

## ВЗГЛЯД УПРАВЛЯЮЩЕГО

**Мировая экономика:** Мировая экономика завершает 2024 год лучше ожиданий, однако есть основания полагать, что значительная часть этого позитива уже заложена в цены на активы, а пространство для негативных сюрпризов возросло.

**Процентные ставки:** Центральные банки развитых стран начали в этом году цикл снижения процентных ставок, но сохранение инфляционных рисков ограничивает возможности дальнейшего сильного смягчения ДКП.

**Глобальные рынки:** Цены на большинство активов выглядят дорого. Кредитные спреды на долговых рынках находятся на рекордных за долгие годы минимумах, а мультипликаторы американского рынка акций очень высоки относительно исторических значений.

**Российский рынок:** На российском рынке основной темой года стал рост ключевой ставки, что оказало влияние на все рублевые классы активов кроме денежного рынка. Российский рынок акций продемонстрировал в 2024 году сильную коррекцию, но к концу года акции выглядят крайне дешево (чуть выше 4x по P/E для индекса Мосбиржи). В этих условиях считаем логичным держать долю акций в портфелях выше бенчмарков.

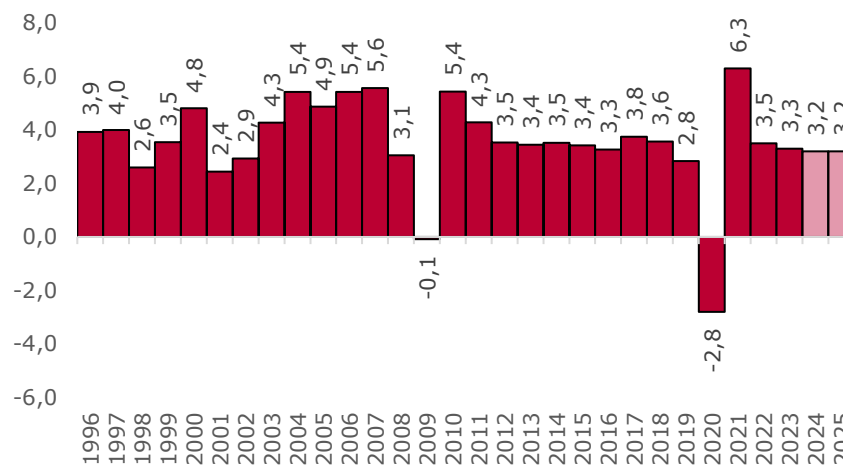
Михаил Поддубский,  
управляющий активами  
«МКБ Инвестиции»



## КРАТКОСРОЧНЫЙ КРЕДИТНЫЙ ЦИКЛ

Наши несколько последних полугодовых апдейтов этого материала начинаются схожим образом – с точки зрения темпов роста глобальной экономики мы видим некоторое торможение, однако реальные цифры оказываются все же заметно выше консенсус-прогнозов. Похожим образом картина выглядит и в конце 2024 года – МВФ ожидает, что по итогам этого года мировая экономика прибавит 3,3% (годом ранее прогноз находился на уровне в 3,0%), а на горизонте 2024-2025 гг. темпы роста замедлятся до 3,2%.

ГРАФИК 1: Темпы роста мировой экономики (оценка МВФ)

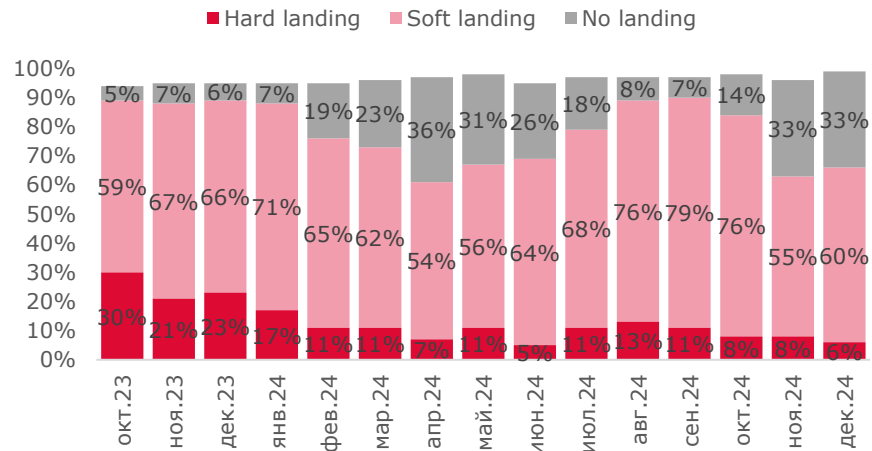


Источник: МВФ, МКБ Инвестиции

Если говорить об американской экономике, то здесь позитивные изменения в прогнозах выражены еще более сильно. В декабре прошлого года точечная диаграмма ФРС предполагала замедление темпов роста ВВП в 2024 году до 1,4%, а спустя год реальные цифры похоже окажутся ближе к 2,5% в 2024 году и будут постепенно снижаться к нейтральным долгосрочным темпам в 1,8% (оценка *longer run* от ФРС).

Риски сценария «hard landing», годом ранее серьезно просматривающиеся в консенсус-прогнозах, сейчас выглядят как маргинальный сценарий. В этом контексте показателен, например, отчет Bank of America, в котором принимали участие около 300 институциональных инвесторов. Если в конце прошлого года вероятность «жесткой посадки» составляла внушительные 20-30%, а сценарий «no landing» воспринимался как совсем маловероятный, то в течение этого года восприятие вероятностей этих двух сценариев полностью развернулось.

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

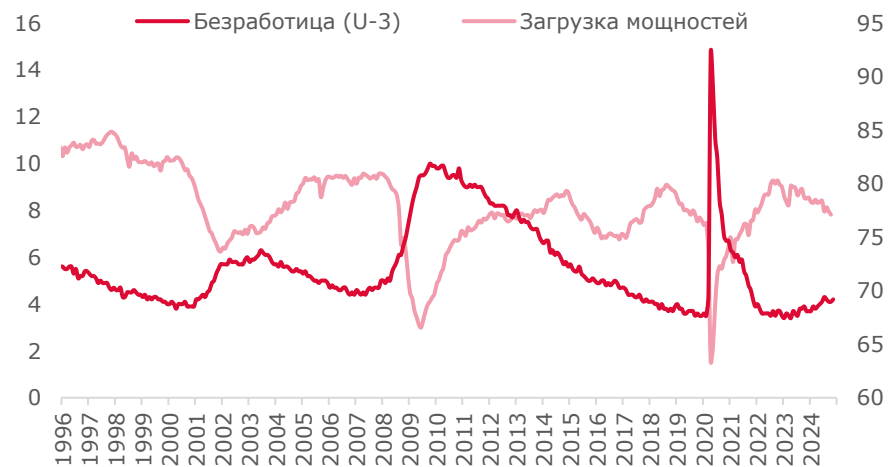


Источник: Bank of America GFMS, МКБ Инвестиции

Результаты подобного опроса и прогнозы других финансовых институтов можно трактовать двояко – с одной стороны, действительно, экономика сегодня чувствует себя намного лучше формировавшихся несколько кварталов назад ожиданий, однако, с другой стороны, когда опросы уже показывают такие цифры, может быть этот относительный оптимизм уже полностью заложен в цены на активы, а пространство для негативных сюрпризов увеличивается?

С точки зрения кредитного цикла мы на протяжении последнего года видим классические признаки поздней стадии, однако это торможение выглядит пока очень плавным. За последние полтора года уровень безработицы в Штатах подрос с 3,5% (июль 2023) до текущих 4,2%, при этом на протяжении 11 месяцев этого года американская экономика ежемесячно генерировала в среднем около 190 тыс. новых рабочих мест – по-прежнему неплохо, но для сравнения в прошлом году цифра была ближе к 260 тыс. рабочих мест.

**ГРАФИК 3: Трудовые и производственные мощности в США**



Источник: FRED, МКБ Инвестиции

Признаки охлаждения рынка труда заметны и по ряду косвенных показателей. Число открытых вакансий в США продолжает плавно снижаться последние два с половиной года и за 2024 год снизилось с 8,9 млн вакансий до 7,7 млн вакансий в октябре, соответственно, соотношение числа вакансий к числу безработных

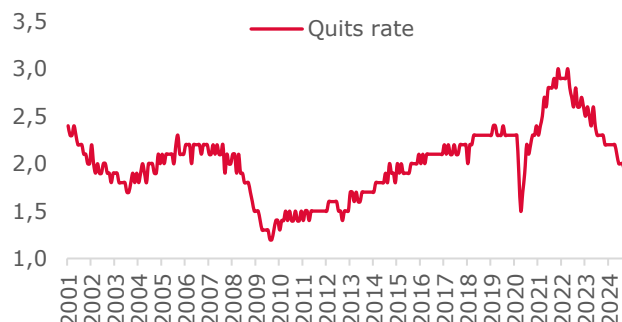
достигло желаемых для ФРС 1,2х против 2х в 2022 году. Снизился и Quits Rate – показатель доли сотрудников, ушедших с работы в течение месяца (люди склонны более охотно менять работу при более благоприятных условиях рынка труда). Сегодня Quits Rate уже находится ниже как допандемийных максимумов, так и уровней 2005-2007 гг. В целом, ситуацию, когда рынок труда остужается без сильного роста безработицы, можно считать оптимальной картиной для регуляторов.

