

Навигатор по рынку

Февраль 2024 года

02.02.2024 г.

Сбалансированный подход

Облигации привлекают двузначной доходностью, дополняя популярную дивидендную тематику на российском рынке

ПРЕДИСЛОВИЕ

Позитивные предпосылки на фондовом рынке сохраняются. С начала 2024 года индекс МосБиржи повысился на 3,71% (по сост. на 31 января). Между тем индекс МосБиржи полной доходности (MCFTR) превысил максимумы 2023 года, показав рост на 4,35%, и восстановился до уровней января 2022 года. В этом контексте надо признать, что несмотря на все позитивные предпосылки для дальнейшего роста индексов, потенциал их укрепления может быть ограничен макроэкономическими факторами. Позитивные ожидания в отношении корпоративной прибыли и размера потенциальных дивидендов в некоторой степени нивелируются устойчивым инфляционным давлением, невысокими ожиданиями по темпам экономического роста и высоким уровнем процентных ставок.

Инфляция сохраняется на повышенном уровне, хотя и демонстрирует признаки замедления. С начала января темпы роста потребительских цен (недельные данные Росстата) показывают робкие признаки замедления. Если в начале января годовая инфляция составляла 7,44%, то к концу месяца темпы роста потребительских цен в годовом выражении замедлились до 7,24%. В случае подтверждения тенденции на снижение инфляции, можно будет рассуждать о вероятности понижения ключевой ставки, хотя говорить о снижении ставки на заседании регулятора в феврале пока рано.

Рубль укрепился с начала года на 0,38% (к доллару США по сост. на 31 января). Поддержку рублю оказали операции Минфина и Банка России на валютном рынке. Тем не менее фундаментальные

факторы указывают на риски ослабления рубля в среднесрочной перспективе. Высокий объем импорта на фоне низкой экспортной выручки, в том числе из-за слабой ценовой конъюнктуры на рынке нефти, приводят к снижению положительного сальдо счета текущих операций и дефициту валюты на внутреннем рынке. Тем не менее для рынка акций умеренная девальвация рубля, скорее, благоприятный фактор.

На фоне высокой ключевой ставки, облигации предлагают привлекательную двузначную доходность. Мы находим оправданным увеличение в сбалансированных портфелях веса качественных корпоративных облигаций с краткосрочными и среднесрочными сроками погашения. Это позволит зафиксировать достойную доходность (не уступающую дивидендной доходности акций в некоторых случаях) и сократить риски рыночной волатильности для портфелей в целом, а облигации с дюрацией 3-5 лет позволяют рассчитывать на положительную переоценку позже в текущем году, если Банк России выразит склонность к смягчению денежно-кредитной политики.

В конечном счете баланс рисков не помешает дальнейшему росту индекса МосБиржи в краткосрочной перспективе, к верхней границе сложившегося с августа прошлого года диапазона 3000—3300 п. Тем не менее мы не рассчитываем на широкий рост рынка и отдаем предпочтение селективному подходу в формировании позиций, выбирая понятных дивидендных аристократов (Сбербанк, ЛУКОЙЛ) и убедительные истории роста (Vk, Ozon).

Аллокация по классу активов на российском рынке

Вес в структуре портфеля:	Пониженный	Нейтральный	Повышенный
Акции			FIVE, VKCO, SBER, SBERP, LKOH, SNGSP, FLOT, GLTR, PLZL, AGRO, FESH
Суверенный долг			Флоатеры, облигации с короткой дюрацией (< 3 лет)
Корпоративный долг			Флоатеры, облигации с короткой дюрацией (< 3 лет)
Золото			GLDRUB_TOM
Наличность			Р, ¥

0-5% — пониженный вес в структуре портфеля
6-15% — нейтральный вес в структуре портфеля
16% и более — повышенный вес в портфеле

