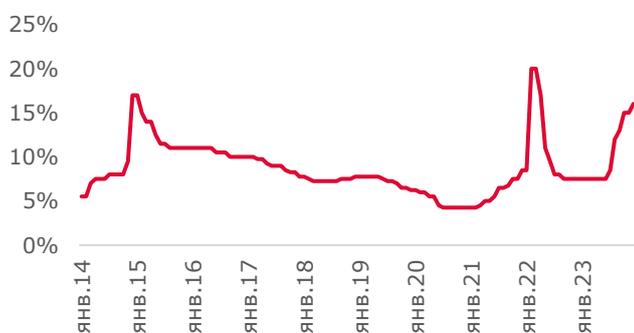
## ИНФЛЯЦИЯ, КЛЮЧЕВАЯ СТАВКА И РЫНОК ОБЛИГАЦИЙ

В течение 2023 года годовой показатель инфляции был искажен эффектом базы прошлого года, соответственно, чтобы адекватнее воспринимать инфляционные тренды, необходимо фокусироваться на сезонно-скорректированных цифрах. Если в первом полугодии сезонно-скорректированные показатели были под контролем, то, начиная с июля, мы увидели бурный рост вплоть до 15% в сентябре по одномесячным данным и 11-12% в октябре-ноябре по трехмесячному импульсу.

В качестве причин роста инфляции основной акцент делается на ослаблении курса рубля – мы согласны с этим, однако помимо этого есть ряд других локальных причин: рост в ценах на услуги на фоне снижения безработицы до рекордного минимума в 2,9% (в услугах выше доля трудовой составляющей), рост цен в продуктах (фактор урожая, вспышка гриппа птиц на нескольких птицефабриках), рост цен на бензин (неопределенность с топливным демпфером). Все это в совокупности вывело сезонно скорректированные цифры на максимумы с 2015 года (если исключить шок весны 2022 года) и привело к росту инфляционных ожиданий до максимума с 2016 года (опять же за исключением кратковременного всплеска в 2022 году). При этом оба эти показателя достаточно волатильны, их текущий рост обусловлен наложением нескольких рисков на сравнительно короткий временной интервал (второе полугодие 2023 года), и часть этих рисков носит скорее разовый характер.

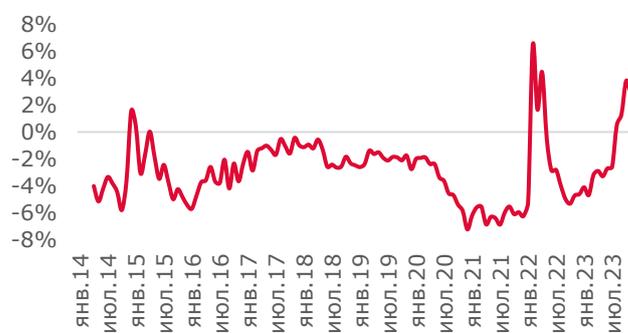
В ответ на рост инфляции во втором полугодии Банк России поднял ключевую ставку с 7,5% до 16%. С нашей точки зрения, текущий монетарный курс можно считать весьма жестким – ключевая ставка сегодня заметно выше как текущего импульса по сезонно-скорректированным инфляционным данным, так и уровня инфляционных ожиданий (даже неожиданный рост инфляционных ожиданий в декабре до 14,2% не поменял эту картину). Столь жесткая политика со временем найдет отражение в динамике кредитования, потребительского спроса, следовательно, скажется на инфляции. Банк России в базовом прогнозе ожидает снижения инфляции уже в следующем году до 4-4,5%. Учитывая рост тарифов летом следующего года, подобный сценарий сегодня выглядит очень оптимистично, тем не менее, серьезный прогресс в темпах сезонно-скорректированной инфляции мы можем увидеть уже весной. По мере взятия инфляции под контроль консенсус-прогноз предполагает, что ключевая ставка в следующем году начнет снижение – медиана октябрьского прогноза регулятора дает средний уровень ключевой ставки в следующем году на уровне 13,5% и 8% в 2025 году.

