

Стратегия-2024

Тест на выносливость

Декабрь 2023



Содержание

<u>Российская экономика и рынки</u>	3
<u>Модель роста — 2024</u>	5
<u>Промышленный рост</u>	7
<u>ЦБ РФ и Минфин</u>	9
<u>Цена СВО</u>	11
<u>Выборы-2024</u>	13
<u>Российские акции</u>	15
<u>Облигации</u>	17
<u>Акции Рынки Европы и США</u>	21
<u>Экономика США</u>	23
<u>Экономика Европы</u>	25
<u>ФРС и ЕЦБ</u>	27
<u>Рынок акций США</u>	29
<u>Еврооблигации</u>	31
<u>Новые направления и рынки</u>	33
<u>Китай</u>	35
<u>Индия</u>	37
<u>Гонконг</u>	39
<u>Валюты и сырьевые активы</u>	41
<u>Сырьевые активы</u>	43
<u>Валюты</u>	45
<u>Сценарии и прогноз</u>	47
<u>Базовый сценарий</u>	49
<u>Пессимистичные сценарии</u>	51
<u>Оптимистичные сценарии</u>	53
<u>Макроэкономический прогноз — 2024</u>	55

Российская экономика и рынки активов

≡ [Содержание](#)

05

[Модель роста —
2024](#)

07

[Промышленный
рост](#)

09

[ЦБ РФ и Минфин](#)

11

[Цена СВО
для экономики](#)

13

[Выборы-2024](#)

15

[Акции российских
компаний](#)

17

[Облигации](#)



Российская экономика и рынки активов

По итогам 2023 года российская экономика выросла более чем на 3%, что превышает большинство самых смелых ожиданий годичной давности. Напомним, что вплоть до середины этого года у отдельных участников рынка еще были сомнения в том, что российская экономика все-таки вырастет, а не начнет стагнировать под гнетом санкций и снижения цен на нефть.

Санкции, безусловно, сказались на динамике экономических показателей, но их действие в основном ограничилось эффектами первого порядка: остановка автомобильных производств, выпуска бытовой техники и пр. в компаниях, принадлежащих иностранным собственникам. Но за рамками таких «прямых» последствий урон для экономики оказался довольно слабым, цепная реакция проблем не запустилась. Вместо этого активизировалось импортозамещение, увеличилось производство оборонной продукции.

Также сработал фактор интеграции новых регионов.

Говоря о возможностях роста в 2024 году, мы отчасти можем повторить те аргументы, которые приводили год назад, а именно — импортозамещение, фискальный стимул, интеграция новых территорий. Локомотивом остается обрабатывающая промышленность, рост которой перекрывает и слабые результаты в добыче полезных ископаемых, и отставание сектора услуг.

Главный риск 2024 года — это инфляция. Если ЦБ РФ не удастся ее снизить, это может крайне негативно сказаться и на настроениях рынка, ожидающего начала цикла снижения ключевой ставки ЦБ РФ в обозримом будущем, и на экономике, где высокие ставки создают повышенное давление на гражданский сектор экономики.

Также нужно отметить фактор выборов весной 2024 года. Существуют опасения, что после выборов власти могут предпринять действия по ослаблению рубля, ослабить контроль над инфляцией для наполнения бюджета. На наш взгляд, риски лежат в несколько иной плоскости, временное окно после выборов — это возможность предпринимать рискованные и непопулярные шаги, эффект от которых будет чувствоваться в будущем.

В прошлый раз, в 2018 году, была пенсионная реформа, целью которой стало снижение негативного влияния демографической ситуации на экономику. В этот раз задача может быть масштабнее, в текущих условиях это должны быть шаги по уходу от экспортной модели.

Российские рынки акций и облигаций в текущих условиях сохраняют привлекательность. Инструменты денежного рынка сейчас предлагают повышенную доходность на уровне ключевой ставки, а облигации — актив, в который стоит начать заходить при первых признаках разворота политики ЦБ РФ.

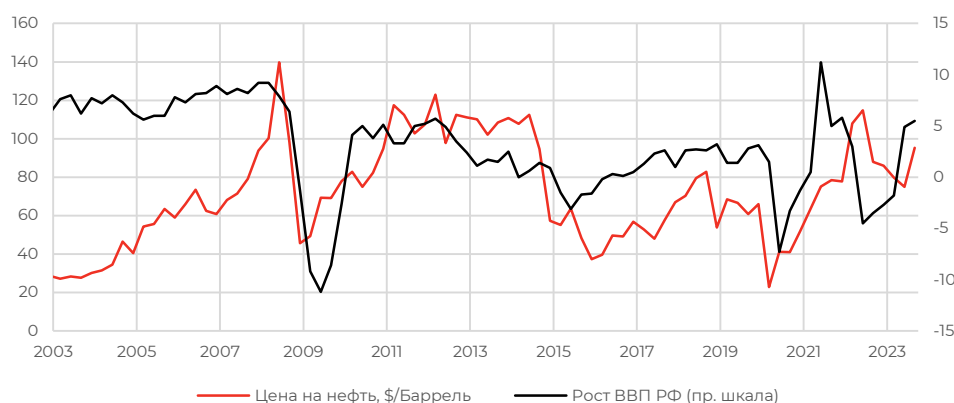
Модель роста — 2024

В 2023 году реализовался оптимистичный сценарий из нашего прогноза, предполагающий снижение негативного влияния СВО на экономику и возможности внешней торговли, сильный рост в обрабатывающей промышленности (оборонка, импортозамещение), возможно, ощутимый вклад внесла и интеграция новых территорий.

В 2024 году данные факторы в основном останутся в силе, причем рост инвестиций в 2023 году позволяет рассчитывать на сохранение сильной динамики в промышленности. Важно отметить, что этот рост является очень инерционным, в 2024 году начнут вводиться в строй мощности, создание которых было начато в 2022 и 2023 годах. Продолжится процесс импортозамещения, есть пространство для роста производительности труда.

Сдерживающим фактором станет жесткая политика ЦБ РФ, направленная на снижение инфляции. В уязвимом положении находится строительство, потребительское кредитование, отрасли, не получающие активной поддержки (потребительские товары не первой необходимости).

ВВП и цены на нефть



Рост ВВП в 2024 году поддержит фискальный стимул и ввод в строй мощностей, заложенных после начала СВО

→ [ЦБ РФ](#)

Влияние цен на нефть на динамику ВВП продолжает снижаться

Высокий рост оборонных расходов означает рост не только в оборонной промышленности, но и в смежных сегментах

→ [Минфин](#)

→ [Рублевые облигации](#)

Увеличение оборонных расходов

Согласно проекту Минфина, дефицит бюджета в 2024 году ожидается менее 1% ВВП. И это при резком увеличении оборонных расходов, довольно скромных оценках роста ВВП, цены на нефть и курса рубля (с точки зрения влияния на доходы бюджета). То есть формально бюджетная политика остается довольно консервативной.

Планируемое увеличение оборонных расходов означает наличие или ожидание ввода в строй производственных мощностей, способных выполнить госзаказ на поставку вооружений, припасов, оборудования, услуг и прочего. А это означает рост промышленности. Причем за счет не только непосредственных исполнителей госзаказа, но и смежных отраслей.

⇒ **Правительство рассчитывает на введение в строй большого объема производственных мощностей.**

Безработица и производительность труда

Низкая безработица — мотивация для инвестиций в производительность труда

→ [Цена СВО](#)

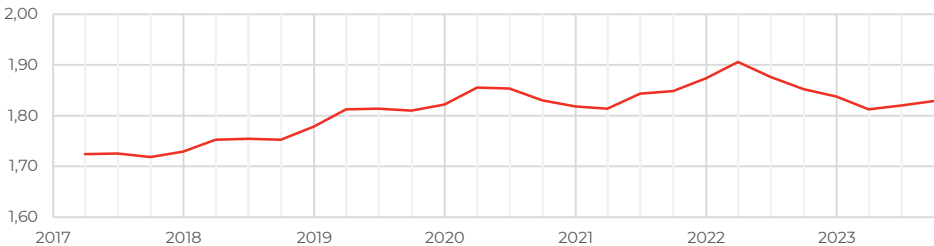
Очень низкая безработица — тревожный сигнал, касающийся экономического роста. Обычно такое наблюдается на пике экономического цикла, когда экономика исчерпывает возможности для роста быстрее тренда. Безработица ниже 3% в России воспринимается многими как тревожный сигнал относительно дефицита трудовых ресурсов, вызванных демографией, мобилизацией и ростом промышленности.

За кадром остается снижение эффективности использования трудовых ресурсов: **размер реального ВВП в России на одного занятого сейчас ниже, чем в 2021 году. Это обычное явление при спаде экономики, особенно при структурных изменениях.** Исторически подобные спады относительно быстро отыгрываются.

⇒ **Потенциал сохранения быстрого роста экономики.**

Индекс реального ВВП на одного занятого

Восстановление производительности труда до уровней 2021 года может добавить 3–4% к росту экономики в 2024 году



Учет новых территорий в статистике может существенно улучшить общероссийские показатели

Интеграция новых территорий

После начала СВО Российская Федерация пополнилась новыми регионами с суммарным населением в несколько миллионов человек. Интеграция этих регионов в российскую экономику находится на начальном этапе, но даст заметную прибавку к размеру ВВП, особенно в рост ВВП с учетом эффекта низкой базы.

Сейчас ВВП России рассчитывается без учета Донецкой, Луганской, Херсонской и Запорожской областей. При этом в данных регионах уже собираются налоги и финансируются госпрограммы, они уже интегрированы в систему госфинансов.

Прогноз

В базовом сценарии накопленная инерция роста промышленности и завершение структурной перестройки позволят рассчитывать на рост в размере 3%.

В негативном сценарии при потере контроля над инфляцией, ряде ошибок в экономической политике, излишне жесткой монетарной политике, обрушении потребительского спроса и «гражданских» отраслей рост экономики может обнулиться.

В позитивном сценарии, предполагающем ускорение роста промышленного производства и при активном импортозамещении и интеграции новых территорий, рост может достичь 4,5%.

→ [Прогноз](#)

Обрабатывающая промышленность

Хотя начало СВО стало шоком для целого ряда отраслей и производств, завязанных на импорт комплектующих, общий эффект, произведенный на состояние промышленности, был положительным. Уже летом 2022 года динамика промышленного производства развернулась вверх, а с началом 2023 года рост ускорился, по итогам года индекс промышленного производства оказался на новых максимумах.

С учетом слабой динамики добывающей промышленности, а также «медленного» сегмента ЖКХ локомотивом роста является обрабатывающая промышленность.

ВВП и индекс промышленного производства

Рост промышленного производства — локомотив роста ВВП



Потребительский оптимизм

По мере стабилизации ситуации в экономике, а также при отсутствии избыточного давления СВО на состояние потребителей потребительский спрос начал оживать. Этому помогал рост доходов населения на фоне низкой безработицы, усиленный ростом кредитования.

→ [Цена СВО](#)

⇒ Дополнительный вклад в рост ВВП.

⇒ Ускорение инфляции.

→ [ЦБ РФ](#)

В 2024 году возможно охлаждение потребления из-за истощения отложенного спроса и жесткой политики ЦБ РФ.

Индексы потребительских ожиданий

Индексы потребительских ожиданий вернулись на уровни до СВО



Рост промышленности подстегивается оборонными расходами, но и «гражданские» сегменты начинают подтягиваться

→ [Экономическая модель](#)

Разворот динамики производства самых проблемных сегментов 2022 года

→ [Рынок акций](#)

Структура роста производства

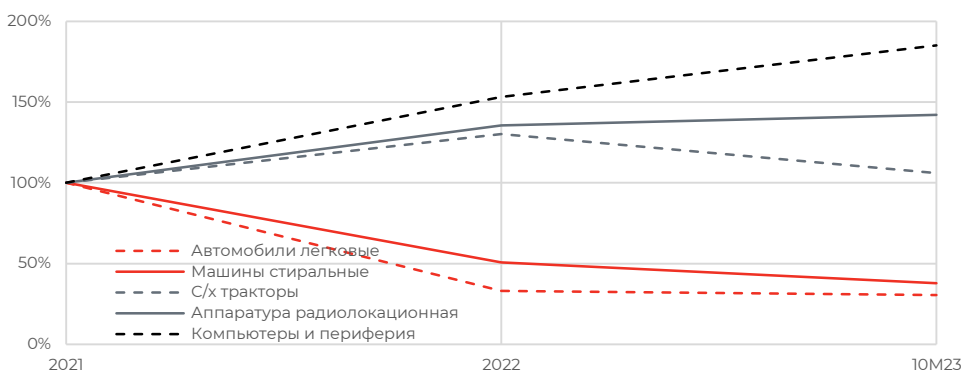
В 2022 году спад промышленного производства был обусловлен сворачиванием производства автомобилей, бытовой техники и других товаров иностранными компаниями. То есть это прямой результат административных решений, а не проблем в экономике. Что-то похожее мы наблюдали в 2020 году в условиях карантинных ограничений. И тогда, напомним, производство восстановилось намного быстрее ожиданий.

Если в 2022 и 2023 годах рост промышленного производства во многом был обеспечен обороной, то во второй половине 2023 года явной стала позитивная динамика и в «гражданских» сегментах, в том числе в автопроме и производстве бытовой техники

⇒ Значительный потенциал роста промышленности.

⇒ Продолжение импортозамещения.

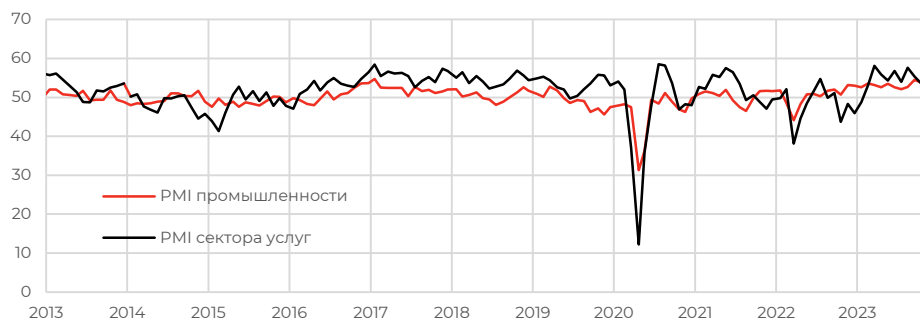
Производство некоторых видов продукции



Оптимизм на исторических максимумах

Опережающие индикаторы указывают на очень благоприятные оценки компаниями перспектив расширения производства. Это отражается как в оценках Росстата, так и в уровнях индекса PMI. При прочих равных это указывает на вероятность ускорения роста в обозримой перспективе.