ГРАФИК 4: Число открытых вакансий в США, млн



Источник: FRED, МКБ Инвестиции

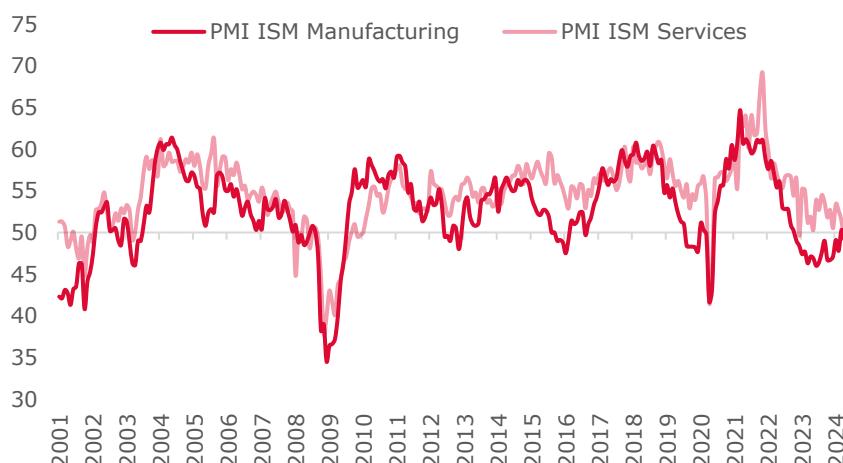
ГРАФИК 5: Доля сотрудников, ушедших с работы за месяц в США



Источник: FRED, МКБ Инвестиции

В разрезе деловой активности последние два года мы отмечаем относительную стабильность сферы услуг при де-факто рецессионных показателях в промышленности. В начале этого года картина в промышленном секторе в моменте несколько улучшалась – в отдельно взятом месяце (март) промышленный PMI от ISM даже выбирался выше отметки в 50 пунктов, однако надолго этого позитива не хватило. Проявления слабости мирового промышленного сектора на горизонте последних полутора-двух лет видны по различным признакам – и слабые индексы деловой активности в промышленности по всему миру, и невысокие темпы роста экономик с большей долей промышленности в ВВП, и негативная динамика товарных рынков.

ГРАФИК 6: Индексы деловой активности в США



Источник: Investing, МКБ Инвестиции

Если улучшение макро-прогнозов для американской экономики в последние месяцы носило выраженный характер, то в отношении европейской экономики консенсус сильно не менялся. Октябрьский прогноз МВФ предполагает некоторое ускорение темпов роста еврозоны с 0,4% в прошлом году до 0,8% в текущем и 1,2% в 2025 году. При этом по развивающимся странам в целом, и Китаю в частности ориентиры с начала года несколько повысились – по всей группе Emerging markets МВФ ждет

роста на 4,2% (против 4,0%, ожидаемых в начале года), оценка по Китаю повышена с 4,6% до 4,8%.

Говоря о китайской экономике, по-прежнему отмечаем сохраняющиеся дефляционные риски – уже больше полутора лет инфляция находится вблизи нулевого уровня. При сохранении актуальности цели по росту ВВП на уровне в 5%, сохранении проблем на рынке недвижимости страны и низкой инфляции логично было бы ждать усиления стимулирующих мер, однако обратной стороной стимулов станет дополнительное давление на курс юаня, и готовность властей допустить этот процесс вызывает вопросы. При этом после старта цикла снижения ставки ФРС в сентябре китайские власти практически сразу объявили о стимулах, снизив ключевую ставку, понизив нормы резервирования для банков, добавив ликвидности (1 трлн юаней) и разрешив банкам и брокерам использовать свое финансирование для покупки акций – первоначально рынок отреагировал позитивно, но надолго этого позитива не хватило. В ноябре Китай предоставил пакет мер по урегулированию долга на сумму в 10 трлн юаней (эти средства были направлены на восстановление балансом муниципалитетов в качестве долгосрочной цели, соответственно, это не было прямым вливанием денег в экономику). Уже в декабре политбюро страны заявило о намерении усилить фискальные и монетарные стимулы в следующем году, однако масштаб этих мер пока по-прежнему не понятен.

ГРАФИК 7: Промышленное производство и розничные продажи в Китае



Источник: Investing, МКБ Инвестиции

ГРАФИК 8: Индекс потребительских цен в Китае

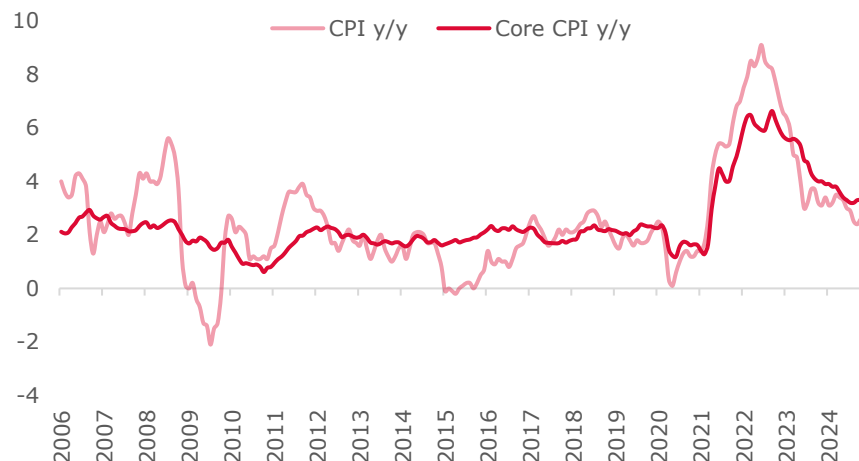


Источник: Investing, МКБ Инвестиции

## ИНФЛЯЦИЯ И ПРОЦЕНТНЫЕ СТАВКИ

Ожидания на 2024 год по активному продолжению тренда на снижение инфляции реализовались лишь отчасти. Действительно, в первом полугодии основные инфляционные показатели продолжили торможение, однако к середине года базовая инфляция вышла на плато (Core-CPI в США снизился с начала года с 3,9% до 3,2% в июле, и после этого держится в районе 3,2-3,3%). Позитивный тренд в классическом ИПЦ продолжался до сентября – показатель за первые 9 месяцев года замедлился с 3,4% до 2,4%, но уже в октябре и ноябре годовой показатель вновь вырос до 2,7%.

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



Источник: FRED, МКБ Инвестиции

Похожая картина наблюдается и по другим регионам – так индексы потребительских цен в ЕС и Британии в сентябре опускались ниже целевых 2%, однако после этого также тренд развернулся. При этом базовая инфляция в этих регионах остается заметно выше целевых значений (2,7% в ЕС и 3,5% в Британии по ноябрьским данным).

Инфляционные ожидания в Штатах активно снижаются с середины 2022 года и во втором полугодии вернулись к области нормальных значений. ФРБ Нью-Йорка оценивает уровень инфляционных ожиданий на один год вперед на уровне 2,87% (для сравнения, средний уровень 2015-2019 гг. – это диапазон 2,5-3%). В целом можно констатировать, что инфляционный импульс, старт которого был вызван разрушением цепочки поставок и гигантского уровня бюджетным стимулом в период коронавирусных ограничений практически исчерпал себя, однако победа Трампа на выборах в США и риски значительных изменений в бюджетной политике и сильного роста импортных пошлин могут создать новую волну повышательного инфляционного давления.

ГРАФИК 10: Инфляционные ожидания в США от ФРБ Нью-Йорка



Источник: FRED, МКБ Инвестиции

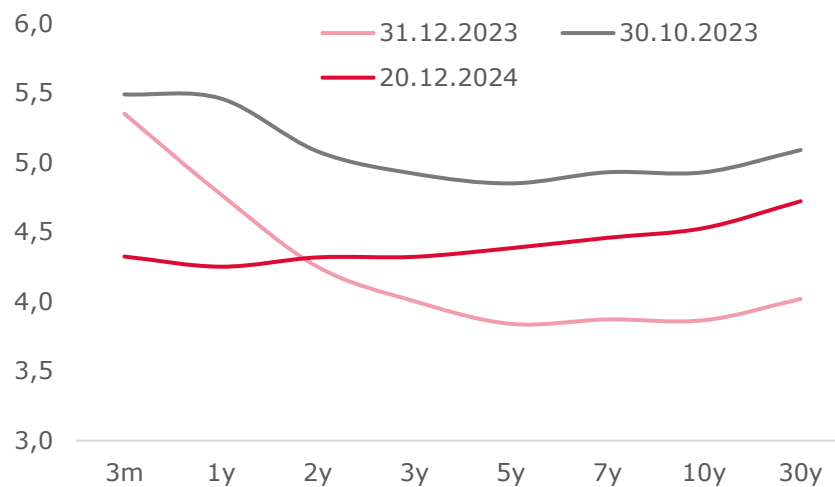
Несмотря на то, что прогресс в борьбе с инфляцией не оказался таким внушительным, как ожидалось консенсусом в конце прошлого года, постепенное

приближение к целевым показателям позволило мировым центральным банкам в этом году начать цикл снижения ключевых ставок. На последних трех заседаниях (сентябрь, ноябрь, декабрь) ФРС снизила ключевую ставку суммарно на 100 базисных пунктов с 5,5% до 4,5%. Несколько шагов в этом направлении сделали и коллеги из других центральных банков – к текущему моменту ЕЦБ снизил ключевую ставку с 4,5% до 3,15%, Банк Англии с 5,5% до 4,75%, Банк Канады с 5% до 3,25%, Банк Швейцарии с 1,75% до 0,5%. Особняком стоит лишь Банк Японии, который в этом году, напротив, повышал ставку с (-0,1%) до 0,25%.