ГРАФИК 36: Ключевая ставка Банка России



Источник: Банк России, МКБ Инвестиции

ГРАФИК 37: Разница между ключевой ставкой и инфляционными ожиданиями



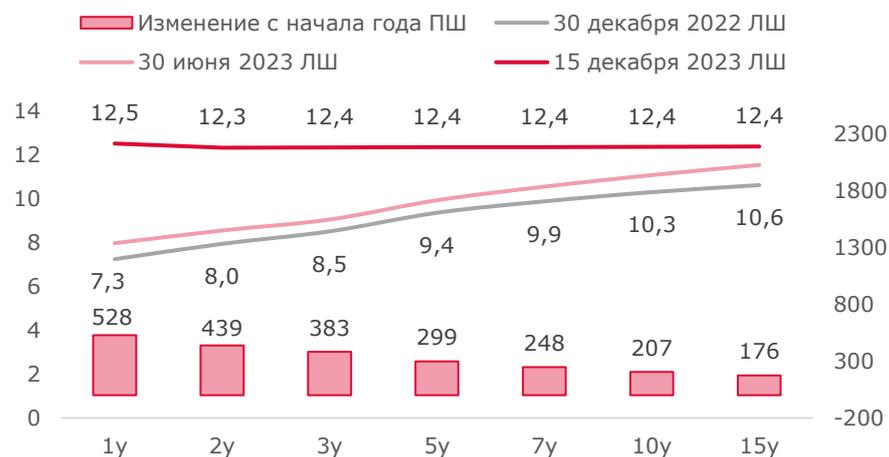
Источник: Банк России, МКБ Инвестиции

Состоявшийся в этом году рост ключевой ставки до 16% пока не нашел полного отражения на долгом рынке – даже на коротком конце кривой ОФЗ доходности существенно ниже уровня ключевой ставки. В целом изменение формы кривой ОФЗ по итогам 2023 года можно условно разделить на два этапа – в первом

полугодии доходности на коротком конце оставались относительно стабильными на фоне сохранения ключевой ставки, тогда как на дальнем конце подрастали (вероятно, отчасти из-за фактора предложения Минфина); и во втором полугодии резкий рост ключевой ставки поднял короткий конец кривой ОФЗ, но относительно слабо отразился на длинных ставках.

В результате форма кривой от близкого к рекорду наклона (разница в доходности десятилетних и однолетних бумаг превышала 300 пунктов) перешла к инверсии, при этом величина этой инверсии не столь большая, как можно было бы ожидать в условиях, когда ключевая ставка настолько сильно превышает долгосрочно нейтральный уровень ставок (ЦБ по-прежнему оценивает его на уровне в 6-7%). С нашей точки зрения, доходности на денежном рынке сегодня смотрятся интереснее ставок по коротким ОФЗ. Доходности на длинном конце кривой могут представлять интерес для инвесторов, ожидающих в следующем году снижение ставки Банком России темпом не ниже медианы среднесрочного прогноза, однако здесь держим в голове фактор повышенного объема размещений бумаг на аукционах Минфина (планы Минфина на горизонте года могут быть серьезно скорректированы в обе стороны).