Индекс PMI



Инфляция стала ускоряться во второй половине года после серьезного ослабления рубля и разогрева потребления на фоне снижения страхов по поводу хода и последствий СВО

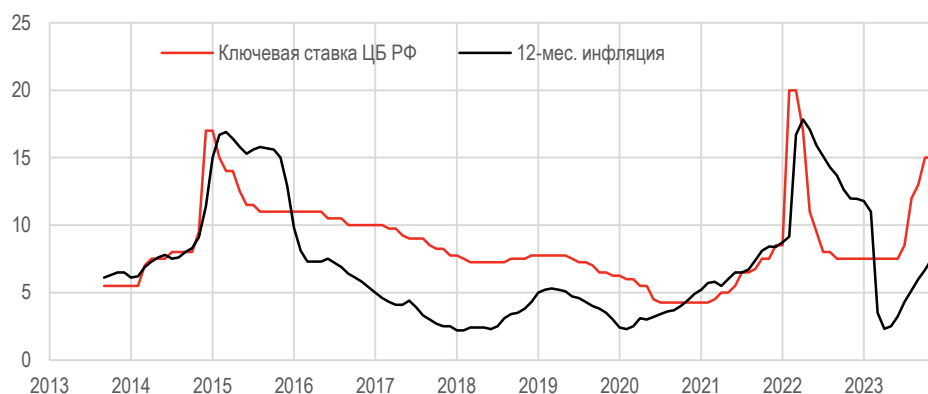
Жесткая политика ЦБ РФ

В 2023 году инфляция оказалась выше прогнозов по ряду причин:

- Ослабление рубля и увеличение стоимости импорта.
- Рост заработных плат и доходов населения.
- Реализация отложенного спроса.

Резкое повышение ключевой ставки ЦБ РФ было направлено в первую очередь на охлаждение потребительского спроса и стимулирование сбережений. Вместе с усилением контроля за использованием валютной выручки экспортерами к концу года это стало давать плоды. Недельная инфляция ощутимо замедлилась.

Инфляция в РФ и ключевая ставка ЦБ РФ



Проблема трансмиссионных механизмов

ЦБ РФ в 2023 году оказался в довольно сложной ситуации. Требуется реагировать на ускорение инфляции, которая рискует выйти из-под контроля. Проблема в том, что из-за санкций влияние ключевой ставки на инфляцию ослаблено.

- Для иностранных инвесторов российский рынок закрыт, а значит, повышение ставки не приводит к притоку капитала и укреплению рубля, вследствие чего не приводит и к снижению цен на импорт.
- Рост ставок охлаждает «гражданскую» часть экономики, тогда как источник «перегрева» — «военное» производство, на него ужесточение монетарной политики не действует. Более того, повышение ставки может иметь обратный эффект из-за сильного роста издержек «гражданских» компаний.

Остается влияние ставки на инфляцию через рост сбережений и рост привлекательности рублевых инвестиций для локальных инвесторов. Но действие этих каналов растянуто во времени.

⇒ **ЦБ РФ вынужден действовать предельно жестко.**

⇒ **Усиление контроля за использованием валютной выручки помогло замедлить инфляцию (вместо carry trade).**

⇒ **Замедление инфляции в 2024 г.**

Ослабленный трансмиссионный механизм заставляет ЦБ РФ прибегать к жестким мерам

→ [Выборы-2024](#)

→ [Рублевые облигации](#)

Сохранение быстрого роста экономики и высокая инфляция приведут к росту нефтегазовых доходов

→ [Рост ВВП](#)

→ [Нефть](#)

→ [Рубль](#)

→ [Рублевые облигации](#)

Консервативная бюджетная политика

По итогам 2023 года дефицит бюджета окажется около 1% при изначальных ожиданиях в пределах 2%. Стоит отметить, что во многом это обусловлено превышением прогноза по нефтегазовым доходам. Это связано как с ростом ВВП выше ожиданий, так и с ускорением инфляции, увеличившей номинальные размеры налоговых поступлений.

Слабый рубль, в свою очередь, позволил снизить влияние дисконта по российской нефти, снижения мировых цен и сокращения добычи в рамках сделки ОПЕК+ на нефтегазовые доходы.

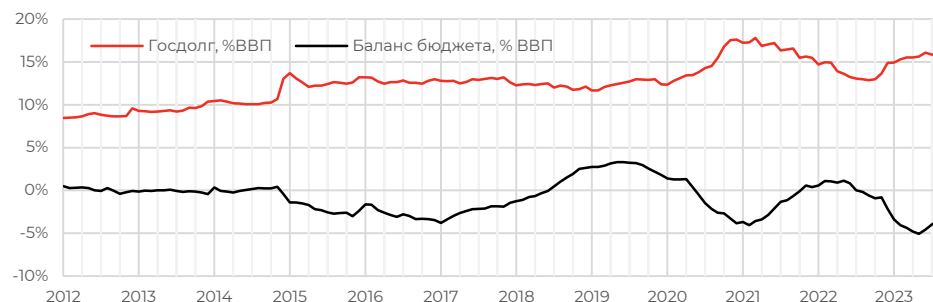
Бюджет на 2024 год сверстан исходя из довольно консервативных предпосылок по нефти (USD 71,3 за баррель Urals), курсу рубля (USD/RUB 90,1), инфляции (4,5%) и роста ВВП (2,3%).

⇒ Дефицит и объемы размещения ОФЗ могут быть ниже прогноза.

⇒ Пространство для маневра и фискального стимулирования.

Минфин имеет большие планы по заимствованиям на следующий год, предполагается размещение ОФЗ на 4,1 млрд рублей, с учетом погашений чистое размещение составит 2,6 млрд рублей. Это, с одной стороны, рекордные суммы, с другой стороны, планы Минфина всегда корректируются с учетом фактического дефицита бюджета и ситуации на долговом рынке. **Скорее всего, Минфин будет меньше занимать и делать это будет аккуратно, не разгоняя рыночные доходности.**

Баланс бюджета РФ и госдолг (% ВВП)



Прогноз

В базовом сценарии мы предполагаем, что ЦБ РФ удастся добиться замедления инфляции до 6%, что позволит приступить к снижению ключевой ставки и довести ее до 12% к концу года.

Неблагоприятным для инфляции сценарием может стать, например, ослабление рубля по причине снижения экспортных доходов или сохранения оттока капитала, ошибок в экономической политике. В этом случае инфляция может разогнаться до 9%, а ЦБ РФ придется держать ставку высокой — в пределах 18%.

В благоприятном для инфляции сценарии замедление инфляции будет достаточно интенсивным, чтобы уложиться в 4,5%, а снижение ключевой ставки будет более значительным, до 10%.

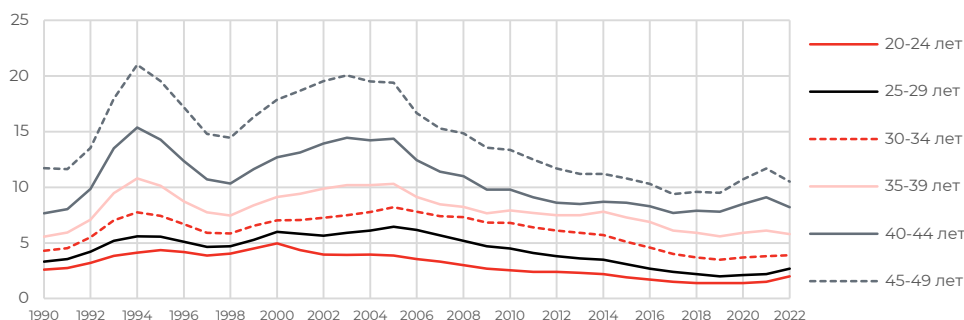
→ [Прогноз](#)

Демографические потери

Военные действия неизбежно приводят к потерям, что оказывает непосредственное влияние на экономику. Публикуемая статистика позволяет лишь в первом приближении определить влияние СВО, причем вместе с другими факторами, повлиявшими на демографические коэффициенты.

Судя по коэффициентам смертности в разных возрастных группах мужчин, влияние СВО визуально заметно. Но по историческим меркам смертность в этих группах оставалась по итогам прошлого года довольно низкой. С учетом усиления интенсивности боевых действий в 2023 году, потери будут выше, что неизбежно отразится на коэффициентах смертности.

Коэффициенты смертности (чел. на 1 тыс.)



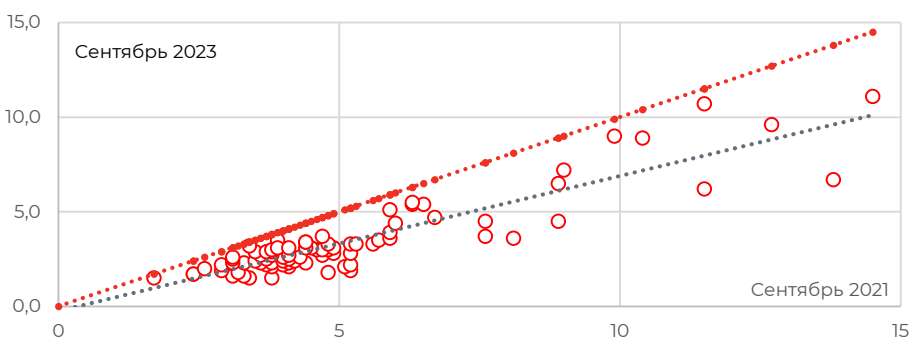
Визуальный рост коэффициентов смертности в год начала СВО — очень примерный ориентир для демографических потерь

Рынок труда

Рекордно низкая безработица (ниже 3%) часто указывается как основной фактор, препятствующий росту экономики в 2024 году. В то же время, помимо фактора производительности труда, часто игнорируется неоднородность рынка труда в России, большие различия в безработице между регионами.

За два года (с 3-го квартала 2021-го по 3-й квартал 2023-го) различия в регионах серьезно сократились, то есть ситуация для работодателей «усложнилась» больше в регионах с избытком рабочей силы.

Безработица в российских регионах на две даты

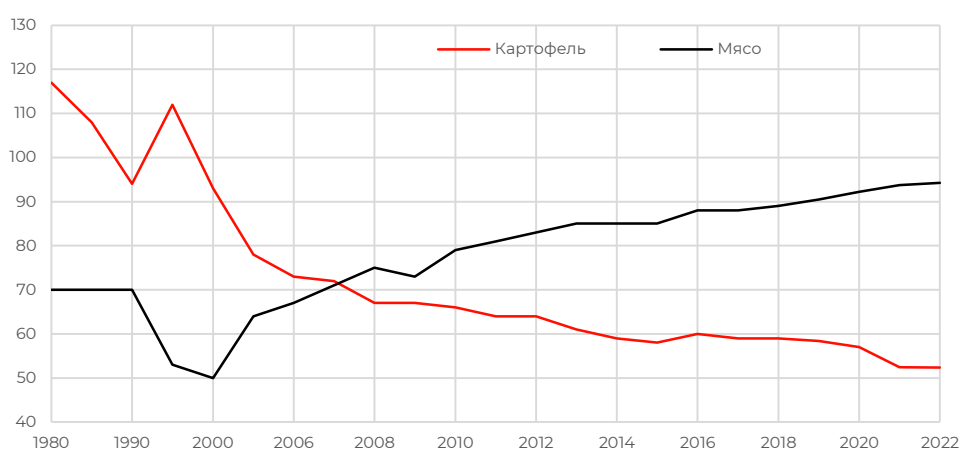


Снижение безработицы в регионах с высоким ее значением происходило быстрее

Качество жизни

Судя по номинальным показателям, динамика реальных заработных плат и реальных располагаемых доходов осталась положительной, то есть СВО пока не оказывает негативного влияния на личные доходы. Кроме того, реальные показатели потребления также не указывают на ухудшение качества потребления. Судя по новостному фону, активно растут продажи новых автомобилей, а также жилья (хотя монетарные власти активно препятствуют надуванию пузыря на рынке недвижимости).

Потребление отдельных продуктов питания (кг/чел в год)



Структура бюджета

Рост оборонных расходов — серьезный фактор ускорения инфляции

На 2024 год запланировано рекордное увеличение расходов на оборону и безопасность (до 39% всех расходов бюджета), что является сильным проинфляционным фактором. Больше производство оборонной продукции — меньше ресурсов для производства потребительских товаров, а значит, выше вероятность роста цен. Данный фактор, скорее всего, уже внес заметный вклад в ускорение инфляции в 2023 году, поспособствовав повышению ключевой ставки ЦБ РФ.

Противодействовать этому можно двумя путями: жесткой политикой ЦБ РФ, направленной на стимулирование сбережений, и крепким рублем, обеспечивающим дешевый импорт.

→ [Прогноз](#)

⇒ Повышенная вероятность усиления контроля движения капитала.

⇒ Контроль использования валютной выручки экспортерами.

⇒ Налоговые изменения для увеличения нефтегазовых доходов.

При этом промышленный рост, поддерживаемый оборонным заказом, позволяет рассчитывать на развитие импортозамещения, модернизацию производственных мощностей. Такой сценарий предполагает снижение инфляционного давления в будущем.

Цена экспортной модели

Несмотря на санкции и структурную перестройку экономики, ее базовая финансовая модель, в основании которой лежит потребность в постоянном притоке валютной выручки, осталась без изменений. Для постоянного притока валютной выручки требуется поддерживать значительный торговый профицит. **С экономической точки зрения это означает сознательное снижение потребления, инвестиций и возможностей госрасходов, так как часть российской экономики фактически работает на другие страны.**

Следование такой модели имеет ряд других серьезных, хотя и не всегда очевидных, последствий, в том числе:

- реальная налоговая нагрузка выше номинальной. Чистый экспорт следует рассматривать как дополнительный налог на экономику;
- достижимый уровень жизни ниже, чем следует из размера ВВП, так как «налог» в виде чистого экспорта не перераспределяется в пользу внутреннего потребления;
- повышенная инфляция — расходы бюджета, финансируемые налогами на доходы от чистого экспорта, отличаются от печатания денег только бухгалтерскими проводками;
- слабый относительно справедливых значений рубль из-за инфляции и необходимости стимулировать экспорт;
- необходимость удержания жесткой политики ЦБ РФ для борьбы с инфляцией и для стабилизации рубля;
- снижение долгосрочных темпов роста ВВП.

→ [Рубль](#)

Хронический профицит счета текущих операций — огромная цена для экономики, уровня жизни и инвестиций

Торговый баланс и счет текущих операций РФ, % ВВП



Показатели внешней торговли вернулись к значениям до СВО

Положительное влияние квот ОПЕК+

С одной стороны, в нынешних условиях установление ограничений на добычу нефти в рамках ОПЕК+, очевидно, вносит негативный вклад в рост ВВП и создает сложности с поступлениями по некоторым статьям доходов бюджета. С другой стороны, часть экономических ресурсов, ранее поглощавшихся нефтегазовым сектором, становится доступной для других секторов. Также такое сокращение добычи не приводит к снижению общего уровня жизни внутри страны.

→ [Нефть](#)

→ [Рубль](#)

Выборы — риск для рынков, но не всегда такой, как предполагается изначально

Период непосредственно после выборов — лучшее время для начала изменений в экономической модели

→ [ЦБ РФ](#)

Опережающие индикаторы указывают на значительный потенциал роста в обозримой перспективе

→ [Российские акции](#)

Выборы-2024: до и после

Усилия по стабилизации и поддержке экономики, конечно, можно рассматривать через призму приближения выборов. Среди них, например, контроль за использованием выручки экспортерами, активные меры поддержки компаний и населения. Есть общее мнение, что до выборов будут предприняты все усилия для сдерживания инфляции, стабилизации рубля, поддержке занятости, даже, если потребуется, с ущербом для бюджета.

Главный вопрос: что будет после выборов?

Выборы — повод не для сворачивания политики стабилизации рубля и экономики, а для непопулярных, рискованных, но необходимых решений. Напомним, после выборов 2018 года была проведена пенсионная реформа, повышен возраст выхода на пенсию. Это было крайне негативно воспринято населением, зато позволило снизить негативное влияние демографии на экономику.

