

# Навигатор по рынку

Май 2024 года

02.05.2024 г.



## Продавать нельзя покупать

Индексы в апреле обновили многомесячные максимумы, хотя высокие ставки могут ограничить потенциал их дальнейшего роста. Тем не менее признаков эйфории на рынке не наблюдается, что сокращает риски глубокой коррекции.

### ПРЕДИСЛОВИЕ

**Продавай в мае и уходи (Sell in May and go away).** Благоприятная или все-таки неблагоприятная сезонность? На фондовом рынке бытует мнение, что с мая по октябрь рынки акций обычно показывают слабую динамику, и в это время инвесторам нет смысла придерживаться позиций в акциях, но стоит переключать внимание на инвестиции в качественные облигации.

Отчасти это справедливое убеждение, но только отчасти. Анализ данных за предыдущие годы не позволяет сделать однозначное заключение о том, что период с мая по октябрь включительно неблагоприятен для рынков акций. В прошлом году индекс МосБиржи с начала мая по конец октября вырос на 22%, а с ноября 2023 года по апрель 2024 года — только на 9%, что собственно плохо согласуется с мнением о слабой динамике на рынке акций во II и III кварталах года.

Более того, если взглянуть на динамику индекса МосБиржи за последние 10 лет, то мы увидим, что индекс показывал рост в среднем почти на 7% в период с мая по октябрь и почти на 6% с ноября по апрель. Похоже, что сезонность не является достаточным основанием, чтобы инвесторы избегали рынка акций в предстоящие месяцы.

Тем не менее мы должны признать, что в последние 10 лет индекс МосБиржи показывал снижение в мае в пяти случаях из десяти (т. е. медиана намекает на коррекцию в мае), а за октябрем прочно закрепилась дурная слава на глобальных рынках. Самые громкие обвалы на рынках часто происходили именно в этом месяце (19 октября 1987 года и 29 октября 1929 года в США, например).

Если мы попытаемся сделать рациональное заключение, опираясь на исторические примеры, то первое, что приходит на ум — это ребалансировка портфелей, которая позволит подготовиться к возможному всплеску волатильности во II и III кварталах текущего года.

В этом контексте мы находим оправданным повышенный вес защитных активов, т. е. золота и облигаций высококачественных эмитентов. Что касается акций, то мы пока воздержимся от новых позиций (за редкими исключениями), но и не станем сокращать существующие, придерживаясь защитных отраслей, к которым мы в том числе относим золотодобывающую и сельскохозяйственную отрасли.

Наличность в портфеле нам заменяют краткосрочные облигации (сроком не более года), которые мы сможем продать, если на рынке акций произойдет коррекция и откроются новые возможности.

### Аллокация активов на российском рынке

Вес в структуре портфеля:	Пониженный	Нейтральный	Повышенный	
Акции				VKCO, SBER, SBERP, LKOH, FLOT, PLZL, AGRO, FESH, RTKMP
ОФЗ				Флоатеры, облигации с короткой дюрацией (менее 2 лет)
Корпоративный долг, Р				Флоатеры, облигации с короткой дюрацией менее 2 лет
Корпоративный долг, \$				Среднесрочные облигации с фиксированным купоном
Корпоративный долг, ¥				Ликвидные облигации крупнейших эмитентов RUAL, PLZL, FLOT
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

Владимир Корнев

Аналитик

8 (800) 100 40 82

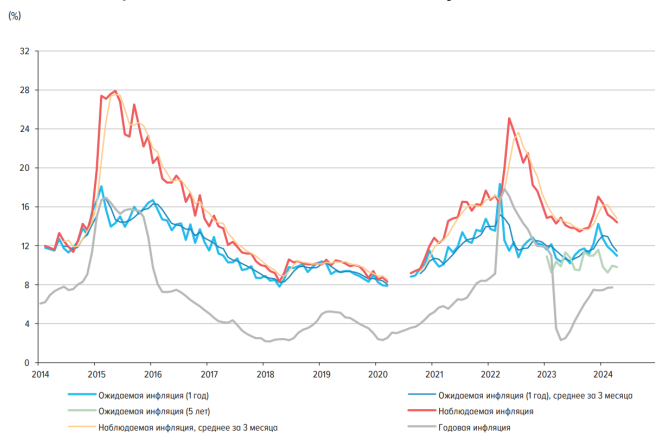
research@cifra-broker.ru

## Макроэкономика

*Экономика России проявляет устойчивость в условиях жесткой денежно-кредитной политики и геополитических рисков, что объясняется высокими бюджетными расходами и увеличением инвестиций, а также сильным потребительским спросом на фоне роста реальных доходов населения из-за дефицита кадров. Рост экономической активности усиливает проинфляционные риски, поэтому Банк России сохраняет жесткий курс денежно-кредитной политики.*