При этом ограниченный прогресс в торможении инфляции снижает аппетиты участников рынка в отношении пространства для продолжения тренда на снижение ставок. Медиана декабрьского прогноза FOMC предполагает снижение ставки в следующем году всего на 50 пунктов, а долгосрочная нейтральная ставка по оценке FOMC находится на уровне в 3%.

Ожидания темпов смягчение ДКП влияют на состояние всей кривой treasuries. Ноябрь-декабрь прошлого года были отмечены серьезным смягчением риторики представителей Федрезерва, что позволило долговому рынку показать ощутимое ралли в последние два месяца прошлого года. За 2024 год оптимизма в отношении скорости снижения ставки ФРС стало меньше, соответственно, и долговой рынок потерял часть достигнутых в конце прошлого года результатов (доходности на коротком участке снизились на фоне снижения ставки ФРС, но на длинном конце подросли).

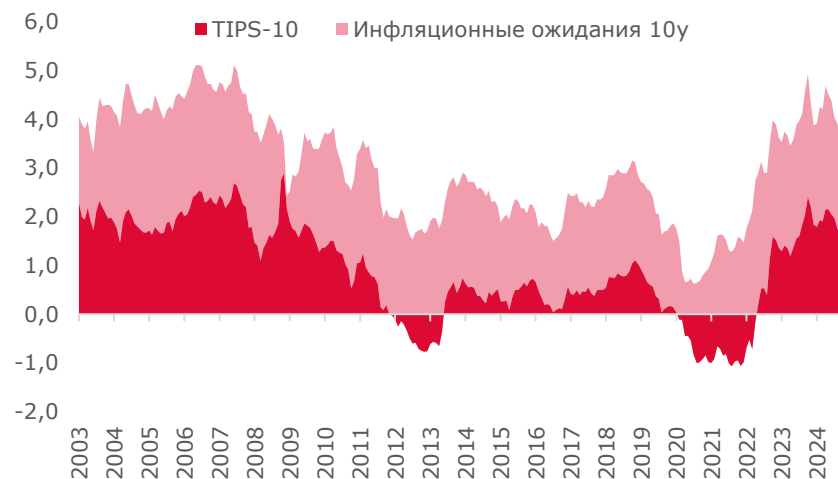
ГРАФИК 11: Изменение кривой UST с начала года



Источник: FRED, Investing, МКБ Инвестиции

В разбивке доходности десятилетних ставок на два компонента (реальные ставки и инфляционные ожидания), мы видим, что в последние полтора года компоненты относительно стабильны – доходности TIPS большую часть времени держатся в диапазоне 1,7-2,2%, инфляционные ожидания в диапазоне 2-2,5%.

ГРАФИК 12: Уровень реальных ставок и инфляционные ожидания



Источник: FRED, МКБ Инвестиции

По мере снижения ставки ФРС инверсия в кривой UST ожидаемо становится все менее выраженной, и кривая уплощается. Доходности на коротком конце привязаны к ставке ФРС, в то время как доходности по длинным бумагам зависят от множества факторов (ожидания изменения ставки ФРС в будущем, инфляционные ожидания, объем размещения бумаг на аукционах). В декабре мы увидели возврат спреда между доходностью десятилетних и трехмесячных бумаг на положительную территорию, и по мере дальнейшего снижения ставки ФРС в следующем году наклон может понемногу увеличиваться, возвращаясь к исторически нормальным значениям.

ГРАФИК 13: Инверсия кривой доходности UST (UST-10y – UST-3m)



Источник: FRED, МКБ Инвестиции

Продолжаем считать, что на длинной дистанции одним из значимых факторов для определения уровней ставок на долговом рынке станет бюджетный фактор. Победа на выборах президента США Дональда Трампа несет в себе ожидания значительных изменений в текущее статус-кво: риски для бюджета содержатся в предложениях Трампа о снижении корпоративного налога с 21% до 15%, с другой стороны, рост импортных пошлин (на протяжении предвыборной гонки и после ее окончания звучали разные ориентиры для размера этих пошлин) и сокращение бюрократического аппарата должны компенсировать часть дефицита. Оценить



сегодня, в какой степени будут реализованы эти инициативы, практически невозможно, но большинство финансовых институтов считают, что на горизонте ближайших лет американский федеральный бюджет будет сводиться с дефицитом в 6-8% ВВП (для сравнения в нулевых годах дефицит федерального бюджета в среднем составлял 2,7% ВВП, в десятых годах – 4,4% ВВП).

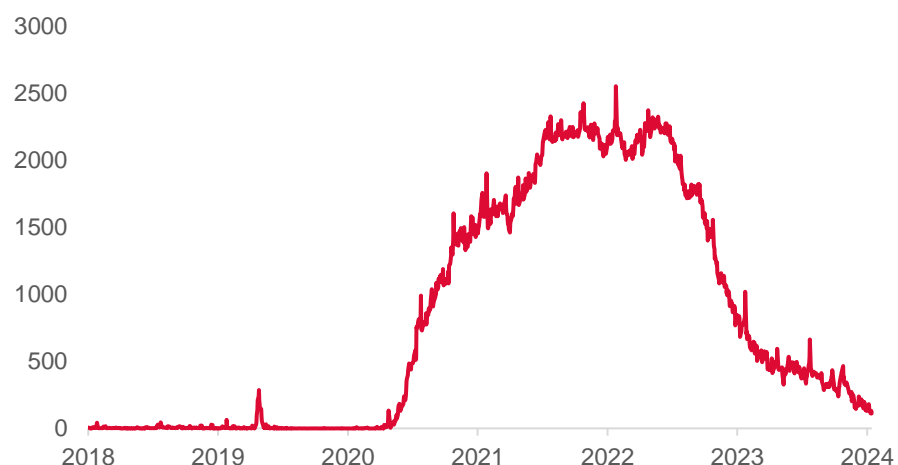
ГРАФИК 14: Доходы и расходы федерального бюджета США - LTM, трлн долл.



Источник: FRED, МКБ Инвестиции

Большой уровень бюджетного дефицита заставляет держать объемы размещений treasuries на повышенном уровне, что может оттягивать ликвидность с рынка. За период 2021-2022 гг. большой объем избыточной ликвидности копился в операциях обратного РЕПО с ФРС, но, начиная с 2023 года мы видим обратную динамику, в результате чего объем операций сократился с \$2,3 трлн весной прошлого года до текущих \$100-150 млрд. Продолжение этой тенденции (уменьшения запасов ликвидности) может сделать доходности treasuries еще более восприимчивыми к объему предложения со стороны Минфина.

ГРАФИК 15: Объем операций обратного РЕПО overnight



Источник: FRED, МКБ Инвестиции

Если в конце прошлого года ставки центральных банков большинства развитых стран находились сильно выше долгосрочно нейтрального уровня, то к концу этого года масштаб этого превышения уже не настолько выражен, а сохраняющиеся инфляционные риски, вероятно, будут сдерживать темы дальнейшего смягчения ДКП. Долгосрочные процентные ставки на глобальных рынках в ближайшие годы

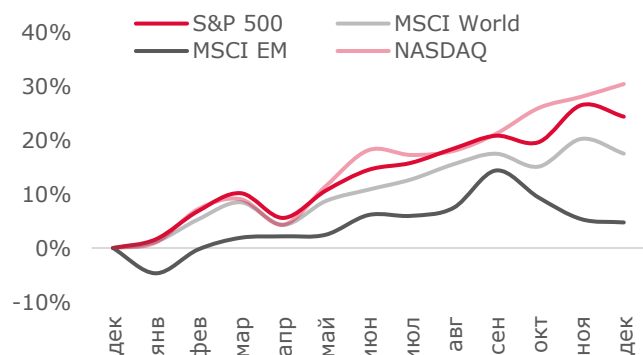
могут в большей степени определяться бюджетными факторами, нежели монетарными, и в 2025 году мы ждем более четких ориентиров по фискальной политике в ряде стран (прежде всего в США на фоне вступления в должность нового президента и Китае, как субъекту с возможностями усилить стимулы).

## ГЛОБАЛЬНЫЕ РЫНКИ

2024 год на глобальных рынках акций во многом стал продолжением 2023 года. Большая часть мировых фондовых индексов завершает год на положительной территории, при этом американский рынок акций чувствует себя намного лучше других развитых рынков, а emerging markets по-прежнему находятся в числе аутсайдеров. К 20 декабря американский фондовый индекс S&P 500 прибавил с начала года 24,3%, 57 раз в этом году обновляя исторический максимум.