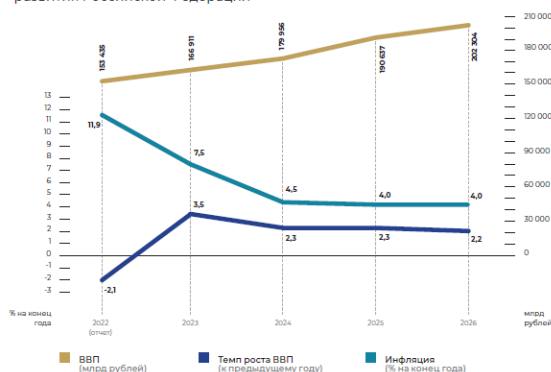
Наталья Пырьева
Аналитик
Анна Буйлакова
Аналитик

8 (800) 100 40 82
research@cifra-broker.ru

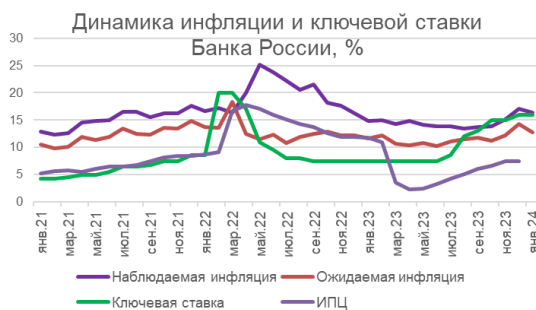
Макроэкономика

Темпы экономического роста к окончанию 2023 года превысили преобладавшие в начале прошедшего года ожидания. В 2024 году поддержку экономическому росту окажет увеличение бюджетных расходов на 13% по сравнению с 2023 годом

Основные макроэкономические показатели на основании прогноза социально-экономического развития Российской Федерации



Источник: Минфин России



Источник: Банк России

Темпы роста ВВП за 11 месяцев 2023 года составили 3,3% по сравнению с тем же периодом прошлого года, по оценке Минэкономразвития. По итогам года экономический рост может составить 3,5%, прогнозирует ведомство. Между тем в 2024 году ожидаются более скромные темпы экономического роста: высоким темпам в 2023 году способствовала низкая база предыдущего года, относительно невысокая ключевая ставка и, как следствие, рост объемов кредитования. В текущем году ограничительная денежно-кредитная политика и ужесточение макропруденциальных мер будут сдерживать экономическую активность.

Инфляция сохраняется на повышенном уровне, хотя и демонстрирует признаки замедления. Годовая инфляция в период с 16—22 января 2024 года замедлилась до 7,37% с 7,44% неделей ранее, что тем не менее превышает целевой ориентир Банка России (4%). Отметим, что Банк России уделяет особое внимание инфляционным ожиданиям населения, которые в январе снизились до 12,7% с 14,2% в декабре. Если тенденция к замедлению инфляции продолжится, можно будет рассуждать о потенциальном снижении ключевой ставки.

Повышение ключевой ставки оказывает отложенный эффект на спрос. В 2022 году Банк России поднял ставку сразу до 20% в феврале, но потребительская инфляция стала снижаться только в мае, наблюдаемая населением инфляция еще позднее, в июне. К текущему циклу ужесточения денежно-кредитной политики Банк России приступил в июле, хотя ставка превысила ожидаемую инфляцию только в августе. Таким образом, эффект от ужесточения начинает проявляться только сейчас.

Бюджет и налоги. Согласованный в конце прошлого года федеральный бюджет на 2024 год предусматривает увеличение федеральных доходов на 20% по сравнению с тем же периодом прошлого года, до 35,1 трлн руб., расходов — на 13%, до 36,7 трлн руб. Дефицит бюджета, соответственно, может составить 1,6 трлн руб.

Объем нефтегазовых доходов оценивается в размере 11,5 трлн руб. (на 30% больше по сравнению с оценкой за 2023 год по состоянию на январь 2024 года). Повышение нефтегазовых доходов в бюджете закладывается в том числе за счет ослабления валютного курса до 90,1 руб. за один доллар США и повышения цен на нефть марки Urals до \$71,3 за баррель.