### Банк России придерживается жесткой риторики.

На заседании в апреле регулятор сохранил ключевую ставку на уровне 16% и пересмотрел в сторону повышения диапазон ставки на конец 2024 года, до 15-16% по сравнению с февральским прогнозом 13,5-15,5%. Устойчивое инфляционное давление оправдывает жесткую позицию регулятора, которая в ближайшее время вряд ли изменится. Из опубликованных Росстатом данных по недельной инфляции (за период с 16 по 22 апреля) следует, что в годовом выражении инфляция составила 7,82% по сравнению с 7,83% на предыдущей неделе. Незначительное ослабление инфляции было обусловлено сезонным снижением цен на отдельные категории продукции, в то время как в устойчивом компоненте замедления инфляции не происходит. Между тем инфляционные ожидания населения снижаются четвертый месяц подряд, в апреле они ослабли до 11% на 12 месяцев вперед с 11,5% месяцем ранее. Однако высокая потребительская активность и ослабление рубля будут подпитывать инфляцию, что, в свою очередь, может отразиться на инфляционных ожиданиях. **Кроме того, на показатели инфляции в ближайшие пару месяцев будет влиять все еще низкая база прошлого года.** Возможно, что этот фактор, наряду с другими, мог подтолкнуть Банк России к пересмотру оценок по инфляции на конец текущего года в сторону повышения, до 4,3-4,8% по сравнению с февральским прогнозом о снижении инфляции до 4,0-4,5% к концу года.



Источник: Банк России, «Инфляционные ожидания и потребительские настроения», аналитический комментарий от 27.04.24

**Жесткие условия на рынке труда.** Дефицит рабочей силы актуален для всех регионов России и наблюдается в большинстве отраслей экономики. Нехватка трудовых ресурсов способствует росту реальной заработной платы, что позволяет населению одновременно наращивать сбережения и потребление. По данным Росстата, реальные зарплаты в России увеличились на 8,5% в годовом выражении (по данным за январь 2024 года), а уровень безработицы опустился до рекордно низкого значения 2,7% (в марте 2024 года).



Источник: Росстат

Минэкономразвития повысило свой прогноз по росту реальных доходов населения в 2024 году почти вдвое, до 5,2% по сравнению с 2,7% в сентябре 2023 года. Вместе с тем доходы населения от депозитов и процентов по вкладам повышаются на фоне высокой ключевой ставки. Таким образом, рост доходов населения и высокие темпы роста экономической активности поддерживают высокий внутренний спрос, превышающий предложение, что опять же способствует усилению проинфляционных рисков.

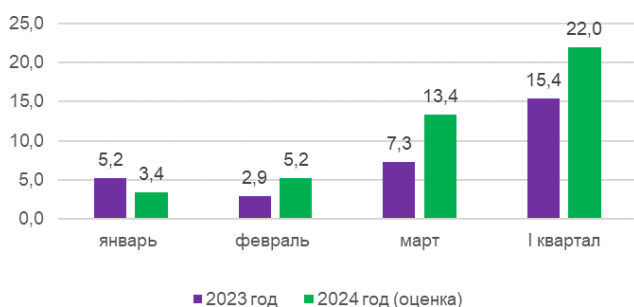
Принимая во внимание устойчивость российской экономики к ужесточению денежно-кредитной политики, Банк России уже не исключает очередного этапа повышения ключевой ставки. Как следствие, рынок акций может в перспективе оказаться под давлением, если процентные ставки в экономике останутся высокими на протяжении более длительного периода, чем ранее предполагалось.

## Валютный рынок

Во второй половине апреля рубль пытался укрепиться на фоне данных о повышении нефтегазовых доходов и улучшении платежного баланса России. Дополнительную поддержку национальной валюте оказали ожидания продления сроков действия президентского указа об обязательной продаже валютной выручки. В итоге действие указа был продлено до 30 апреля 2025 года, и на рынке, возможно, сработало правило «покупай на слухах, продавай на фактах»: в последние дни апреля курс доллара снова превысил 93 рубля. Свою лепту мог внести и прогноз Минэкономки о среднем курсе доллара 94,7 руб. и 98,6 руб. на 2024 и 2025 годы соответственно.

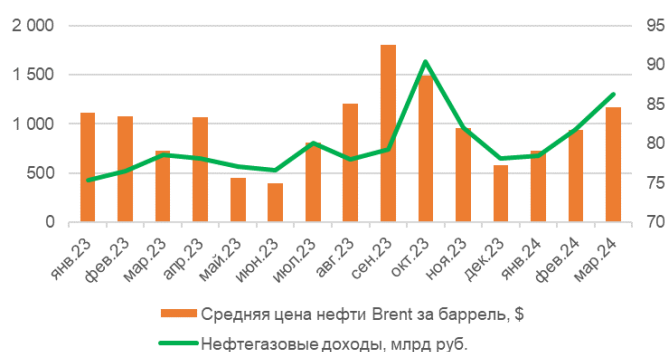
**Дорогая нефть поддерживает положительное сальдо платежного баланса.** Оценка положительно сальдо счета текущих операций в марте 2024 года существенно выросла и составила \$13,4 млрд по сравнению с \$5,2 млрд в феврале и \$7,3 млрд в марте 2023 года благодаря заметному росту экспортных потоков при менее выраженном росте импорта. В то же время иностранные активы в марте увеличились на \$15,5 млрд по сравнению с ростом на \$4,2 млрд в феврале и \$6,3 млрд за весь I квартал 2023 года. Это говорит о том, что номинальные объемы экспорта растут, но реальные платежи не доходят до России из-за проблем с международными переводами на фоне санкций. По оценкам Банка России, сроки проведения платежей за экспорт увеличились до двух месяцев. Между тем импортные поставки в основной массе происходят по предоплате. Таким образом, сохраняется риск ограниченного предложения иностранной валюты на внутреннем рынке из-за расширения временного лага в проведении трансграничных платежей, что будет оказывать давление на рубль.

