



РСХБ | УПРАВЛЕНИЕ
АКТИВАМИ

2024

перспективы
и новые горизонты

2023
ФИНАНСОВАЯ ЭЛИТА РОССИИ

КОМПАНИЯ ГОДА

В СФЕРЕ ДОВЕРИТЕЛЬНОГО
УПРАВЛЕНИЯ ЧАСТНЫМ КАПИТАЛОМ



Оглавление

| | | |
|------------------|----|--|
| Российский рынок | 03 | <u>Макроэкономическая ситуация и прогноз</u> |
| | 05 | <u>Облигации</u> |
| | 06 | <u>Корпоративные облигации</u> |
| | 12 | <u>Замещающие облигации</u> |
| | 13 | <u>Рынок акций</u> |
| Валютный рынок | 18 | <u>Обзор и стратегия</u> |
| Мировой рынок | 19 | <u>Обзор и стратегия</u> |
| | 20 | <u>Долговой рынок США</u> |
| | 21 | <u>Рынок акций США</u> |
| | 22 | <u>Долговые рынки Европы</u> |
| | 23 | <u>Рынок акций Европы</u> |
| | 24 | <u>Долговой рынок КНР</u> |
| Золото | 25 | <u>Обзор и стратегия</u> |
| | 26 | <u>Выводы</u> |
| | 27 | <u>Эксперты</u> |



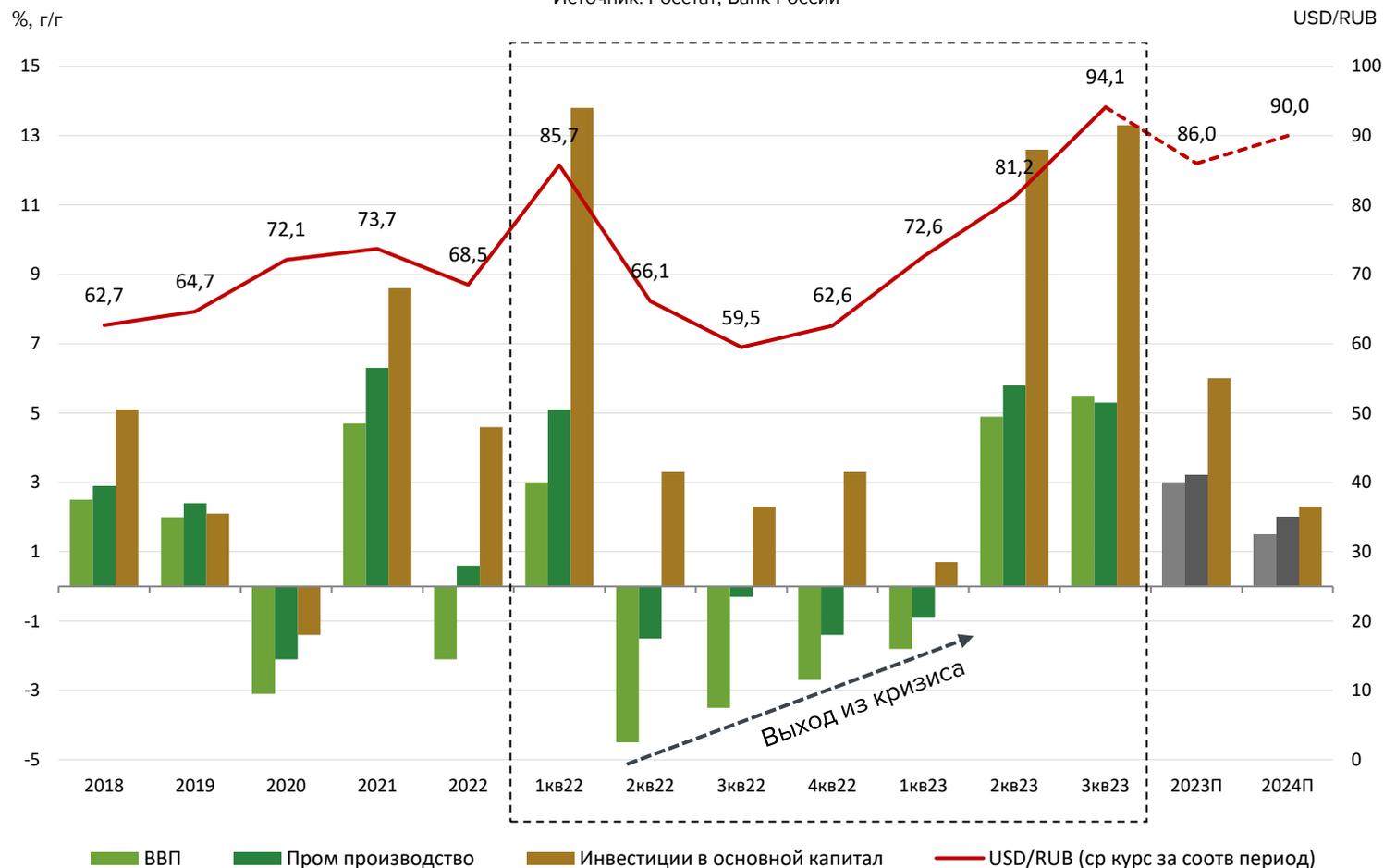
Уверенно встречаем 2024 год

Динамика ВВП по итогам 2023 г. может составить 3,0% г/г, что является рекордом за последние годы, исключая фактор постпандемийного восстановления в 2021 г. и что обусловлено мощным фискальным импульсом, наблюдавшимся на протяжении 1-го полугодия 2023 г.

Несмотря на прогнозируемое замедление динамики экономики в 2024 г., мы ожидаем сохранения положительной динамики инвестиций в основной капитал в диапазоне 2-3% г/г, что окажет стимулирующее воздействие и на динамику размещений новых облигационных выпусков. При этом эффект от возможного ослабления рубля уже не будет столь существенным для операционных показателей российских экспортеров (и импортеров), как в уходящем году.