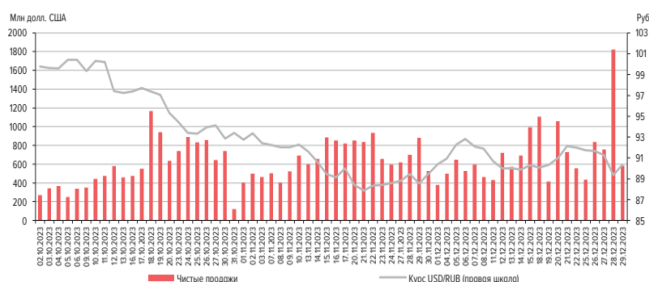
Риски увеличения налоговой нагрузки на компании. Повышение доходов бюджета предполагает изменение налогового режима для компаний нефтяной отрасли, а также, возможно, для представителей других отраслей. Увеличение поступлений от ненефтегазового сектора закладывается на уровне 23,6 трлн руб. в 2024 году, на 16% больше по сравнению с 2023 годом. С учетом дефлятора ВВП в размере 105,9% в 2024 г. (базовый вариант среднесрочного прогноза социально-экономического развития РФ до 2026 года) это опережает ожидаемый реальный рост ВВП в 2024 г. (на 2,3% по оценкам Минфина) и может указывать на потенциальное увеличение налоговой нагрузки при сохранении рентабельности предприятий на уровне 2023 года. В условиях высоких процентных ставок предприятия могут быть не склонны к инвестициям, направленным на повышение рентабельности. Кроме того, сильный рынок труда тоже не способствует сокращению издержек. Механика изъятия прибыли может быть разнообразной, от увеличения различных пошлин и отмены льгот, до одноразовых сборов. По сообщениям СМИ, Минфин уже рассматривает возможность повышения НДС для угольной отрасли.

Валютный рынок

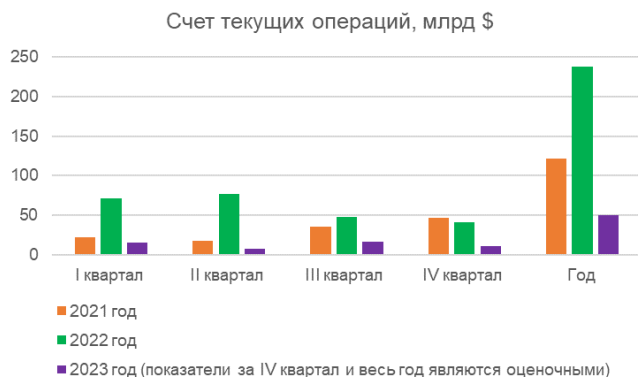
Рубль укрепился в начале года к корзине валют на фоне операций Минфина и Банка России на валютном рынке. Тем не менее мы выделяем факторы в пользу ослабления рубля в более долгосрочной перспективе — завершение весной 2024 года действия указа об обязательной продаже экспортной выручки, повышенная инфляция, риски снижения нефтяных котировок



Источник: Минфин России



Источник: данные экспортеров и Московской биржи



Источник: данные Банка России

Несколько устойчиво укрепление рубля. Минфин вернулся к продажам валюты по бюджетному правилу впервые с августа прошлого года. С 15 января по 6 февраля ведомство в рамках бюджетного правила планирует направить на продажу иностранную валюту и золото на сумму 69,1 млрд руб., а ежедневный объем продаж в указанном периоде составит 4,1 млрд руб. Таким образом, совокупный объем предложения валюты со стороны Банка России (12,6 млрд руб. в день) и Минфина с середины января мог составить до 16,7 млрд руб. в день, что оказывает поддержку национальной валюте в краткосрочной перспективе.

Требования о продаже валютной выручки крупнейшими экспортерами действуют до конца апреля 2024 года. Продление этих мер поддерживает правительство, но не Банк России. Прекращение этих требований при прочих равных может обусловить некоторое ослабление валютного курса.