Счет текущих операций, млрд \$



Источник: данные Банка России

**На нефтегазовые доходы приходится более трети всех доходов федерального бюджета России.** Высокая зависимость от поступлений со стороны нефтегазового сектора сохраняет риски в отношении устойчивости внешней торговли России в долгосрочной перспективе. Усиление санкционного давления может негативно повлиять на объемы поставок российской нефти, тогда как ослабление геополитических рисков, увеличение нефтедобычи странами ОПЕК+ окажет давление на стоимость нефти.



Источник: данные Минфина, расчеты «Цифра брокер»

**Среднесрочные прогнозы настораживают.** Минэкономразвития ухудшило прогноз среднего валютного курса на 2024 год до 94,7 руб. за один доллар США (сентябрьский прогноз предполагал 90,1 руб. за доллар). Ухудшение ожиданий в отношении среднего курса национальной валюты объясняется в том числе слабыми прогнозами по внешней торговле. В ведомстве ожидают, что сальдо счета текущих операций составит только \$27,9 млрд, тогда как еще в сентябре 2023 года министерство ожидало \$80,7 млрд. Прогноз по экспорту был ухудшен с \$471,0 млрд в сентябре до \$428,7 млрд к настоящему времени, по импорту повышен с \$319,7 млрд до \$324,1 млрд. Мы полагаем, что такие изменения в прогнозах связаны с сохраняющимся санкционным давлением, которое сдерживает экспорт, и высокими темпами роста экономической активности и повышением реальных доходов населения в России, что провоцирует повышение импорта.

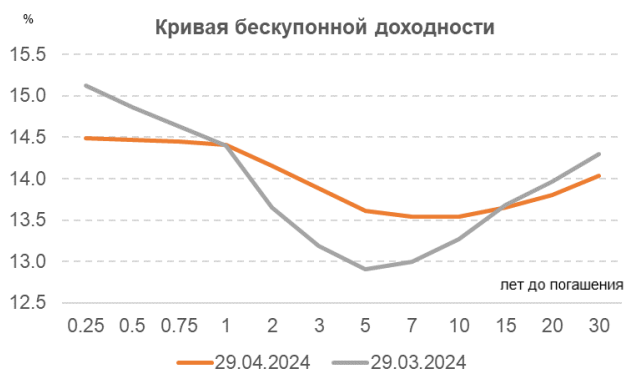
Банк России пересмотрел в сторону повышения среднесрочный прогноз в отношении сальдо счета текущих операций с \$42 млрд в феврале до \$50 млрд к настоящему времени, что соответствует показателю 2023 года. Улучшение прогноза, мы полагаем, во многом связано с позитивной конъюнктурой на рынке нефти, регулятор повысил прогноз средней цены на нефть Brent с \$80 до \$85.

**Обязательную продажу валютной выручки продлили на год.** Решение будет способствовать стабилизации валютного курса, хотя мы полагаем, что эффективность этой меры также будет зависеть от показателей экспорта в денежном выражении: при ухудшении конъюнктуры на нефтяном рынке и сжатии доходов нефтяников, будут снижаться и объемы продаж валютной выручки.

## Рынок облигаций

*Двузначные доходности — новая реальность, итоги апрельского заседания Банка России не позволяют рассчитывать на скорое снижение ключевой ставки. Оправданным остается повышенный вес флоатеров с короткой дюрацией, ставки могут оставаться двузначными на протяжении всего года, что в этом году сохранит возможности для удлинения дюрации портфеля.*

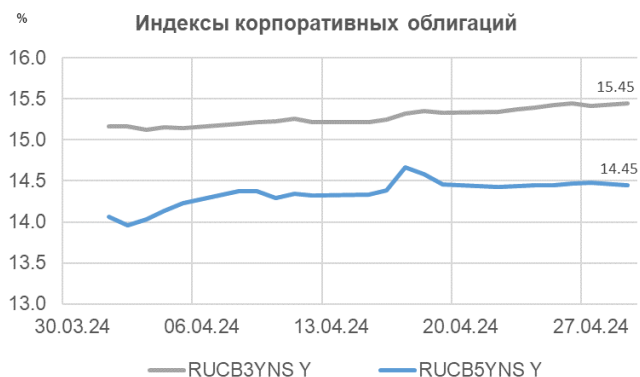
Более жесткая позиция Банка России и умеренное ослабление рубля обусловили дальнейшее повышение доходности ОФЗ. Ситуация на денежном рынке в апреле оставалась стабильной, ставка RUONIA весь месяц колебалась около отметки 15,5%. Инвесторы сфокусировали внимание на рынке акций, рынок облигаций же в целом оказался обделен ликвидностью. Аукционы Минфина обновили рекорды по доходностям, которая по 10-летним ОФЗ-ПД 26244 достигала 13,8%. В дальнейшем объемы заимствований могут увеличиться. Чтобы выполнить план заимствований на текущий квартал, Минфину в дальнейшем требуется размещать примерно по 95 млрд руб. в неделю. На этом фоне доходности ОФЗ продемонстрировали наиболее сильный рост в бумагах с дюрацией 3-7 лет, которые относятся к сегменту размещаемых на аукционах выпусков.



