

# Навигатор по рынку

Август 2024 года

05.08.2024 г.

## Коррекция несколько затянулась

Давление на фондовые индексы со стороны высоких процентных ставок не ослабевает. Привлекательная дивидендная доходность, низкие оценочные коэффициенты и сильные пока корпоративные результаты не перевешивают опасений инвесторов перед дальнейшим повышением ключевой ставки

### РЕТРОСПЕКТИВА

**Флоатеры начинают и выигрывают.** Июль не принес утешения инвесторам на рынке акций. Индекс МосБиржи потерял за месяц 6,71%, индекс РТС упал на 7,10%, а индекс RGBI, отражающий динамику котировок на рынке суверенного долга обновил многомесячные минимумы, опустившись по итогам июля на 2,56%.

Относительно безопасное убежище для портфелей инвесторов по-прежнему предлагали флоатеры. Котировки облигаций с плавающим купоном проявляют стабильность, а доходность флоатеров повышается на величину, сопоставимую с шагом повышения ключевой ставки.

Дивидендный сезон 2024 года можно считать завершённым. На Сбербанк пришлось более половины в общей сумме дивидендных выплат, на которые инвесторы могли рассчитывать в июне, а всего на рынке инвесторы могли бы реинвестировать более 0,5 трлн руб. от полученных дивидендов без учета заблокированных на счетах недружественных нерезидентов. Тем не менее динамика фондовых индексов отражает незначительное влияние дивидендов на траекторию индексов, и в последующие месяцы поддержка этого фактора станет незначительной.

Давление на рынок продолжают оказывать среда высоких процентных ставок и опасения инвесторов перед еще одним потенциальным повышением ключевой ставки до конца текущего года. Тем не менее текущие уровни по индексу МосБиржи уже могут показаться интересными для того, чтобы задуматься о наращивании позиций в акциях. По нашим оценкам, при ключевой ставке на уровне 18% справедливое значение индекса МосБиржи при прочих равных может достигать 2800-2900 п. или стремиться в направлении 2700 п. при ключевой ставке на уровне 19%.

Понимание о том, где может оказаться ключевая ставка до конца года могут дать данные по инфляции, которые будут поступать в августе-сентябре. Тем не менее на скорый и резкий разворот в траектории фондовых индексов пока рассчитывать не приходится. В лучшем случае — на консолидацию. История показывает, что прекращение спада на рынке акций часто происходит через несколько месяцев после того, как разворачивается в направлении роста динамика на рынке облигаций.

В этом контексте обнадеживающе выглядит динамика на рынке ОФЗ. Индекс RGBI после обновления минимумов стабилизировался в конце июля, в то время как облигации с длинной дюрацией восстанавливались опережающими темпами.

### АЛЛОКАЦИЯ ПО АКТИВАМ НА РОССИЙСКОМ РЫНКЕ

Вес в структуре портфеля:	Пониженный	Нейтральный	Повышенный	
Акции				LEAS, SBER, SBERP, LKOH, FLOT, PLZL, FESH, RTKMP, MOEX, AFLT, MBNK, RENI
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, ¥				Среднесрочные облигации с фиксированным купоном
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  
**Полина Щукина**  
 Младший аналитик  
**Владимир Корнев**  
 Аналитик

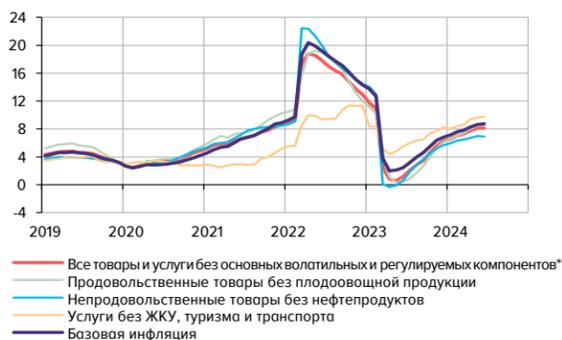
8 (800) 100 40 82  
 research@cifra-broker.ru