Если исходить из задачи ухода от экспортной модели, следует ответить на несколько принципиальных вопросов:

- Что делать с хроническим дефицитом по финансовому счету? Его финансирование также идет за счет чистого экспорта.
- На кого переложить бремя налогов при снижении поступлений от нефтегазовых доходов? Одно дело — неявные налоги в виде квазиэмиссии, совсем другое — прямое повышение налоговых ставок.
- Каким образом будет осуществляться эмиссия рублей? Кто будет контролировать и определять объемы? Где будет точка выхода эмиссии (бюджет, ФНБ, пенсионный фонд)?
- Каким образом регулировать объем сырьевого экспорта?

Ответы на многие перечисленные вопросы неочевидны, и любое решение будет восприниматься финансовыми рынками как минимум с осторожностью и недоверием. Поэтому первая реакция инвесторов может быть довольно нервной.

Впрочем, если не произойдет торможения роста ВВП, а инфляция останется в допустимых рамках, позволяющих ЦБ РФ снижать ключевую ставку, то просадка индексов если и произойдет, то будет носить временный характер.

Влияние на отрасли

Решения, которые будут приняты или НЕ приняты после выборов, будут иметь очень серьезные последствия для отдельных отраслей. В нынешних условиях мы, с одной стороны, с осторожностью смотрим на нефтяные компании, а также на экспортеров газа, условия для которых могут измениться непредсказуемым образом. **С другой стороны, компании, ориентированные на внутренний спрос, будут иметь явное преимущество.** В том числе это относится к технологическим компаниям.

[→ Российская экономика](#)[→ Рубль](#)[→ Нефть](#)

Российский рынок акций вернулся к значениям 2022 года после начала СВО (без учета дивидендов)

Фундаментальные оценки компаний остаются очень привлекательными

В ожидании новой волны роста

Индекс МосБиржи в 2024 году достигал 3250 пунктов, стартовав в январе с отметки 2150 пунктов, но завершает год в пределах 3000 пунктов.

Весь рост пришелся на 1-е полугодие 2023 года, когда инвесторов привлекали высокие дивидендные выплаты, возврат к раскрытиям и улучшение прозрачности рынка. Более того, немалая доля покупок пришлась на розничных инвесторов. Но во второй половине года эти драйверы себя исчерпали и интерес к акциям сменился вниманием к ухудшению макроэкономической конъюнктуры (низкие цены на нефть, укрепление рубля) и росту ключевой ставки ЦБ РФ, снижающей оценки бумаг.

Индекс МосБиржи в сравнении с ЕМ



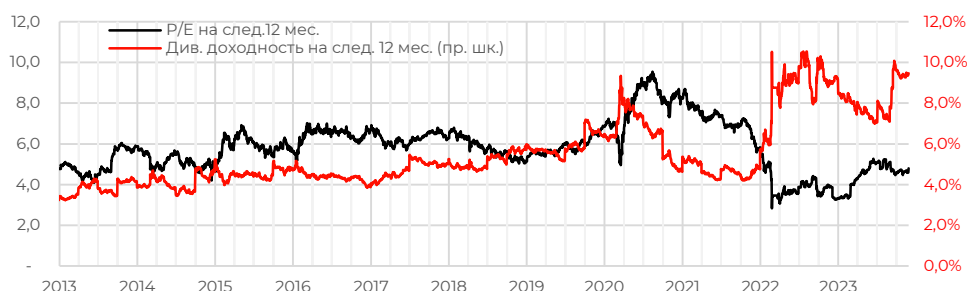
Ищем доходность выше депозита

Рост безрисковых доходностей негативен для акций. Инвесторы предпочитают консервативные инструменты денежного рынка или депозиты. Тем не менее доходность на длинном конце кривой ОФЗХ, которая не столь чувствительна к решениям ЦБ РФ, особо не выросла, рынок считает, что период высоких ставок будет недолгим.

Акции, кстати, устойчивы к ужесточению ДКП, фундаментальные факторы остаются сильными. Показатель Р/Е оценивается в 4,3х против среднего исторического 6х. Помимо этого, инвесторы могут рассчитывать на дивидендную доходность на уровне 10%.

Также отметим, что акции — это еще и долгосрочная защита от инфляции, существенный риск в 2024 году.

Р/Е и дивидендная доходность индекса МосБиржи



→ [Цена СВО](#)

→ [Экономическая модель](#)

→ [Рубль](#)

→ [Нефть](#)

Дивидендная доходность — важнейшая часть инвестиционной привлекательности российских акций

Акции РФ как инвестиционный актив

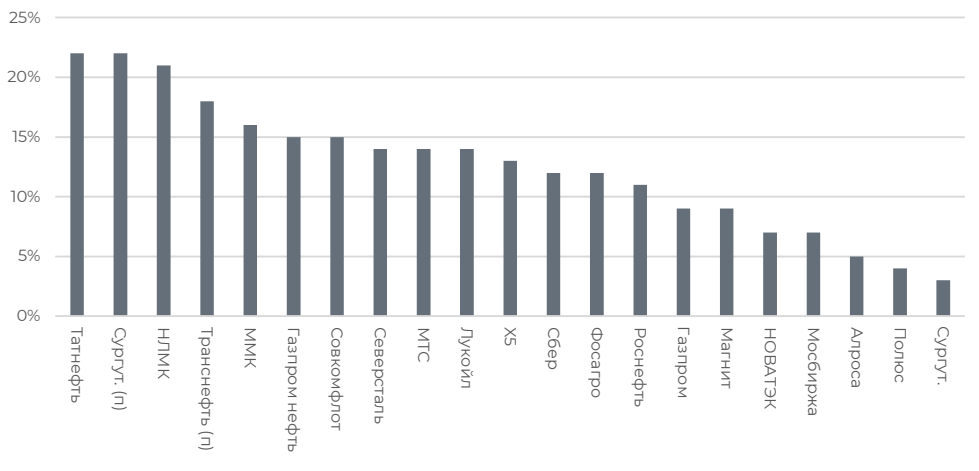
Мы позитивно оцениваем перспективы российского рынка акций, несмотря на весь спектр рисков: геополитический рост налоговой нагрузки, санкционное давление, снижение цен на сырье. Во-первых, большинство этих рисков уже реализовалось, во-вторых, есть целый ряд сильных факторов поддержки рынка.

Среди них — **приток ликвидности** от реинвестирования дивидендов в рынок, **конвертации расписок в локальные бумаги** после редомициляции компаний, **отсутствие популярных ранее иностранных активов, слабый рубль**, заставляющий искать идеи в реальных активах. В структуре рынка **на розничных инвесторов приходится более 80% оборота**, они более толерантны к риску.

Сильна и фундаментальная составляющая. **Доходы компаний растут**, а рыночная стоимость компаний далека от исторических значений относительно финансовых результатов.

Стоит придерживаться дивидендных бумаг ресурсного сектора, их доходы по итогам 2023 года должны серьезно вырасти. Компании, ориентированные на внутренний рынок, являются бенефициарами высокой инфляции. Технологический сектор выиграет от смягчения монетарной политики за счет переоценки бумаг.

Ожидаемая див. доходность российских акций



Прогноз

В базовом сценарии по итогам 2024 года российские акции могут принести инвесторам порядка 25%. Значительная часть дохода будет формироваться за счет дивидендов.

В негативном сценарии инвесторам стоит готовиться к просадке в пределах 10%. Данный сценарий может реализоваться в случае неудач во внешней политике и цепи ошибок в экономической политике.

При благоприятном сценарии российский рынок может принести 40% по итогам года, например, если начнется самоподдерживающийся процесс затягивания новых инвесторов в быстро растущие активы.

→ [Прогноз](#)

→ [Политика ЦБ РФ](#)

Доходность инструментов денежного рынка превышает ставку по депозитам банков

Инвертированная кривая доходности ОФЗ говорит о сильных рыночных ожиданиях снижения ключевой ставки в обозримой перспективе

Дорогая наличность

В 2-м полугодии 2023 года ЦБ РФ приступил к циклу ужесточения политики. С августа до конца года ключевая ставка повысилась на 7,5 п. п. — до 16%. Это вызвало рост ставок денежного рынка на те же 7,5 п. п. При этом ставки по банковским депозитам и доходности облигаций росли с запаздыванием, поэтому фонды денежного рынка стали ощущать массовые притоки средств инвесторов.

Очень жесткая политика ЦБ РФ сокращает время, в течение которого регулятору придется поддерживать высокие ставки. Поэтому реакция рынка ОФЗ довольно спокойная, доходности растут медленно. Так что фонды денежного рынка остаются очень привлекательными до разворота инфляции и политики ЦБ РФ.

Индикаторы денежного рынка и ключевая ставка ЦБ РФ

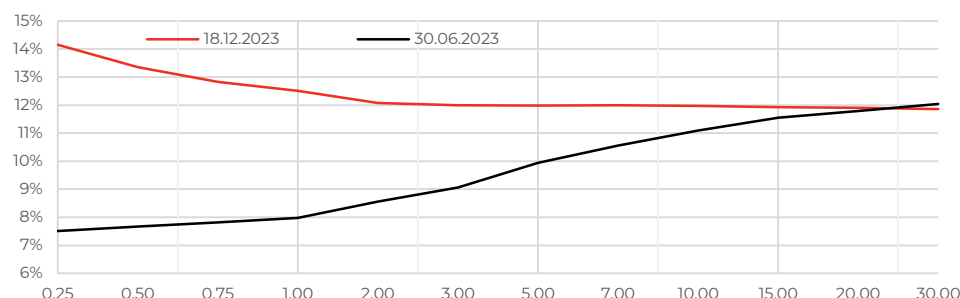


Упрямые ОФЗ

Несмотря на жесткую политику и риторику ЦБ РФ, рынок ОФЗ не особо верит в сценарий длительного периода высокой ставки. Доходности в коротком конце кривой хоть и выросли, но находятся заметно ниже ключевой ставки (не считая самого короткого выпуска). Это говорит о том, что рынок ожидает смягчения ДКП на заседаниях в начале 2024 года.

Текущая рыночная ситуация повышает шансы Минфина на выполнение плана по общему объему заимствований в размере 4,1 трлн рублей в 2024 году (чистый объем размещений — 2,6 трлн). Если ЦБ РФ начнет снижать ключевую ставку, спрос на облигации вырастет, и занимать Минфину станет еще проще.

Кривая бескупонной доходности ОФЗ



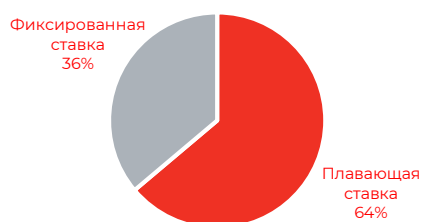
Корпоративные эмитенты меняют тактику

Повышение ключевой ставки почти не отразилось на активности корпоративных эмитентов на первичном рынке. Ежемесячно размещаются бумаги примерно такого же объема, что и в начале 2023 года. Правда, изменилась структура размещений: эмитенты чаще стали размещать короткие выпуски или даже флоатеры, стремясь снизить процентный риск. Инвесторы, в свою очередь, также охотнее идут в такие бумаги.

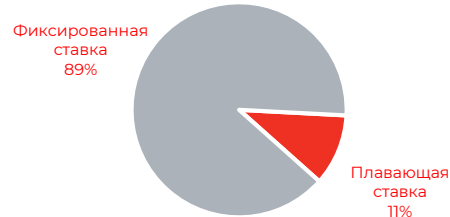
Индексы рынка облигаций

Исторически корпоративные эмитенты в РФ редко прибегали к облигациям с плавающей ставкой

Размещения с 15.08.2023



Размещения в 2022-м

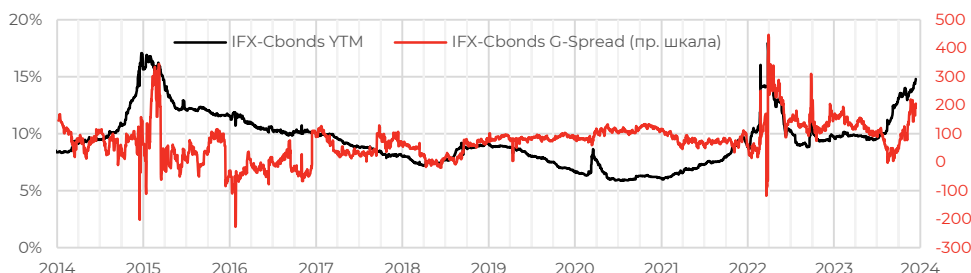


Премия за риск в корпоративных бумагах

Рост доходностей в корпоративном сегменте оказался выше, чем у ОФЗ. Сейчас доходности находятся вблизи многолетних максимумов, премии за риск — на повышенных уровнях. Реальных дефолтов, как всегда, немного, все из сегмента высокодоходных облигаций. Ситуация в экономике остается довольно благоприятной для компаний и заемщиков, сценарий волны дефолтов маловероятен. **При стабильной ситуации в экономике и умеренно жесткой политике ЦБ РФ корпоративные облигации интереснее ОФЗ в средней и короткой части кривой.**

Индексы рынка облигаций

Кредитные спреды на повышенных уровнях, что обеспечивает повышенные ожидания от сегмента



Прогноз

→ [Прогноз](#)

В базовом сценарии по итогам 2024 года портфели корпоративных облигаций смогут принести порядка 16%. В других сценариях — от 4% до 20%.

Инструменты денежного рынка в базовом сценарии в 2024 году принесут порядка 14%. В зависимости от траектории ключевой ставки ЦБ РФ прогнозные значения варьируются от 12% до 16%.

Потенциально дефицитный актив

Вторая половина года ознаменовалась волной выпуска замещающих корпоративных облигаций. По некоторым оценкам, с начала года объем рынка вырос более чем в два раза. Избыток предложения привел к росту доходностей выпусков. Особенностью стал сильный перекося структуры в пользу одного эмитента, «Газпрома», из-за чего доходность его бумаг оказалась неоправданно высокой, а нехватка других бумаг сильно затруднила использование замещающих облигаций фондам.

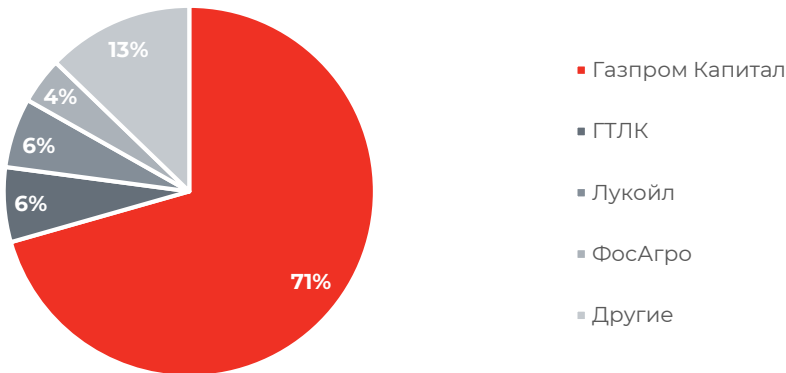
Указ президента об обязательном замещении еврооблигаций предписывает сделать это до конца 2023 года. Несмотря на это, часть заемщиков явно не успеет к этому сроку. Об этом можно достоверно судить, так как срок от регистрации выпуска замещающих облигаций до выхода на рынок составляет один-два месяца. Есть компании, которые проводили опросы по поводу сохранения нынешнего способа платежей, есть и те, кто не раскрыл планов относительно замещающих облигаций.