ГРАФИК 38: Изменение кривой ОФЗ



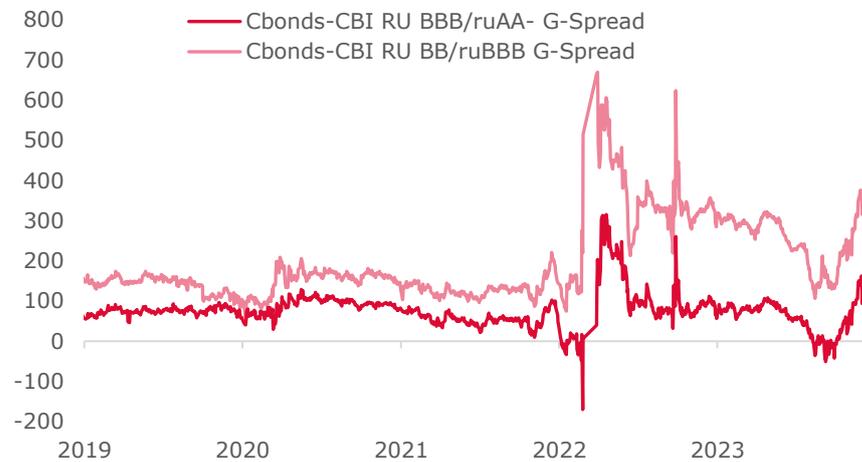
Источник: Московская биржа, МКБ Инвестиции

Попытки разбавить облигационный портфель бумагами с переменным купоном (флоатеры) либо индексированным на инфляцию номиналом (линкеры) в сегодняшних условиях уже вызывают большие вопросы. Данные инструменты могут отлично защитить в ожидании реализации процентного риска, но смотрятся дорогими, если считать, что риск уже реализовался. Текущий уровень закладываемой через линкеры ожидаемой инфляции на всем горизонте их существования составляет 7,5-8% годовых, что смотрится излишне негативной оценкой. Что касается флоатеров, то по сегодняшним ценам обеспечить более высокую доходность в сравнении с классическим выпусками здесь можно лишь при сценарии движения ключевой ставки по траектории заметно выше последнего медианного прогноза от ЦБ.

На фоне резких изменений ключевой ставки и ставок в коротких ОФЗ сильно менялись в 2023 году и значения в корпоративных спредах (на изменение общего уровня ставок на долговом и денежном рынке сегмент корпоративных облигаций реагирует с большим запозданием из-за фактора низкой ликвидности). На начало 2023 года значение корпоративного спреда для группы самых качественных бумаг (с рейтингом не ниже «АА-» по российской шкале) находилось на среднем историческом уровне, и на относительно повышенном уровне для группы с рейтингом не ниже «ВВВ». Рост ключевой ставки в августе способствовал росту доходностей ОФЗ, в то время как слабая ликвидность в корпоративных бумагах

привела к снижению корпоративных спредов (в самых качественных бумагах и вовсе до отрицательного уровня). За следующие несколько месяцев спреды постепенно восстанавливались и сейчас находятся на немного повышенном уровне (повышенном относительно кривой ОФЗ, но никак не уровня ставок денежного рынка).

ГРАФИК 39: Корпоративные спреды CBONDS



Источник: CBONDS, МКБ Инвестиции

## РОССИЙСКИЙ РЫНОК АКЦИЙ

На 15 декабря рост индекса Мосбиржи Total Return с начала года составляет практически ровно 50%. Значительная часть этого роста обусловлена ослаблением рубля - прирост индекса РТС Total Return за этот период составил 16,3%, что тем не менее заметно лучше индекса MSCI EM Total Return, прибавившего за этот период лишь 7,2%.

ГРАФИК 40: Динамика индекса МосБиржи Total Return



Источник: Московская биржа, МКБ Инвестиции

Со второго квартала 2022 года по середину 2023 года значительная часть российских компаний не раскрывала финансовых результатов либо раскрывала их в сильно усеченном формате, однако летом 2023 года большая часть компаний вернулась к раскрытию (формат раскрытия по-прежнему не такой подробный, как до весны 2022 года, но делать оценки финансовых результатов стало заметно

проще). К концу 2022 года мы оцениваем общий размер прибыли на акцию для индекса Мосбиржи на уровне в 590 пунктов.

ГРАФИК 41: EPS для индекса Мосбиржи



Источник: Оценка МКБ Инвестиции

В современных условиях 590 пунктов прибыли для индекса примерно соответствуют мультипликатору цена/прибыль чуть выше 5,1х. Это по-прежнему ниже исторических средних значений, но уже не так экстремально дешево, как во втором полугодии 2022 года.