Источник: данные Московской биржи

Выходящие данные по инфляции надежд на изменение риторики Банка России пока не оставляют. Кроме того, намечившееся в последнюю декаду апреля укрепление рубля пока не выглядит устойчивым. Соответственно потенциал повышения доходностей ОФЗ, похоже, еще не исчерпан. Доходность краткосрочных выпусков все еще находится ниже ставок по банковским вкладам, что ограничивает привлекательность ОФЗ для физических лиц. Интерес представляют лишь самые длинные выпуски, в качестве долгосрочных портфельных инвестиций. В случае потенциального снижения ставок в 2025 году, можно рассчитывать на заметный рост котировок этих бумаг, помимо достойной купонной доходности.

Сегмент корпоративных облигаций оказался под давлением на фоне спада на рынке ОФЗ. Рост доходностей наблюдался по широкому спектру рублевых облигаций. Относительную устойчивость на общем фоне показал сегмент высокодоходных облигаций (ВДО). В апреле эмитенты начали публиковать отчетность за 2023 год, и многие компании сектора, в частности, микрофинансовые организации, продемонстрировали улучшение финансовых показателей.



Источник: данные Московской биржи

Относительную устойчивость сохраняют флоатеры. Их привлекательность обусловлена высокими на данный момент ставками купонов, до 16% годовых и выше, включая эмитентов первого эшелона. На наш взгляд, существенная часть портфеля должна быть представлена именно этими бумагами.

**Юаневые и замещающие облигации.** На фоне ослабления рубля продолжили пользоваться спросом замещающие облигации, в качестве защитного инструмента, и доходности в этом сегменте в целом снизились. Исключение составили короткие выпуски, номинированные в евро, которые подверглись распродажам на фоне падения курса евро на рынке FOREX.

Юаневые облигации демонстрировали в целом нейтральную динамику. Отметим, что потенциальное снижение ставки по федеральным фондам ФРС США в перспективе может привести к ослаблению доллара относительно других валют. В связи с этим мы считаем разумным сохранять юаневые облигации в долгосрочных портфелях.

## Рынок акций

Фондовые индексы достигли многолетних максимумов в последнюю декаду апреля, немного откатившись от них. Тем не менее мы не склонны наращивать позиции в акциях, предпочитая удерживать сформированные позиции в защитных секторах. Несмотря на недавнее падение индексов, индикатор волатильности RVI остается вблизи многомесячных минимумов, что может указывать на чрезмерную самоуверенность инвесторов

**Сезон корпоративной отчетности.** К началу мая около четверти эмитентов в составе индекса МосБиржи (плюс Яндекс) уже опубликовали результаты (операционные и/или финансовые) за I квартал 2024 года. Это небольшая часть от общего числа представленных на бирже эмитентов, тем не менее их результаты отражают позитивные тенденции в большинстве секторов. В среднем выручка этих компаний выросла в I квартале 2024 года на 24% по сравнению с I кварталом 2023 года. О сокращении операционных показателей в I квартале сообщили только Норникель и Сургутнефтегаз. Без учета этих двух представителей горнодобывающей и нефтяной отраслей, выручка компаний в среднем повысилась на 30% в I квартале года.

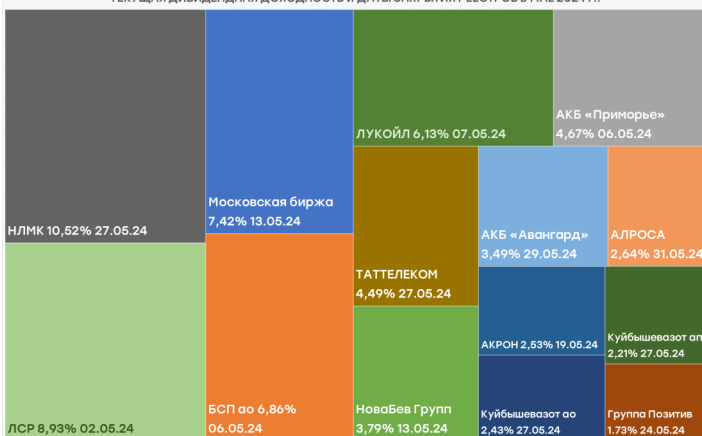
Компаниям, судя по всему, удается в той или иной степени сдерживать рост операционных расходов, чтобы поддерживать рентабельность на достаточно высоком уровне. Процентные доходы Сбербанка, например, увеличились в I квартале на 19,7% по сравнению с тем же периодом прошлого года на фоне роста операционных расходов на 21,3%. В результате рентабельность собственного капитала (ROE) Сбербанка сократилась в марте до 22% с 24% годом ранее, что тем не менее можно считать незначительным снижением на фоне повышения чистой прибыли до 364 млрд руб. (на 3,6% по сравнению с I кварталом 2023 года). Это благоприятный для рынка акций сценарий, который позволяет надеяться на рост корпоративной прибыли в 2024 году в целом, несмотря на ужесточение денежно-кредитных условий и дефицит предложения на рынке труда и, как следствие, давление заработной платы.