Динамика ключевых макроэкономических показателей РФ

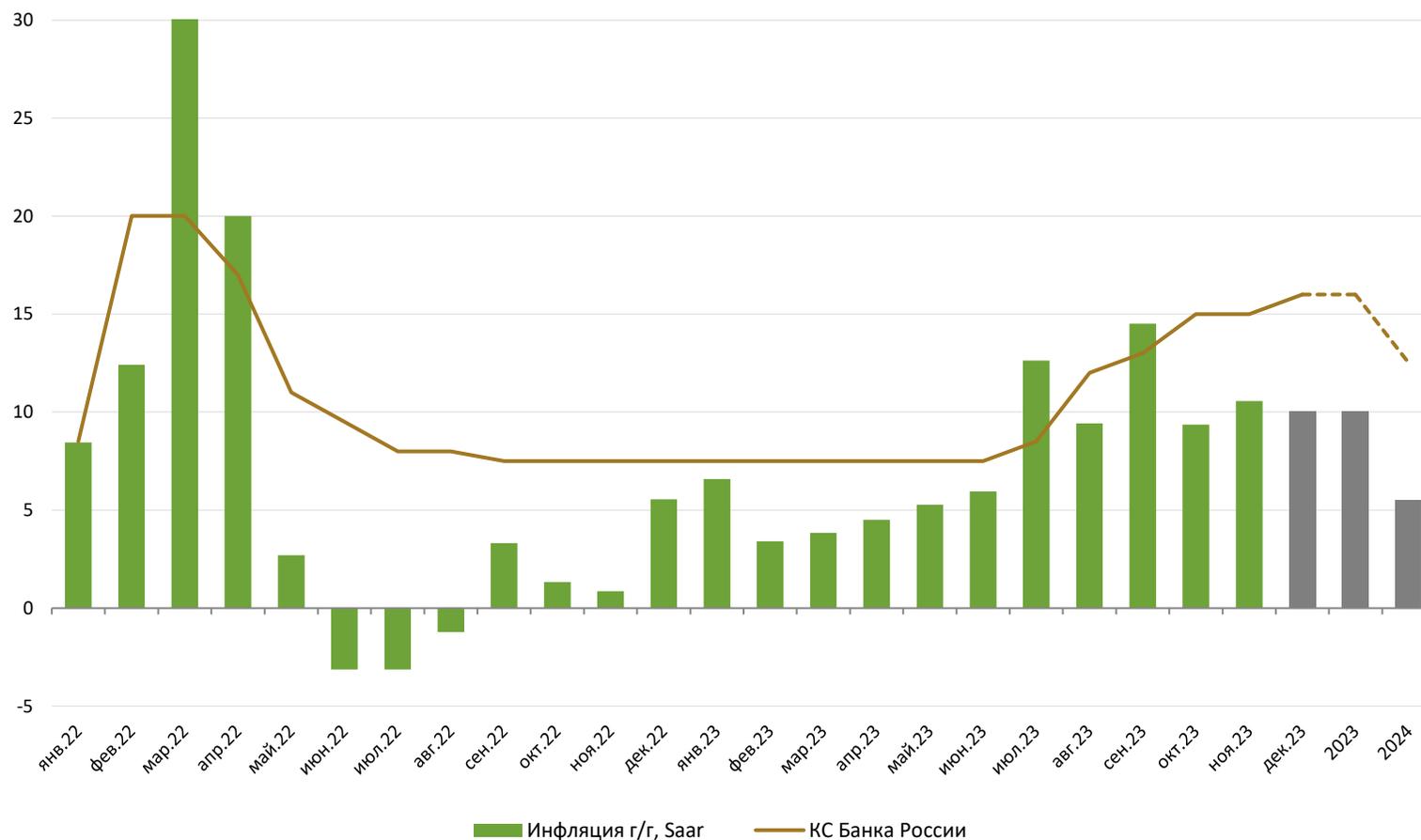
Источник: Росстат, Банк России



Динамика и прогноз значений инфляции и ключевой ставки Банка России

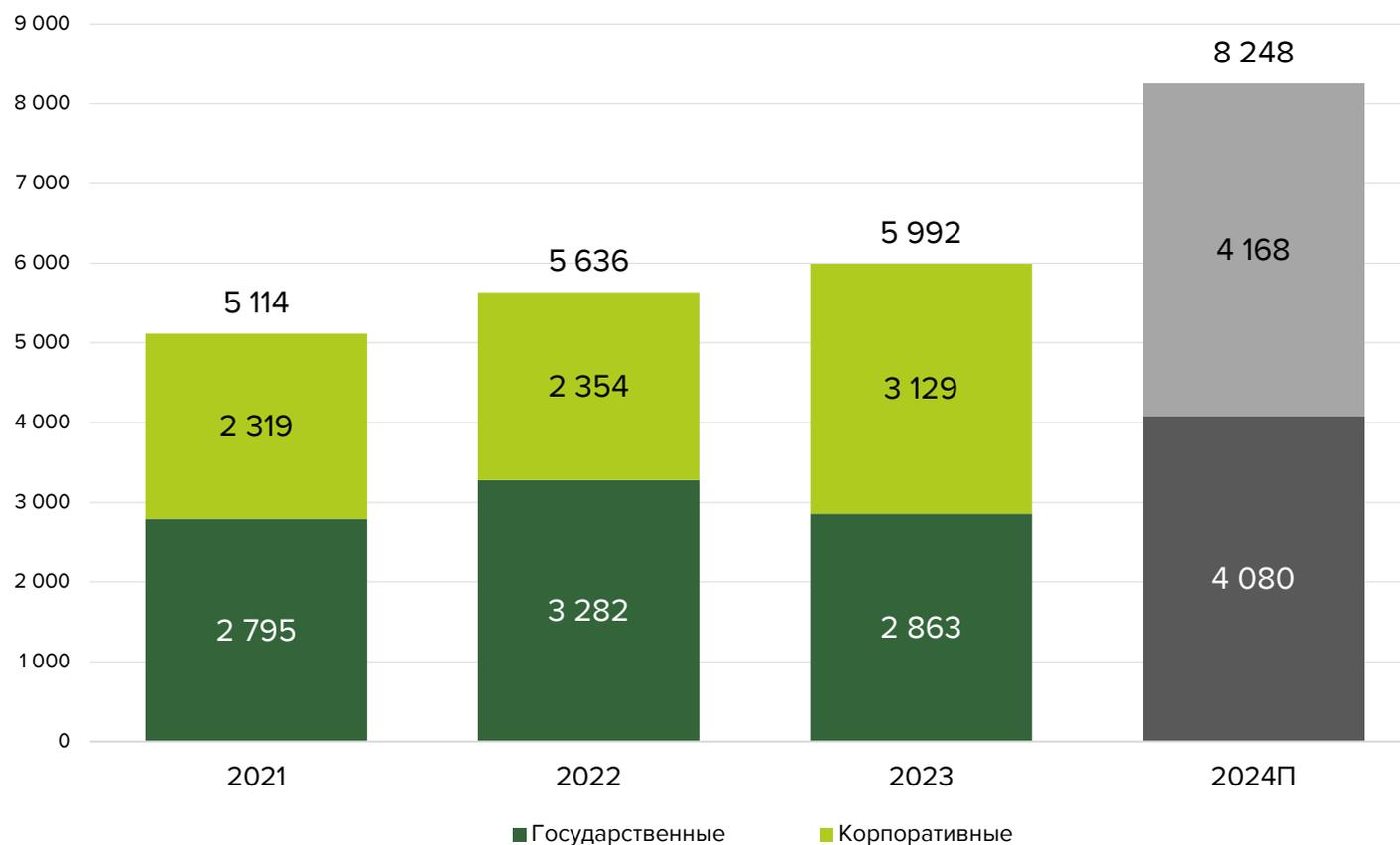
Источник: Росстат, Банк России

В 2024 г. мы ожидаем ключевую ставку на высоком уровне достаточно продолжительное время, как минимум до начала 3-го квартала 2024 г. По мере приближения месячных уровней инфляции, рассчитанных в годовом выражении (с устранением фактора сезонности), к целевому значению Банка России (4%) регулятор может пойти на умеренное смягчение ДКП. На наш взгляд, диапазон значений инфляции в 4,5-5,5% годовых и ключевой ставки в 12,5% – вполне достижимые уровни на конец 2024 г.



В 2024 г. объем новых размещений в может значительно превысить отметку в **₽8** трлн

Динамика и прогноз размещений облигационных займов в РФ на 2024 г., ₽ млрд



Подводя итоги 2023 г., отметим, что впервые за последние несколько лет объем корпоративных заимствований превысил размещения государственных бумаг примерно на 9%. Это произошло за счет: а) планового сокращения заимствований Минфина через канал ОФЗ и б) достаточно плотного графика погашений и оферт в корпоративном и банковском секторах.

По состоянию на 20.12.2023 объем размещений государственных облигаций (ОФЗ, региональные и муниципальные облигации) приблизился к отметке **₽2,9** трлн. Львиную долю (~99%) данных заимствований представляют ОФЗ. Соотношение размещенных бумаг с плавающим/фиксированным купоном – 40/60 (в 2022 г.: 81/19).

Согласно планам Минфина, валовый объем заимствований через канал ОФЗ в 2024 г. составит около **₽4,08** трлн, что на 43% выше чем в 2023 г.

В 2023 г. долговой рынок в РФ испытал ужесточение ДКП и демонстрировал повышенную волатильность. С учетом близости к завершению тренда на увеличение % ставок, в 2024 г. ожидается рост всех сегментов рынка

В 2023 году долговой рынок в РФ, несмотря на высокую волатильность, смог выйти в плюс.

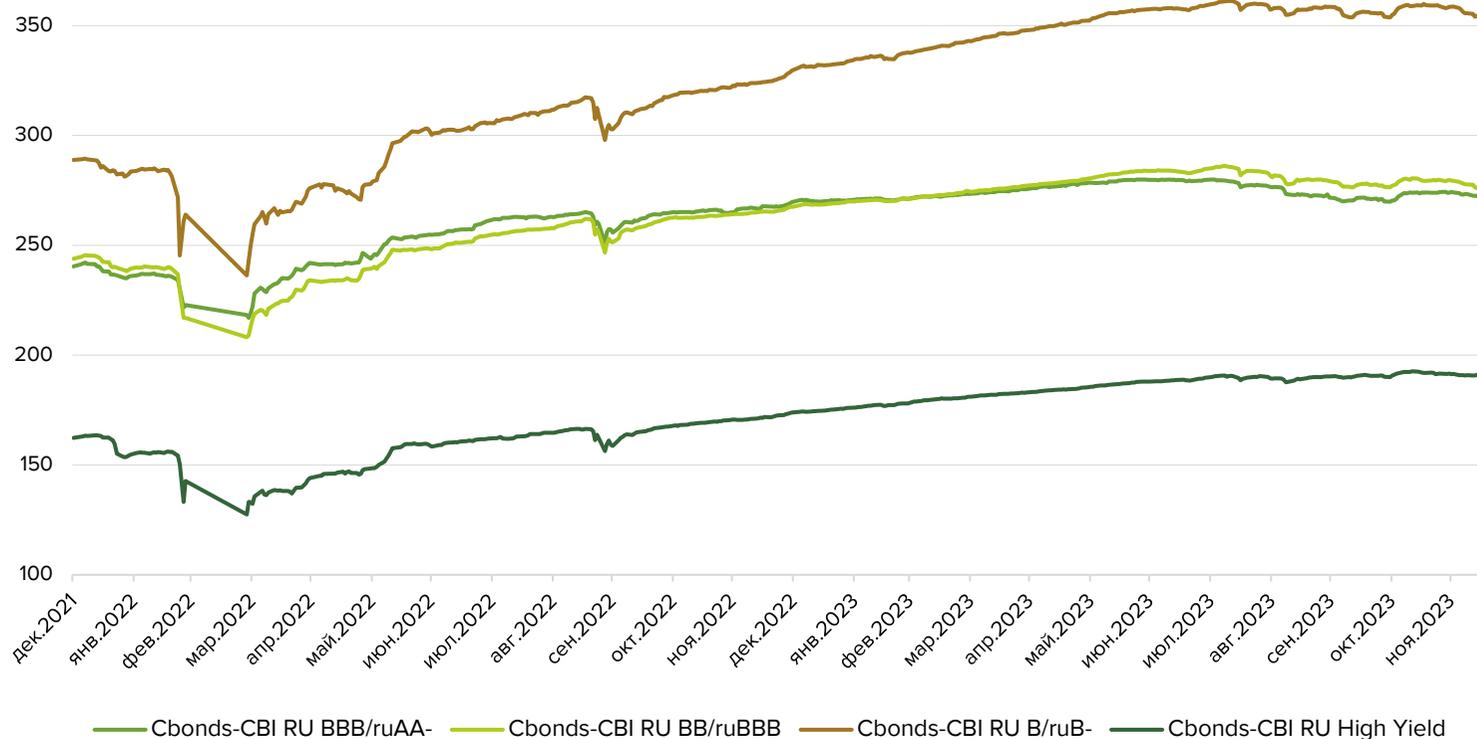
Рынок смог адаптироваться к новым реалиям лучше, чем ожидалось. Практически все сегменты долгового рынка показали положительную динамику по итогам года.

Облигации эмитентов 2-го и 3-го эшелонов не стали исключением и к завершению 2023 г. демонстрировали положительную динамику.

В 2024 г. мы ожидаем сохранения повышенной волатильности. При этом в условиях отсутствия новых шоков и прогнозируемого смягчения ДКП по итогам года все сегменты облигационного рынка могут показать положительный результат.