В целом распределение по времени выпуска замещающих облигаций позитивно для рынка, так как снижает риски резкого роста предложения. Но очевидно, что процесс растянется и на 2024 год.

Очень ожидаемым событием является замещение суверенных еврооблигаций. Законодательно закрепленного обязательства у Минфина нет, но ведомство планирует провести операцию в начале 2024 года. Это повысит ликвидность рынка и расширит ассортимент инструментов.

- ⇒ Расширение ассортимента бумаг будет привлекать инвесторов, новые эмитенты могут рассчитывать на сильный спрос со стороны фондов.
- ⇒ Постепенное исчерпание возможности новых размещений, в обозримой перспективе — возникновение дефицита бумаг и снижение доходностей (**более половины бумаг уже замещено**).
- ⇒ Изоляция сегмента от внешних площадок (санкции).
- ⇒ Риски роста доходностей серьезно ограничены.

Структура заемщиков на рынке



Скорость замещения различается по заемщикам, что приводит к перекосам структуры рынка

Облигации в юанях

Во второй половине 2023 года доходности юаневых облигаций выросли на 100–200 б. п. Это было ожидаемым явлением, так как размещения таких бумаг в условиях дефицита инструментов проходили по заниженным доходностям.

Ликвидность в сегменте облигаций в иностранной валюте, впрочем, ощутимо улучшилась вследствие значительного объема размещений и доразмещений замещающих выпусков. Рынок стал эффективнее, и оценки валютных облигаций во внутреннем контуре стали несколько менее оторванными от фундаментальных оценок.

Удорожание заимствований в юанях отразилось на активности эмитентов на первичном рынке: если в первой половине года было размещено 7 выпусков объемом 250 млрд рублей, то во второй — всего 3 выпуска на 20 млрд рублей.

Одним из возможных факторов поддержки сегмента облигаций в юанях служит растущий товарооборот между Китаем и РФ. По мере роста трансграничных операций компаниям потребуются юани для пополнения оборотных средств. Также выпуск облигаций в юанях снижает для таких компаний валютные риски.

Тем не менее пока нет признаков, что данный сегмент достигнет больших размеров, ликвидность также будет оставаться низкой.

Доходность некоторых облигаций в CNY на МосБирже

Доходности облигаций в CNY приблизились к доходности замещающих облигаций



Прогноз

В базовом сценарии портфели из облигаций в долларах и евро на российском рынке в 2024 году принесут порядка 8%. Это предполагает снижение объемов замещений при сохранении стабильного спроса на такие бумаги.

При повышении спроса на валютные инструменты (например, из-за нестабильности рубля) портфели замещающих облигаций могут по итогам 2024 года принести порядка 12%.

При неблагоприятном сценарии, например, укреплении рубля и снижении интереса инвесторов к валютным инструментам, доходности могут подрасти, а результаты портфелей будут в пределах 3% по итогам 2024 года.

Экономика и рынки акций Европы и США

23

Победа над инфляцией
в США

25

Европа: стагнация
промышленности

27

ФРС и ЕЦБ: разворот
политики

29

Акции США и Европы

31

Еврооблигации.
Глобальный рынок



Экономика и рынки акций Европы и США

По итогам 2023 года экономика США показала результаты заметно лучше ожиданий. Несмотря на опасения, рецессия так и не началась, безработица держится на низком уровне, а рост экономики к концу года даже особо не замедлился. При этом инфляция замедлилась до уровня, на котором участники рынка стали ожидать снижения ключевой ставки ФРС уже в первом квартале следующего года. Это позволило рынкам активов в США серьезно взбодриться.

В то же время ожидается рост и без того немаленького дефицита бюджета США в следующем году, что создает определенную угрозу как для доллара, так и для макроэкономической стабильности. Классические подходы к фискальной политике говорят о том, что в периоды циклического роста экономики дефицит бюджета должен сокращаться, достигая минимального значения на пике цикла. Тем самым формируется возможность включения фискальных стимулов после начала рецессии. В нынешних же условиях дефицит бюджета США растет еще до начала спада, что означает риски очень серьезных проблем в будущем.

Замедление инфляции, в свою очередь, с одной стороны, выглядит как несомненная победа ФРС, а с другой стороны, создает серьезные проблемы для экономики. Это связано с тем, что высокая инфляция смягчает проблему высокой долговой нагрузки, причем как на уровне госбюджета, так и на уровне потребителей и компаний. С учетом того, что США как страна является нетто-заемщиком, скачок инфляции означает снижение реальной стоимости обязательств и расходов на их обслуживание.

Во многом хорошие результаты экономики в 2023 году — это результат неожиданно высокой инфляции. И если в 2024 году она будет медленной, то отсутствие поддержки в виде инфляционного сжигания долга приведет к замедлению роста экономики или даже рецессии.

Европейская экономика также смогла удивить, вынеся на себе львиную долю тяжести антироссийских санкций. Отчасти это было обусловлено имевшимся запасом прочности по платежному балансу (странный профицит счета текущих операций, сформировавшийся после 2015 года) и внутренним резервам.

Фактические данные по экономике пока не указывают на начало масштабного спада, хотя ожидания и стали значительно хуже.

Ускорение инфляции благоприятно сказалось на компаниях, бюджете и закредитованных потребителях

Инфляция — вариант снижения долга

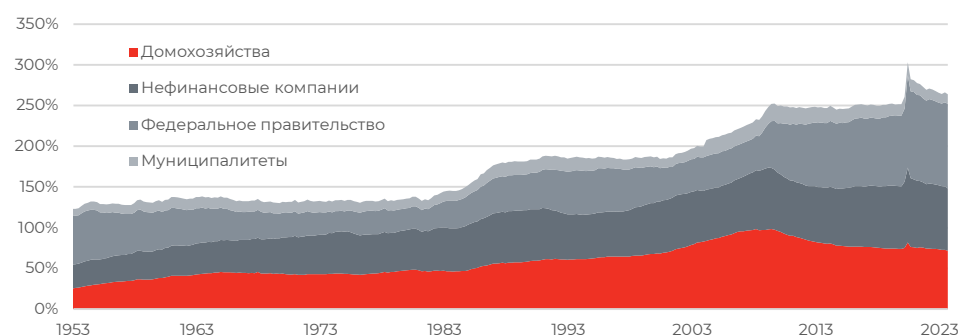
Существует три способа снижения долговой нагрузки:

1. Рост экономики/бизнеса и ограничение дефицита.
2. Инфляция / обесценение долга.
3. Дефолт/реструктуризация.

Инфляция из всех вариантов наиболее компромиссный. Долг, как правило, номинирован в номинальном выражении (доллары, евро, рубли, юани и пр.). Поэтому если покупательная способность валюты снижается, то падает и отношение размера долга к ВВП, выручке компаний и доходам домохозяйства (если они хоть как-то индексируются за инфляцией).

⇒ **Рост долга при замедлении инфляции приведет к возобновлению роста долговой нагрузки во всех сегментах.**

Показатели долговой нагрузки в США, % ВВП

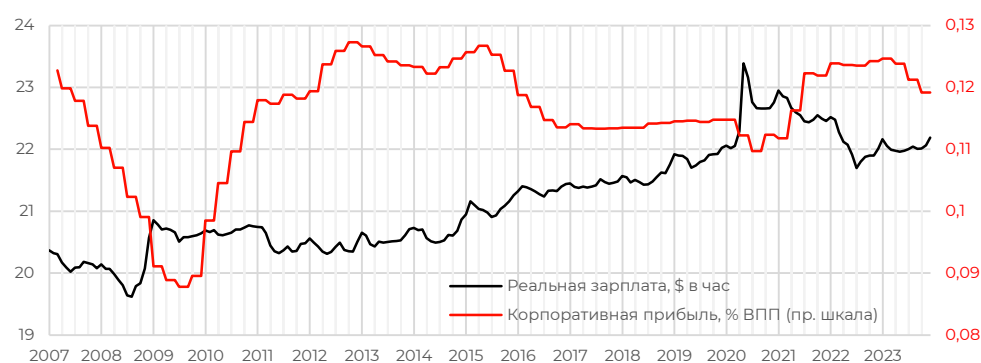


Снижение оценок стоимости компаний

Вопросы долговой нагрузки не единственный источник проблем для финансовых показателей компаний. Рост заработных плат ускоряется. При низкой инфляции это негативно скажется на рентабельности, а значит, и на оценках справедливой стоимости акций компаний.

Реальные заработные платы и рентабельность компаний

Быстрый рост реальных заработных плат — прямая угроза рентабельности компаний и оценкам на фондовом рынке



Низкая инфляция — скрытая проблема для США

Потребительский цикл — надежда экономики США в 2024 году

→ [Рынок акций США](#)

Низкая безработица и высокая загрузка мощностей ограничивают возможности циклического роста

→ [ФРС и ЕЦБ](#)

Инфляционные риски связаны с инерционностью динамики заработных плат, а также бюджетных показателей

→ [Еврооблигации](#)

Потребительский цикл?

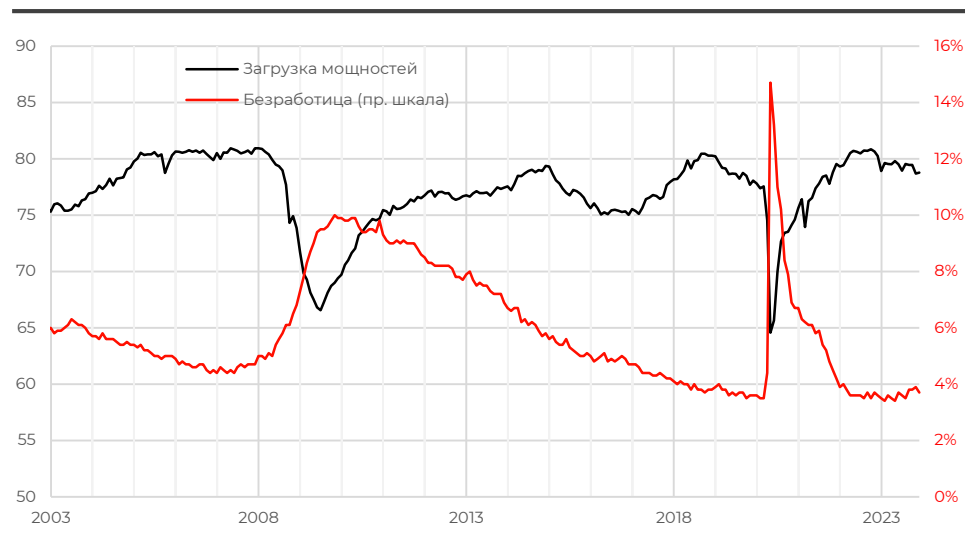
Рост реальных заработных плат и доходов домохозяйств на фоне уменьшившейся реальной долговой нагрузки создает предпосылки для роста личного потребления. Это, конечно, провоцирует рост инфляции, но позволяет продлить пребывание экономики в верхней части экономического цикла.

Ускорение роста экономики, вызванное ростом потребления в 2024 году, может создать ощущение того, что экономика избежит рецессии, и это даст возможность рынку акций показать хорошие результаты, по крайней мере в отдельных сегментах.

⇒ **Фокус на отрасли, ориентированные на потребительский спрос.**

⇒ **Улучшение показателей рынка недвижимости.**

Безработица и загрузка мощностей



Усиление инфляционных рисков

Увеличение дефицита бюджета, выборный цикл, рост потребления, а также снижение рентабельности компаний в США создают условия для новой инфляционной волны. Это одна из причин сохранения жесткой политики ФРС, несмотря на благоприятные данные по инфляции и показатель базовой инфляции.

С одной стороны, компании будут пытаться перекладывать рост затрат на рабочую силу в стоимость товаров. Это также существенный фактор ускорения инфляции в будущем. С другой стороны, увеличение реальных заработных плат означает и увеличение платежеспособного спроса, что тоже можно назвать серьезным проинфляционным фактором.

⇒ **Риски новой волны инфляции в США**

⇒ **Повышение вероятности сценария стагфляции**

→ [Сырьевые рынки](#)

Санкции против России усилили давление на европейскую промышленность

→ [ФРС и ЕЦБ](#)

Искусственное увеличение счета текущих операций негативно сказалось на уровне жизни, зато позволило создать запас прочности, пригодившийся при росте цен на импорт нефти и газа

Дефицит преодолен снижением потребления

Европа справилась с энергетическим кризисом. Хранилища газа сейчас наполнены до рекордных уровней для текущего времени года, а стоимость трубопроводного газа на TTF заметно снизилась с прошлогодних максимумов.

Платой стало сокращение потребления газа за счет сокращения объемов промышленного производства и перехода на более «грязные» виды топлива. Все равно импортируемый СПГ дороже российского трубопроводного газа, что негативно сказывается на долгосрочных перспективах промышленности.

Индексы промышленного производства



К высоким ценам на газ еврозона готова

Профицит счета текущих операций, который образовался в еврозоне после 2014 года, до недавнего времени вызывал недоумение. Все-таки евро является резервной валютой, а значит, в мире должен быть повышенный спрос на нее для пополнения резервов и обслуживания торговых операций. Тем не менее скачок цен на газ в конце 2021 года и особенно после начала СВО дал этому объяснение: это резерв прочности на случай внешнего шока, который позволил с финансовой точки зрения спокойно пройти период сверхвысоких цен на газ.

Поддержание профицита счета текущих операций требует слабого евро. Кроме того, компенсировать высокие цены на газ придется в конечном итоге за счет бюджетов стран еврозоны.

Счет текущих операций еврозоны (в месяцц)



Европейская экономика находится в стадии циклического замедления, но с меньшими возможностями для продления состояния пика цикла

→ [Экономика США](#)

Оживление после начала «контрнаступления» указывает на прямую связь ожиданий с ходом СВО

Снижение цен на газ в Европе привело к некоторому улучшению настроений потребителей

Ближе к рецессии, чем США

Европейская экономика в 2024 году по всем прогнозам будет расти медленнее экономики США, причем если прогнозы по США в последнее время улучшаются, то по Европе снижаются. Это связано прежде всего с тем, что помимо циклических факторов в сочетании с замедлением инфляции (те же факторы, что оказывают влияние на экономику США) на европейскую экономику давят еще и самые разные последствия санкционной войны. В том числе в форме перемещения производств из Европы в другие регионы, в частности в США.

Опросные индикаторы ожиданий бизнеса продолжают ухудшаться, указывая на высокую вероятность начала рецессии в 2024 году.

Индексы PMI еврозоны



Инфляция может вернуться

Снижение цен на газ, а также адаптация транспортных цепочек к новым условиям снизили инфляционное давление. Тем не менее инфляционные риски остаются высокими по ряду причин:

- Возросшие издержки компаний.
- Ускорение роста заработных плат.
- Ослабление фактора инфляционного сжигания долга.
- Рост бюджетных дефицитов.

Цена на газ в Европе и потребительские ожидания



Инфляция замедляется, ставки на паузе

В течение первого полугодия и ФРС, и ЕЦБ довольно агрессивно повышали ставки, пытаясь найти баланс между достижением необходимого воздействия на инфляцию и удерживанием экономики от спада в рецессию. Последнее повышение ставки в этом году ФРС осуществила на июльском заседании, после чего взяла паузу. 2023 год заканчивается со ставкой 5,25–5,5%, инфляцией (PCE — показатель, отслеживаемый ФРС) 3% по итогам ноября, безработицей на уровне 3,7%.