**Дивидендный сезон 2024 года.** Текущая дивидендная доходность может показаться низкой в сравнении с доходностью инструментов долгового рынка. Тем не менее предварительные корпоративные результаты за I квартал позволяют надеяться, что компании смогут увеличить прибыль в 2024 году, о темпах роста которой можно будет более уверенно рассуждать во второй половине года.

Пока же с определенной долей уверенности можно утверждать, что дивидендные выплаты в том или ином объеме будут реинвестированы, что очевидно окажет поддержку фондовым индексам. О закрытии реестров акционеров в мае под выплату дивидендов сообщили к настоящему времени 13 компаний. В общей сложности они направят на дивиденды около 833 млрд руб. по обыкновенным акциям. Если исходить из того, что на российском рынке средний показатель количества акций в свободном обращении колеблется вокруг 40%, то приток капитала на рынок от дивидендов в мае может составить около 333 млрд руб. Тем не менее в реальности объемы притока, вероятно, окажутся еще ниже. Если учесть, что 60% акций в свободном обращении принадлежит нерезидентам (эти акции могут быть заблокированы), то величина потенциального притока капитала окажется уже ближе к 133 млрд руб. Для сравнения, в апреле 2024 года среднесуточный объем биржевых торгов акциями в составе индекса МосБиржи на основной сессии составлял около 65 млрд руб.

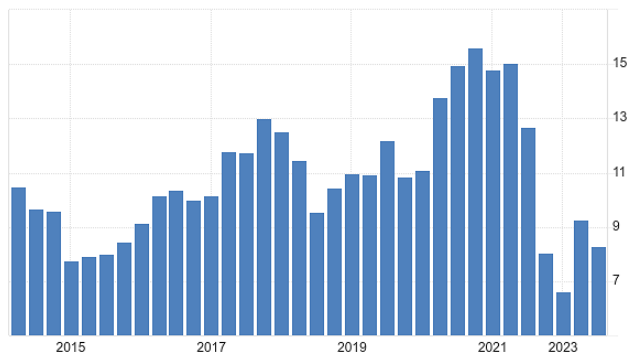
**Рыночные мультипликаторы** могут показаться завышенными на фоне роста фондовых индексов с начала года. Тем не менее по историческим меркам значения оценочных коэффициентов не вызывают опасений.

ТЕКУЩАЯ ДИВИДЕНДНАЯ ДОХОДНОСТЬ И ДАТЫ ЗАКРЫТИЯ РЕЕСТРОВ В МАЕ 2024 г.:



Источник: данные Московской биржи, расчеты «Цифра брокер», индикативная доходность по сост. на 12:45 мск 30 апреля 2024 г.

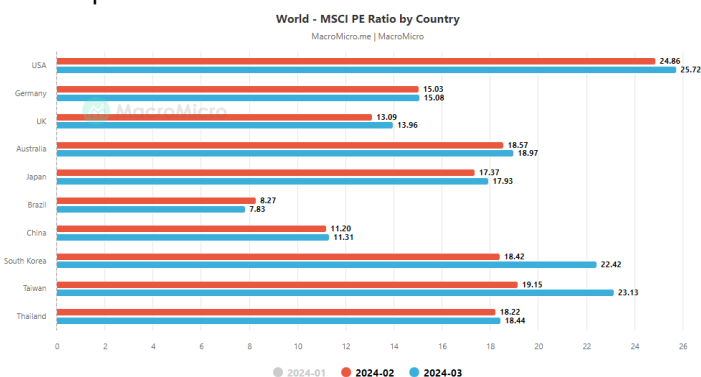
Moscow Exchange PE Price to Earnings



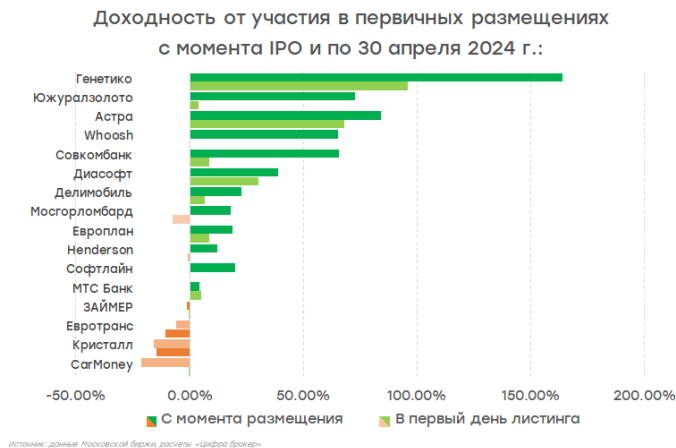
## Рынок акций

*Сильные корпоративные результаты, относительно высокая дивидендная доходность и по-прежнему низкие оценочные коэффициенты — все это говорит в пользу дальнейшего роста фондовых индексов в текущем году. С другой стороны, щедрая купонная доходность облигаций может сдерживать приток капитала на рынок акций, ограничивая потенциал роста фондовых индексов в краткосрочной перспективе.*