## Макроэкономика

**Баланс рисков смещен в сторону проинфляционных факторов, влияние которых может оказаться более продолжительным и выраженным в условиях опережающего роста потребительского спроса по сравнению с возможностями расширения предложения товаров и услуг в стране. Для достижения цели по инфляции 4% Банк России будет придерживаться жесткой денежно-кредитной политики длительное время. Регулятор не исключает дополнительного повышения ключевой ставки в 2024 году в случае дальнейшего преобладания проинфляционных рисков над дезинфляционными.**

**Банк России повысил ключевую ставку на 200 б.п. до 18% и заметно ужесточил риторику.** Рост внутреннего спроса по-прежнему значительно опережает возможности расширения предложения товаров и услуг, что усиливает проинфляционные риски. Для возобновления тенденции к ослаблению инфляционного давления потребуются более жесткие денежно-кредитные условия, чем предполагалось ранее. На этом фоне регулятор сохраняет возможность повышения ключевой ставки на ближайших заседаниях. Прогноз Банка России существенно пересмотрен, в том числе повышен до 16,9-17,4% по средней ключевой ставке на 2024 год. Учитывая, что в июле ставка была повышена первый раз за год, верхняя граница прогнозного диапазона указывает на вероятность ее дальнейшего повышения. Если ставка останется на уровне 18% до конца года, средняя ключевая ставка составит около 17%. Однако, если ставка будет повышена до 19%, то средняя ключевая ставка в 2024 году составит уже 17,3%. Что еще более важно, регулятор существенно пересмотрел в сторону повышения прогнозы по средней ставке на 2025-2026 гг., на 4 п.п. до 14-16% и 10-11% соответственно.

### Динамика устойчивых компонентов инфляции г/г, %



\* Без плодоовощной продукции, нефтепродуктов, ЖКУ и зарубежного туризма.

Источники: Росстат, расчеты Банка России

**Инфляция складывается существенно выше ожиданий Банка России.** Данные за июль по недельной инфляции показывают, что темпы роста потребительских цен (в период с 23 по 29 июля) замедлились до 0,08% по сравнению с одинаковым приростом на 0,11% в предыдущие две недели. С начала месяца рост цен составил 1,07%, с начала года - 4,99%, за последние 12 месяцев - 9,11%. Инфляционное давление несколько ослабло в последние недели после того, как сошли на «нет» разовые факторы (в том числе индексация с 1 июля тарифов на коммунальные услуги), способствующие ускорению инфляции.

Тем не менее инфляция превышает верхнюю границу апрельского прогноза регулятора (4,2-4,8%), поэтому в июле оценка по инфляции на конец 2024 года была пересмотрена в сторону повышения, до 6,5-7,0% ввиду преобладания проинфляционных рисков над дезинфляционными. В частности, инфляционные ожидания населения в июле повысились до 12,4%, хотя наблюдаемая инфляция снизилась до 14,2%. Ценовые ожидания предприятий также остаются на высоких уровнях.



Источник: Росстат, ООО «ИНФОМ»

**Дефицит трудовых ресурсов продолжает нарастать.** В июне безработица обновила исторический минимум и составила 2,4%. Темпы роста реальных зарплат в мае ускорились до 8,8% после 8,5% в апреле. Потребительская активность остается высокой на фоне заметного увеличения доходов населения и уверенных потребительских настроений. Как следствие, рост внутреннего спроса не приводит к соразмерному расширению предложения товаров и услуг, а способствует увеличению расходов компаний и усилению инфляционного давления.



Источник: Росстат

## Валютный рынок

**В июле российский рубль консолидировался в диапазоне 85-90 руб. за один доллар США после всплеска волатильности на валютном рынке месяцем ранее. Баланс рисков складывается в пользу устойчивости рубля на фоне перебоев с трансграничными расчетами и стабильной экспортной выручки.**