Существенное сокращение положительного сальдо счета текущих операций в 2023 году в 4,7 раза по сравнению с 2022 годом, до \$50,2 млрд, подтверждает, что переориентация торговли с Запада происходит медленнее, чем хотелось бы. Импорт товаров и услуг за прошлый год вырос до \$378,5 млрд по сравнению с \$347,4 млрд в 2022 году, чему способствовал рост импортных цен и высокий внутренний спрос. В то же время экспорт заметно просел, до \$463,2 млрд с \$640,7 млрд в 2022 году.

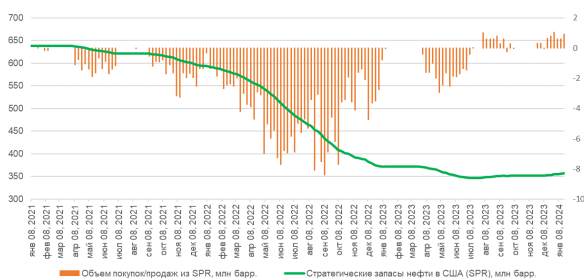
Потенциальное сокращение глобального спроса на нефть из-за замедления мировой экономики может оказать давление на нефтяные котировки, что ограничит объем экспортной выручки и ухудшит показатели торгового баланса России. Таким образом, потенциальное снижение притока иностранной валюты в страну указывает на риск ослабления рубля в дальнейшем.

Инфляция сохраняется на повышенном уровне, что снижает покупательскую способность национальной валюты. Высокие ставки, скорее всего, сохранятся в I полугодии 2024 года, а потенциальное снижение ключевой ставки Банка России может привести к ослаблению рубля. Таким образом, считаем, что текущие уровни могут быть интересными для наращивания валютных позиций.

Сырьевые рынки

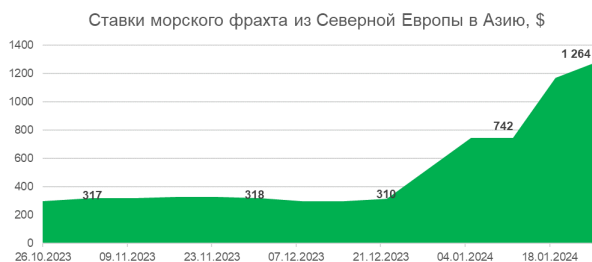
Необходимость пополнения стратегических запасов нефти в США и рост геополитической напряженности выступают в пользу более дорогой нефти, но опасения перед глобальным экономическим замедлением удерживают нефтяные котировки от повышения

Пора пополнять резервы, Карл. Стратегические запасы нефти в США остаются на минимальных значениях с 1980-х годов после того, как в 2022 году соединенные Штаты провели несколько внушительных раундов по продаже нефти из резервов. С конца 2023 года наметилась тенденция по восполнению резервов по мере снижения нефтяных котировок, и можно предположить, что текущие доступные цены на «черное золото» будут подталкивать США к увеличению закупки нефти. Вместе с тем коммерческие запасы сырой нефти продолжают сокращаться. Мы полагаем, что потенциальные риски энергобезопасности США подтолкнули страну к восполнению резервов в ближайшие месяцы.