Динамика индексов полной доходности, ранжированных по рейтинговым группам (п.)

Источник: данные cbonds.ru и расчеты ООО «РСХБ УА»

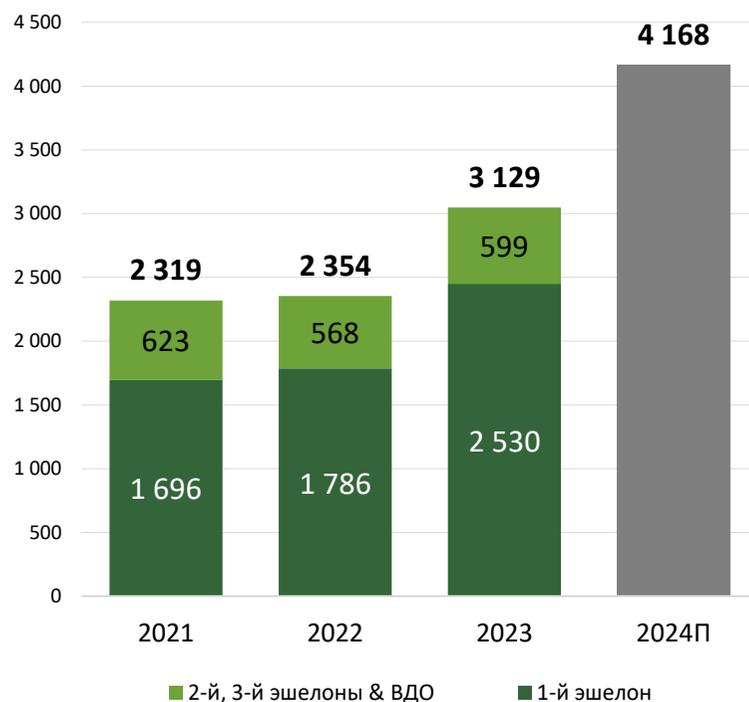


Перспективы корпоративного сегмента в 2024 году обнадеживают: объем новых размещений в сегменте может превысить отметку в **₽4 трлн**

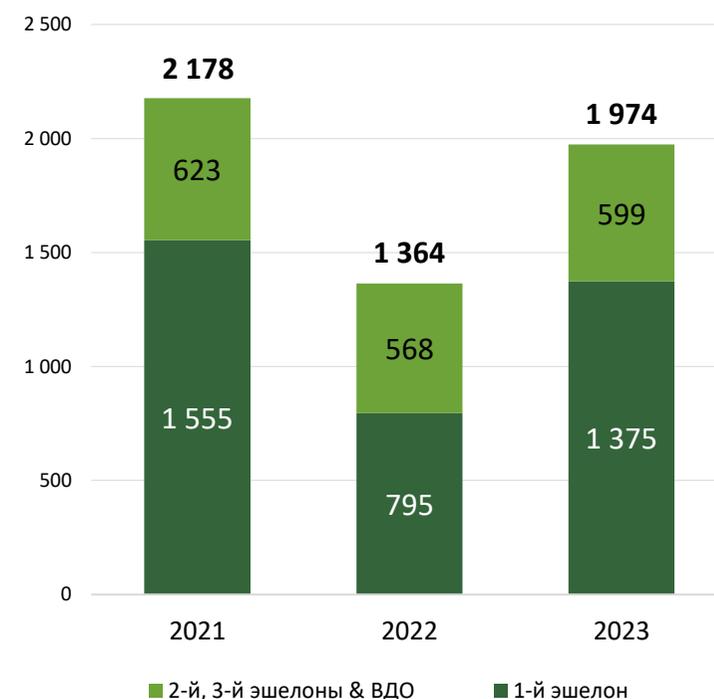
По состоянию на 28.12.2023, корпоративные эмитенты разместили облигации (включая юаневые и замещаемые, при этом исключая коммерческие, краткосрочные, структурные и прочие нерыночные выпуски) в объеме **₽3 129 млрд (+33% г/г)**, или на **₽775 млрд больше**, чем за 2022 г.

На 2024 г. в сегменте корпоративного долга запланированы погашения и oferty в объеме **₽4 168 млрд**. Наши оценки, с учетом ожидаемого охлаждения динамики экономики, не предполагают существенного наращивания компаниями инвестиций в основной капитал. Объем новых размещений в корпоративном сегменте может незначительно превысить отметку в **₽4 200 млрд**.

Размещения облигаций корпоративных эмитентов (₽ млрд)



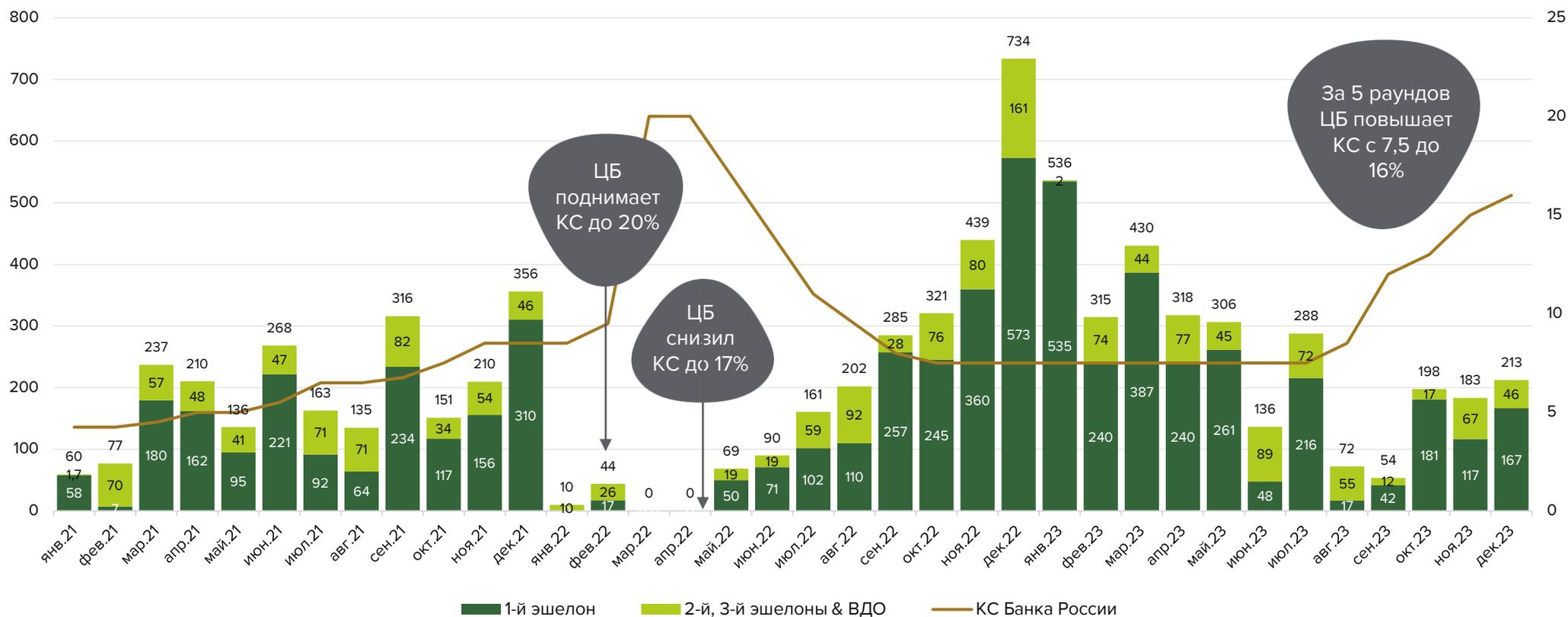
Размещения корпоративных эмитентов с устранением фактора замещенных, юаневых и прочих выпусков (₽ млрд)



После нескольких раундов снижения ключевой ставки в 2022 г. активность на первичном рынке возобновилась. Однако с начала 2-й половины 2023 г. регулятор запустил очередной цикл ужесточения ДКП и в 3-м квартале 2023 г. активность эмитентов существенно замедлилась.

Динамика размещений первичных выпусков облигаций корпоративных эмитентов в разрезе эшелонов (₽ млрд)

Источник: данные cbonds.ru



В корпоративном сегменте в 2024 году значительные объемы размещений придутся на финансовый сектор

В отраслевом разрезе ситуация в течение 2023 г. была разнонаправленной. Бумаги финансового и нефтегазового сектора при сопоставимой дюрации демонстрировали относительно стабильную динамику в сравнении с непродуктивным ритейлом, машиностроением, деревообработкой и другими отраслями. Эмитенты из отраслей с меньшей финансовой устойчивостью, в особенности уязвимые к санкционной риторике (к примеру, экспортно-ориентированные эмитенты), демонстрировали ухудшение финансового положения и, как следствие, снижение стоимости бумаг.

Отдельно отметим сектор девелопмента, чьи бумаги испытали ожидаемое давление по мере ужесточения требований по льготным государственным программам. Давление продолжится, поскольку высока вероятность полной отмены некоторых льготных ипотечных программ (в июле 2024 г.). Учитывая запланированный график погашений и оферт по выпускам, львиная доля размещений (~₽2,2 трлн или 54% от потенциально возможного количества) в 2024 году должна приходиться на финансовый и нефтегазовый секторы, что уже традиционно для российского рынка корпоративного долга.