### Ситуация с трансграничными платежами усложнилась, что оказывает поддержку рублю.

Проблемы с международными расчетами ограничивают спрос на иностранную валюту со стороны импортеров. Между тем экспортная выручка продолжает поступать в страну, хотя и с временным лагом. В итоге положительное сальдо торгового баланса в январе-июне 2024 года увеличилось на 19,4% по сравнению с тем же периодом прошлого года и составило \$67,8 млрд. Рост показателя обусловлен заметным сокращением импорта, на 9,1%, при стабильном экспорте, который за отчетный период просел лишь незначительно, на 1,3%. На этом фоне оценка положительного сальдо счета текущих операций с начала года держится вблизи \$5 млрд на ежемесячной основе. По предварительным данным Банка России, показатель за январь-июнь 2024 года составил \$40,6 млрд по сравнению с \$23,3 млрд за аналогичный период прошлого года. Апрельский среднесрочный прогноз регулятора предполагал сальдо счета текущих операций по итогам всего 2024 года на уровне \$50 млрд, однако сложности с трансграничными платежами «сыграли на руку», и полугодовой показатель приблизился к годовому ориентиру, поэтому регулятор пересмотрел свою оценку в сторону повышения, до \$72 млрд. Таким образом, Банк России полагает, что положительное сальдо счета текущих операций до конца года будет оставаться на уровне \$5 млрд в месяц. Соответственно, если решение проблемы с платежами за импорт затянется, внешнеторговое сальдо может сохраняться повышенным более продолжительное время, что продолжит оказывать поддержку национальной валюте.

### Избыточное предложение валюты избавляет от необходимости в мерах для поддержки рубля.

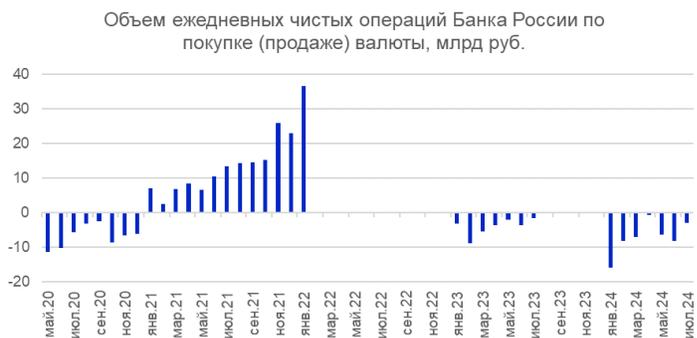
Правительство в июле смягчило до 40% требование по продаже валютной выручки экспортерами после снижения этого порога в июне до 60% с 80% ранее. В то же время Банк России в июле сократил суммарный объем чистых операций (с учетом зеркалирования трат ФНБ) по продаже юаней до 3 млрд руб. по сравнению с 8,1 млрд руб. в июне и 6,3 млрд руб. в мае. Не исключаем, что продажи валюты могут снизиться в августе. Мы полагаем, что финансовые власти продолжают корректировать меры поддержки в зависимости от обстановки на валютном рынке с целью поддержания стабильного курса рубля в комфортном для российской экономики диапазоне 87-94 руб. за доллар США.



Источник: Банк России



Источник: Банк России



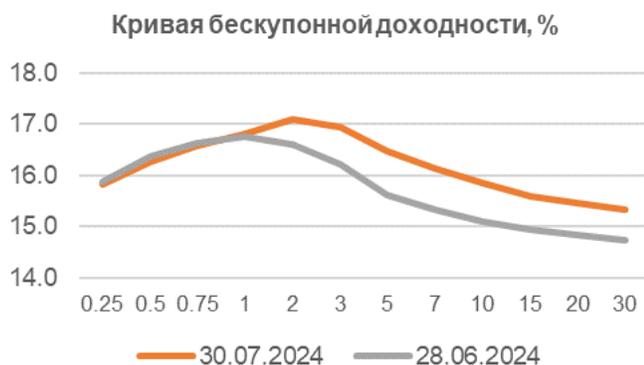
Источник: Минфин

## Рынок облигаций

*Ситуация в сегменте суверенного долга стабилизировалась во второй половине июля. Индекс RGBI, возможно, сформировал дно вблизи годовых минимумов. Тем не менее дальнейшая динамика котировок ОФЗ будет во многом определяться ожиданиями инвесторов относительно уровня ключевой ставки к окончанию текущего года. Банк России не исключает ее повышения, если это будет «целесообразно».*

**Ожидания участников рынка относительно повышения ключевой ставки способствовали росту доходностей ОФЗ в июле.** Эти ожидания поддерживались жесткой риторикой регулятора: еще в начале месяца председатель Банка России Эльвира Набиуллина заявила о том, что ключевая ставка в текущем году может достичь и 20%. На этом фоне индекс RGBI Y (отражающий взвешенную доходность ОФЗ) к середине июля превысил 16,5%, а доходности ряда бумаг с дюрацией 1-2 года поднимались выше 17%. Таким образом, повышение ключевой ставки оказалось отыграно рынком заранее и после самого заседания ЦБ, состоявшегося 26 июля, сильных движений котировок уже не последовало. Отчасти спокойная реакция рынка объясняется одновременным укреплением рубля.