Среднее значение коэффициента P/E для российского рынка за последние 10 лет составляет 10,8, медианное — 10,5. Текущее значение коэффициента находится около 9,0 (на 2024 год). Это достаточно справедливая оценка в том числе и на основе сравнения с другими развивающимися рынками. Российский рынок может занимать промежуточную позицию между рынками Бразилии и Китая.



**Бум первичных размещений.** Из 16 первичных размещений на российском рынке за последнюю пару лет 12 оказались весьма успешными для инвесторов, которые в большинстве случаев позволили заработать уже в первые дни дебютных торгов акциями. В 75% размещений акции новых эмитентов продолжили дорожать и в последующие недели и месяцы.



Таким образом, наращивание позиций в акциях новых эмитентов в первые дни и недели после IPO в итоге себя оправдала, позволив получить прибыль в виде прироста капитала.

В этом контексте мы обращаем внимание на акции МТС Банка. IPO банка оказалось рекордным по числу заявок и количеству участвовавших в нем инвесторов. Объем заявок на покупку в 15 раз превысил предложение. В итоге аллокация для розничных инвесторов составила примерно 3,5-4% от размера заявки, но не менее одной акции на заявку и не более 30 тыс. акций на одну заявку, а размещение прошло по верхней границе диапазона 2500 руб. за одну акцию.

Через несколько дней после начала торгов котировки акций МТС Банка стабилизировались на уровнях немногим выше 2600 руб. за акцию. Никакого ажиотажного спроса на них на вторичных торгах не наблюдается. Инвесторы, похоже, выбирают синицу в руках, предпочитая получить ничтожную аллокацию по 2500 руб. и сразу продать акции по 2600+ руб., чтобы зафиксировать прибыль от участия в очередном IPO. Тем не менее разница в сто рублей по сравнению с ценой размещения незначительна, чтобы не задумываться о покупке акций банка на вторичном рынке, принимая во внимание предпосылки к повышению капитализации МТС Банка.

Размер IPO составил 11,5 млрд руб., а рыночная капитализация на начало торгов акциями — около 87 млрд руб., что соответствует 1,05 акционерного капитала (price-to-book, P/B) на конец 2023 года. Между тем еще в начале апреля МТС Банк сообщил о росте на 32% чистой прибыли в I квартале 2024 года по сравнению с I кварталом 2023 года на фоне повышения операционного дохода на 33%.

Если МТС Банк сможет поддерживать высокие темпы роста бизнеса и операционных показателей (ключевой предпосылкой для этого являются 81 млн абонентов оператора мобильной связи МТС по сравнению с 3,8 млн активных клиентов банка), то стоимость акционерного капитала МТС Банка на конец года окажется ближе к 100 млрд руб., а текущий коэффициент P/B не превысит 0,9, что предполагает потенциал повышения котировок акций банка примерно на 10% от текущих уровней.

Оценка акций МТС Банка в целом сопоставима с оценкой акций Сбербанка по мультипликатору P/B на 2024 год, хотя последний очевидно проигрывает по темпам роста чистой прибыли (3,6% за год), а первый выигрывает по эффективности (NIM МТС Банка 9,2% по сравнению с 5,3% в марте у Сбербанка).

Между тем МТС Банк справедливо сравнивать с представителями отрасли, Тинькофф банком, например, P/B которого стремится к 2, но тогда надо признать, что акции МТС Банка обладают еще более высоким потенциалом для роста от текущих уровней.

## Сырьевые рынки

*Позитивная динамика на рынке золота застала врасплох большое количество розничных инвесторов, которые последние месяцы сокращали позиции в золоте. Тем не менее этим инвесторам, возможно, еще представится возможность заработать на вложениях в золото.*

**Золото: бесконечность — не предел.** Стороннему наблюдателю может показаться, что котировки золота проигнорировали законы гравитации и устремились в космос, достигнув 12 апреля исторического максимума \$2431 за унцию. Тем не менее такая тенденция опирается на прочный фундамент, и можно только гадать, каких еще высот могут достичь цены на золото в текущем году. Сразу несколько факторов выступают в пользу дальнейшего повышения котировок золота, возможно, после некоторой консолидации.

**Рыночное позиционирование.** Позитивная динамика на рынке золота обошла стороной основную массу розничных инвесторов, которые 10 месяцев подряд по март 2024 года избавлялись от позиций в золоте. По данным World Gold Council (WGC), нетто-отток капитала из биржевых фондов ETF, ориентированных в инвестиции в физическое золото, составил в марте 823 млн долларов США, хотя и сократился с 2,9 млрд в феврале. Количество нетто-спекулятивных позиций выросло до максимумов за 12 месяцев, но все еще остается ниже пиковых значений 2020-2022 годов, по данным Комиссии по торговле товарными фьючерсами (COT). Таким образом, консолидация котировок золота может оказаться ограниченной по масштабу, т. к. пропустившие рост цен на золото инвесторы могут воспользоваться возможностью для восстановления позиций.