Распределение объемов размещений в корпоративном сегменте по отраслям

Источник: данные cbonds.ru



В 2023 году тренд на нормализацию спредов продолжился

В течение 1-го полугодия 2023 года тенденция на нормализацию спредов продолжилась, но во 2П23 после нескольких раундов повышения ключевой ставки спреда под действием инерции в моменте повышения КС сузились до отрицательных значений, однако в последствии перешли к расширению. Начиная с середины 1-ой декады 2023 г., спреды к ОФЗ по бумагам первого эшелона (рейтинговая категория AA_AAA) стабильно превышали 100 б.п. при среднем значении в 61 б.п. за неполный 2023 г. В 2024 г. мы ожидаем нормализации премий к ОФЗ от значений, наблюдавшихся на конец 2023 г. В базовом сценарии для бумаг 1-го эшелона мы оцениваем их снижение на 50 б.п., по бумагам 2-го эшелона – на 100 б.п. При этом сегмент ВДО может демонстрировать расширение спредов к ОФЗ. Данный прогноз имеет силу при условии, что финансовое положение эмитента облигаций оценивается на уровне не ниже среднего при стабильной динамике показателей операционной рентабельности и долговой нагрузки.

Динамика средних значений спредов к ОФЗ, сгруппированных по рейтинговым категориям (б.п.)

Источник: данные cbonds.ru

| Категория | 2021 | 2022 | 2022/ 2021 | 2023 | 2023/ 2022 |
|-----------|------|------|---------------|------|---------------|
| AA_AAA | 56 | 95 | 70,4% | 61 | -36% |
| A-_AA- | 130 | 326 | 150,4% | 257 | -21% |
| BB+_BBB+ | 201 | 710 | 253,2% | 375 | -47% |
| ВДО | 471 | 805 | 71,0% | 467 | -42% |

В 2023 году тренд на нормализацию спредов продолжился

Динамика спредов к ОФЗ, ранжированных по рейтинговым категориям, б.п.

Источник: данные cbonds.ru

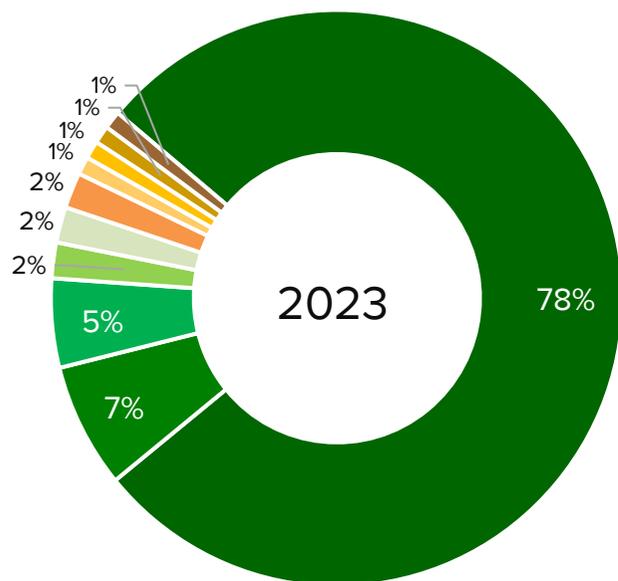
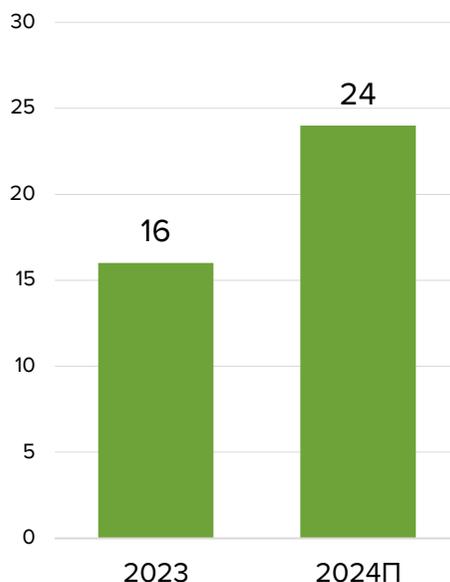


Потенциал роста объема рынка замещающих облигаций в 2024 году составляет около 50%

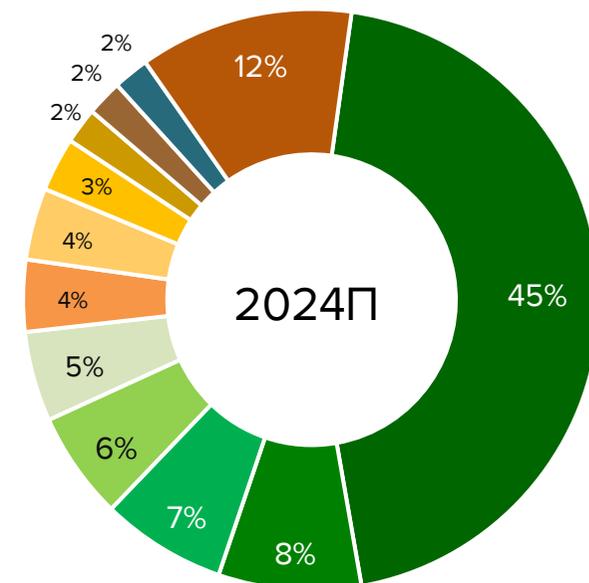
По нашему мнению, в 2024 г. вложения в замещающие облигации в долларах и евро будут привлекательной инвестиционной возможностью. По мере того, как рынок абсорбирует новое предложение корпоративных и суверенных замещающих бумаг, доходности замещающих облигаций, на наш взгляд, снизятся. Уменьшению доходностей валютных замещающих бумаг будет способствовать рост спроса на них в условиях узкого диапазона доступных альтернатив в недружественных валютах, достаточно хорошая ликвидность этих инструментов, а также ожидаемое снижение ставок в долларах и евро на международных рынках начиная с середины 2024 г.

Рынок замещающих облигаций, \$ млрд

Источник: данные cbonds.ru



- Газпром
- Лукойл
- Фосагро
- Металлоинвест
- Совкомфлот
- ММК
- Борец
- ГТЛК
- Альфа-банк
- Тинькофф



- Газпром
- МКБ
- Альфа-банк
- Лукойл
- НЛМК
- ВЭБ.РФ
- РЖД
- ГТЛК
- ВТБ
- Фосагро
- ГМК Норильский Никель
- Прочие

2024: перспективы и новые горизонты

Российский рынок

Рынок акций

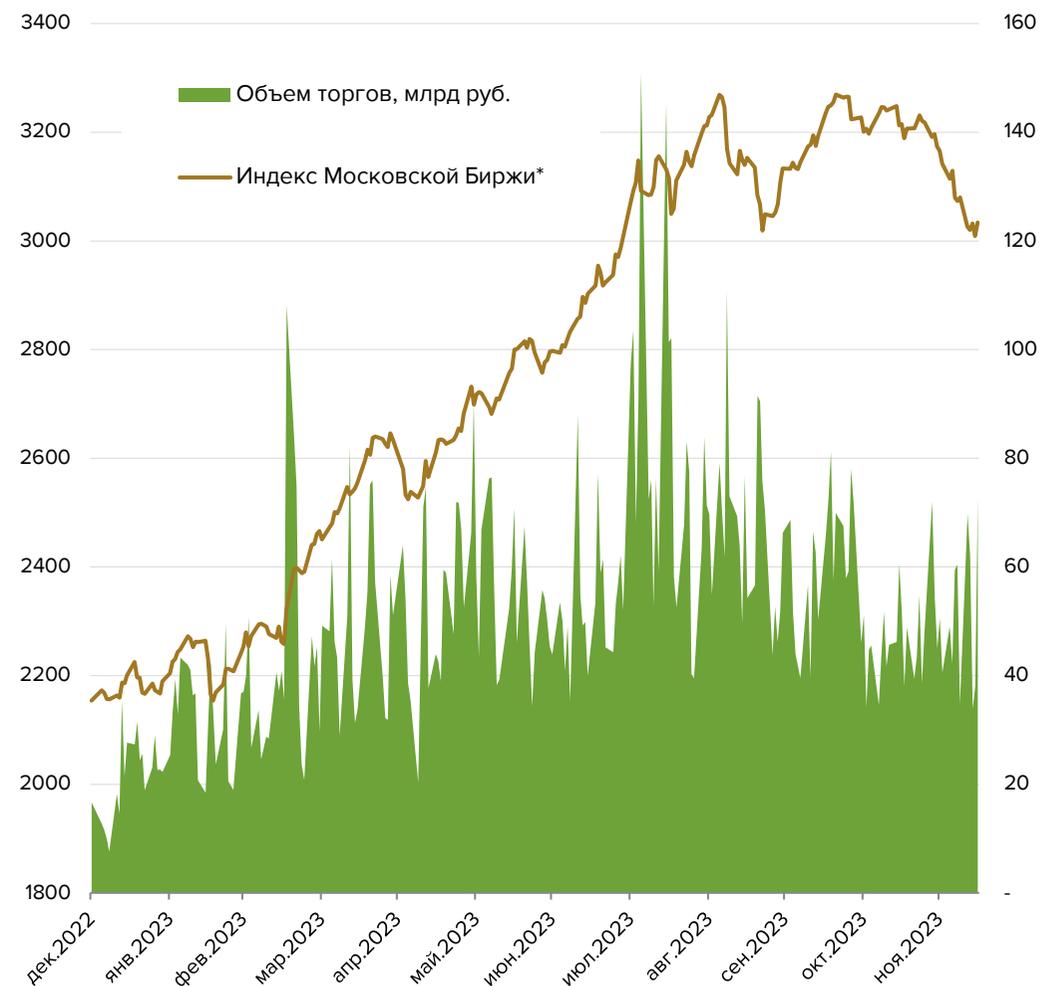
За уходящий 2023 год российский фондовый рынок оказался в зеленой зоне относительно значений конца прошлого года. Рост индекса Московской Биржи составил 41%, индекс МосБиржи средней и малой капитализации за аналогичный период прибавил 55%

Рублевые активы остаются ключевым инструментом российских инвесторов. Кроме того, за год была осуществлена расконвертация и редомициляция многих депозитарных расписок российских эмитентов, в ходе которой держатели получили акции выпустивших расписки компаний. Санкции, которые остаются основным фактором давления на российский рынок, были отчасти нивелированы корпоративными событиями.