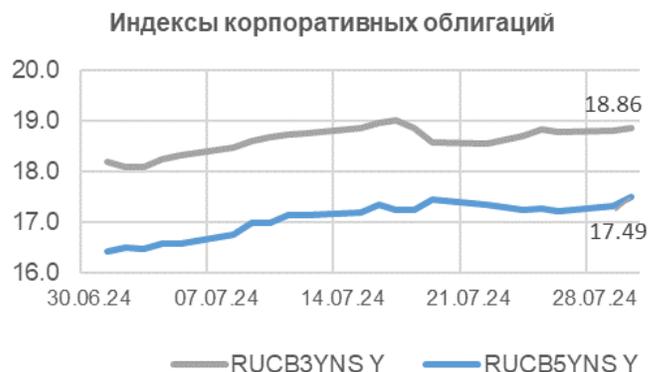
Объем размещенных бумаг на аукционах Минфина в июле вырос до 197 млрд руб. с 81 млрд в июне. Для выполнения плана заимствований Минфину в дальнейшем необходимо поддерживать ежемесячный объем размещений как минимум на июльском уровне или выше, что предполагает рост предложения на первичном рынке.



Источник: Московская биржа

Согласно обновленным прогнозам Банка России, ключевая ставка до конца 2024 года будет находиться в диапазоне 18-19,4%, в 2025 году — в диапазоне 14–16%. Это заметно выше предыдущих прогнозов и предполагает возможность еще одного повышения ставки в текущем году. В этих условиях рассчитывать на рост рынка облигаций не приходится. Из госбумаг интерес представляют лишь ОФЗ-ПК, купоны по которым вырастут после повышения ставки.

**Корпоративные облигации в июле подешевели вслед за ОФЗ.** Рост доходностей наблюдался в большинстве сегментов рублевых бумаг. Вновь наиболее сильно выросли доходности в сегменте ВДО. Высокий уровень ставок в экономике, который, судя по обновленным прогнозам Банка России, останется таковым длительное время, затрудняет рефинансирование долга некоторым эмитентам, к чему сегмент ВДО наиболее чувствителен. В результате спреда между облигациями ВДО и более качественными бумагами продолжили расти.



Источник: Московская биржа

Относительную устойчивость по-прежнему сохраняют лишь флоатеры. После повышения ключевой ставки на заседании Банка России купоны по ним также вырастут на сопоставимую величину. Более того, сохраняется потенциал роста купонов и в дальнейшем, если Банк России решит еще раз повысить ставку. На наш взгляд, существенная часть портфеля по-прежнему должна быть представлена именно этими бумагами.

**Юаневые и замещающие облигации.** Стабильный курс рубля в июле обусловил ослабление спроса на защитные инструменты, юаневые и замещающие облигации. Доходности этих облигаций за месяц выросли довольно значительно, на 1,5-2%. Бумаги качественных эмитентов с рейтингом AAA предлагали доходность на уровне 8-9%. Тем не менее отсутствие сильных факторов ослабления рубля на текущий момент пока препятствует повышению спроса в этом сегменте.

## Рынок акций

**Российский рынок акций испытывает давление из-за ужесточения риторики Банка России на фоне проинфляционных рисков. Высокие процентные ставки в экономике снижают привлекательность рискованных активов, таких как акции, учитывая высокую доходность по облигациям. С другой стороны, высокие ставки увеличивают стоимость обслуживания долга и могут уменьшить прибыльность компаний, что, в свою очередь, неблагоприятно может отразиться на дивидендах.**

На конец II квартала капитализация эмитентов акций на Московской бирже составляла 57,73 трлн руб. На компании в составе индекса МосБиржи приходилось около 76% капитализации всего рынка, что эквивалентно 43,64 трлн руб. За последние два месяца индекс растерял весь рост с начала года, и только в июле снизился на 6,6%, что во многом обусловлено дивидендными отсечками по наиболее ликвидным акциям.