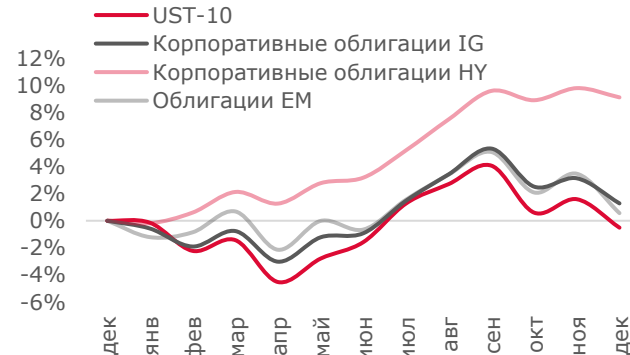
На долговом рынке кредитный риск по-прежнему оплачивался лучше, чем процентный – как результат, сегмент High Yield вновь выделялся в положительную сторону, тогда как длинные облигации и вовсе демонстрируют отрицательный результат. Инвесторы в длинные облигации вряд ли довольны результатами за последние четыре календарных года – так покупатель десятилетних treasuries, согласно индексу Bloomberg US government 10 years total return, получил бы (-3,1%) и (-14,8%) в 2021-2022 гг., умеренный рост в 2023 году (3,5%) и околонулевую динамику в 2024 году (-0,5% на 20 декабря).

ГРАФИК 16: Доходность рынков акций с начала года по 20 декабря



Источник: Investing, МКБ Инвестиции

ГРАФИК 17: Доходность рынков облигаций с начала года по 20 декабря



Источник: Investing, МКБ Инвестиции

В стратегии на 2024 год мы уже отмечали сравнительно низкий уровень кредитных спредов, и за прошедший год спреды стали только еще более узкими. Для примера, средний корпоративный спред для сегмента Moody's BAA опустился к 20-ым числам декабря ниже 1,4% - это минимумы с середины 90-х годов.

ГРАФИК 18: Корпоративный спред для сегмента Moody's Baa



Источник: Оценка МКБ Инвестиции

Бурный рост американского рынка акций в этом году значительно обгоняет рост корпоративных прибылей, за счет чего трейлинговый показатель P/E к концу года приближался к отметке в 30х., а Shiller P/E достиг 38х, что составляет 97% процентиль за историю наблюдений. Будущая динамика корпоративных прибылей во многом зависит от масштабов налоговой реформы Трампа. На текущий момент базовым сценарием на следующий год является двузначный рост средней прибыли на акцию в следующем году с постепенным замедлением темпов роста в дальнейшем. Тем не менее, даже в таком относительно позитивном сценарии текущие оценки рынка выглядят дорого.

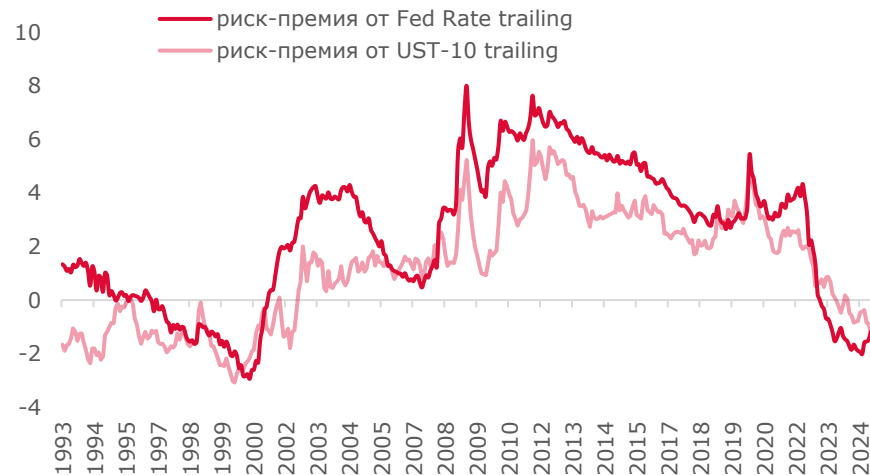
ГРАФИК 19: Мультипликаторы американского рынка акций



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 относительно высоких мировых процентных ставок находятся вблизи минимальных за два десятилетия значений.

ГРАФИК 20: Риск-премия для S&P 500

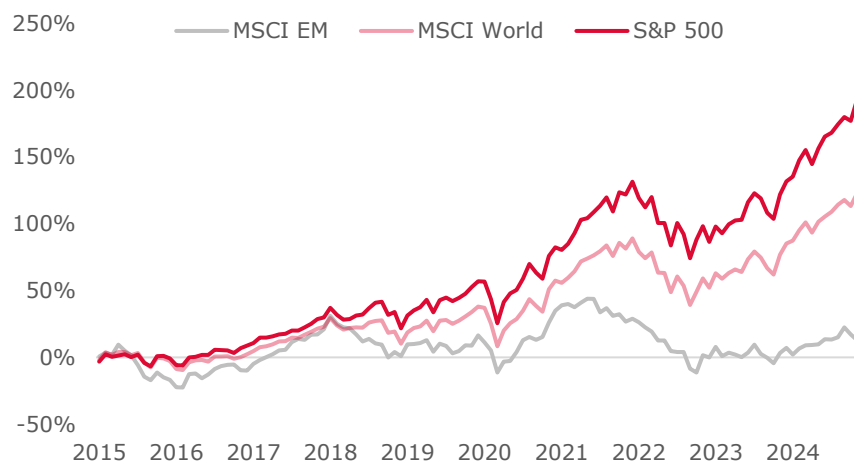


Источник: Оценка МКБ Инвестиции

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. В конце октября этого года аналитики Goldman Sachs выпустили отчет, в котором, исходя из текущего уровня мультипликаторов, оценили вероятный рост индекса в следующие 10 лет в 3% годовых (значительно ниже исторических средних значений). На наш взгляд, действительно, сегодняшние 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.

Динамика американского фондового рынка в последние годы сильно выделяется в положительную сторону от ряда других рынков развитых и, тем более, развивающихся стран. За последние 10 лет индекс S&P 500 без учета дивидендов почти утроился; индекс MSCI World (рынки развитых стран) показал динамику скромнее, но все же более чем удвоился; а индекс развивающихся стран за этот период практически не изменился. Отчасти это расхождение обусловлено более высокими темпами роста американской экономики в сравнении с другими развитыми странами и реализацией в ряде развивающихся стран отдельных рисков, а также девальвацией ряда их национальных валют. Однако расхождение в динамике фондовых индексов гораздо сильнее разницы в темпах роста финансовых показателей, соответственно, если те же самые 10 лет назад премия в P/E между S&P 500 и Stoxx Europe 600 большую часть времени не превышала 10%, то к концу этого года разница превысила 40%.

ГРАФИК 21: Динамика глобальных индексов с 2015 года

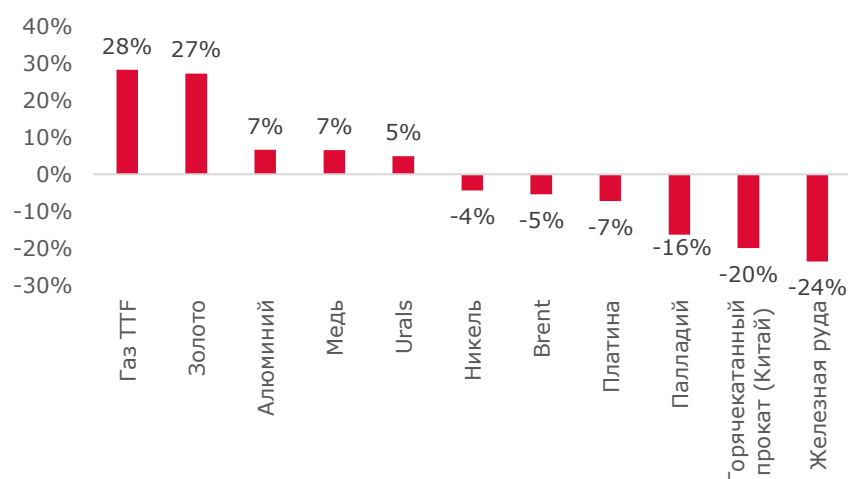


Источник: Investing, МКБ Инвестиции

Опережающая динамика американского рынка во многом была обусловлена впечатляющей динамикой крупнейших компаний – «The Magnificent Seven». В результате к текущему моменту девять мировых компаний имеют капитализацию выше \$1 трлн, из них восемь представляют США и одна Саудовскую Аравию, в то время как ни одна европейская компания не превзошла рубеж даже в \$500 млрд.

Для российских инвесторов большое значение имеет именно отношение инвесторов к акциям сырьевых компаний, соответственно, структура роста глобальных акций в 2024 году скорее не давала дополнительного позитива российским инвесторам. На сырьевом рынке основная группа commodities показала по итогам этого года смешанную динамику. Цены на золото с осени прошлого года бурно растут на покупках со стороны центральных банков, положительную динамику в этом году демонстрируют цены на газ, что через себестоимость позитивно сказывается на производстве ряда металлов (в частности, алюминии). При этом цены на большинство других металлов находятся под давлением.