→ [Еврооблигации](#)

К концу года и риторика регулятора смягчилась. Очевидно, решения будут приниматься на основе данных, однако основной посыл от регулятора трактуется так: «в настоящее время сделано достаточно, важно взять паузу и оценить все достигнутые результаты».

При этом продолжается количественное сжатие (QT), что является элементом ужесточения денежно-кредитной политики ФРС.

Инфляция и ставка ФРС в США

Ставка ФРС впервые за долгое время существенно превысила инфляцию



Выбор между рецессией и инфляцией?

Основной интригой 2024 года в части монетарной политики будет период начала снижения ставок. В конце 2023 года стало ясно, что пик ужесточения достигнут. Однако позиция ФРС и ЕЦБ сводится к тому, что следующий шаг — удержание текущих параметров монетарной политики и лишь позднее — переход к снижению ставок. Очевидно, что проявилось далеко не все влияние на экономику от проделанной и ФРС, и ЕЦБ работы, деинфляционное влияние будет давить на инфляцию и дальше.

Рынки реагируют гораздо быстрее, ожидания снижения ставки резко усилились к концу 2024 года. Ожидания рынка относительно того, что центробанки перейдут к снижению ставок уже в первом полугодии 2024 года, не выглядят излишне оптимистичными.

ФРС, конечно, попытается оттянуть решение, чтобы удостовериться в устойчивости снижения инфляции. Тем не менее помимо выхода на 2% по инфляции ФРС важно и состояние экономики, и, с этой точки зрения, охлаждение экономической активности может стать триггером быстрого смягчения денежно-кредитной политики.

→ [Экономика США](#)

ЕЦБ в 2023 году не смог перейти к смягчению тона заявлений

→ [Валюты](#)

→ [Экономика Европы](#)

Успехи в борьбе с инфляцией пока выглядят недостаточными

→ [Прогноз](#)

ЕЦБ: высокие ставки и жесткая риторика

Европейский центральный банк осуществил последнее в этом году повышение ставок в сентябре. Ставку рефинансирования удалось повысить уже до 4,5%. Одновременно с этим происходит количественное сжатие. И все же ЕЦБ значительно отстает от американских коллег, тон заявлений ЕЦБ заметно жестче, чем ФРС.

По итогам 2023 года идея о том, что ЕЦБ придется активнее повышать ставку, чем ФРС, нашло отражение в укреплении евро.

Высока вероятность того, что и к снижению ставок ЕЦБ сможет приступить несколько позже, чем ФРС. И хотя длительное отклонение от линии американских коллег может оказать негативное влияние на состояние экономики еврозоны, для евро такая политика ЕЦБ — источник поддержки.

Тем не менее в отношении экономики еврозоны слово «рецессия» звучит все чаще, а динамика в секторе промышленности уже выглядит довольно удручающей. Поэтому смягчение политики ЕЦБ не будет менее активным, чем у ФРС.

Регулятор уже находится перед крайне неприятным выбором: продолжить борьбу с инфляцией, удерживая высокие ставки, или все же спасти экономику от замедления, которое уже грозит стать падением.

Инфляция в еврозоне и ставка ЕЦБ



Прогноз

С учетом проблем, которые резкое замедление инфляции может создать для экономики из-за торможения инфляционного сжигания долга, ФРС и ЕЦБ придется действовать мягче, чем ожидает рынок, не говоря уже о прогнозах самих регуляторов.

ФРС — 4%, ЕЦБ — 2% в базовом сценарии (-1.5 п.п.). Снижение ставок в ответ на снижение инфляции и замедление экономик.

ФРС — 2,5%, ЕЦБ — 1,5% при серьезном замедлении инфляции и признаках рецессии.

ФРС — 6,5%, ЕЦБ — 6% в случае новой волны ускорения инфляции в США и Европе.

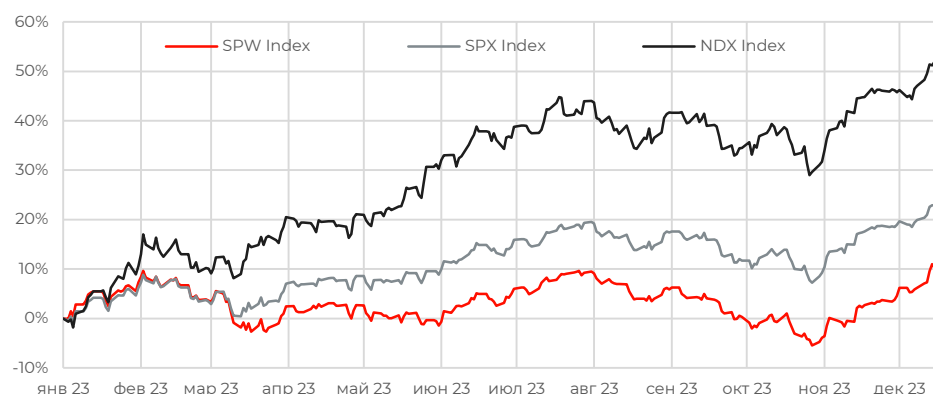
Новый год, старые тренды

Вложения в индекс S&P 500 принесут инвесторам примерно 20% по итогам 2023 года. Причем такой результат был обеспечен несколькими бумагами-«тяжеловесами», динамика равновзвешенного индекса была намного сдержаннее. Отчетливо прослеживаются несколько трендов, которые останутся в центре внимания и в следующем году:

- 1. «Защитный» IT-сектор.** Темпы роста и рентабельность здесь выше среднего по рынку, что поддерживает идею устойчивости сектора, обеспечивая повышенный спрос на бумаги.
- 2. Политика ФРС задает настроение.** Ожидания смягчения политики стали поводом для волны роста цен на акции с начала 1-го полугодия 2023-го (тогда фактическая инфляция перечеркнула идею), а затем и в конце 2023 года (на фоне замедления инфляции).
- 3. Надежды на ускорение роста экономики Китая** до сих пор не оправдались. Активы не стали настолько интересными, чтобы перекрыть геополитические и рыночные риски.

→ [ФРС и ЕЦБ](#)

S&P 500 (обычный и с равными весами) и NASDAQ 100



Рост рынка акций США концентрировался в крупных технологических компаниях

Вопрос ставки для оценки акций

Отправной точкой для американского рынка акций в начале 2024 года будет риторика регулятора ФРС, которая сформирует ожидания инвесторов по ключевой ставке. От этого будут зависеть оценки справедливой стоимости бумаг.

При сохранении низкой инфляции и перехода к снижению ставки акции могут получить мощный толчок для роста. Этому способствует восстановление роста прибылей корпоративного сектора, закладываемое в прогнозы на 2024 год. **Так что в начале года рынок акций может показать серьезный рост, особенно цикличные отрасли, быстрорастущий бизнес.**

→ [Экономика США](#)

При этом низкая инфляция несет в себе и определенные риски. Например, из-за замедления инфляционного обесценения долга может начать расти долговая нагрузка компаний и домохозяйств. Кроме того, рост номинальных заработных плат может ощутимо обогнать инфляцию, что негативно скажется на рентабельности. Наконец, остается риск циклического замедления роста экономики США.

Дорогие и дешевые секторы США

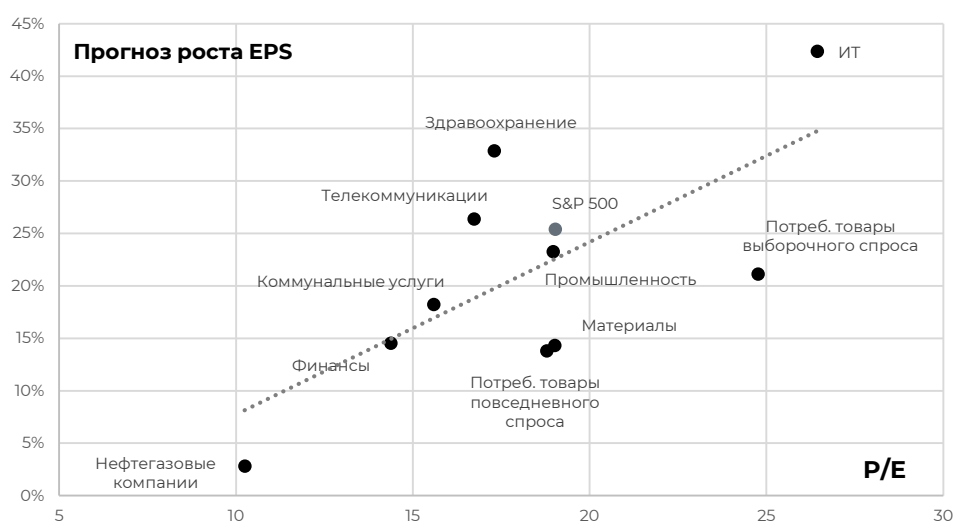
Форвардный мультипликатор P/E (цена/прибыль) равновзвешенного индекса S&P 500 на 20% ниже показателя для стандартного индекса — 18x против 21,5x. То есть без «дорогих» тяжеловесов (Apple, Microsoft, Amazon, Nvidia, Alphabet), составляющих более четверти индекса, оценка рынка акций США не выглядит завышенной.

Исходя из соотношения оценки мультипликатора P/E и прогнозных темпов роста прибыли на акцию (EPS) особо выделяется IT-сектор, у него самые высокие прогнозные темпы роста и одновременно самые высокие оценки. Здравоохранение и телекоммуникации торгуются дешевле S&P 500 при лучшем темпе роста ожидаемой прибыли. А компании потребительского сектора, наоборот, переоценены с учетом скромного прогноза EPS.

К защитным секторам можно отнести нефтегазовые компании, они торгуются с низким P/E, не претендуя, впрочем, на сильный рост прибылей.

Рост EPS против мультипликатора P/E по секторам

Высокие оценки по мультипликатору P/E оправдываются высокими ожиданиями по росту прибылей. Но не для всех секторов



Прогноз

При стабильной ситуации в экономике рынок акций за оставшуюся часть 2023 года удержит достигнутые уровни и принесет порядка 15% по итогам всего года.

Благоприятный сценарий предполагает медленный рост заработных плат и ограниченное влияние замедления инфляции на долговую нагрузку, сохранение притока в активы США инвесторов, выводящих средства с рынков ЕМ и Европы. В этом случае ралли на рынке акций США может поднять акции США на 25% и более.

В неблагоприятном для рынка акций США сценарии, включающем в себя явные признаки рецессии, или разочаровании в технологических компаниях индекс S&P 500 может просесть на 10%.

→ [Прогноз](#)

→ [ФРС и ЕЦБ](#)

Инверсия кривой доходности казначейских облигаций указывает на ожидания снижения ставок и доходностей в будущем

Первый год в плюсе

Прошедший год стал переломным с точки зрения результатов портфелей еврооблигаций в долларах США. После двух лет убытков этот класс активов наконец может выйти в плюс по итогам календарного года. В основном это может произойти благодаря снижению доходностей казначейских облигаций США в конце года вслед за замедлением инфляции и смягчением риторики ФРС. **Рынок стал закладывать в цены серьезное снижение ставки в следующем году.** Это ограничивает влияние фактического снижения ставки ФРС и, как следствие, потенциальную доходность еврооблигаций в предстоящем году.

Доходности казначейских облигаций

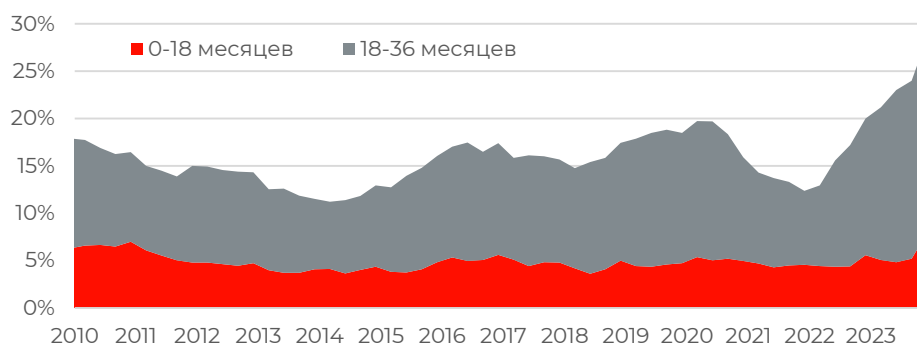


Слишком много погашений

Адаптация компаний и рынка к новым монетарным условиям обеспечила снижение риск-премий. Тем не менее они все еще находятся выше 10-летних средних значений, поэтому остается пространство для роста цен на бумаги.

Риск расширения кредитных премий исходит из графика погашений. Почти треть еврооблигаций неинвестиционной категории имеют срок погашения до 2026 года, рефинансирование этих выпусков окажет давление на цены. Даже если не будет значимых кредитных событий, избыток предложения будет давить на цены.

Доля еврооблигаций неинвестиционной категории с разными сроками погашения в обращении

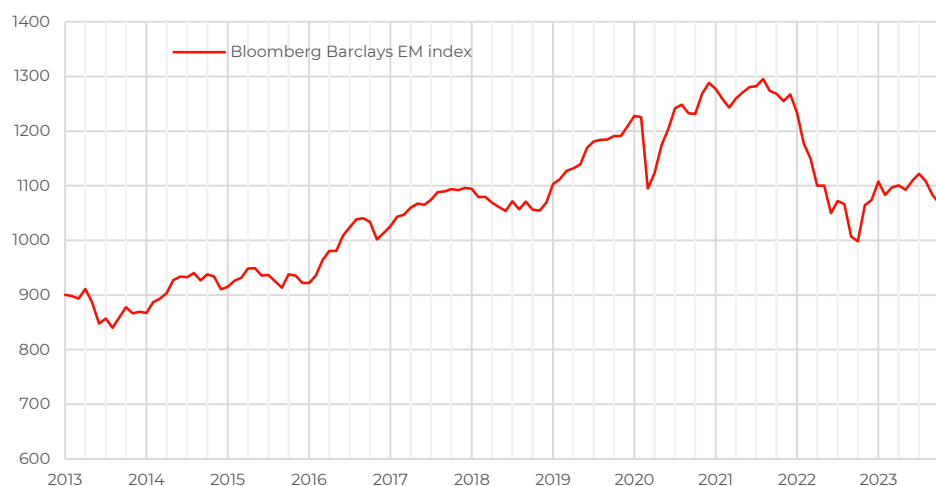


Стартовая позиция для 2024 года

Глобальный рынок еврооблигаций войдет в 2024 год на очень хороших стартовых позициях:

- Ограниченный потенциал роста базовых доходностей. В 2023 году ФРС и ЕЦБ закончили цикл повышения ставок, и с высокой вероятностью в 2024 году смягчение политики будет более активным, чем ожидает рынок.
- Потенциал сужения кредитных спредов, которые сейчас расширены по историческим меркам. Для этого нужно отсутствие массовых дефолтов и более или менее стабильная ситуация в экономиках развивающихся стран.
- Высокие текущие доходности к погашению, дающие защиту на случай негативного для данного сегмента развития событий. Даже просто сохранение текущих базовых доходностей и спредов позволяет выйти по портфелям на результат 5–6% на горизонте одного года.