Мы выделяем два основных фактора роста российского рынка:

- Крупные компании после продолжительной паузы вернулись к публикации отчетности. Часть из них опубликовала отчеты за 2022 г. и результаты за отчетные периоды 2023 г. Не все компании значительно пострадали от введения санкций, некоторые даже смогли осуществить сделки по покупке активов иностранных компаний, ушедших из России. На рынке до сих пор остаются бумаги с потенциалом к росту.
- Некоторые крупные компании на фоне публикации хорошей отчетности приняли решение о выплате дивидендов как по итогам 2022 года, так и уже частично за 2023 г.

В рамках последнего в 2023 г. заседания Банка России ключевая ставка была повышена до отметки 16% годовых. По итогам было озвучено, что инфляция и инфляционные ожидания остаются высокими. Новые данные дают основание считать, что рост экономики сильнее отклонился от траектории сбалансированного роста. Именно это отклонение и проявляется в усилении устойчивого ценового давления. Для противодействия ему требуется не только высокая ключевая ставка, но и длительное ее удержание на повышенном уровне.



Источник: расчеты ООО «РСХБ Управление Активами».

Российская экономика смогла противостоять сложностям и показать положительный результат на фоне ограничений со стороны западных стран. ВВП РФ в 3-м квартале 2023 г. вырос на 5,5% согласно первой оценке Росстата. Поддержка со стороны госсектора выступила ключевым фактором, не позволившим экономике значительно снизиться.

Основным фактором продолжения роста фондового рынка могут выступить дивидендные выплаты. В условиях санкционного давления российский рынок оказался изолированным от внешнего. Решающую роль сыграли и еще могут сыграть розничные инвесторы, наибольшую привлекательность для которых имеют компании, объявившие о выплате дивидендов. В апреле Совет директоров Сбербанка объявил о выплате рекордных дивидендов в размере 25 руб. на каждый из типов акций.

Закрытие реестра состоялось в мае. На декабрь 2023 г. – январь 2024 г. запланированы выплаты Роснефти, ФосАгро, Лукойла, Норникеля.

По данным Банка России базовый уровень доходности вкладов сроком на 1 год в ноябре 2023 г. составлял 14,9% годовых. Инфляция, учитывая фактическую динамику цен, находится вблизи верхней границы прогноза Банка России на 2023 год — 7,5%. Вклады выглядят привлекательной инвестицией, но рынок акций при грамотной аллокации активов и диверсификации портфеля на среднем горизонте инвестирования может показать лучшую динамику. Исторически при росте инфляции фондовый рынок выступает более привлекательной инвестицией, поскольку нередко опережает уровень инфляции, как, например, в 2023 году.

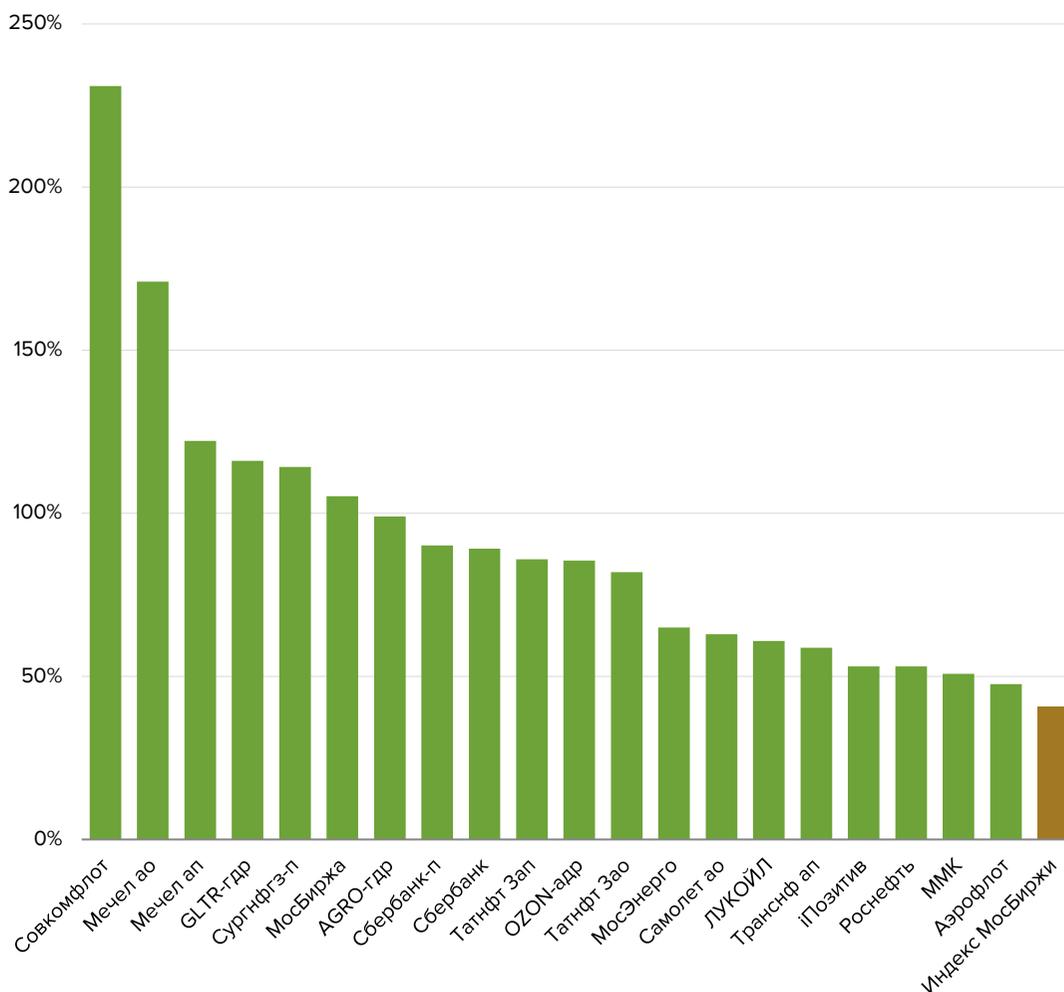
Источник: расчеты ООО «РСХБ Управление Активами».



Представленные на диаграмме акции из топ-20 индекса Мосбиржи входят в последнюю в 2023 году ребалансировку индекса от 22 декабря. Выделим несколько примеров инвестиций, которые имеют с нашей точки зрения разный потенциал, риски и инвестиционную привлекательность в целом.

- Высокий рост цен акций компании Мечел был обусловлен ожиданиями инвесторов будущих дивидендов, которые до сих пор объявлены не были.
- Бумаги финансового сектора продемонстрировали доходность выше, чем индекс.
- Рост котировок в нефтяном секторе (Татнефть, Лукойл, Роснефть) был вызван хорошими финансовыми результатами, высокими ценами на нефть в 2023 г., а также объявленными и выплаченными дивидендами.
- Отдельно отмечаем бумаги Совкомфлота — бенефициара ситуации с санкциями против российской нефтяной отрасли и транспортировки нефти. Санкции привели к росту ставок фрахта для танкеров, перевозящих нефть из РФ, которые продолжают находиться на повышенных уровнях. Кроме того, ослабление российской валюты может положительно сказаться на доходах Совкомфлота, а следовательно, и на их дивидендах. Ключевыми рисками являются снижение ставок в будущем и укрепление рубля.
- Похожая ситуация с компанией Глобалтранс. Ставки аренды полувагонов растут с марта 2023 г. При этом, по данным РЖД, фиксировалось снижение погрузки и грузооборота. Скорее всего данная бумага отыграла весь рост и без объявления дивидендов будет иметь ограниченный потенциал.

Топ 20 акций из индекса МосБиржи по доходности за 2023 год



Источник: расчеты ООО «РСХБ Управление Активами».

Российский рынок

В таблице представлены отдельные сектора экономики РФ, которые, на наш взгляд, могут быть наиболее привлекательны для инвесторов. Мы продолжаем выделять компании-экспортеры нефтегазовой отрасли на фоне ослабления рубля. Металлургические предприятия могут быть интересны за счет высокой загрузки и высокого внутреннего спроса. Данный фактор (высокий внутренний спрос) также играет позитивную роль для компаний из розничной торговли, телекомов и технологических предприятий. Банковская отрасль, возможно, не покажет высоких результатов 2023 года, но выглядит устойчиво.

Мы с осторожным оптимизмом смотрим на предприятия сельского хозяйства, поскольку их бизнес еще пока сильно завязан на импортных составляющих, но внутренний потенциал сохраняется. Компании из транспортного сектора и химической отрасли могут не продемонстрировать высоких результатов в будущем году в связи с новыми ограничениями и логистическими проблемами.

Компании из отрасли строительства мы бы не рекомендовали на фоне высоких процентных ставок и, как следствие, снижения спроса. Кроме того рост затрат в отрасли электроэнергетики и на предприятиях лесной промышленности может являться ключевым риском для инвесторов в данный сегмент.

Источник: расчеты ООО «РСХБ Управление Активами».

Рынок акций

| Отрасль | Взгляд |
|---------------------------|-------------|
| Нефть и газ | Позитивный |
| Металлургия и горнодобыча | Позитивный |
| Банки и финансы | Позитивный |
| Телекоммуникации и ИТ | Позитивный |
| Розничная торговля | Позитивный |
| Сельское хозяйство | Нейтральный |
| Транспорт | Нейтральный |
| Химия и нефтехимия | Нейтральный |
| Электроэнергетика | Негативный |
| Лесная промышленность | Негативный |
| Строительство | Негативный |

В уходящем году на российском рынке прошло множество первичных размещений акций. IPO провели компании из различных отраслей, как ИТ, так и розничной торговли, финансов и др. Компании используют первичное размещение в качестве способа привлечения инвестиций, и в первую очередь, за счет спроса от розничных инвесторов. Мы с осторожностью отнеслись к выходу компаний на биржу, но при этом пристально продолжаем следить за ними. Из всех IPO 2023 г. выделяем размещение Совкомбанка.