Как и для глобальных рынков, смотреть на мультипликаторы акций разумно в сравнении с доходностью на долговых/денежных рынках. Здесь мы видим, что на фоне роста фондового рынка и повышения процентных ставок риск-премия за последний год заметно снизилась, и, если в конце прошлого года премия за риск в российских акциях находилась на однозначно повышенных уровнях, то сейчас эти оценки скорее близки к средним историческим значениям.

ГРАФИК 42: Риск-премия для российских акций



Источник: Оценка МКБ Инвестиции

Уже состоявшийся в 2023 году рост российских акций заставляет быть более консервативными в отношении дальнейших перспектив широкого рынка. Коррекция по индексу Мосбиржи в ноябре-декабре 2023 года сделала оценки чуть более

привлекательными, однако явных оснований держать долю акций выше бенчмарка в портфелях, предполагающих аллокацию в разные классы активов (акции/облигации), мы пока не видим. При этом отдельные корпоративные истории по-прежнему выглядят интересно, и, с нашей точки зрения, могут обеспечивать заметно более высокую доходность в сравнении со ставками на долговом рынке на горизонте ближайших лет.

## СЕКТОРАЛЬНЫЙ РАЗРЕЗ

Волатильность финансовых результатов российских компаний сильно возросла за последние два года. Сильное укрепление рубля в прошлом году и его ослабление в этом серьезно сказываются на прибылях экспортеров; банковский сектор, оказавшийся под большим ударом в прошлом году, в этом году, напротив, ставит рекорды; компании потребительского сектора продолжают генерировать хороший уровень денежного потока, но при этом пока не распределяют в большом объеме этот денежный поток на акционеров. Все это делает выбор текущих фаворитов достаточно ситуативным, и инвесторам по-прежнему необходимо максимально гибко подстраивать структуру портфеля под изменяющиеся внешние условия.

Говоря о том, что сегодняшний уровень риск-премии в российских акциях относительно невысок, мы все же отмечаем, что ряд бумаг по-прежнему выделяются либо за счет относительной дешевизны, либо за счет роста бизнеса в размере.

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 46%, соответственно, недовес/перевес в этом секторе часто может сыграть определяющую роль в динамике портфеля относительно индекса. В сегодняшних условиях мы отдаем предпочтение нефтяным компаниям, нежели газовым (если в кейсе Новатэка вопрос вызывает только фактор привлекательности valuations, то для улучшения восприятия перспектив Газпрома крайне желательно увидеть восстановление объемов экспорта в дальнее зарубежье). 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 нашими фаворитами остаются две ведущие нефтяные компании.

Фавориты:

- **Лукойл:** На сегодняшний день компания остается одной из самых дешевых в секторе и при этом выделяется подходом к выплате дивидендов (направляет 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 ненамного дороже конкурентов, при этом имея в запасе масштабный проект роста – «Восток Ойл». Мы считаем, что в 2024 году выход проекта на новую стадию развития может способствовать изменению подхода к оценке бизнеса и некоторому раскрытию стоимости.

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)**

2023 год выдался рекордным для банковского сектора, и даже значительный рост ставок во второй половине года не оказал большого негативного влияния на уровень процентной маржи. При этом необходимо разделять, за счет чего конкретные участники рынка демонстрируют в 2023 году рекордный уровень прибыльности – за счет роста чистого процентного и комиссионного дохода или за счет разовых прочих доходов. Как и годом ранее, одним из наших фаворитов в целом на российском рынке и внутри банковского сектора в частности остаются акции Сбербанка, демонстрирующего поразительную стабильность бизнеса и имеющего привлекательную оценку (P/E около 4x и P/Bv ниже 1x).