**Покупки центральных банков.** В отличие от розничных инвесторов, мировые центральные банки, прежде всего развивающихся стран, золото покупали и покупают. Ключевым покупателем остается Народный банк Китая, который к началу апреля нарастил резервы в золоте на 0,2% до 72,74 млн унций.

Китайский центральный банк непрерывно покупает золото последние 17 месяцев по март 2024 года включительно. О том, насколько большим может быть спрос китайского регулятора на золото, говорят данные о структуре золотовалютных резервов мировых центральных банков. В общей структуре золотовалютных резервов на золото приходится 65-70% резервов у регуляторов Италии, Франции, Германии и США. Банк России держит 26% резервов в золоте. Народный банк Китая — немногим более 4%, по данным WGC на конец IV квартала 2023 года. России и Китаю к началу года в абсолютном выражении принадлежало примерно одинаковое количество золота, 2334 тонны и 2236 тонн соответственно. Таким образом, чтобы довести резервы в золоте в процентном отношении хотя бы до российского уровня, Народному банку Китая надо нарастить свои физические резервы в золоте более чем в шесть раз! Вряд ли в Китае всерьез рассматривают такой сценарий, тем не менее сравнение резервов наглядно отражает устойчивость спроса на золото со стороны центральных банков, который в ближайшее время вряд ли ослабнет.

**Инфляционный режим.** Текущее повышение котировок золота необычно тем, что происходит на фоне высокой доходности облигаций (см. график ниже) и укрепления доллара США. Это нетипичная ситуация, т. к. цены на золото обычно имеют обратную корреляцию с доходностью облигаций и курсом доллара. Геополитическая напряженность может объяснять высокий ажиотаж вокруг золота, которое обладает свойствами защитного класса активов. Тем не менее казначейские облигации тоже относятся к тому же классу, но они не растут в цене. Наоборот, доходность по ним обновляет максимумы с начала года и устремилась в направлении пиков 2023 года.

Gold | US 10Y | US Inflation Rate



source: tradingeconomics.com

Рынки таким образом могут переоценивать ожидания в отношении потенциального понижения процентных ставок по федеральным фондам ФРС США. Если в начале года инвесторы были почти уверены, что ФРС приступит к снижению процентных ставок, то сейчас ситуация изменилась в обратную сторону, а рынок опционов с вероятностью 20% оценивает возможность уже не снижения, а повышения ставок по федеральным фондам ФРС США в следующие 12 месяцев. Бывший министр финансов США Лоуренс Саммерс не рассматривает повышение ставок в качестве базового сценария, но не исключает его, если базовая инфляция снова превысит 3%.

На самом деле ФРС как минимум не торопится с понижением ставок, исходя из высоких показателей занятости в экономике (инфляция заработной платы) и экономической активности. Кроме того, принимая во внимание удорожание логистики в мировой торговле и высокие цены на энергоносители, можно допустить, что глобальная инфляция окажется более устойчивой, чем многие могли представить. В то время как текущее ослабление инфляционных показателей может объясняться высокой базой прошлого года, эффект которой в следующем году нивелируется.

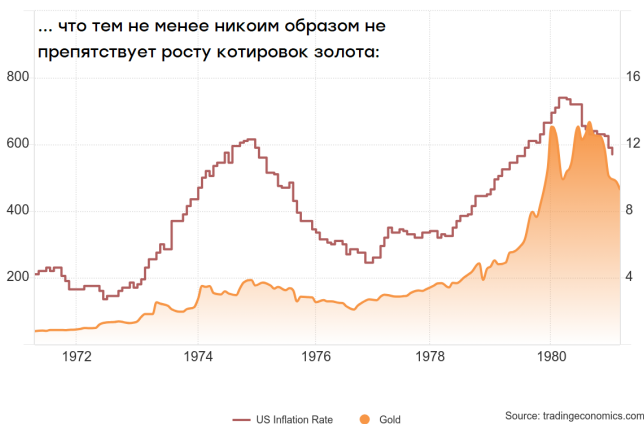
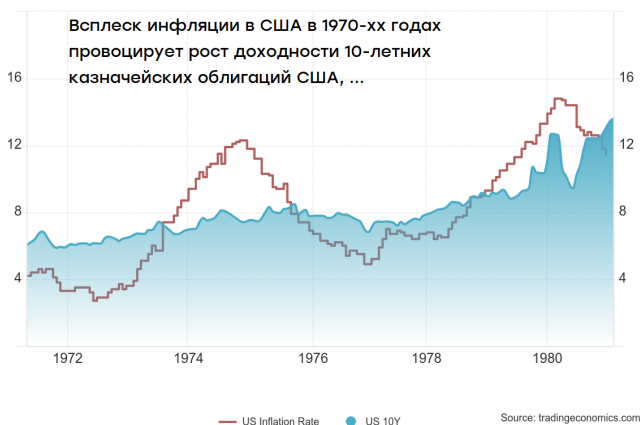


## Сырьевые рынки

**Нефтяные котировки к концу апреля оказались практически там же, где они были в начале месяца. Траектория цен зависит от геополитики и скачет как мячик в настольном теннисе, что сильно затрудняет прогнозирование динамики нефтяных котировок в краткосрочной перспективе.**

Таким образом, мы не можем исключать повторного всплеска инфляции уже в IV квартале текущего года, что обусловит устойчиво высокие процентные ставки в 2024-2025 годах. На первый взгляд это неблагоприятный сценарий для золота. Тем не менее история говорит об обратном.