В будущем году наиболее интересными могут быть публичные размещения дочерних компаний АФК «Система»: Медси, Биннофарм (Медицина), Агрохолдинг Степь (сельское хозяйство) и МТС-Банк (Финансы). При этом пока четких планов и сроков по размещению обозначено не было.

Источник: расчеты ООО «РСХБ Управление Активами».
*Данные на 29.12.2023

| Компания | Отрасль | Дата размещения | Цена размещения, руб. | Текущая цена*, руб. |
|----------------|--------------------|-----------------|-----------------------|---------------------|
| Генетико | Медицина | 25.04.2023 | 17,88 | 43,81 |
| Кармани | Финансы | 03.07.2023 | 3,16 | 2,26 |
| Группа Астра | Информ. технологии | 13.10.2023 | 333 | 502 |
| Henderson | Розничная торговля | 02.11.2023 | 675 | 545 |
| Евротранс | Транспорт | 21.11.2023 | 250 | 269 |
| Южуралзолото | Золотодобыча | 21.11.2023 | 0,55 | 0,64 |
| Совкомбанк | Финансы | 15.12.2023 | 11,5 | 13,7 |
| Мосгорломбард | Финансы | 28.12.2023 | 2,5 | 2,4 |
| Завод Кристалл | Розничная торговля | Январь 2024 | | |
| ИКС Холдинг | Информ. технологии | В течение 2024 | | |
| Selectel | Информ. технологии | В течение 2024 | | |

Валютный рынок

Обзор и стратегия

По данным Московской Биржи, общий объем торгов в ноябре 2023 года увеличился на 68,6% по сравнению с аналогичным периодом 2022 г. и составил $\text{₽}126,1$ трлн. Все рынки показали положительную динамику по объему операций: рынок акций вырос в 2,5 раза по сравнению с ноябрем 2022 г., рынок облигаций – на 10,5% г/г, валютный рынок – на 34% г/г, срочный рынок – на 29,8% г/г, денежный рынок – на 27,7% г/г, рынок драгоценных металлов вырос в 3,3 раза по сравнению с июнем 2022. Объем торгов на валютном рынке вырос в 2,4 раза и составил $\text{₽}35,1$ трлн, торги инструментами спот составили $\text{₽}9,9$ трлн, сделки своп и форварды – $\text{₽}25,2$ трлн. Согласно данным Банка России, рубль практически за весь 2023 г. потерял относительно доллара США 27,5%, относительно евро 29,2%.

На фоне признания многих валют «недружественными», увеличилась популярность китайского юаня. Официальная валюта КНР входит в топ-5 валют по торгуемому ежедневно объему на валютном рынке. На Мосбирже средний ежедневный торговый объем юанем в 2023 г. составил $\text{₽}130$ млрд. В пользу юаня играет рост популярности валюты в связи с усилением сотрудничества России и Китая. Стоит отметить, что покупка юаня может быть решением для части портфелей участников торгов на рынке, которые хотели бы защититься от снижения курса рубля. За первое полугодие на фоне ослабления рубля юань укрепился на 26,8%. Согласно оценкам, прогноз роста ВВП КНР на 2023 г. увеличен до 5,4% с 5%, на 2024 год – до 4,6% с 4,2% за счет восстановления внутреннего потребления в стране.



За 2023 год мировые индексы демонстрировали положительную динамику и отчасти отыграли падение прошлого года – и это на фоне растущей инфляции и сообщениях о возможной рецессии. Американский индекс S&P 500 вырос на 23%, технологический NASDAQ Composite увеличился на 42%, немецкий DAX прибавил 20%, британский FTSE 100 — показал +2%. Положительная динамика связана с важными макроэкономическими и рыночными факторами. Снижение инфляции наблюдалось как в США, так и в остальном мире. Рост потребительских цен в США в ноябре 2023 составил 0,1% м/м, а корневая инфляция увеличилась на 0,3% м/м, в годовом выражении — 3,1% и 4,0% соответственно. Безработица в США снизилась в ноябре до 3,7%, а количество рабочих мест в экономике увеличилось на 199 тыс. рабочих мест. В США рост экономики оказался лучше ожидаемого, по итогу III квартала рост составил 5,2% в пересчете на год.

Сокращение цен на сырьевые товары подтверждали снижение спроса со стороны ключевых экономик мира, в том числе со стороны Китая. Такие условия могут ограничить рост экономики США в 2024. Инвесторы ожидают, что в будущем году рост экономики составит чуть более 1% в годовом выражении. Стоит отметить, что замедление мировой экономики может негативно сказаться на росте ВВП США. Аналитики и экономисты ожидают, что процентные ставки ключевых мировых центральных банков более не будут повышены и находятся на максимальных уровнях. ФРС США не стал менять процентную ставку в рамках заседания в декабре. При этом члены Комитета по операциям на открытом рынке ожидают, что в 2024 году ставка может быть снижена трижды, до уровня 4,5–4,75%. Первое снижение уже предполагается в конце 1-го кв. 2024 г. При этом, на наш взгляд, причина снижения будет важнее, чем дата, когда сокращение ставки произойдет.

Источник: расчеты ООО «РСХБ Управление Активами».

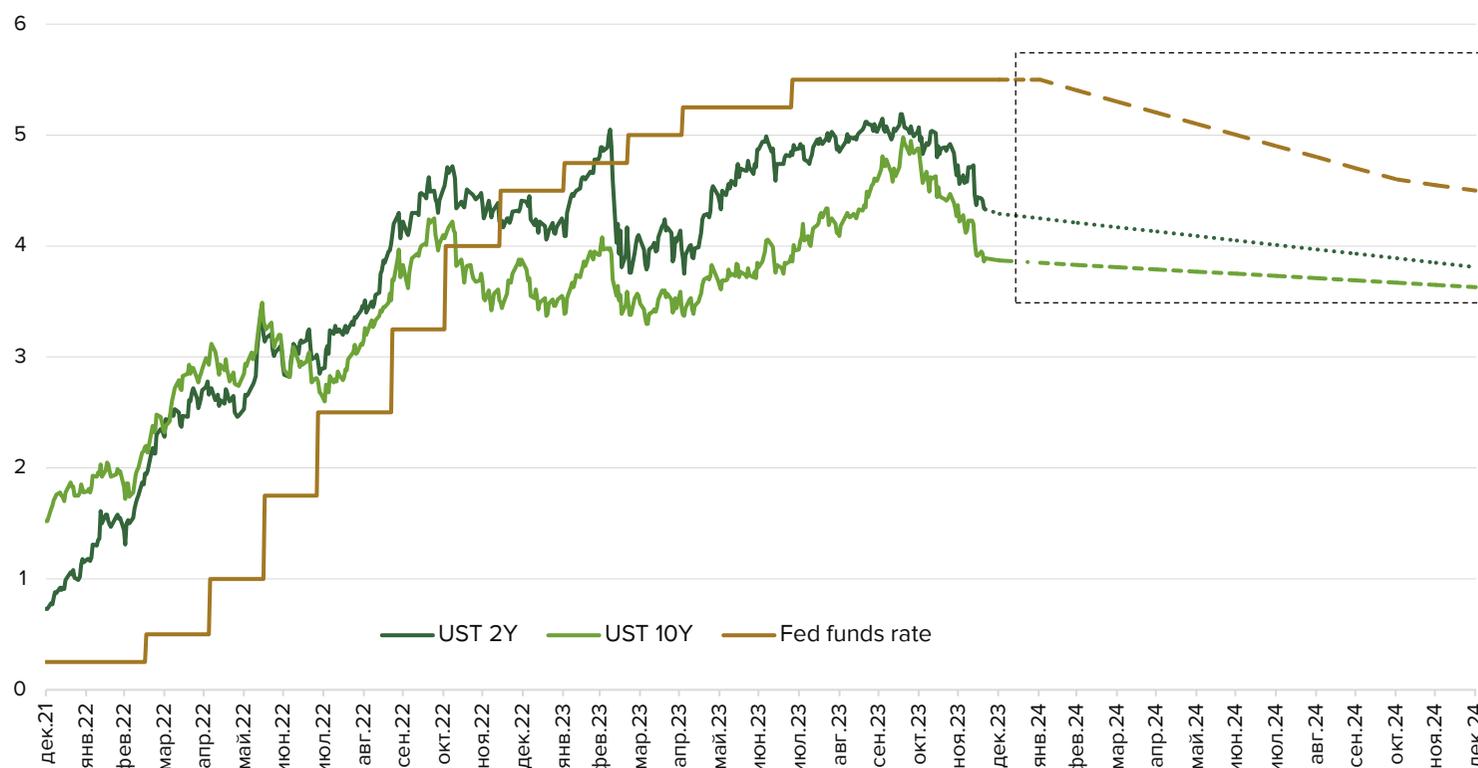


Окончание цикла повышения ставок создает предпосылки для дальнейшего ценового роста UST

Доходности UST 10Y после рекордного за последние 16 лет уровня в 5% годовых (наблюдался в октябре 2023 г.) на фоне смягчения риторики последних заседаний ФРС демонстрирует заметное снижение и по состоянию на конец декабря балансирует на уровне 3,9%. Несмотря на неоднозначный характер мнений ключевых представителей Федрезерва относительно дальнейшей ДКП, мы считаем, что цикл повышения процентных ставок в США прошел свой пик и, согласно рыночным ожиданиям, монетарный разворот Федрезерва с высокой вероятностью можно наблюдать уже весной 2024 г. Окончание цикла повышения ставок на фоне уверенного экономического роста в США создают благоприятные условия для роста рынка казначейских облигаций в 2024 г. и дальнейшего сдвига кривой доходности вниз. При этом не исключаем время от времени возникновение коррекционных движений.