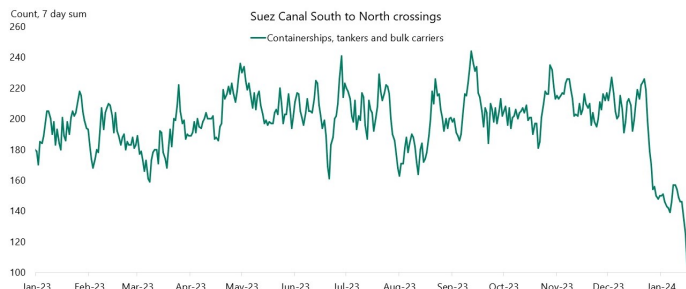


Источник: Energy Information Administration, EIA

Конфликт на Ближнем Востоке пока не отразился в значительной степени на мировых ценах на нефть. Два месяца хаоса в регионе Красного моря привели к изменению путей международной торговли и удорожанию стоимости перевозок. Трафик через Суэцкий канал сократился на 50% с конца декабря 2023 года, а ставки морского фрахта из Северной Европы в Азию через Суэцкий канал повысились для танкеров в четыре раза за это время. Тем не менее указанные события не спровоцировали всплеска нефтяных котировок, т. к. эффект от этих событий нивелируется замедлением темпов потребления энергоресурсов в сочетании с ростом предложения со сторон стран, которые не входят в состав ОПЕК.



Источник: Freightos



Источник: Freightos Apollo

Между тем ухудшение ситуации с навигацией через Суэцкий канал может привести к разногласиям в ОПЕК+. Дело в том, что поставки российской нефти в Китай и Индию как раз проходят через Суэцкий канал, и издержки для покупателей растут. Азиатские партнеры во многом выбирают российскую нефть из-за существенного дисконта в цене, но нарушение судоходства и рост издержек вынуждает других производителей идти на уступки, снижая стоимость нефти для формирования конкурентного предложения. В январе Саудовская Аравия понизила отпускные цены на Arab Light для покупателей из Азии на \$1,5-2 за баррель до уровней ноября 2021 года. Если верить данным Vortexa, то за последние шесть месяцев на российскую нефть приходилось до 20% в общем импорте нефти Китаем, а на саудовскую — 15%. Однако за два последних месяца вес российских поставок в китайском импорте сократился до 18%, а доля Саудовской Аравии увеличилась до 16%.

Тем не менее важно отметить, что Saudi Aramco уменьшила стоимость не только для азиатского рынка, но и для всех покупателей. Мы невысоко оцениваем вероятность того, что Саудовская Аравия захочет бороться с Россией за азиатский рынок, т. к. саудовцы получили европейский рынок после ухода России. То есть экономического смысла конкурировать двум дружественным государствам в размере скидки для Азии нет — Саудовской Аравии гораздо выгоднее поставлять нефть в Европу даже в обход Африки, чтобы избежать рисков транспортировки через Суэцкий канал.

Прогнозы ОПЕК и МЭА расходятся. В январе ОПЕК сохранила прогноз по росту мирового спроса на нефть в 2024 году на 2,2 млн б/с по сравнению с 2023 годом, ожидая увеличения потребления в Азии и на Ближнем Востоке. В свою очередь МЭА ожидает более заметного замедления темпов роста глобального спроса — на 1,24 млн б/с по сравнению с 2023 годом на фоне повышения эффективности автопарка, популяризации «чистых источников энергии» и прекращения активного экономического восстановления в мире, наблюдавшегося после пандемии.

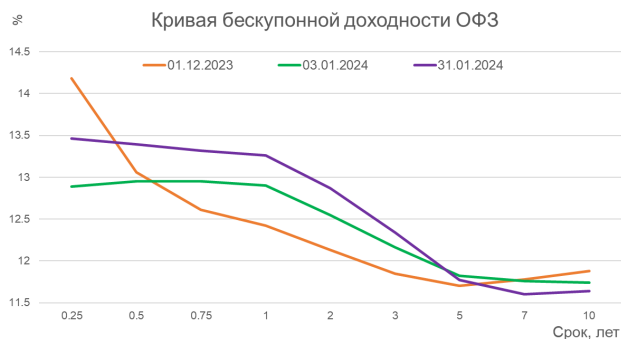
Рынок облигаций

В сегменте инструментов фиксированного дохода инвесторы могут зафиксировать двузначную доходность по всей длине кривой процентных ставок. Оправданным может оказаться повышенный вес короткой дюрации, учитывая общий нарратив, что ставки могут оставаться двузначными на протяжении всего года, т. е. возможности для увеличения дюрации не исчезнут за это время

Заседание Банка России в феврале — смягчения денежно-кредитной политики пока не предвидится. Банк России 16 февраля соберется на первое в этом году заседание по вопросам денежно-кредитной политики. Несмотря на робкие признаки замедления инфляции, Банк России вряд ли изменит ключевую ставку на предстоящем заседании.