В 70-х годах XX века экономика США столкнулась с двойным шоком инфляционного давления. Опуская причины такого развития событий, обратим лишь внимание на динамику доходности облигаций и цен на золото в то время:



Котировки золота тогда повысились во второй половине 70-х, реагируя на стабилизацию доходности облигаций на фоне кажущегося ослабления инфляционного давления, но только для того, чтобы показать еще более сильный рост к началу 80-х в условиях второй волны инфляции. Нельзя исключать того, что подобный сценарий разворачивается и в настоящее время прямо у нас на глазах.

**Нефть — геополитика и ничего более.** Оценка глобального спроса на нефть в апрельском отчете ОПЕК не претерпела изменений. Согласно прогнозу, спрос составит 104,46 млн б/с в 2024 году и увеличится до 106,3 млн б/с в 2025 году. ОПЕК отмечает ослабление дефицита на рынке нефти на фоне увеличения добычи в Ливии в феврале на 144 тыс. б/с и Нигерии на 47 тыс. б/с.

По оценке ОПЕК, баланс спроса на нефть поставщиков альянса в I квартале 2024 года составит 27,55 млн б/с по сравнению с общей нефтедобычей поставщиков из ОПЕК альянса на уровне 26,57 млн. б/с. Таким образом, дефицит на рынке составил в феврале 0,98 млн. б/с по сравнению с 1,18 млн. б/с в январе.

Международное энергетическое агентство (МЭА) в своем отчете повысило прогноз по росту потребления нефти на 2024 год до 1,3 млн б/с (на 110 тыс. б/с по сравнению с предыдущим прогнозом). В I квартале, по оценке МЭА, спрос вырастет на 1,7 млн б/с по сравнению с предыдущим прогнозом о росте на 270 тыс. б/с, что обусловлено улучшением оценок по США и ростом спроса на судовое топливо, из-за вынужденного удлинения маршрутов танкеров через африканский континент, минуя Красное море.

МЭА ожидает дефицит на рынке нефти на уровне 300 тыс. б/с в 2024 году, если ОПЕК+ продолжит придерживаться ограничений на добычу.

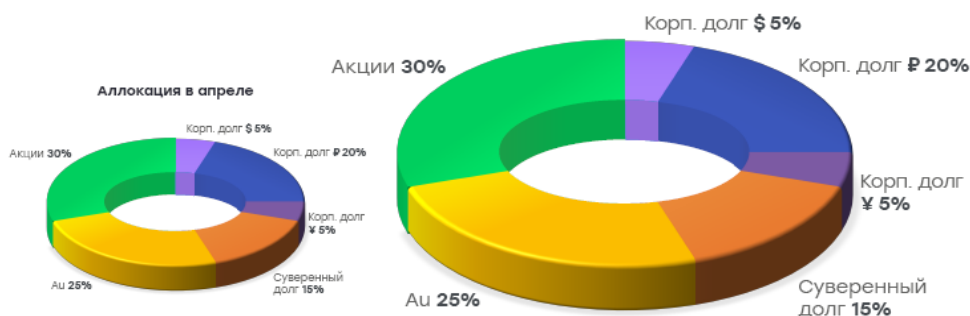
Баланс рисков, таким образом, выступает в пользу более высоких цен на нефть. Тем не менее инвесторы, похоже, не обращают внимания на фундаментальные факторы, предпочитая реагировать на новости вокруг арабо-израильского конфликта. **В итоге нефтяные котировки в конце апреля оказались там же, где они были в начале месяца, а к началу мая опустились ниже \$85 за баррель Brent.**



## На стадии консолидации



Аллокация в мае



### ТОП-8 акций на май:

- VK
- Сбербанк
- ЛУКОЙЛ
- Совкомфлот
- Ростелеком
- Полюс золото
- Русагро
- ДВМП



### Предпосылки для роста:

- Высокие цены на сырьевые товары
- Увеличение экспортных поставок в Китай
- Рекордный объем дивидендов



Минэкономразвития ожидает средний курс рубля в 2024 году на уровне 94,70 руб. за один доллар США



Баланс рисков на рынке золота складывается в пользу дальнейшего повышения котировок позже в этом году



Нефтяные котировки нацелены на рост в направлении \$90-100 за баррель Brent

### Риски:

- Высокие процентные ставки в экономике
- Риск ужесточения риторики Банка России
- Более устойчивая инфляция

## 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](mailto: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](mailto:shop@cifra-broker.ru)

### Для корпоративных клиентов

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