В июле реестры под дивидендные выплаты были закрыты у 11 компаний в составе индекса МосБиржи, включая три компании нефтегазовой отрасли. Большинство компаний выплатили дивиденды по итогам 2023 года, но ФосАгро также выплатила дивиденды за первый квартал 2024 года. Общий объем дивидендных выплат составил 1,47 трлн руб.

Принимая во внимание среднее количество акций в свободном обращении на рынок потенциально могло попасть 609,7 млрд руб. Учитывая налог на доходы физических лиц в размере 13%, потенциальная сумма дивидендов, которая может быть реинвестирована в рынок, составила 517,4 млрд руб., что составляет 0,9% от общей капитализации эмитентов акций на Московской бирже. Тем не менее эти оценки не учитывают дивиденды по акциям, заблокированным на счетах инвесторов из недружественных юрисдикций.

Тикер	Компания	Дата закрытия реестра	Период выплаты	Дивиденд на одну акцию (руб.)	Дивидендная доходность*
MSNG	МосЭнерго	09.07.2024	2023, год	0,16038	5,2%
ROSN	Роснефть	09.07.2024	2023, год	29,01	5,2%
TATN	Татнефть	09.07.2024	2023, год	25,17	3,6%
TATNP	Татнефть	09.07.2024	2023, год	25,17	3,7%
PHOR	ФосАгро	11.07.2024	2023, год	294	5,3%
PHOR	ФосАгро	11.07.2024	2024, 1 квартал	15	0,3%
SBER	Сбербанк	11.07.2024	2023, год	33,3	10,5%
SBERP	Сбербанк-п	11.07.2024	2023, год	33,3	10,5%
MGNT	Магнит	15.07.2024	2023, год	412,13	6,6%
MTSS	МТС	16.07.2024	2023, год	35	13,4%
AFKS	АФК Система	17.07.2024	2023, год	0,52	2,4%
SNGS	Сургутнефтегаз	18.07.2024	2023, год	0,85	3,1%
SNGSP	Сургутнефтегаз-п	18.07.2024	2023, год	12,29	20,5%
TRNFP	Транснефть-п	18.07.2024	2023, год	177,2	12,3%
FLOT	Совкомфлот	20.07.2024	2023, год	11,27	9,9%

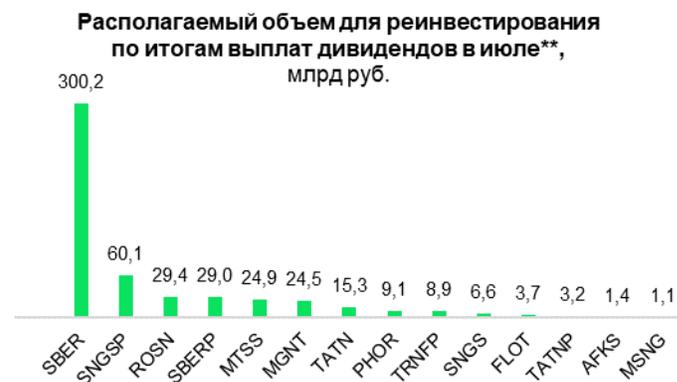
\* на экс-дивидендную дату

Источник: Московская биржа, Cbonds, расчеты «Цифра брокер»

Большая часть дивидендов в июле поступила по акциям Сбербанка (58% от общего объема). Реинвестирование дивидендов на рынке могло бы оказать поддержку котировкам акций. Тем не менее переоценивать влияние дивидендов, пожалуй, не стоит в условиях высоких процентных ставок. Впрочем, ясности в этом вопросе скоро прибавится. Реестр акционеров того же Сбербанка закрылся в этом году 11 июля. Дивиденды в общих случаях поступают на счета инвесторов в течение 18 рабочих дней после закрытия реестра. Косвенно динамика котировок акций Сбербанка может показывать, что выбирают инвесторы в итоге, реинвестирование в акции или покупку облигаций.