Представители Банка России указывали на то, что цикл ужесточения монетарной политики близок к завершению, не исключая того, что высокая ключевая ставка будет сохраняться дольше, чем этого ожидает рынок. Таким образом, в краткосрочной перспективе нельзя исключать возможного снижения котировок облигаций.

Сохранение ключевой ставки на высоких уровнях увеличивает привлекательность корпоративных флоатеров. Флоатеры (облигации с купоном, привязанным к ключевой ставке или ставкам денежного рынка) качественных эмитентов предлагают доходность порядка 16-18% годовых. В перспективе на снижение ключевой ставки инвесторам может быть интересно присмотреться к бумагам с менее частым пересмотром купонных выплат. Например, размер купона по РусГидро, БО-П12 определяется раз в квартал, а по бумаге Банк ВТБ (ПАО), Б-1-343 — ежемесячно. То есть, высокая ставка по купонам по бумагам с менее частым пересмотром ставки может быть зафиксирована на более длительный срок.



Кривая бескупонной доходности (КБД). Доходность на самом ближнем отрезке КБД снизилась с начала декабря, а на отрезке до пяти лет повысилась. Таким образом, наклон КБД несколько выровнялся, отражая невысокие ожидания инвесторов относительно возможности очередного повышения ключевой ставки в ближайшие месяцы.

Двузначная доходность ОФЗ является скорее исключением, нежели правилом. Текущая ситуация позволяет инвесторам зафиксировать неплохую доходность в ОФЗ и получить доход от переоценки стоимости облигаций в случае смягчения денежно-кредитной политики, что, как мы рассчитываем, может произойти во II полугодии 2024 года.



Источник: tradingeconomics.com

Между тем на скорое снижение ставки рассчитывать, похоже, тоже не приходится. Повышение доходности облигаций на среднем отрезке КБД может отражать переоценку рынком сроков начала смягчения денежно-кредитной политики как минимум на вторую половину 2024 года, а то и вовсе на начало 2025 года.

Замещающие облигации. На данном этапе замещающие облигации представлены только корпоративным долгом, но в 2024 году список могут пополнить бумаги госдолга. Представители Минфина сообщали о возможности замещения еще в 2023 году, но из-за загруженности организаторов размещений процедура была отложена. В случае замещения государственных еврооблигаций, инвесторам может быть интересно присмотреться к этим бумагам, поскольку, в отличие от корпоративных еврооблигаций, доход инвесторов от валютной переоценки освобожден от уплаты НДФЛ.



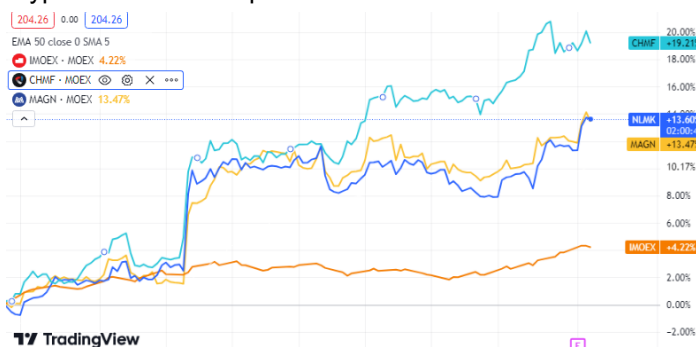
Рынок акций

В пользу роста выступают низкие оценочные коэффициенты и высокая дивидендная доходность, против — высокие процентные ставки и во многом учтенные в котировках позитивные ожидания

Индекс МосБиржи застрял в диапазоне. Индекс МосБиржи подбирается к верхней границе бокового диапазона (3000—3290 п.), сформировавшегося с августа прошлого года. Обновление прошлогодних максимумов в ближайшей перспективе выглядит несколько оптимистично, учитывая высокую ставку Банка России, привлекательную доходность облигаций и инструментов денежного рынка. Между тем нельзя исключать заметного улучшения настроений на фондовом рынке в случае устойчивого замедления инфляции и снижения инфляционных ожиданий населения, факторов, являющихся предпосылками для снижения ключевой ставки.