Фавориты:

- **Сбербанк:** По итогам 2023 года банк заработает около 1,5 трлн руб. чистой прибыли, что трансформируется в размер дивиденда на акцию на уровне в 33 руб. (более 12,5% к текущей цене). В стратегии на 2024-2026 гг. Сбербанк ставит ориентир по ROE на уровне не ниже 22% (на наш взгляд, достаточно амбициозная цель). Жесткая монетарная политика, с нашей точки зрения, значительно затормозит рост кредитного портфеля в 2024 году, мы допускаем умеренный рост Cost of Risk, но в базовом сценарии ожидаем, что финансовый результат банка в следующем году может быть сопоставим с рекордным уровнем 2023 года.

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. Также ближе к концу года в СМИ стали появляться разовые комментарии относительно увеличения налоговой нагрузки на банки (налог на сверхприбыль, механизм хеджирования процентных рисков для бизнеса за счет прибыли банков) – в нашем базовом сценарии мы не учитываем подобные инициативы.

### **Металлы и добыча (ниже рынка)**

Состоявшееся в прошлом году ослабление рубля при прочих равных заметно улучшает маржинальность металлургов и горнодобытчиков, однако снижение долларовых цен на их продукцию и возникшие экспортные пошлины пока не делают сектор однозначно привлекательным в наших глазах. В ближайшие месяцы мы видим вероятность возвращения представителей черной металлургии к дивидендам, что может локально поддержать конкретных эмитентов, но добавлять бумаги в число фаворитов на горизонт следующего года пока не готовы. С точки зрения valuations из всех компаний сектора привлекательной считаем текущую оценку «Алросы», однако санкционные риски также сдерживают от включения бумаги в список фаворитов. Считаем, что к оценке сектора надо подходить максимально гибко, и взгляд на перспективы акций может резко поменяться в случае существенного улучшения конъюнктуры в металлах (вполне допускаем, что через определенное время сектор из числа аутсайдеров перейдет в число фаворитов).

## Ритейл (выше рынка)

Лидеры продуктового ритейла продолжают демонстрировать приличные финансовые результаты, однако основным риском выступают сложности в вопросе распределения денежного потока в пользу акционеров. Две крупнейшие сети торгуются сегодня исходя из оценок в 3,5-4х EV/EBITDA, чтократно ниже средних уровней за последние полтора десятилетия, а размер генерируемого свободного денежного потока составляет 13-15% от текущей капитализации (допускаем, что такими могут быть дивиденды при решении инфраструктурных вопросов).

Фавориты:

- **Магнит:** В отличие от прямого конкурента Магнит в 2023 году уже сделал ряд шагов к раскрытию стоимости – в два этапа осуществил выкуп 29,3% доли у нерезидентов с большим дисконтом, а в ноябре объявил о выплате дивидендов (412 руб. на акцию, что составляет 6,7% к текущей цене).
- **X5 Retail Group:** Компания на горизонте последних кварталов демонстрирует динамику бизнеса заметно лучше конкурентов, однако голландская «прописка» пока не позволяет распределять денежный поток в пользу акционеров. В этом контексте следим за развитием законодательных инициатив о «принудительной редомициляции», а пока наблюдаем развитие M&A историй и уменьшение чистого долга.

Риски: Продуктовый ритейл традиционно является сектором, работающим с очень низкой маржой. В последние несколько кварталов компании демонстрируют достаточно высокий для себя уровень рентабельности, но риторика менеджмента заставляет понизить ориентиры по марже на будущие периоды.

## Технологии (выше рынка)

Большинство компаний сектора представлены в России не акциями, а депозитарными расписками, что по-прежнему несет риски инфраструктурного характера. История с редомициляцией ряда компаний, вероятно, будет актуальной в следующем году. Из-за изменения методологии формирования структуры индекса Мосбиржи доля сектора в индексе существенно снизилась (суммарный вес компаний, которых мы относим к этому сектору, составляет всего 3%). После редомициляции высока вероятность повышения коэффициентов, ограничивающих вес, соответственно, доля сектора в индексе может быть увеличена.