Мы считаем, что риски жесткой денежно-кредитной политики и усиления налоговой нагрузки уже учтены в текущих ценах, а дальнейшее направление индекса МосБиржи будет определяться в зависимости от корпоративных новостей. Сейчас постепенно начинается сезон отчетности за II квартал и первое полугодие 2024 года. Если компании продемонстрируют сильные результаты (как это было преимущественно по итогам I квартала 2024 года), то вероятность уверенного разворота фондовых индексов в направлении роста увеличится. В противном случае рыночная коррекция может оказаться более глубокой, если инвесторы убедятся в том, что отложенное влияние высоких ставок в экономике начинает влиять на бизнес.

По нашим прогнозам, в ближайшие три месяца индекс МосБиржи будет колебаться в пределах 2750-3250 пунктов.



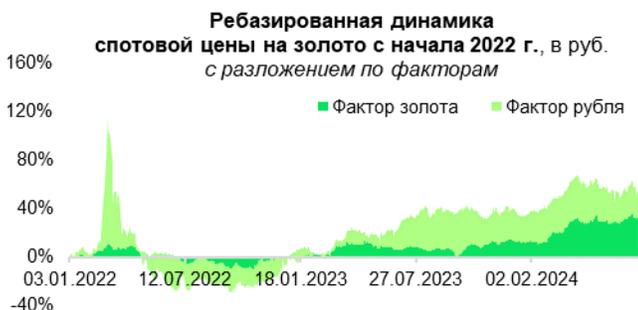
\*\* с учетом количества акций в свободном обращении (free-float) и НДФЛ в размере 13%

Источник: Cbonds, расчеты «Цифра брокер»

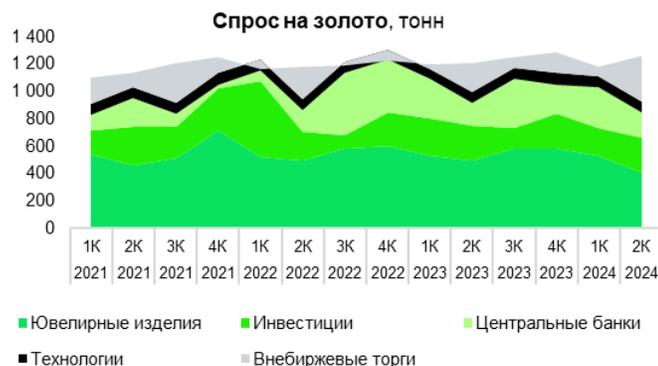
## Сырьевые рынки

С начала этого года золото подорожало на 16%. Если сравнить с ценами трехлетней давности, то золото подорожало на 32%. В последний день июля текущего года был зафиксирован новый исторический рекорд котировок золота на уровне \$2501 за унцию, что было связано с ожиданиями по снижению процентной ставки по федеральным фондам ФРС США.

Джером Пауэлл на заседании в июле анонсировал возможное снижение ставок при сохранении стабильности рынка труда и снижении инфляции, что стимулировало рост цен на золото до нового рекорда.



Источник: данные Investing.com



Источник: данные World Gold Council



Источник: данные World Gold Council

**World Gold Council (WGC) отмечает рост внебиржевых объемов торговли золотом.** В II квартале текущего года значительно возрос объем внебиржевых торгов, который достиг 329 тонн, что составляет 26% от общего объема спроса на золото. Подобная внебиржевая активность наблюдалась только в III-IV кварталах 2020 года на фоне коррекции котировок золота после всплеска в период пандемии COVID-19. **Закупки со стороны центральных банков сократились.** Во II квартале 2024 года наблюдалось заметное снижение спроса на золото со стороны центральных банков, которые приобрели «только» 183 тонны драгоценного металла по сравнению с 300 тоннами в I квартале 2024 года. Снижение связано в том числе с действиями Народного банка Китая, который приостановил закупки золота в мае и июне после 18 месяцев активных покупок.

**Высокие цены сдерживают спрос со стороны ювелирной отрасли.** Во II квартале 2024 года средняя цена на золото составила \$2338 за унцию, что означает прирост на 18,3% в годовом исчислении и на 13% по сравнению с предыдущим кварталом. На этом фоне спрос на ювелирные изделия в апреле-июне упал на 19% по сравнению с прошлым годом до четырехлетнего минимума в 391 тонну. Исторически ювелирные изделия составляют в среднем 35-45% в структуре спроса на золото, однако в свете высоких цен на золото спрос на ювелирные изделия может снизиться, и потребуется время, чтобы потребители адаптировались к новым ценовым реалиям. Особенно это актуально для Китая, который является крупнейшим потребителем этого драгоценного металла.