Точечные возможности. Нехватка импульса к росту широкого рынка не отрицает потенциала для повышения котировок отдельных эмитентов. В текущей ситуации мы подчеркиваем важность селективного подхода в процессе формирования портфеля и усматриваем предпосылки для более уверенной динамики котировок акций отдельных эмитентов.

В контексте дивидендов начало года ознаменовалось положительными новостями в металлургической отрасли. В начале года Северсталь сообщила о намерении возобновить дивидендные выплаты в 2024 году, а 2 января компания рекомендовала дивиденды за 2023 года в размере 191,51 руб. на акцию, превзойдя наши ожидания. На этом фоне акции компании показали рост на 19% с начала года, опередив индекс металлургического сектора.



Тем не менее для чрезмерного оптимизма в отношении представителей черной металлургии причин не находится. Результаты металлургических компаний отражают снижение финансовых показателей по сравнению с 2021 годом, в то время как показатели рыночной капитализации Северстали и НЛМК близки к уровням начала 2022 года.

	Северсталь			ММК			НЛМК	
млрд руб.	2021	2022	2023	1П21	1П22	1П23	1П21	1П23
Выручка	856	682	728	404	403	353	520	506
Операционная прибыль	396	175	224	141	80	66	216	127
Чистая прибыль	300	108	194	18	40	60	159	92

В расчете на редомициляцию. Полагаем, что завершение редомициляции ряда эмитентов может привести к положительной переоценке их рыночной капитализации, в том числе за счет перспектив возобновления дивидендных выплат. В то же время существует риск повышенной волатильности в таких бумагах из-за потенциального навеса предложения извне российского контура, о чем в прошлом году предупреждал Банк России. В случае появления рисков для финансовой стабильности, регулятор не исключает введение мер по аналогии с примененными к бумагам, попавшим под действие автоматической расконвертации в 2022 году (суточный лимит на объем продаж). Отметим, что снижение котировок в ожидании редомициляции потенциально открывает инвесторам возможность сформировать позиции по интересным уровням.

В ближайшее время Globaltrans может завершить редомициляцию с Кипра в ОАЭ и раскрыть планы по возобновлению дивидендных выплат. С момента последней выплаты дивидендов за I полугодие 2021 года на балансе компании сформировался рекордный денежный остаток в размере 30,9 млрд руб. (на конец I полугодия 2023 года). Учитывая отрицательный чистый долг, Globaltrans вполне может направить на дивиденды более 100% свободного денежного потока (FCF) за 2023 год (11,9 млрд руб. на конец I полугодия 2023 года). Раньше компания уже поступала подобным образом. Таким образом, как только появится техническая возможность распределять дивиденды, величина выплат может составить около 173 руб. на акцию, что соответствует доходности около 25% по текущим котировкам.

Список экономически значимых компаний (ЭЗО) пока не опубликован, хотя мы считаем, что в него могут войти X5 Group и Русагро, перспективы которых мы позитивно оцениваем с фундаментальной точки зрения.