Индекс еврооблигаций (полная доходность)



По итогам 2023 года
цепочка убыточных
лет прервалась

Прогноз

Снижение базовых доходностей и сужение спредов на фоне высокой текущей доходности к погашению должно обеспечить хорошие результаты по портфелям в 2024 году. В зависимости от ситуации результаты по глобальным портфелям еврооблигаций составят:

+10% в базовом сценарии. Предполагается снижение доходностей казначейских облигаций вслед за снижением ставки ФРС, небольшое сужение кредитных спредов;

4% в негативном сценарии, если ожидания снижения базовых доходностей не оправдаются;

+15% в оптимистичном сценарии благодаря сужению кредитных спредов и резкому снижению доходностей казначейских облигаций на фоне более серьезного, чем ожидает рынок, снижения ставки ФРС.

→ [Прогноз](#)

Новые рынки

Китай, Индия, Гонконг

35

[Китай](#)

37

[Индия](#)

39

[Гонконг](#)



Новые рынки Китай, Индия, Гонконг

Санкции и закрытие ряда направлений для инвестирования российских денег повысили актуальность поиска альтернативы. Одним из направлений, естественно, стал поиск путей доступа к привычным инструментам на рынке акций и еврооблигаций, а также использование тех возможностей, которые дают инфраструктурные ограничения.

Другим, более стратегическим направлением является поиск инвестиционных идей на новых, непривычных рынках. К ним относится, например, китайский рынок акций, рынок Индии и другие направления, включая Гонконг.

Динамика рынков акций этих стран в 2023 году была разнонаправленной. Гонконгские бумаги были, как и акции внутреннего рынка Китая, под давлением негативных новостей о замедлении экономики Китая. Также на нервы инвесторам действовали геополитические риски и еще не забытые угрозы делистинга компаний с рынка акций США.

Индийский рынок акций, наоборот, чувствовал себя отлично, показав прекрасные результаты по итогам 2023 года. Правда, выглядит он уже весьма дорого по мультипликаторам, что увеличивает долгосрочные риски, но при хорошей динамике экономических показателей, а также притоке инвесторов, видящих в Индии альтернативу Китаю, рост котировок может продолжаться еще очень долго.

[→ США](#)[→ Европа](#)

В этом году Китай, вероятно, достигнет поставленного уровня роста в 5%, но его устойчивость под вопросом

Хрупкий рост

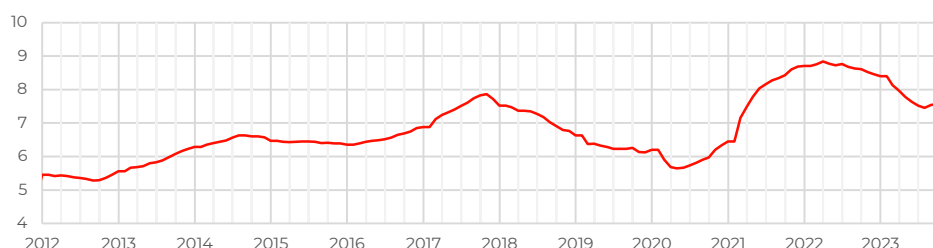
Локомотивом китайской экономики в 2023 году стало внутреннее потребление. Чистый экспорт, который исторически вносил существенный вклад, напротив, с конца 2022 года стал его сдерживать. Слабеющий внешний спрос на китайскую продукцию вызван как растущим протекционизмом со стороны США и Европы, так и охлаждением экономик этих регионов из-за жесткой денежно-кредитной политики.

⇒ Вклад чистого экспорта в рост ВВП Китая будет низким.

⇒ **Достижение целевого уровня роста экономики за счет внутреннего потребления.**

Данные о состоянии внутреннего рынка не дают однозначного ответа о дальнейшей траектории экономики. С одной стороны, улучшаются данные по розничным продажам и промышленному производству, то есть внутренний спрос и предложение растут. С другой стороны, финансовые результаты в промышленности ухудшаются, угрожая спадом объема частных инвестиций.

Чистая прибыль промышленных предприятий Китая



Строительство и недвижимость

Дефолты крупных застройщиков сказываются на смежных отраслях промышленности и социальной повестке. Например, из-за заморозки строек ипотечные заемщики не могут переехать в срок, что увеличивает непредвиденные расходы.

Еще недвижимость — львиная доля активов домохозяйств (до 70%). Даже небольшое падение цен значительно сокращает оценку активов в собственности и негативно влияет на настроения.

Индикаторы состояния рынка недвижимости Китая



Кризис рынка недвижимости затрагивает пятую часть всей экономики

Рост внутреннего потребления за счет смягчения монетарной политики и роста кредитования несет риски для стабильности финансовой системы

Робкий потребитель

Зоной риска в предстоящем году является частный сектор. В Китае инфляция держится в пределах целевого уровня, не происходит инфляционного сжигания долга.

Высокая долговая нагрузка частного сектора (долг домохозяйств и компаний достигает 200% ВВП), падение цен на недвижимость, а также высокая (по историческим меркам) безработица (особенно среди молодежи) удерживают потребительские настроения близко к историческим минимумам, так и не восстановившись после локдаунов 2020 и 2021 годов.

Индекс потребительской уверенности Китая



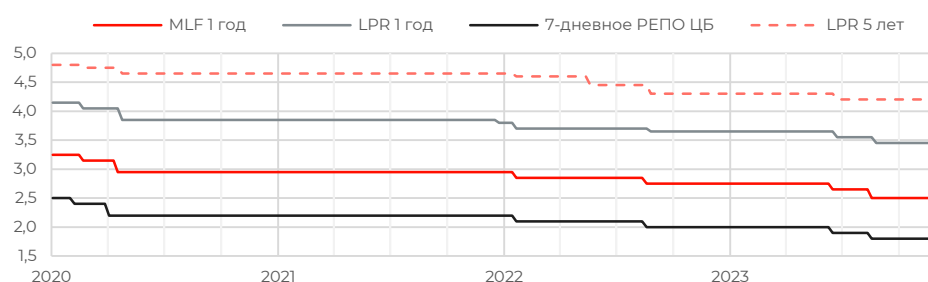
Фискальные и монетарные стимулы

Власти Китая на этом фоне принимают стимулирующие меры. Так, Народный Банк Китая в 2023 году дважды снизил основные ставки и норму резервирования, а также ослабил ряд ипотечных требований (например, по размеру минимального взноса).

Кроме того, если последние пару лет фискальный импульс сжимался, расходы бюджета росли на 5% против исторических 10–15%, то, по последним данным, наметился разворот в обратную сторону. Например, летом правительство разместило выпуск облигаций объемом 1 трлн юаней на инфраструктурные инвестиции.

Власти КНР и дальше будут вынуждены стимулировать экономику. Вероятно снижение ставок, введение послаблений для сектора недвижимости, увеличение инфраструктурных инвестиций.

Ставки Народного Банка Китая



Монетарные власти Китая за последние 4 года ни разу не повысили ставку

Индия: рост рынков на сильном фундаменте

☰ [Содержание](#)

↶ [Начало раздела](#)

Индия, как и Китай 20 лет назад, идет по сценарию урбанизации населения

Международный бизнес проявляет интерес к экспансии на потенциально крупнейшем рынке сбыта

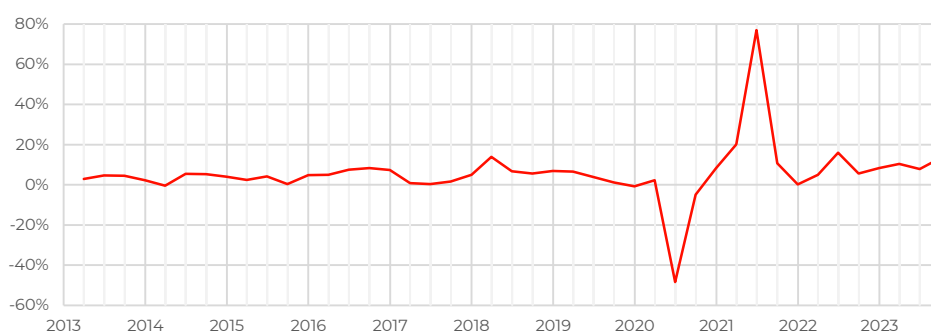
→ [Китай](#)

Снова локомотив глобального роста

Индия остается одной из немногих крупных быстрорастущих экономик. В 3-м квартале 2023 года темпы роста ВВП составили 7,6% г/г, опередив официальные прогнозы и ожидания аналитиков.

В Индии живет самое большое число молодого населения, при этом уровень урбанизации страны довольно низкий (менее 40%). Соответственно, по мере увеличения численности городского населения и увеличения личного благосостояния будут расти и потребительские расходы. В этом свете перспективным выглядит строительный сектор: для достижения среднемирового уровня урбанизации (57%) потребуется переселить в города около 300 млн человек.

Темпы роста строительного сектора (% , год к году)

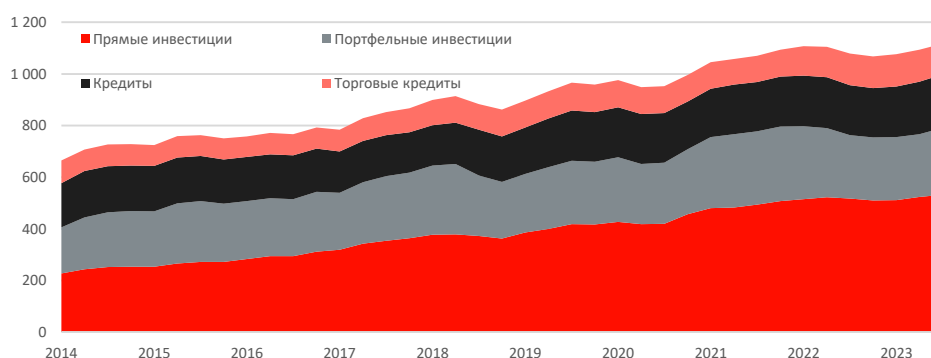


Вне геополитических событий

Индия не втянута ни в какие крупные геополитические конфликты; наоборот, она является бенефициаром нестабильности на мировых рынках. Например, Индия стала крупным покупателем российской нефти, причем доходы от скидки на нефть Urals благоприятно сказываются и на курсе рупии, и на валютных резервах.

В рамках стратегии China+1 Индия все чаще становится страной, в которую международные компании переносят производства, дублируя или вовсе заменяя производства, расположенные в Китае.

Объемы иностранных инвестиций (млрд USD)



Индия: рост рынков на сильном фундаменте

☰ [Содержание](#)

↶ [Начало раздела](#)

Индия все прочнее занимает место лидера, вытесняя Китай

→ [Сырьевые рынки](#)

Рост экономики — залог роста акций

Индекс индийских компаний за год вырос на 20%, что сопоставимо с динамикой S&P 500. Индия стала своего рода альтернативой Китаю и «островком стабильности» среди развивающихся рынков. Она опередила Китай и заняла первое место по темпам роста ВВП. Это транслируется в увеличение доходов компаний и снижение оценок экономических рисков индийских бумаг.

Также позитивный тренд в экономике будет способствовать увеличению спроса на ресурсы, в том числе на нефть. Это может компенсировать ослабление фактора спроса со стороны Китая.

Индексы MSCI некоторых стран

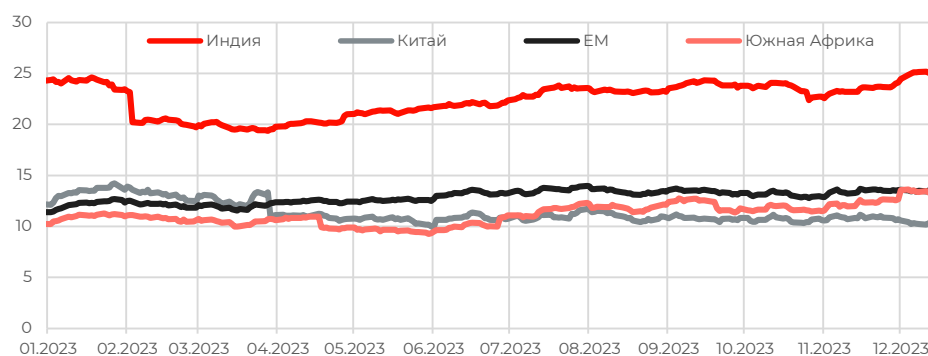


Дороговизна не повод продавать

Исторически оценка акций Индии была выше других рынков, мультипликатор P/E здесь был на уровне 19x (у других EM редко превышал 15x). Тем не менее в последний год он превысил 25x. Это связано с ускорением роста прибылей, концентрацией инвесторов в отдельных акциях с приемлемым корпоративным управлением.

Также стоит отметить сильный приток инвесторов на фоне поиска альтернативы Китаю.

P/E индексов с 2000



Интерес глобальных инвесторов к Индии разгоняет мультипликаторы

→ [Валюты](#)

Гонконг берет пример с США

Гонконгская биржа — это важный элемент мировой финансовой системы, который следует рассматривать отдельно от китайского финансового рынка. Одной из главных особенностей Гонконгской биржи является то, что гонконгский доллар уже много лет жестко привязан к доллару США. Для этого власти Гонконга вынуждены копировать монетарную политику США, откуда вытекают сопутствующие проблемы.

Взлета экономики после отмены карантина не произошло. Восстановление происходит постепенно — внутреннего спроса недостаточно, кредитование замедляется, торговый баланс не расширяется, госрасходы растут, инфляция умеренная. **Экономике необходимы экономические стимулы, но Гонконг вынужден придерживаться жесткой политики,** хотя это противоречит нынешним реалиям.

Инфляция Гонконга, розничные продажи, ключевая ставка



Жесткая политика регулятора сдерживает рост экономики

Акции в коррекции

В таких условиях гонконгский индекс с начала года потерял около 17%. Помимо внутренних макроэкономических проблем давление создают внешние факторы, такие как продолжающиеся трения между США и Китаем. В СМИ проскальзывает тема риска конфликта в Юго-Восточной Азии. **Бумаги Гонконгской биржи будут отражать геополитическую повестку.**

→ [Китай](#)

Индексы Hang Seng, S&P, MSCI



→ [Экономика США](#)

→ [Экономика Европы](#)

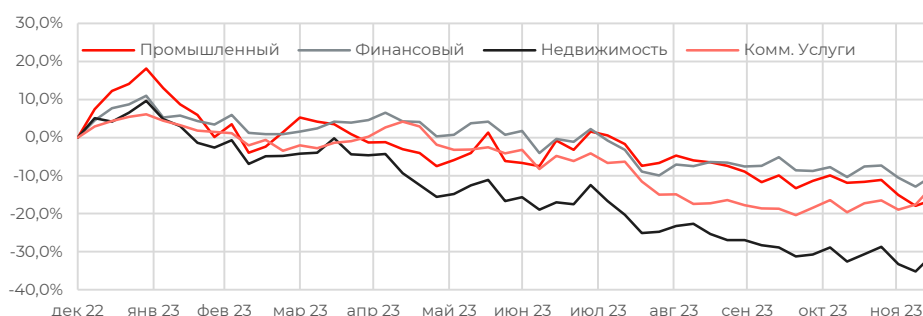
Hang Seng вблизи

Индекс Hang Seng — основной бенчмарк для гонконгского рынка акций, в его состав входят 76 акций. Индекс делится на 4 субиндекса — промышленный (66%), финансовый (24%), недвижимости (7%) и коммунальных услуг (3%). Причем половина индекса приходится всего на 6 бумаг: Tencent, Alibaba, China Mobile, Petrochina, ICBC, CCB.