ГРАФИК 22: Изменение цен на сырьевые активы с начала года



Источник: Investing, Macromicro, МКБ Инвестиции

Цены на нефть марки Brent последние два года большую часть времени проводят в диапазоне 70-90 долл/барр., и к концу этого года держатся вблизи нижней границы этого диапазона. С точки зрения баланса спроса и предложения на реальном рынке картина выглядит несколько хуже ожиданий. Оценки реального состояния рынка в 2024 году и прогнозы на 2025 год у ключевых поставщиков прогнозов по нефтяному

рынку (ОПЕК, ЕІА, ІЕА) вновь сильно расходятся. Если ОПЕК оценивает рост мирового спроса в 2024 году на уровне в 1,6 млн барр/сутки и 1,4 млн барр/сутки в следующем году, то оценки ІЕА скромнее – рост на 0,8 и 1,1 млн барр/сутки в 2024-2025 гг.

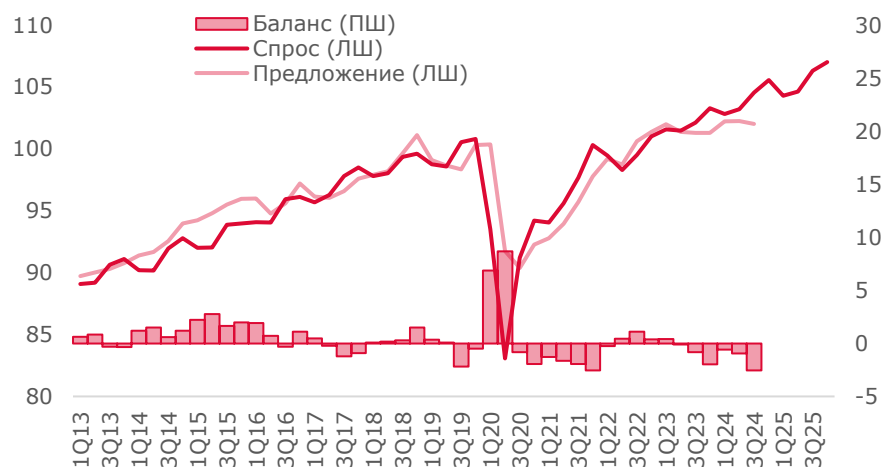
ГРАФИК 23: Динамика цен на нефть марки Brent



Источник: Investing, МКБ Инвестиции

Чтобы не вернуть рынок в состояние профицита, ОПЕК+ не стал в этом году повышать объемы добычи нефти и продлил добровольные ограничения для ведущих производителей на первый квартал 2025 года, а общие ограничения для всех стран картеля на 2026 год. При этом и без роста добычи ОПЕК+ страны вне картеля (в первую очередь, США, Канада, Бразилия и Гайана) компенсируют большую часть роста мирового спроса. В целом реальный нефтяной рынок при сохранении действующих ограничений в ОПЕК+ будет находиться вблизи баланса – так, в своем декабрьском обзоре нефтяного рынка ІЕА ждал на следующий год небольшого профицита, в то время как декабрьский отчет ОПЕК при продлении ограничений ОПЕК+ на большую часть года ориентировал на дефицит.

ГРАФИК 24: Баланс рынка нефти по оценке ОПЕК



Источник: ОПЕК, МКБ Инвестиции

Помимо состояния баланса реального рынка значимым фактором остается фактор мировых запасов, и здесь можно найти поводы для позитива для нефтяных цен. В своем октябрьском прогнозе JP Morgan со ссылкой на данные Kpler указывал на минимальный уровень мировых запасов нефти с 2017 года. Если говорить про

уровень запасов в Штатах, то объем коммерческих запасов нефти и нефтепродуктов в США к концу ноября находится несколько ниже сопоставимых по сезонности уровней прошлого года. Объем стратегических нефтяных резервов в этом году начал подрастать, но все еще находится вблизи многолетних минимумов. Фактор низких стратегических запасов может стать некоторой защитой при сценарии снижения мирового спроса и падения цен на нефть, но при нейтральной динамике нефтяных цен закладываться на него вряд ли рационально.

ГРАФИК 25: Запасы нефти в США, тыс. барр.



Источник: EIA, МКБ Инвестиции

Для наших моделей на следующий год мы используем среднегодовой уровень цен на нефть близкий к сложившимся на конец года ценам. Мы считаем, что при формировании условий для дефицита нефти и роста нефтяных цен страны ОПЕК (в первую очередь, Саудовская Аравия) имеют возможности для быстрого восстановления добычи. Если же, напротив, в ближайшее время будут создаваться условия для снижения нефтяных цен, то сдерживать этот процесс может желание отдельных участников рынка пополнять запасы, а также меньшая готовность увеличивать добычу у менее маржинальных игроков в западном полушарии.

### Выводы по части «глобальные рынки»:

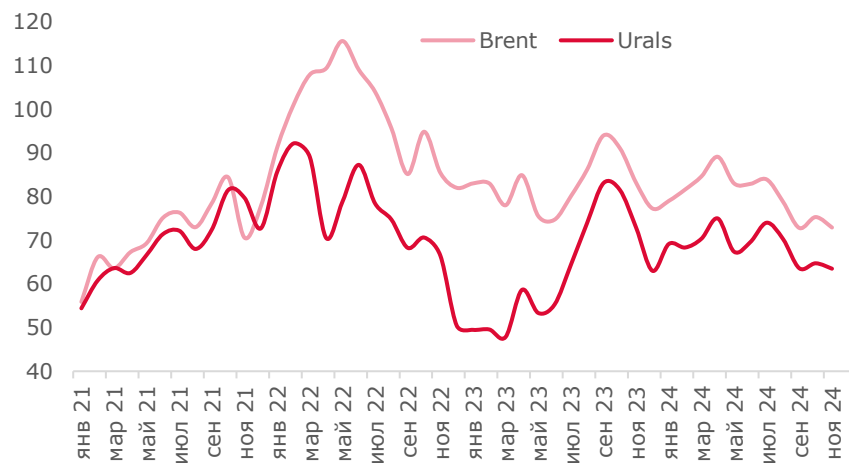
- Мировая экономика завершает 2024 год лучше ожиданий, однако есть основания полагать, что значительная часть этого позитива уже заложена в цены, а пространство для негативных сюрпризов возросло.
- Центральные банки развитых стран начали в этом году цикл снижения процентных ставок, но сохранение инфляционных рисков ограничивает возможности дальнейшего сильного смягчения ДКП.
- Цены на большинство активов выглядят дорого. Кредитные спреды на долговых рынках находятся на рекордных за долгие годы минимумах, а мультипликаторы американского рынка акций очень высоки относительно исторических значений.

## РОССИЙСКАЯ ЭКОНОМИКА

По итогам 2024 года российская экономика, вероятно, прибавит 3,5-4% ВВП, что сильно контрастирует с ожиданиями Банка России в конце прошлого года – годом ранее ЦБ ожидал резкого торможения экономического роста до 0,5-1,5% ВВП. На протяжении первых трех кварталов этого года буквально каждое выступление представителей Банка России сопровождалось комментариями об «отклонении российской экономики вверх от траектории сбалансированного роста». Основным риском для макростабильности в этих условиях является инфляция, в то время как ситуация с бюджетом, платежным балансом выглядит достаточно стабильной.

Цены на нефть и другие энергоресурсы продолжают оказывать сильное влияние на российскую экономику в разрезе федерального бюджета, счета текущих операций, курса национальной валюты. Большую часть этого года цены на нефть марки Brent держались в диапазоне \$70-90 за баррель с постепенным снижением в сторону нижней границы, дисконты Urals к Brent были относительно стабильными.

ГРАФИК 26: Динамика цен на нефть марок Brent и Urals

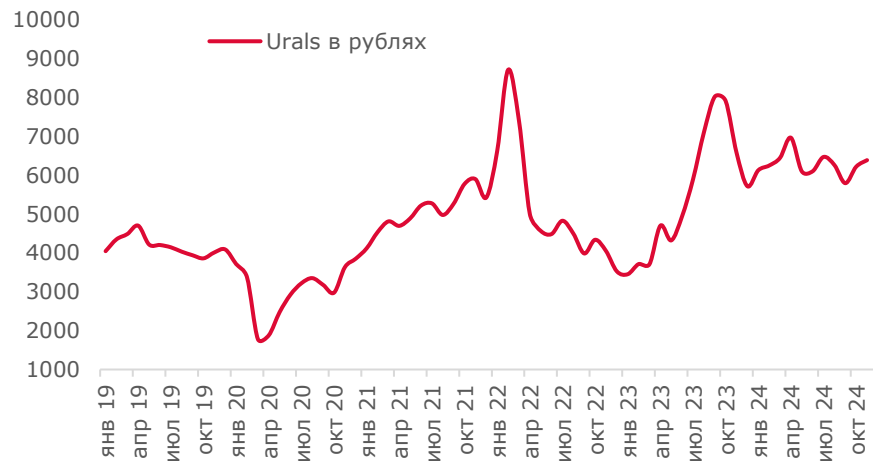


Источник: Минфин РФ, МКБ Инвестиции

В рублевом выражении цены на нефть находятся на вполне комфортных для бюджета и российских нефтяных компаний уровнях вблизи 6000-6500 руб/барр. - это близко заложенным в бюджет ценам, и в нормальных условиях обеспечивало бы достаточный уровень притока валюты в страну в разрезе платежного баланса.