**Темпы сокращения позиций в физическом золоте биржевыми фондами (ETF) замедлились** до 7 тонн во II квартале 2024 года по сравнению с 21 тонной в аналогичном периоде прошлого года. При этом WGC отмечает, что в начале III квартала стали появляться признаки притока средств в ориентированные на покупку золота биржевые фонды.

**Экономический спад на развитых рынках и риски эскалации геополитической напряженности в мире могут способствовать смещению интереса инвесторов в направлении защитных активов, в том числе золота, что предоставит котировкам этого драгметалла импульс к росту.** Возросшая волатильность в США, вызванная предстоящими в ноябре президентскими выборами, рекордным госдолгом и ожидаемым смягчением денежно-кредитной политики, также могут поддерживать спрос на золото. Тем не менее стоит отметить, что одним из факторов, ограничивающих дальнейший рост котировок золота, является тенденция к ослаблению спроса на золото со стороны центральных банков и отток из ETF.

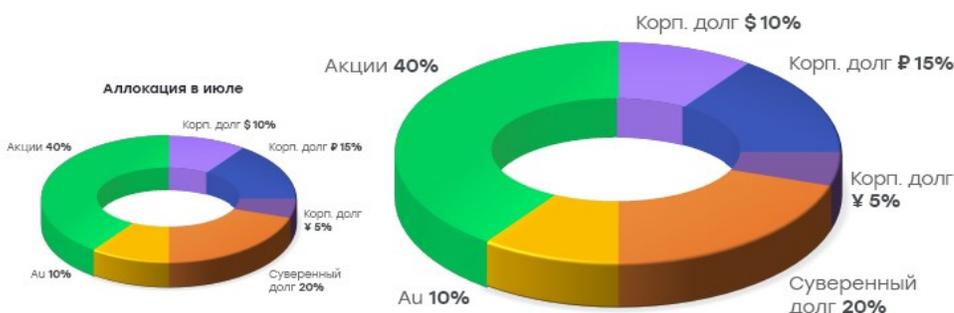
## Коррекция несколько затянулась



### ТОП-10 акций на август:

- Европлан
- Сбербанк
- ЛУКОЙЛ
- Совкомфлот
- Ростелеком
- Полюс золото
- Московская биржа
- Аэрофлот
- МТС Банк
- Ренессанс страхование

### Аллокация в августе

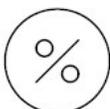
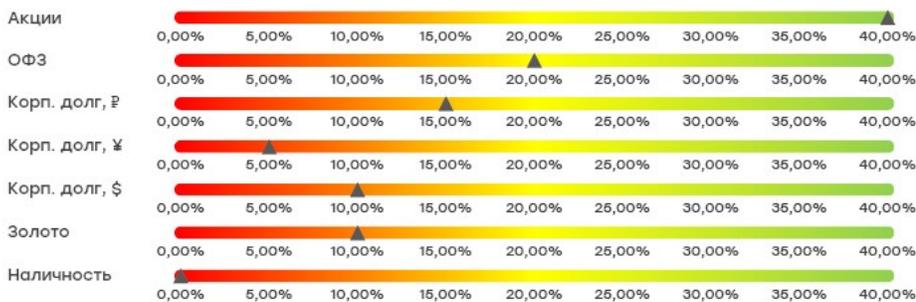


### Предпосылки для роста:

- Робкие признаки замедления инфляции
- Сезон корпоративной отчетности
- Привлекательные мультипликаторы

### Риски:

- Усиление геополитической напряженности
- Слабые корпоративные результаты
- Падение нефтяных котировок



Доходности ОФЗ, возможно, достигли пика в июле, хотя потенциал восстановления цен остается ограниченным, пока не проявятся убедительные признаки замедления инфляции



Перспектива разворота в направлении денежно-кредитной политики ФРС благоприятна для котировок золота



Российский рубль игнорирует падение нефтяных котировок, проявляя устойчивость на фоне дисбалансов в торговле

# ЦИФРА брокер

## 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.