Фавориты:

- **Яндекс:** От условий предполагаемой реорганизации бизнеса зависит весь инвестиционный кейс компании. На середину декабря капитализация Яндекса составляет всего около 800 млрд руб. (EV около 820 млрд руб.), а EBITDA одного только поискового сегмента по итогам года составит около 170 млрд руб. На наш взгляд, исходя из сегодняшней оценки акций на Мосбирже, компания торгуется с одним из самых больших потенциалов роста, но для реализации этого апсайда необходима уверенность, что сегодняшние покупатели депозитарных расписок в результате реорганизации получат возможность сохранить свою долю в российской части бизнеса.
- **Озон:** В последние полтора года компания прибавила в операционной эффективности и сейчас пытается найти баланс между желаемыми темпами роста GMV и приемлемым уровнем маржинальности. Капитализация Озона к середине декабря составляет около 560 млрд руб. (соотношение EV/GMV

2023 чуть выше 0,3х), 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. В кейсе Яндекса огромная неопределенность лежит в поле предстоящей реорганизации бизнеса.

#### **Другие секторы:**

- **Новабев Групп:** Высокие темпы роста розничного сегмента бизнеса, сравнительно высокий уровень маржинальности по группе (+15% по EBITDA IFRS 16 с перспективой роста до +17%), готовность акционеров распределять генерируемый денежный поток на дивиденды (также ждем уверенно двузначной дивидендной доходности) и наличие казначейского пакета выделяют бумагу, несмотря на уже состоявшийся внушительный рост цен на акции (рост на 86% с начала года).
- **Эталон:** Несмотря на все опасения относительно состояния сектора недвижимости, второе полугодие 2023 года проходит для застройщиков в весьма позитивном ключе. Вопрос сокращения программ льготной ипотеки по-прежнему видится вызовом для всех компаний сектора, однако текущие цены в ряде бумаг, с нашей точки зрения, учитывают эти риски. Из всех компаний сектора наиболее дешевыми нам представляются бумаги Эталона. В середине декабря акционеры одобрили редомициляцию с Кипра в Россию, что открывает дорогу к выплате дивидендов.

#### **Выводы по российскому рынку:**

- Для большинства компонентов макро-картины в РФ цены на нефть остаются определяющим фактором. При среднегодовой цене Urals не ниже \$65 за баррель в следующем году мы можем увидеть некоторое улучшение текущего счета и, как следствие, умеренное укрепление рубля. Однако более низкие цены на нефть могут привести к новым дисбалансам в счете текущих операций, доходах бюджета, валютном курсе.
- К концу 2023 года оцениваем текущий уровень монетарной политики как весьма жесткий. При стабильном курсе рубля ожидаем через несколько месяцев увидеть торможение сезонно-скорректированной инфляции и видим предпосылки для начала снижения ключевой ставки в середине следующего года.
- В защитной части портфелей (долговой/денежный рынок) не видим большого интереса в коротком конце кривой ОФЗ как в бумагах с постоянным купоном, так и в облигациях с переменным купоном/индексированным номиналом (для короткого временного горизонта предпочитаем инструменты денежного рынка). Корпоративные спреды по широкому рынку также не считаем интересными, однако селективный выбор корпоративных эмитентов остается основой стратегии в бондовой части. Что касается взятия процентного риска (покупки бумаг с высокой дюрацией), то в целом видим основания для увеличения дюрации, однако актуальность этого возрастет при очевидных признаках торможения инфляции.
- Российский рынок акций, по нашим оценкам, торгуется к середине декабря на уровне 5,1х по P/E (ниже исторических средних уровней), однако на фоне

роста процентных ставок риск-премия в акциях не выглядит привлекательно. В этих условиях не видим явных оснований держать долю акций выше бенчмарка в портфелях, предполагающих аллокацию в разные классы активов (акции/облигации).

- 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.**