ГРАФИК 27: Цена Urals в рублях

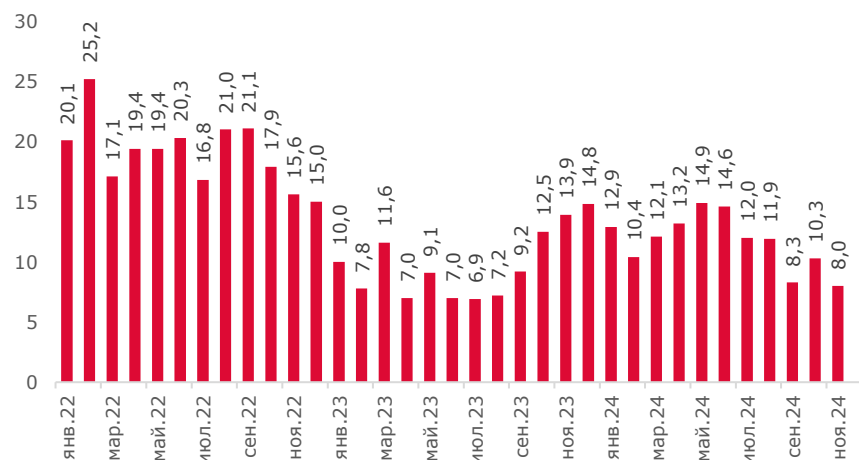


Источник: Минфин РФ, МКБ Инвестиции

Однако с середины года ужесточение санкционного режима оказывало постепенное давление на объем валюты, поступающий в страну. В середине июня на валютном рынке произошли значительные изменения – введение санкций на НКЦ привело к прекращению биржевых торгов в парах с американским долларом, евро и гонконгским долларом. Ближе к концу ноября был расширен перечень банков РФ, входящих в SDN-лист, что, вероятно, также в моменте усложнило трансграничные операции и в моменте способствовало резкому ослаблению рубля (курс USDRUB превышал отметку в 110 руб/долл).

Наша оценка равновесного валютного курса строится на понимании размера ключевых статей платежного баланса, но проблемы с движением валюты приводят к большей волатильности валютного курса. По данным Банка России ежемесячный объем продаж валюты крупнейшими экспортерами с сентября значительно сократился, и мы видим, что в период, когда чистый объем продаж валюты крупнейшими экспортерами находится ниже условных \$10 млрд в месяц, создаются предпосылки для ослабления рубля.

ГРАФИК 28: Чистые продажи валюты крупнейшими экспортерами



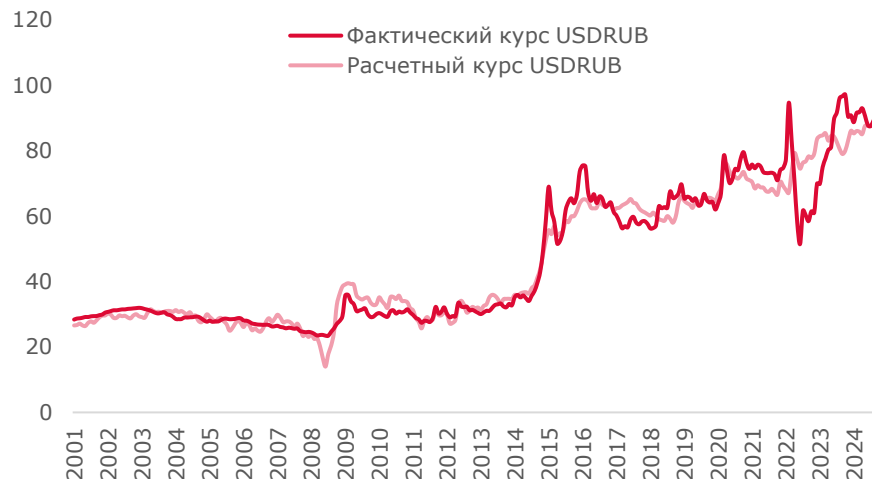
Источник: ЦБ РФ, МКБ Инвестиции

В начале декабря в ответ на ослабление курса российской валюты Банк России до конца года приостановил покупку валюты для операций минфина в рамках бюджетного правила. В остальном воздействие ЦБ и ограничений со стороны

правительства по конвертации валютной выручки на курс рубля к концу года достаточно мягкие.

Если в середине этого года мы отмечали, что, согласно нашей модели, рубль был близок к равновесию, то к концу года отклонение от «справедливых» при сегодняшнем состоянии счета текущих операций уровнях вновь достаточно выражено. При нормальном функционировании движения валюты и сегодняшних ценах на нефть равновесный курс в нашем понимании находится ближе к отметке в 95 руб/долл., однако получится ли в ближайшие месяцы решить проблемы движения валюты – вопрос, на который нет ответа.

ГРАФИК 29: Фактический и расчетный курс USDRUB



Источник: МКБ Инвестиции

Что касается состояния бюджета, то в целом проект федерального бюджета на следующий год предполагает уменьшение дефицита до 1,2 трлн руб или 0,5% ВВП. Фактически проект бюджета впервые за несколько лет предполагает нулевой первичный дефицит (разница между первичными расходами и суммой ненефтегазовых доходов, базовых нефтегазовых доходов, расходов на обслуживание долга и внегосударственных/межгосударственных кредитов). Уменьшение дефицита бюджета можно было бы оценивать как уменьшение бюджетного импульса, если бы не одно «но» - двузначные темпы индексации тарифов (коммунальные тарифы, электроэнергия, газ).

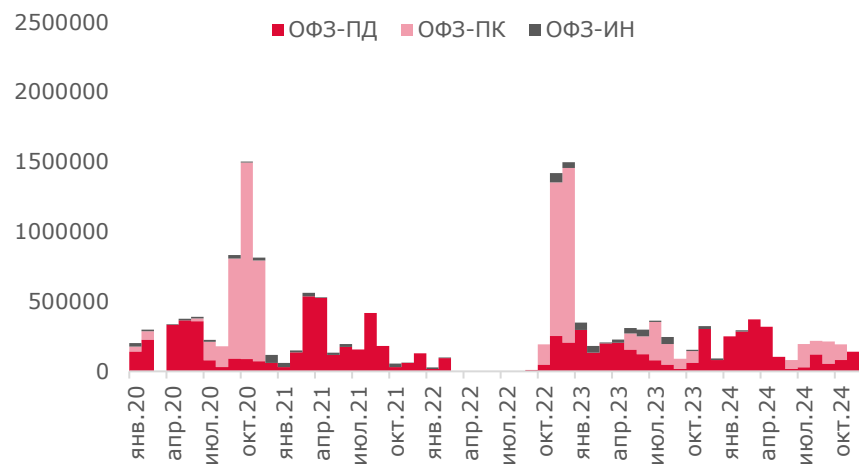
ГРАФИК 30: Дефицит федерального бюджета, % ВВП



Источник: Минфин РФ, МКБ Инвестиции

Важным источником финансирования дефицита был в этом году и останется в следующем размещение ОФЗ – фактор, который оказывает весомое влияние на долговой рынок в последние два года. На протяжении первого полугодия Минфин на еженедельных аукционах размещал преимущественно ОФЗ с фиксированным купоном в основном длинной дюрации, что, с нашей точки зрения, оказывало давление в сторону роста доходностей по длинным бумагам. В середине года ситуация несколько изменилась (часть предложения ушла во флоатеры), однако объемы размещения оставались сравнительно низкими, и к началу декабря годовой план по размещению был исполнен лишь на половину. В декабре же произошли события, схожие с периодами конца 2020 г. и 2022 г., когда за несколько аукционов через размещения флоатеров Минфин выполняет годовой план (так, за две недели в первой половине декабря Минфин собрал необходимые 2 трлн руб.).

ГРАФИК 31: Результаты аукционов Минфина по размещению ОФЗ



Источник: Минфин РФ, МКБ Инвестиции

## ИНФЛЯЦИЯ, КЛЮЧЕВАЯ СТАВКА И РЫНОК ОБЛИГАЦИЙ

Инфляционные риски остаются доминирующими в общей макро-картине. В целом на горизонте 2024 года можно выделить три стадии изменения восприятия участниками рынка инфляционных рисков. В первые четыре месяца года ситуация в целом шла по сценарию, находящемуся не так далеко от базового – инфляция постепенно замедлялась, и в марте-апреле сезонно скорректированные цифры находились в диапазоне 4-6%. Если в конце прошлого года в своем среднесрочном прогнозе Банк России ожидал снижения инфляции по итогам года до 4-4,5%, то в апреле ожидания ЦБ сдвинулись все еще незначительно (4,3-4,8%). Ключевая ставка все это время оставалась на уровне 16%, и прогнозы как самого Банка России, так и рыночный консенсус ожидали скорого начала тренда на снижение ключевой ставки.