Динамика доходностей бенчмарков долгового рынка США, % годовых

Источник: данные cbonds.ru



Мировой рынок

В 2023 году основным вызовом для экономики США стала угроза рецессии. Несмотря на это, ФРС ужесточал денежно-кредитную политику: процентная ставка была повышена четыре раза по 25 б.п., а на последнем заседании осталась на уровне 5,25-5,50% годовых.

Макроэкономические итоги года оказались положительными. Можно осторожно сказать, что экономика США смогла справиться с растущей инфляцией, но текущий уровень процентных ставок делает заимствования заметно дороже, чем в предыдущие годы.

Рост процентных ставок оказывает давление на компании США, увеличивая стоимость их долга. По данным Moody's Investors Service, число корпоративных дефолтов в США в 2023 году увеличилось более чем вдвое по сравнению с 2022 годом. Согласно оценке модели вероятности рецессии ФРБ Нью-Йорка на конец ноября, рецессия в США в течение следующих 12 месяцев оценивается в 51,8%, что ниже уровней середины года, когда показатель вероятности оценивался выше 70%.

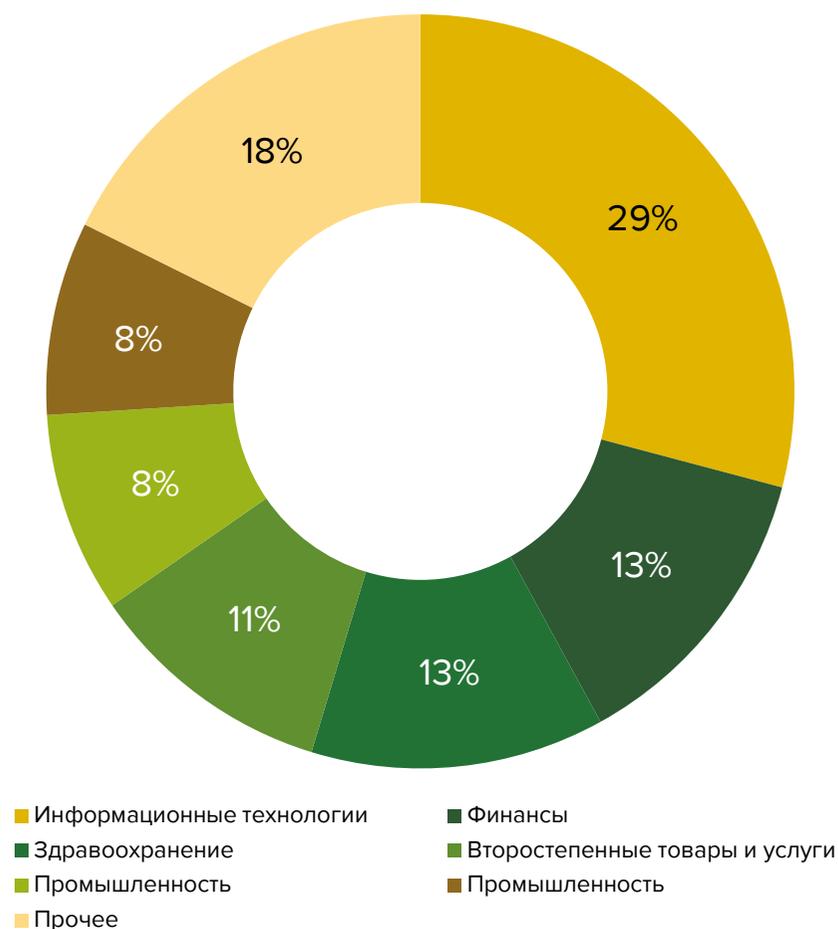
Основной сектор экономики, на который давит повышение процентных ставок – это информационные технологии. В составе индекса S&P 500 все еще преобладает отрасль высоких технологий (29%). Аналитики рекомендуют обратить внимание на компании из менее рискованных отраслей экономики: здравоохранения, электроэнергетики и товаров массового потребления. Но важным определяющим фактором станет отчетность компаний по итогам года, поскольку инвесторы увидят, насколько хорошо они смогли адаптироваться к повышению ставок.

В будущем году, вероятно, мы увидим немало сделок слияния и поглощения на фоне консолидации в различных отраслях. К крупным сделкам прошлого года можно отнести поглощение компанией Broadcom разработчика ПО VMware за \$69 млрд; Pfizer закрывает сделку по поглощению биотех компании Seagen на сумму \$43 млрд; японская Nippon Steel сообщила о приобретении американской U.S. Steel за \$14,9 млрд.

Рынок акций США

Распределение индекса S&P 500 по отраслям

Источник: расчеты ООО «РСХБ Управление Активами».



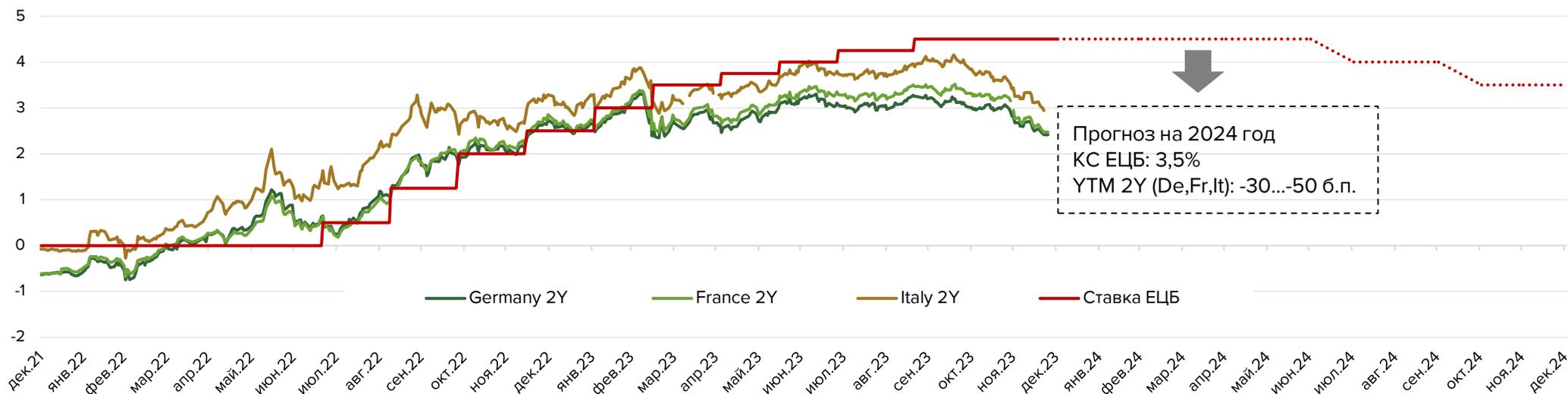
В ожидании смягчения ДКП на фоне опасений возникновения рецессии

Доходности суверенных бумаг крупнейших экономик Европы в уходящем году демонстрировали рекордные значения за последние 10-15 лет. Однако, как и в случае с крупнейшим долговым рынком за океаном, с середины второго полугодия 2023 г. европейский долговой рынок оперативно реагирует на смягчение риторики ЕЦБ. В середине декабря некоторые чиновники ЕЦБ высказались за неувеличение ключевой ставки (с формулировкой «экономике сейчас не нужны более высокие ставки»), а первое ее снижение возможно ожидать уже в середине 2024 г.

По нашему мнению, актуальная риторика ряда чиновников ЕЦБ может символизировать окончание цикла повышения ставок на фоне уверенного снижения инфляции в еврозоне (в ноябре она составила 2,4% г/г против 2,9% в октябре и 9,2% в декабре 2022 г.), что, как и в США, создает относительно благоприятные условия для умеренного роста рынка облигаций ключевых экономик Европы в 2024 г. При этом не забываем про вероятность возникновения рецессии в краткосрочной перспективе.

Динамика YTM суверенных облигаций еврозоны и ставки ЕЦБ, % годовых

Источник: данные cbonds.ru



Мировой рынок

Согласно комментарию Международного Валютного Фонда, экономика еврозоны продемонстрировала умеренную устойчивость на фоне конфликта между Россией и Украиной. Во второй половине 2022 года экономическая активность значительно ослабла, а в начале 2023 года начался умеренный технический спад, поскольку финансовые условия ужесточились, реальная заработная плата сократилась, доверие потребителей снизилось. В перспективе ожидается постепенное ускорение роста в течение 2023 и 2024 годов, чему будет способствовать восстановление реальных доходов, ослабление ограничений предложения и более устойчивый внешний спрос.

Согласно опубликованной статистике, показатель инфляции по итогам ноября 2023 г. составил 2,4% в годовом выражении, корневая инфляция оказалась на уровне 3,6% годовых по итогам аналогичного периода. Отметим, что объем промышленного производства еврозоны по итогам октября снизился на 6,6% г/г, при том, что ожидалось снижение всего на 4,6%. Аналогичная ситуация наблюдалась в месячном выражении, снижение составило 0,7% против ожидаемого на уровне 0,3%.

В рамках последнего заседания в текущем году ЕФБ сохранил процентные ставки без изменений. При этом было заявлено, что ЕЦБ ускорит выход из стимулирующих мер в размере €1,7 трлн. Базовая ставка сохранилась на отметке 4,5% годовых.

Таким образом, о полном восстановлении экономики еврозоны говорить еще рано, адаптация происходит с трудностями, и роста пока не демонстрируется. Прогноз ЕЦБ, представленный в таблице, выглядит довольно консервативным и осторожным. Рост ВВП ожидается умеренным, не выше 1% в год, а безработица практически не изменится, при этом инфляция должна резко снизиться и стремиться к уровню 2% годовых.