Наибольшие потери несут акции застройщиков, сектор недвижимости с начала 2023 года снизился более чем на 30% на фоне проблем избытка предложения, дефолтов по долгам, снижения ипотечного кредитования. А лучше рынка торговались банки, которые более устойчивы к внутренним и внешним факторам.

Динамика отраслевых индексов YTD

Низкие оценки компаний на Гонконгской бирже — задел на будущий рост



Привлекательная оценка индекса

После продолжительного снижения индекс HSI торгуется на уровне 7,5x по мультипликатору цена/прибыль, это один из самых дешевых рынков. Это делает его привлекательным для инвестиций в расчете на скорый разворот тренда.

Акции таких секторов, как финансы, промышленность, нефть и газ, оцениваются ниже — около 4,5–6,5x. В то же время дивидендная доходность индекса составляет около 4,1%, хотя по отдельным бумагам, например банков и нефтяников, доходность приближается к 10%.

Див. доходность и мультипликатор P/E-индекса

→ [Прогноз](#)



Валюты и сырьевые активы

43

[Сырьевые активы](#)

45

[Валюты](#)



Валюты и сырьевые активы

Валютные рынки, будучи наименее предсказуемыми, одновременно являются первым индикатором ситуации в экономике и на рынках, к которым обращаются инвесторы. В этом ключе динамика российского рубля большую часть 2023 года выглядела так, будто в экономике существуют серьезные проблемы: иначе как еще объяснить ослабление с USD/RUB 50 до USD/RUB 100 примерно за год? Но в реальности российский валютный рынок все еще ищет равновесие, которое, как оказалось, очень чувствительно к вопросам движения капитала. Остановка ослабления рубля связана не столько с высокой ключевой ставкой, сколько с мерами по усилению контроля за выручкой экспортеров.

При этом долгосрочная динамика рубля — это вопрос о том, во что эволюционирует российская экономическая модель, причем окно возможностей для скачка такой эволюции откроется весной и в начале лета 2024 года.

С чем-то похожим сейчас сталкивается Китай, где экономика также сохраняет экспортную ориентацию (несмотря на усиление роли внутреннего спроса в росте ВВП).

Что касается сырьевых активов, то рынок нефти вызывает некоторое беспокойство, есть причины как для избытка предложения, так и для дефицита в 2024 году. Соглашение ОПЕК+, несмотря на кажущуюся устойчивость, начинает демонстрировать первые признаки будущих проблем. Согласование новых сокращений идет не так быстро, так как участники понимают, что в итоге лишатся доли рынка.

Золото, как обычно, выглядит неопределенно. В этом году оно дважды обновляло исторический максимум, но вот ралли затем как-то не получалось. То ли есть навес предложения и готовность продавать по такой цене у большого числа участников, то ли уровень риска и неопределенности в экономике недостаточен для высокого спроса на защитные активы.

Нефть

→ [Экономика США](#)

ОПЕК+ заняла выжидательную позицию: результатом последней встречи картеля стало продление существующих обязательств по сокращению добычи до конца марта 2024 года. Львиную долю ограничений взяли на себя Россия и Саудовская Аравия, которые и так добровольно сокращали добычу на протяжении всего 2023 года. Более того, наблюдается и некоторый разлад внутри организации. С дополнительным сокращением добычи были не согласны Ангола, Конго и Нигерия, так как в июне 2023 года они уже пошли на сокращение квот в 2024 году.

Одновременно с этим американские нефтяники нарастили добычу на 0,8–1 млн баррелей в сутки (и это при сокращающемся числе действующих нефтяных вышек). Дополнительные объемы поступают на нефтяной рынок со стороны Бразилии и Венесуэлы.

→ [Китай](#)

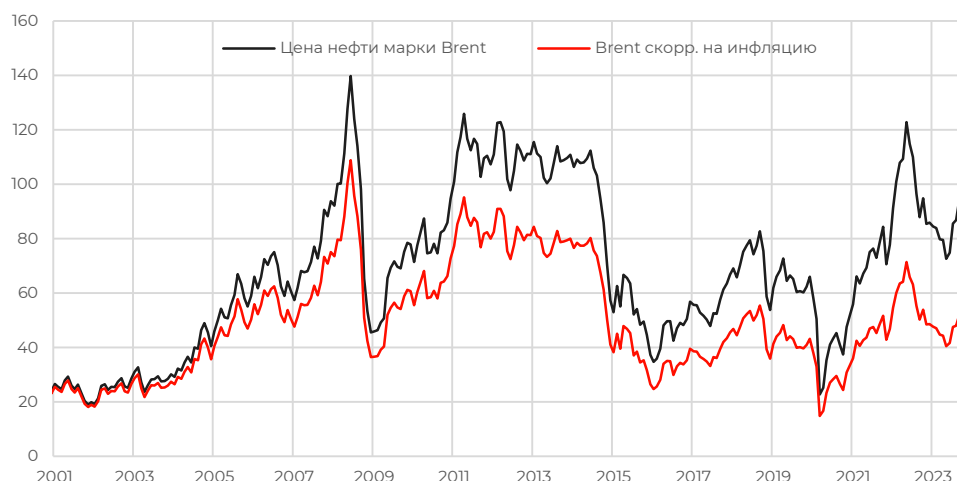
В базовом сценарии в первой половине 2024 года рынок нефти будет находиться в равновесии. Поддержку нефти может оказать рост мировой экономики — США пока что идут по сценарию «мягкой посадки», а Китай пытается сместить фокус роста на внутреннее потребление (оперативные данные дают робкую надежду на продвижение в этом направлении). С учетом того, что американские нефтедобытчики уже вышли на рекордные уровни добычи (т. е. дальше наращивать ее будет все сложнее), а число действующих нефтяных вышек сократилось за год на 120 (до 505), даже небольшое увеличение спроса может заметно повлиять на стоимость нефти.

Основным риском предстоящего года для цен на нефть являются разногласия внутри ОПЕК+. Существенный объем «выпадающей» добычи приходится на добровольные сокращения России и Саудовской Аравии, а не распределяется между всеми странами соглашения. Кроме того, продолжающееся снижение доли рынка ОПЕК+ будет вызывать все больше вопросов со стороны отдельных участников.

Остановить потерю доли рынка ОПЕК+ можно только за счет низких нефтяных цен, но и об этом договориться будет непросто.

Рыночная цена нефти и с поправкой на инфляцию

Цены на нефть с поправкой на долларовую инфляцию находятся на довольно низком уровне



Газ

→ [Прогноз](#)

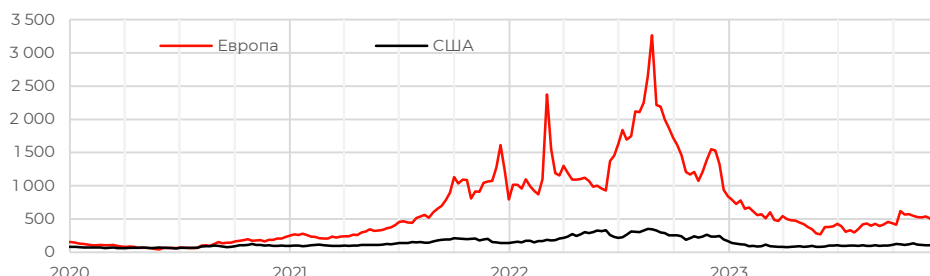
→ [Экономика Европы](#)

Европа в основном заменила выпавшие поставки российского газа американским и австралийским СПГ. Цены стабилизировались, хотя и держатся намного выше средних значений за последние 10 лет. ЕС сумел наполнить хранилища почти на 100%, что является фактором стабилизации цен.

Сейчас Евросоюз не испытывает дефицита энергоносителей. Благодаря спаду европейской промышленности из-за роста издержек, потери российского рынка и слабеющего глобального спроса потребность в газе и ресурсах упала.

Цены на газ в Европе и США, \$ за м³

Цена на газ в Европе превышает как цену на газ в США, так и исторические ценовые уровни



Золото

→ [ФРС и ЕЦБ](#)

→ [Индия](#)

Ожидаемое снижение ставки ФРС в 2024 году оказывает позитивное влияние на стоимость золота. Тем не менее этот фактор имеет краткосрочную природу. Долгосрочный устойчивый рост стоимости золота обеспечивает инфляция и риски в экономике. Также поддержку золоту будут оказывать покупки его в резервы центральных банков и ювелирный спрос, например со стороны богатейшей Индии.

Цена на золото, USD / тройская унция

Цена на золото в 2023 году дважды обновляла исторический максимум, каждый раз откатываясь назад. Видимо, есть значительный объем нереализованного предложения



Прогноз

→ [Прогноз](#)

Базовый сценарий на 2024 год предполагает цены на нефть в пределах 85 долл. за баррель Brent. В других сценариях возможно как снижение до 60 долл., так и рост до 100 долл. за баррель.

Цена на золото в 2024 году будет около 2000 долл. за унцию, возможны варианты роста до 2300 долл. и снижения до 1600 долл.

Рубль — поиск равновесия

→ [Российская экономика](#)

→ [ЦБ РФ](#)

В текущих условиях свобода движения капитала играет исключительно против рубля

С поправкой на инфляцию текущий справедливый курс рубля составляет USD/RUB 85–90

→ [Цена экспортной модели экономики](#)

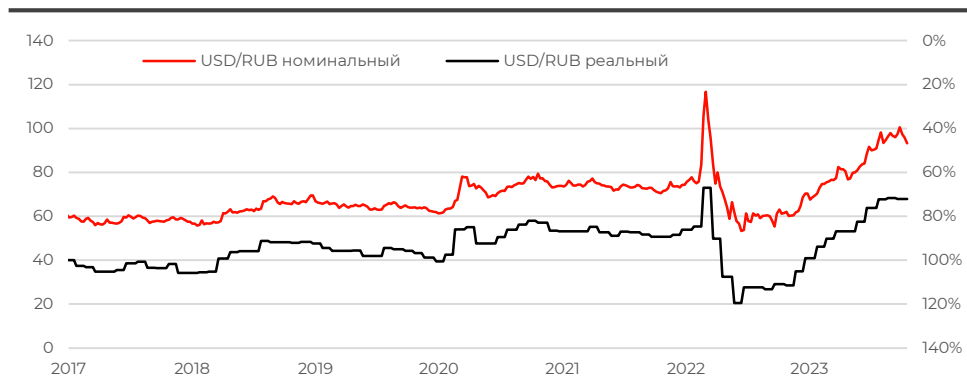
Вторая половина года на валютном рынке напоминала «день сурка». Произошло несколько итераций ослабления рубля, но, когда курс стал приближаться к USD/RUB 100, ЦБ РФ предпринял первое повышение ставки, что вызывало короткое укрепление рубля. Влияние ставки было недолгим, и рубль снова начинал слабеть, заставляя ЦБ РФ опять повышать ставку. Так продолжалось до тех пор, пока не вышел указ президента, усиливающий контроль за валютной выручкой экспортеров.

Слабый рубль сыграл важную роль в ускорении инфляции, но повышение ставки не могло быстро развернуть динамику курса. Дело в неработающем механизме carry trade, для которого требуется возможность притока иностранного капитала в российские финансовые инструменты.

Другая причина — прирост иностранных активов, «главным образом за счет увеличения прочих инвестиций в форме дебиторской задолженности, в том числе по незавершенным внешнеторговым расчетам». То есть **российские экспортеры недополучали валютную выручку**, что негативно сказывалось на предложении иностранной валюты (спросе на рубли) на валютном рынке.

Полагаем, что со временем компании сумеют наладить каналы по возврату выручки по экспортным контрактам. Тем более что с 01.01.2024 прекратит действие мораторий на привлечение к административной ответственности за нарушение валютного законодательства.

USD/RUB (номинальный и реальный)



Слабый рубль — результат экспортной модели

Опора на экспортную выручку в доходах бюджета и механизме эмиссии рубля почти автоматически предполагают необходимость слабого рубля. Так как при этом краткосрочные валютные риски смещены в сторону ослабления рубля, это создает дополнительную обратную связь: слабый рубль → инфляция → слабый рубль.

Долгосрочные перспективы рубля, таким образом, во многом зависят от изменений в российской экономике и возможных шагов в сторону ухода от экспортной модели. Может быть, увидим что-то после выборов 2024 года.

Ослабление юаня имеет под собой больше политических и геополитических оснований, чем экономических

CNY — внутри коридора

В 2023 году юань ослаб до 15-летнего минимума к доллару США. Это было связано с исходом из китайских активов инвесторов, опасаящихся замедления роста экономики и геополитических рисков. Впрочем, серьезных изменений в соотношении доллара США и юаня ждать не стоит. В последние 10 лет курс находится в узком диапазоне USD/CNY 6–7,2. Да и интенсивность товарооборота между Китаем и США не предполагает сильной волатильности юаня. Особенно с учетом повышенного внимания со стороны НБК.

USD/CNY



→ [Экономика Китая](#)

Евро: жесткий ЕЦБ — ненадежный фундамент

Европейская экономика вынесла бремя антироссийских санкций, заплатив спадом в промышленности, эмиграцией компаний, ростом бюджетных дефицитов. Евро удалось избежать ослабления только благодаря необычно жесткой политике ЕЦБ. Здесь, в отличие от рубля, carry trade работает.

Впрочем, для защиты от внешних шоков, в том числе связанных с ценами на нефть и оттоком капитала, требуется слабый евро, удерживающий профицит счета текущих операций. С учетом проблем в экономике еврозоны прогноз по евро негативный.

EUR/USD и счет текущих операций еврозоны



Слабый евро — вариант обеспечить профицит счета текущих операций, уравнивающий отток капитала и риски резкого повышения стоимости импорта

Прогноз

В базовом сценарии курс рубля удержится в пределах USD/RUB 90, но возможно как укрепление до USD/RUB 75, так и ослабление до USD/RUB 120.

Евро по итогам 2024 года будет двигаться к паритету, вероятный диапазон — от EUR/USD 0,9 до EUR/USD 1,2 в зависимости от состояния экономики региона.

→ [Прогноз](#)

Сценарии и прогноз

49

Базовый
сценарий

51

Пессимистичные
сценарии

53

Оптимистичные
сценарии

55

Макроэкономический
прогноз — 2024



Сценарии и прогноз

Как и в любом прогнозе, существует бесчисленное множество вариантов развития событий, которые приведут к отклонению фактических показателей от прогнозных. Сочетание разных факторов и вариации во времени их включения и выключения могут приводить к разным сочетаниям значений показателей. Мы не приводим законченные альтернативные сценарии (из-за их бесконечной вариативности), а рассматриваем отдельные факторы или возможные события в свете их влияния на прогнозные показатели.

Для российской экономики основной риск — это не столько уже ход СВО на Украине, сколько вопрос, что будет после. С одной стороны, понятно, что на быстрое улучшение отношений или снятие важных санкций рассчитывать даже в самых благоприятных сценариях не приходится, зато окончание боевых действий открывает возможности для развития и интеграции новых территорий. С другой стороны, разрастание конфликта, например, втягивание новых сторон в качестве непосредственных участников, потребует от России увеличения материальных и людских ресурсов для СВО со всеми вытекающими последствиями.