Ситуация начала меняться в мае, когда сезонно-скорректированные цифры вновь приблизились к двузначным значениям, а в июле картина усугубилась на фоне сильного скачка в инфляции из-за роста тарифов. В итоге на июльском заседании Банк России скорректировал свои оценки по инфляции на конец года до 6,5-7% и поднял ставку с 16% до 18%. После этого сезонно-скорректированные цифры в месячном выражении вернулись в область однозначных значений, но все еще явно не соответствовали прогнозу ЦБ, соответственно, на следующих двух заседаниях ставка была поднята до 21%, а прогноз по инфляции на этот год на октябрьском заседании находился в диапазоне 8-8,5%.

Однако с ноября мы видим новую волну разгона инфляции, и к середине декабря по недельным данным инфляция с начала года уже достигла 9,14%. Однако, несмотря на этот локальный всплеск инфляции более общая макро-картина показывает охлаждение. Так, с начала года Банк России большое внимание уделял динамике кредитного портфеля, продолжающего бурный рост до осени этого года. Но в последние месяцы ситуация меняется. Так, темпы роста кредитов физических лиц резко снизились с сентября (последние два месяца рост не выше 0,4% м/м), а динамика корпоративного кредита замедлилась с ноября (снижение темпов роста м/м до 0,8% против 2,3% в октябре). В итоге на своем последнем в этом году заседании 20 декабря Банк России оставил ключевую ставку неизменной.

**ГРАФИК 32: Ключевая ставка Банка России и текущий инфляционный импульс**



Источник: Банк России, Росстат, МКБ Инвестиции

**ГРАФИК 33: Разница между ключевой ставкой и инфляционными ожиданиями**



Источник: Банк России, МКБ Инвестиции

Переход к первичному нулевому дефициту федерального бюджета и торможение кредитования создают базу под снижение инфляционного давления в следующем году, однако добиться сильного прогресса будет сложно в условиях текущей ситуации на рынке труда. Уровень безработицы в стране по последним оценкам составляет сверхнизкие 2,3%, а темпы роста зарплат в последние месяцы находятся близко к 20%.

**ГРАФИК 34: Уровень безработицы в РФ**



Источник: Росстат, МКБ Инвестиции

**ГРАФИК 35: Инфляция и рост зарплат в РФ**



Источник: Росстат, МКБ Инвестиции

Динамика ключевой ставки в этом году оказала негативный эффект на все классы активов кроме денежного рынка. В то время как большое внимание инвесторов сегодня сфокусировано на краткосрочных ожиданиях по ключевой ставке, мы предлагаем фокусироваться на более среднесрочных перспективах. В нашем понимании, очевидно, что потенциал для снижения ключевой ставки в ближайшие пару лет очень внушительен. В середине года Банк России поднял оценку нейтрального уровня ставки с 6-7% до 7,5-8,5%, и при взятии инфляции под контроль именно уровень нейтральной ставки должен восприниматься как некий

долгосрочный ориентир. Ожидания старта процесса смягчения ДКП определенно сдвинулись на более поздний срок, но точно не отменились, а по мере возвращения ключевой ставки ближе к нейтральному уровню видим существенное пространство для реализации апсайда во всей группе российских активов.

Если говорить про долговой рынок, то здесь 2024 год также можно разделить на две стадии. В первом полугодии мы увидели относительно равномерный рост доходностей на всей кривой (короткие ставки подтягивались к ключевой, доходности на дальнем конце повышались отчасти из-за ожиданий по дальнейшей ДКП, отчасти из-за давления со стороны аукционов Минфина по размещению ОФЗ с фиксированным купоном). Во втором полугодии на фоне существенного роста ключевой ставки доходности на коротком конце ожидаемо выросли, однако на дальнем конце рост доходностей был значительно менее сильным, а после решения Банка России не повышать ставку на декабрьском заседании ставки на длинном конце и вовсе компенсировали рост с лета этого года.

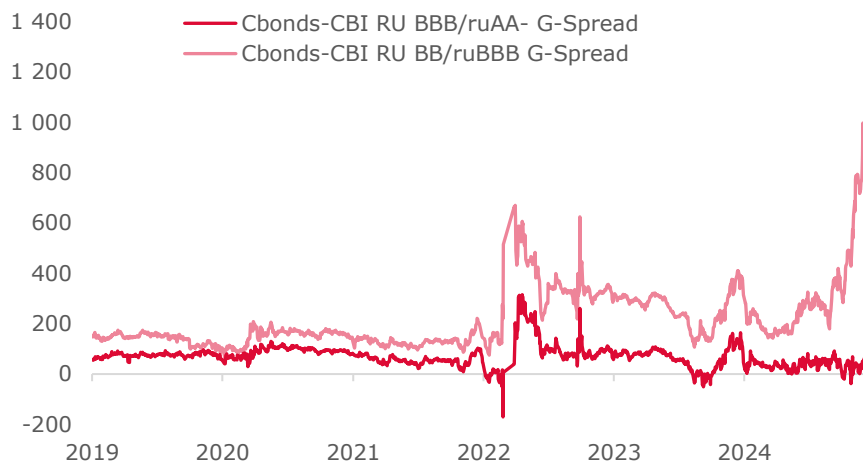
ГРАФИК 36: Изменение кривой ОФЗ



Источник: Московская биржа, МКБ Инвестиции

В разрезе кредитного риска стоит отметить расхождение между бумагами с разными кредитными рейтингами – в то время как значение среднего G-спреда для наиболее качественных бумаг (с рейтингом не ниже «АА-» по российской шкале) находится на сравнительно невысоком историческом уровне, спреды для бумаг с более низким кредитным качеством, напротив, максимально широки.

ГРАФИК 37: Корпоративные спреды CBONDS



Источник: CBONDS, МКБ Инвестиции

## РОССИЙСКИЙ РЫНОК АКЦИЙ

С января по середину мая российский рынок акций чувствовал себя достаточно уверенно – индекс Мосбиржи забрался к отметке в 3500 пунктов, а индекс с учетом дивидендов вплотную подобрался к максимумам осени 2021 года. Однако со второй половины мая коррекция, вызванная в первую очередь ростом ставок на долговом и денежном рынке и в некоторой степени ожиданиями роста налоговой нагрузки (повышение налога на прибыль по всей экономике и НДС в ряде отраслей) привели к значительной коррекции рынка – индекс Мосбиржи в середине декабря опускался ниже отметки в 2400 пунктов.

ГРАФИК 38: Динамика индекса МосБиржи Total Return



Источник: Московская биржа, МКБ Инвестиции

Наши ожидания по динамике финансовых показателей российских компаний в этом году сильно не изменились. Мы по-прежнему оцениваем общий размер прибыли на акцию (мы используем скорректированный показатель, чтобы очистить прибыль от разовых статей) для индекса Мосбиржи близко к 600 пунктам. Таким образом, наша оценка показателя P/E для индекса Мосбиржи к середине декабря находится чуть выше 4x (в середине года было выше 5x). Сегодняшние уровни очень низки

относительно средних исторических значений, и среднесрочный потенциал роста мультипликатора мы оцениваем не ниже 50%.

ГРАФИК 39: P/E для индекса Мосбиржи



Источник: Оценка МКБ Инвестиции

Однако, как и для глобальных рынков, в России мы сравниваем доходность рынка акций с доходностью на долговых/денежных рынках. Здесь мы видим, что на фоне повышения процентных ставок риск-премия в акциях уже не так высока, однако сегодняшние условия очень сильно отличаются от прошлых лет, и воспринимать в качестве безрисковой ставки доходности по инструментам с минимально возможным кредитным риском, но при этом находящимся на уровне в +10% от нейтральной ставки, можно с большой натяжкой. В условиях, когда ряд голубых фишек торгуются по 3-4х P/E, даунсайд в акциях видится нам ограниченным. Тем не менее, для значительной переоценки в акциях крайне желательно увидеть старт тренда по снижению ключевой ставки.