Рынок акций Европы

| Экономический индикатор | 2022 | 2023 | 2024 | 2025 | 2026 | 2027 |
|-------------------------|------|------|------|------|------|------|
| Рост ВВП, % | 3,4 | 0,6 | 0,8 | 1,5 | 1,5 | 1,4 |
| Безработица, % | 6,7 | 6,5 | 6,6 | 6,5 | 6,4 | 6,4 |
| Потребительские цены, % | 8,4 | 5,4 | 2,7 | 2,1 | 1,9 | 1,9 |
| Сумма гос. долга, % ВВП | 90,9 | 88,7 | 88,3 | 88,1 | 88,1 | 88,1 |

Источник: прогноз Европейского Центрального Банка

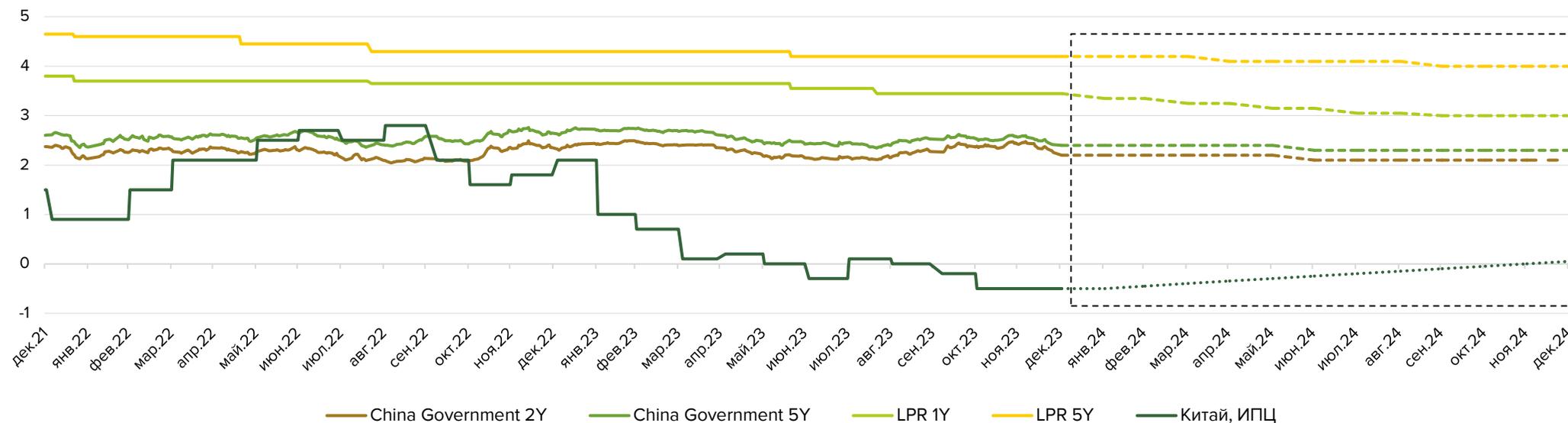
Дальнейшее смягчение ДКП неизбежно на фоне усиления дефляционных процессов в экономике

Несмотря на то, что 2023 г. уже на закате, экономика Поднебесной все еще переживает постковидный синдром, выраженный в виде слабой потребительской активности. Несмотря на действия монетарных властей КНР по смягчению ДКП, статистика показывает, что дефляционные процессы в Китае продолжают набирать обороты. Так, в ноябре 2023 г. потребительские цены показали динамику -0,5% г/г (самое сильное годовое снижение с 2009 г.), за месяц цены снизились на те же 0,5% в основном за

счет потребительских товаров. Наш взгляд на 2024 г. предполагает дальнейшее снижение ставок в КНР, что должно простимулировать потребительский спрос. Одновременно с этим, в целях эффективного наполнения бюджетов всех уровней, мы сохраняем свой прогноз по обесценению юаня по отношению к доллару США до уровней 7,6-7,8 (средний курс по году).

Динамика YTM облигаций Правительства КНР, LPR и инфляции, % годовых

Источник: данные cbonds.ru



На фоне прогнозов рецессии в мировой экономике многие аналитики рассматривают золото в качестве защитного актива. Если рецессия в США действительно наступит, спрос на золото может существенно вырасти. По прогнозам западных аналитических агентств, уже к концу 2023 – началу 2024 года можно ожидать цену на уровне 2200 долларов за унцию.

В начале декабря спотовые цены на золото подскочили и протестировали исторические максимумы в области \$2075 за унцию. Это произошло на фоне сильных статистических данных США. Предварительное значение роста ВВП американской экономики в 3-м квартале 2023 г. составило 5,2% в годовом выражении против ожидаемого роста на уровне 4,9%. Объем разрешений на строительство по итогам октября 2023 г. приблизился к 1,5 млн (+1,8% м/м).

Данные показатели были интерпретированы рынком позитивно: ставки вдоль всей кривой доходностей гос. облигаций США начали снижаться.

Как мы упоминали ранее, аналитики и экономисты ожидают, что ФРС может начать смягчать ДКП в марте 2024 года, т.е. регулятор приступит к снижению ставки по федеральным фондам (с вероятностью выше 50%). Смягчение ДКП обычно ослабляет доллар, повышая инвестиционную привлекательность золота.

Согласно данным Всемирного совета по золоту, мировой спрос без учета внебиржевой торговли упал в 3-м кв. 2023 г. на 6% г/г. Центральные банки и производители ювелирных изделий снизили свои покупки. Мировое потребление золота в отчетный период составило 1147,5 тонны, что на 8% выше среднего пятилетнего значения для данного времени года. Ожидается, что покупки золота центральными банками в 2023 будут сравнимы с показателями 2022 г. Всего за 9 месяцев 2023 г. приобретения центральными банками составили рекордные с 2000 года 800 тонн.

Источник: расчеты ООО «РСХБ Управление Активами».



Выводы

1

Снижение ключевой ставки в 3-м квартале 2023 ожидаемо оказало положительное воздействие на первичный рынок облигаций для эмитентов практически из всех рейтинговых категорий (эшелонов)

2

В 2024 году при условии отсутствия новых шоковых явлений мы ожидаем дальнейшего сокращения спреда к ОФЗ в облигациях 2-го, 3-го эшелонов. В сегменте ВДО, напротив, мы ожидаем нормализации неоправданно низких значений спредов к ОФЗ

3

При наличии предпосылок к смягчению ДКП (устойчивое снижение инфляции и инфляционных ожиданий к целевым значениям регулятора) мы рекомендуем переходить из переменного в фиксированный купон и наращивать дюрацию

4

Рекомендуем с повышенной осторожностью относиться к инвестициям в облигации эмитентов из отраслей, чувствительных к санкционной риторике, недовольственного ритейла и девелопмента

5

Вероятнее всего, на рынке акций будет происходить консолидация. Игроки с более устойчивыми бизнес моделями смогут поглощать небольших игроков. Компании, бизнес которых направлен на внутренний спрос, могут улучшить показатели своей деятельности

6

В первом полугодии рынок акции может находиться в боковике, во втором полугодии возможен более выраженный рост за счет потенциального старта цикла по снижению ключевой ставки и реинвестирования дивидендов с летнего сезона

Эксперты



Директор инвестиционного
департамента ООО «РСХБ
Управление Активами»

**АЛЕКСАНДР
ПРИСЯЖНЮК**



Начальник аналитического
отдела ООО «РСХБ
Управление Активами»

**ВАДИМ
СЕНКЕВИЧ**



Старший аналитик
ООО «РСХБ Управление Активами»

**ПАВЕЛ
ПАЕВСКИЙ**

Хотите больше аналитики?

Подписывайтесь на наши новости и получайте аналитические дайджесты с обзором наиболее важных тем на фондовом рынке

Инвестировать проще, чем кажется



Данный материал подготовлен аналитиками и управляющими ООО «РСХБ Управление Активами», содержит расчеты экспертов ООО «РСХБ Управление Активами», предназначен для широкого распространения, не является адресованной для ограниченной группы лиц рекламой ценных бумаг или соответствующих финансовых инструментов. Информация, содержащаяся в этом материале, не является исчерпывающим изложением актуальных событий финансового или коммерческого характера и не может быть использована в таком качестве. Данный материал не является индивидуальной инвестиционной рекомендацией и предложением приобрести упомянутые ценные бумаги или финансовые инструменты.

Общество с ограниченной ответственностью «РСХБ Управление Активами». Лицензия на осуществление деятельности по управлению инвестиционными фондами, паевыми инвестиционными фондами и негосударственными пенсионными фондами № 21-000-1-00943 от 22 ноября 2012 года, выдана ФСФР России, без ограничения срока действия. Лицензия профессионального участника рынка ценных бумаг на осуществление деятельности по управлению ценными бумагами № 045-13714-001000 от 22 ноября 2012 года, выдана ФСФР России, без ограничения срока действия.

ООО «РСХБ Управление Активами» не осуществляет деятельность по инвестиционному консультированию, не является инвестиционным советником и не предоставляет индивидуальных инвестиционных рекомендаций. Информация, размещенная на данном сайте, не должна рассматриваться как предложение по покупке или продаже финансовых инструментов или оказание услуг какому-либо лицу. Финансовые инструменты, продукты и услуги, описанные на данном сайте, могут не соответствовать инвестиционному профилю клиента и его инвестиционным целям и ожиданиям. Вы должны самостоятельно определить соответствует ли финансовый инструмент, продукт или услуга вашим инвестиционным целям, инвестиционному горизонту и уровню допустимого риска. ООО «РСХБ Управление Активами» не несет ответственности за финансовые или иные последствия, которые могут возникнуть в результате принятия вами решений в отношении финансовых инструментов, продуктов и услуг, представленных в информационных материалах.

Материал подготовлен в декабре 2023 года