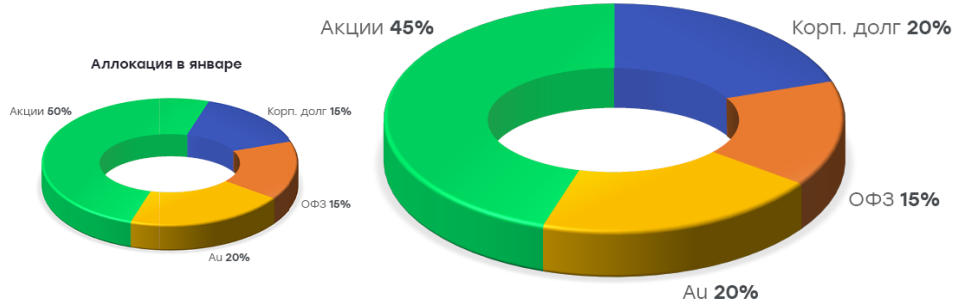
Сбалансированная структура портфеля



ТОП-10 акций на февраль:

- X5 Retail
- Vkl
- Сбербанк
- ЛУКОЙЛ
- Сургутнефтегаз пр.
- Совкомфлот
- GlobalTrans
- Полус золота
- Русагро
- ДВМП

Аллокация в феврале



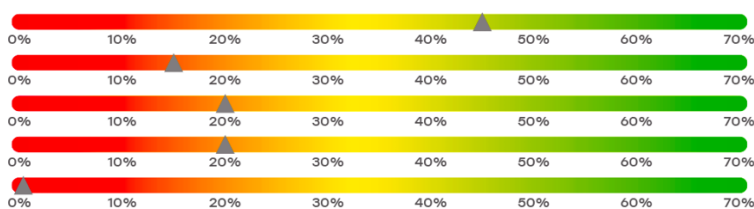
Акции

ОФЗ

Корп. долг

Золото

Наличность



Предпосылки для роста:

- более мягкая риторика Банка России по итогам последнего заседания
- приток частных инвесторов на рынок



Операции Банка России на валютном рынке могут существенно поддержать рубль и не дать ему ослабнуть в ближайшие месяцы, когда рубль окажется под давлением из-за ухудшения показателей платежного баланса



Рост геополитических рисков из-за усиления напряженности в Красном море не учтен в котировках золота



Нефтяной рынок балансирует между снижением цен Саудовской Аравией и ростом издержек на логистику

Риски:

- рост ключевой ставки
- ослабление экономической активности в мире
- снижение цен на энергоресурсы

КОНТАКТНАЯ ИНФОРМАЦИЯ

Юридический адрес

123112, г. Москва,
1-й Красногвардейский проезд,
д. 15, офис 18.02
м. Выставочная или Международная
Тел.: +7 (495) 783-91-73
Email: info@cifra-broker.ru

Фактический адрес

123112, г. Москва,
1-й Красногвардейский проезд,
д. 15, 18 этаж,
(Башня «Меркурий Тауэр»,
ММДЦ «Москва-Сити»)

Поддержка клиентов

Тел.: +7 (495) 783-91-73,
8-800-100-40-82
E-mail: shop@cifra-broker.ru

Для корпоративных клиентов

Тел.: +7 (495) 783-91-73 доб. 90999
E-mail: corp.clients@cifra-broker.ru

Ограничение ответственности: ООО «Цифра брокер» (ОГРН 1107746963785, 123112, Москва, 1-й Красногвардейский проезд, дом 15, офис 18.02). Лицензия №045-13561-100000 на осуществление брокерской деятельности, срок действия лицензии не ограничен. Сайт: <https://cifra-broker.ru/> Телефон: +7 (495) 783 91 73. Не является индивидуальной инвестиционной рекомендацией. Упомянутые финансовые инструменты или операции могут не соответствовать вашему инвестиционному профилю и инвестиционным целям (ожиданиям). В приведенной информации не принимаются во внимание ваши личные инвестиционные цели, финансовые условия или нужды. Определение соответствия финансового инструмента либо операции инвестиционным целям, инвестиционному горизонту и уровню допустимого риска является вашей задачей. ООО «Цифра брокер» не несет ответственности за возможные убытки инвестора в случае совершения операций либо инвестирования в финансовые инструменты и не рекомендует использовать данный материал в качестве единственного источника информации для принятия инвестиционного решения. Владение ценными бумагами и прочими финансовыми инструментами всегда сопряжено с рисками: стоимость ценных бумаг и прочих финансовых инструментов может как расти, так и падать.