ГРАФИК 40: Риск-премия для российских акций

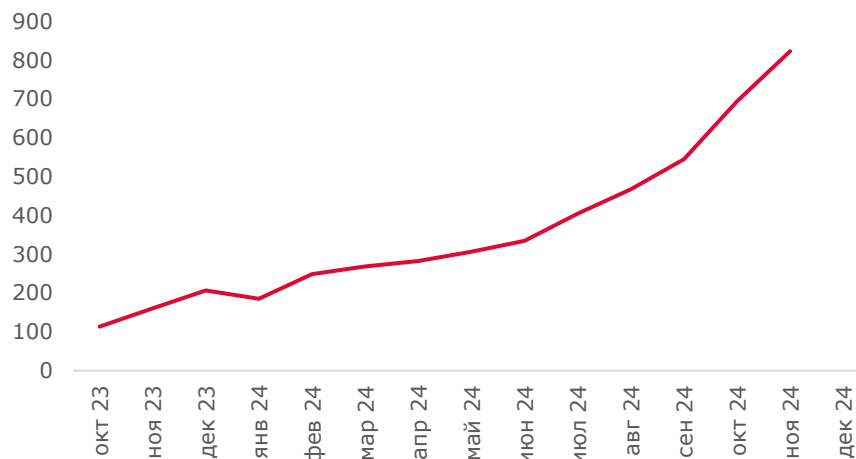


Источник: Оценка МКБ Инвестиции

По итогам 2024 года на российском фондовом рынке негативную динамику продемонстрировали практически все группы активов (от консервативных облигационных индексов, например, RUPCI, до рынка акций), кроме депозитов и инструментов денежного рынка. Объем СЧА в фондах денежного рынка за год вырос в несколько раз и к концу ноября превысил отметку в 800 млрд руб., а уже в

середине декабря отметку в 950 млрд руб. Появление первых сигналов о развороте ключевой ставки может создать сильный импульс для перехода части средств из денежного рынка в более рискованные инструменты.

ГРАФИК 41: Объем денежных средств в фондах денежного рынка, млрд руб.



Источник: Investfunds

В стратегии на 2024 год мы писали, что придерживаемся консервативного взгляда в отношении перспектив широкого рынка, а по прошествии первого полугодия подтвердили намерение держать долю акций не выше бенчмарка. После состоявшейся коррекции рынка (при стабильной динамике финансовых показателей мультипликатор цена/прибыль снизился с более 5х до значений чуть выше в 4х) сегодняшние цены воспринимаем как гораздо более интересные уровни и считаем рациональным увеличение доли акций в смешанных портфелях.

## СЕКТОРАЛЬНЫЙ РАЗРЕЗ

В условиях высокой ключевой ставки внимание инвесторов больше обращено к компаниям с невысокой долговой нагрузкой и компаниям, способным уже сегодня генерировать сравнительно большой денежный поток. Мы также склоняемся к выбору преимущественно таких компаний, однако отмечаем, что в отдельных кейсах, несмотря на отсутствие в моменте высокого FCF Yield, но понятного плана его увеличения в ближайшие несколько лет, сегодняшние цены также могут быть крайне интересны.

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 48%, соответственно, недовес/перевес в этом секторе часто может сыграть определяющую роль в динамике портфеля относительно индекса. В сегодняшних условиях мы по-прежнему отдаем предпочтение нефтяным компаниям, нежели газовым, хотя значительное снижение цен на акции в Новатэке и Газпроме, а также отмена для последнего дополнительного НДС также заставляют задумываться о включении бумаг в портфель. Пока же фаворитами оставляем крупнейшие нефтяные компании,



которые при сегодняшних ценах на нефть обеспечивают уверенно двузначный уровень дивидендной доходности.

Фавориты:

- **Лукойл:** На сегодняшний день компания остается одной из самых дешевых в секторе (торгуется ниже 2 EV/EBITDA) и при этом выделяется подходом к выплате дивидендов (ранее направляла акционерам 100% скорректированного денежного потока вместо 50% чистой прибыли у большинства компаний сектора), за счет чего может обеспечить в ближайший год более высокий уровень дивидендной доходности.
- **Роснефть:** По сегодняшним ценам с учетом наличия умеренного долга компания торгуется с некоторой премией к сектору по EV/EBITDA (около 3x), но в разрезе P/E, напротив, выглядит самой дешевой (ниже 4x). Реализация масштабного проекта роста («Восток Ойл») сдвинулась на несколько лет, тем не менее сегодняшние цены в нашем понимании даже близко не учитывают наличие этого проекта.
- **Газпромнефть:** Коррекция цен на акции с начала этого года улучшает привлекательность бумаг, что вкуче с переходом на более высокую долю чистой прибыли, выплачиваемой в виде дивидендов, заставляет нас добавить бумаги в число фаворитов.

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

### Финансы (выше рынка)

Банковский сектор продолжает сохранять отличную форму. Объемы кредитных портфелей в этом году заметно выросли, снижение процентной маржи носит преимущественно умеренный характер, показатели Cost of Risk находятся на исторически невысоких уровнях. Акции Сбербанка для нас остаются одной из самых очевидных историй на рынке акций, но в этот раз в число фаворитов добавляем также и бумаги Т-Технологии.

Фавориты:

- **Сбербанк:** В конце 2023 года банк представил новую трехлетнюю стратегию, и первый год ее реализации стал достаточно успешным. Даже в относительно тяжелых макро-условиях банк, вероятно, завершит год с ROE выше 23% и подчеркивает намерения в 2025 году удержать маржинальность не ниже 22%. Текущие высокие показатели по марже достигаются без значимого влияния сегмента прочих доходов и свидетельствуют о сильной форме именно Core составляющей бизнеса (хороший чистый процентный и чистый комиссионный доход, а также контроль над операционными расходами). К середине декабря акции банка торгуются по крайне привлекательным мультипликаторам (3,2 P/E 2024 года), что мы считаем одной из самых интересных возможностей на рынке.
- **Т-Технологии:** На всей истории акции Т-Технологий (в прошлом TCS Group) торговались со значительной премией к сектору за счет намного более высоких темпов роста и значительно более высокой маржинальности. По мере роста масштабов бизнеса и темпы роста, и маржинальность постепенно снижаются, но премия в мультипликаторах банка в сравнении с конкурентами в нашем понимании за последние три года снижалась с

опережающими темпами. К середине декабря акции Т-Технологий торгуются примерно по 1,2x капитала и менее 5x по P/E, что выглядит для нас очень привлекательно.

Риски для сектора: 2024 год показал, что в целом банковский сектор может сохранять достаточно высокую чистую процентную маржу в условиях роста ставок. Однако долгое сохранение ставок на высоком уровне, вероятно, будет приводить к ухудшению финансовой дисциплины заемщиков и росту Cost of Risk.

### **Металлы и добыча (ниже рынка)**

В секторе металлов и добычи по-прежнему испытываем дефицит идей. Ослабление рубля улучшает финансовые показатели сектора, состоящего преимущественно из экспортеров, однако низкие долларové цены на продукцию пока не выделяют металлургов и горнодобытчиков по соотношению ожидаемого денежного потока к капитализации, но все же одного фаворита выделяем внутри и этого сектора.

Фавориты:

- **Алроса:** На протяжении последних лет алмазная отрасль испытала несколько кризисов подряд, однако даже в этой ситуации Алроса ежегодно зарабатывает более 20% своей капитализации, а ожидаемый на ближайшие годы дефицит в секторе создает перспективы для улучшения инвестиционного кейса.

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

### **Технологии (выше рынка)**

В стратегии на 2024 год мы делали акцент на акциях технологического сектора (Яндекс, Озон), затем в полугодовом апдейте снизили взгляд на сектор до уровня рынка, и теперь через полгода вновь улучшаем взгляд на бумаги технологических компаний. Отложенные во времени денежные потоки от растущих технологических компаний делают их более восприимчивыми к росту ставок на долговом и денежном рынке (соответственно, росту ставок дисконтирования), однако в ряде бумаг сегодняшние уровни выглядят чрезвычайно низкими.

Фавориты:

- **Яндекс:** На момент подготовки стратегии капитализация Яндекса составляет менее 1,3 трлн руб., а EV компании 1,35 трлн руб. По нашим оценкам, EBITDA только двух ведущих сегментов (Search&Portal и Mobility) по итогам года составит около 290 млрд., что дает оценку в 4,6 EV/EBITDA для двух зрелых, но все еще растущих частей бизнеса, и крупные, но пока не зарабатывающие направления, бонусом.

Риски: Сохранение более высокого уровня ставок в экономике длительный период может уводить фокус инвесторов от компаний роста в сторону компаний генерирующих максимально возможный денежный поток уже сегодня.

### **Транспорт (на уровне рынка):**

- **Транснефть ап:** Стабильная маржа и наличие денежной подушки делают компанию менее восприимчивой на уровне чистой прибыли от внешних условий. Негативное влияние от изменения ставки налога на прибыль для компании, на наш взгляд, с избытком компенсировано снижением стоимости акций, произошедшим с середины ноября. На наш взгляд, в ближайшие пару лет при сохранении доли чистой прибыли, направляемой на дивиденды, на уровне 50% дивидендная доходность акций составит 17-19%.

Риски: В части государственных компаний риски сфокусированы в возможности неблагоприятного изменения налоговой нагрузки или роста тарифов темпами ниже обоснованных.

### **Выводы по российскому рынку:**

- При сегодняшних ценах на нефть ситуация с платежным балансом, бюджетом и валютным курсом выглядит относительно стабильной. На текущий момент основные риски связаны с повышенной инфляцией.
- Рост ключевой ставки в этом году оказал негативное влияние на все классы активов кроме денежного рынка, но при этом после сильной коррекции к концу года мы видим крайне привлекательные уровни как на рынке акций, так и очень интересные кредитные спреды на долговом рынке.
- Российский рынок акций торгуется к концу года чуть выше 4x по мультипликатору цена/прибыль, что создает потенциал для существенной переоценки рынка на горизонте ближайшей пары лет.

**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.**