Отдельный вопрос для России — необходимость изменения экономической модели. Простая замена доллара и евро в торговых операциях и резервах на юани и рупии — это, по сути, сохранение сырьевой модели, а значит, и зависимости бюджета от экспортных доходов и необходимость поддерживать профицит счета текущих операций. При этом переход к бюджетной модели с опорой на внутреннее производство должен сопровождаться снижением объемов сырьевого экспорта и повышением «несырьевых» налогов, что будет болезненно восприниматься рынком. Этот риск может реализоваться после выборов, когда будет окно возможностей для рискованных решений.

Для глобальной экономики основной вопрос — это сценарий циклического спада (рецессии) в США и Европе, инфляционные риски. По-прежнему есть беспокойство относительно китайской экономики, ее замедления, а также проблем в отдельных сегментах (недвижимость).

Геополитическая напряженность остается высокой, за год в дополнение к существующим (Украина, Тайвань) появились новые точки конфликтов или потенциальных конфликтов (Израиль — Палестина, Венесуэла — Гайана). Это еще одно напоминание о том, что в мировом масштабе СВО на Украине — всего лишь локальный конфликт, один реализовавшийся риск из множества еще не реализовавшихся или даже еще не осознанных.

Особенности базового сценария

Базовый сценарий описывает наиболее вероятный, на наш взгляд, ход событий, изменения в экономике и динамику рынков. Указанные в прогнозе данные являются ориентировочными, их задача — обрисовать общее направление развития ситуации. Вероятность полного соответствия фактических данных прогнозу всегда низкая.

1. Замедление роста мировой экономики

→ [Китай](#)

Несмотря на отказ от политики нулевой терпимости к COVID-19 в Китае, что на длинном горизонте приведет к улучшению ситуации в экономике, изменения в привычках потребителей, подходы к организации производства в условиях пандемии будут негативно сказываться на темпах восстановительного роста.

→ [США](#)

Торможение крупных развитых экономик пока не выливается в финансово-экономический кризис. Высокая инфляция создает иллюзию роста прибылей и доходов, что поддерживает экономическую активность. Все это дополнительно подталкивает вверх стоимость активов (акций).

→ [Европа](#)

- **Позитивная динамика рынка акций, одновременно спрос на защитные бумаги.**
- **Сохранение повышенных доходностей на рынке еврооблигаций.**
- **Замедление роста ВВП ключевых экономик, вплоть до рецессии в отдельных регионах.**

2. Поляризация мира

В 2022 году произошло политическое разделение мира на условный «Запад», к которому можно отнести США, Европу и другие развитые страны, и «Восток», где главную роль играет Китай и другие развивающиеся страны, в том числе Россия.

Такая конфигурация позволила сохранить спрос на российский экспорт, в том числе за счет переориентации поставок с Европы на азиатские рынки. Упрощается задача восстановления производственных цепочек, включающих в себя импортные компоненты, в том числе за счет параллельного импорта, что уменьшило просадку российской экономики и способствовало быстрому началу восстановительного роста.

Отношения США и Китая имеют очень мало шансов на кардинальное улучшение. Это проблема и Тайваня, и островов в Китайском море. Активность сотрудничества РФ и Китая выросла.

Взаимная важность США и Китая как торговых партнеров обуславливает низкую скорость такого процесса. Тем не менее демографический переход в Китае, сокращение трудоспособного населения исключает дальнейшее следование стратегии «мировой фабрики». Поэтому выгоды от взаимной торговли США и Китая будут снижаться.

→ [Экспортная модель в РФ](#)

- **Достаточный объем экспорта из РФ для балансировки счета текущих операций.**
- **Нормализация объемов импорта в РФ.**
- **Низкие риски новых внешнеэкономических шоков для РФ.**

3. Продолжение СВО

→ [Цена СВО](#)

Военная операция быстро не закончится. Она будет поглощать технику и боеприпасы, что означает поддержание большого оборонного заказа. Увеличение производства военной продукции будет тянуть за собой смежные отрасли. Серьезный вклад в ВВП внесут инфраструктурные инвестиции, в том числе на новых территориях. Это будет приводить к росту заработных плат и доходов.

Перевод экономики на военные рельсы означает меньший рост (или даже снижение) производства потребительских товаров. Избежать инфляции в этих условиях можно, например, через повышение ставок ЦБ РФ для стимулирования сбережений, рост налоговой нагрузки, ограничение потребительского кредитования.

В условиях СВО приоритетом внутренней экономической политики будет минимизация рисков, что будет выражаться в консервативной монетарной и по возможности фискальной политике.

→ [Промышленный рост в России](#)

→ **Рост экономики РФ, локомотив — промышленное производство.**

→ **Слабый, но довольно стабильный рубль, стимулирующий импортозамещение.**

4. Разнонаправленное движение цен на сырье

С одной стороны, в условиях замедления мировой экономики и оценки спроса цены на сырьевые товары будут снижаться. С другой стороны, инфраструктурные ограничения, санкции и т. п. будут способствовать сохранению локальных дефицитов в различных регионах и сегментах рынка. Такая ситуация увеличит разрыв в ценах продавцов и конечных покупателей.

→ [Сырьевые рынки](#)

Баланс спроса и предложения на сырьевом рынке останется под действием разнонаправленных факторов: на стороне увеличения дефицита предложения — планы по восполнению стратегических запасов США, проблемы поставок нефти из РФ, низкие инвестиции в разведку и бурение в последние годы, сохранение ОПЕК+. На стороне дефицита спроса — риски рецессии.

Похожая картина и в других сегментах сырьевого рынка (металлы, сельхозсырье и т. п.).

→ **Умеренное снижение экспортных доходов РФ, сохранение давления на рубль.**

5. Рост доверия к российскому рынку

→ [Российские акции](#)

Ралли на российском рынке акций в первой половине этого года, а также большие дивиденды, выплаченные инвесторам, ясно показали, что скорее были правы те, кто исходил из сценария увеличения притока средств на российский рынок акций. Важно, что это поддерживалось улучшением финансовых показателей компаний, так что наблюдаемая динамика является вполне устойчивой и не привела к перегреву рынка.

→ [Российские облигации](#)

Повышение ставок ЦБ РФ до конца года сдержит рост в облигациях. Рассчитывать следует на текущие высокие доходности к погашению.

→ **Рост российского рынка акций.**

→ **Стабильные цены на облигации.**

Многообразие стресс-сценариев

Из-за разнообразия существующих рисков реализация в разных сочетаниях имеет различное влияние на прогнозные показатели. Единого негативного сценария как такового не существует. Здесь мы приводим варианты событий с наиболее существенным влиянием на отклонение от базового прогноза.

Некоторые негативные сценарии для одних активов не являются таковыми для других.

1. Жесткая посадка экономики США

→ [Экономика США](#)

Резкое замедление инфляции, вместе с поводом отпраздновать победу над ней, ставит перед экономическими властями США новые проблемы. Это и взятые по высоким ставкам кредиты за последние пару лет, и быстрый рост реальных заработных плат на фоне низкой безработицы, и увеличение потребности в новых заимствованиях, так как скорость обесценения текущего долга замедлится.

Выбор низкой инфляции в качестве приоритета может привести к резкому торможению деловой активности и в конечном счете к рецессии.

→ [Сырьевые рынки](#)

- **Снижение базовых доходностей в USD, рост кредитных спредов.**
- **Сильное снижение рынка акций США.**
- **Дестабилизация глобальных рынков и сырьевых цен.**
- **Рост цен на золото и другие защитные активы или активы на рынках, изолированных от США.**

2. Разрыв отношений «Восток» — «Запад»

Спецоперация на Украине — это реализовавшийся риск, но далеко не единственный из существующих рисков подобного рода. Если по похожему сценарию пойдут отношения других стран с «Западом» (например, Китая), произойдут тектонические сдвиги в структуре мировой экономики и торговли. Нарушение цепочек создания стоимости в таком случае приведет к масштабному снижению ВВП, сокращению объемов мировой торговли и спроса на ресурсы.

→ [Китай](#)

→ [Валюты](#)

- **Снижение сырьевых цен, рост страновых рисков ЕМ, снижение долгосрочных прогнозов роста экономик и рынков акций.**
- **Дестабилизация широкого круга экономик, особенно ориентированных на экспорт.**
- **Рост инфляции в мире, усиление «токсичности» доллара, евро и других валют для стран «Востока».**
- **Структурный дефицит сырьевых товаров из-за нарушений логистики.**

3. Конфликт внутри ОПЕК+

Разногласия между странами, в том числе по политическим причинам, могут привести к нарастанию противоречий и в итоге к невыполнению соглашений. Такой риск усилится в случае быстрого роста добычи нефти в США, которые в этом случае снова начнут отбирать у ОПЕК+ значительную долю рынка.

→ [Сырьевые рынки](#)

→ [Валюты](#)

→ **Снижение цен на нефть, ослабление рубля.**

→ **Снижение российского рынка акций.**

4. Финансово-экономический кризис в Европе

Европейская экономика выдержала первый удар в виде дефицита газа и запредельных цен на энергоносители. Ситуация здесь более или менее стабилизировалась. Тем не менее остаются долгосрочные вопросы, связанные со снижением промышленного производства (цена отказа от российского газа), высоким уровнем долга, а также действиями США по переводу производств из Европы. Все это в итоге может привести к глубокому финансово-экономическому кризису в регионе.

Пострадают также торговые партнеры Европы, в том числе Россия и Китай. Кроме того, это чревато новыми санкциями для РФ, а также приходом к власти в Европе радикальных политических сил.

→ [Европа](#)

→ **Ослабление евро.**

→ **Снижение сырьевых цен.**

5. Инфляционная спираль в России

Инфляция в 2023 году в России оказалась существенно выше ожиданий, что спровоцировало резкое повышение ставки ЦБ РФ. С учетом проблем в трансмиссионном механизме может так оказаться, что проинфляционные эффекты повышения ключевой ставки окажутся сильнее деинфляционных. В результате инфляция вместо желаемого замедления начнет ускоряться, провоцируя еще более жесткую политику ЦБ РФ.

→ [ЦБ РФ и Минфин](#)

→ [Российские акции](#)

Если еще и Минфин не сможет провести фискальное сжатие, инфляция может начать выходить из-под контроля ЦБ РФ.

→ **Слабый рубль, замедление роста ВВП.**

→ **Коррекция на рынке рублевых облигаций.**

→ **Защитный актив — акции сырьевых компаний.**

→ [Российские облигации](#)

6. Неудача СВО

При неудачном течении СВО экономика РФ может оказаться под сильнейшим ударом в виде как прямых потерь (репарации, территориальные и людские потери), так и в форме давления на экономику (эмиграция, политическая нестабильность, финансовые проблемы, потеря поддержки дружественных стран, политический кризис).

→ **Снижение стоимости сырьевых товаров.**

→ **Рост инфляции, ослабление рубля, падение ВВП.**

→ **Обвал стоимости российских активов.**

→ [Цена СВО](#)

Разные комбинации оптимизма

Единого оптимистичного сценария мы также не приводим ввиду многообразия таковых в зависимости от сочетания различных факторов. Некоторые сценарии, будучи оптимистичными для одних классов активов, могут не быть таковыми для других.

Стоит отметить, что некоторые события являются позитивным сценарием для одних показателей, но негативным для других.

1. Быстрая структурная перестройка экономики

Скорость восстановления мировой экономики после «коронакризиса» превысила ожидания. Это указывает на высокую ее адаптивность, что, возможно, проявится и сейчас. Результатом станет снижение инфляционного давления в мире, менее острые инфраструктурные проблемы, менее резкий спад роста ВВП.

В случае России это означает ощутимое ускорение роста ВВП, финансовых результатов компаний, низкие инфляционные риски.

В условиях низкой безработицы и высокой степени загрузки мощностей такой сценарий все равно предполагает темпы роста ключевых экономик ниже долгосрочных средних значений.

- **Сохранение положительных темпов роста мировой экономики.**
- **Замедление инфляции, снижение ожиданий ужесточения политики центральными банками.**
- **Улучшение динамики глобальных рынков акций.**

2. Снижение геополитической напряженности

Хуже, чем сейчас, отношения между ключевыми странами в мире за последние несколько десятилетий отмечались редко. С одной стороны, это создает повышенные геополитические и санкционные риски. С другой стороны, история показывает, что из такого положения может найтись выход, и отношения между непримиримыми, казалось бы, конкурентами все же в итоге налаживаются.

В нынешних условиях это требует если не прекращения, то как минимум изменения отношения к СВО на Украине, а также некоторой разрядки в отношениях США и Китая по поводу Тайваня.

- **Улучшение перспектив рынка акций и активов стран ЕМ.**
- **Рост сырьевых рынков.**
- **Укрепление рубля и сырьевых валют.**
- **Улучшение ситуации в европейской экономике.**

→ [Промышленный рост в России](#)

→ [Китай](#)

→ [Рынок акций Гонконга](#)

3. Сырьевое суперралли

С поправкой на инфляцию сырьевые цены сейчас довольно низки. Тем не менее если существующие или новые ограничения на торговлю сырьем вызовут дестабилизацию сырьевого рынка либо увеличение спроса окажется выше ожиданий, то ценовые уровни сырьевых товаров могут обновить исторические максимумы.

→ [Сырьевые рынки](#)

→ [Валюты](#)

- **Новая волна укрепления рубля.**
- **Снижение инфляции в РФ, снижение ключевой ставки ЦБ РФ.**
- **Рост российского рынка акций и облигаций.**

4. Уход от сырьевой модели РФ

Осознание необходимости ухода от сырьевой модели и форсированный переход на рубли во внешней торговле может создать условия для снижения экспорта сырья и роста внутреннего производства, в том числе форсированного импортозамещения. В этом сценарии пострадают нефтегазовые компании, выиграют обрабатывающие производства, в том числе при росте госзаказа.

→ [Сырьевая модель](#)

- **Рост стоимости российских активов.**
- **Укрепление рубля.**
- **Ускорение роста ВВП РФ.**

5. Мягкая политика ФРС и ЕЦБ

Стабилизация сырьевых цен и охлаждение потребительского спроса вслед за ухудшением ситуации в экономике создают условия для замедления инфляции в США и еврозоне. В этом случае регуляторам может не потребоваться повышение ставок.

→ [ФРС и ЕЦБ](#)

- **Усиление ожиданий низких ставок в долларах, компрессия спредов по облигациям развивающихся рынков.**
- **Компрессия кредитных и суверенных спредов.**
- **Волна спроса на «компании роста» на западных рынках.**
- **Улучшение отношения инвесторов к рисковому активам за пределами США и Европы.**

→ [Валюты](#)

→ [Российские акции](#)

→ [Российские облигации](#)

6. Усиление пророссийских настроений в Европе

Более здравый подход европейских правительств к выстраиванию отношений с Россией уменьшит санкционные риски. Даже без фактической отмены уже введенных ограничений рыночные ожидания серьезно улучшатся. Кроме того, ослабнут неформальные барьеры.

- **Укрепление евро.**
- **Снижение ограничений на российский экспорт, приток капитала, укрепление рубля, рост российского рынка акций и облигаций.**

Показатель	Базовый прогноз	min max	Диапазон возможных значений и комментарии к сценариям
СЫРЬЕВЫЕ РЫНКИ			
Нефть Brent	80	50	Рецессия в развивающихся странах при недостаточном снижении объемов добычи
		100	Дефицит нефти из-за жесткости ОПЕК+, роста потребления и сокращения роста предложения за рамками ОПЕК+
Золото	2000	1600	Жесткая политика ФРС, несмотря на замедление инфляции, хорошая макростатистика по США
		2300	Рецессия в США, мягкая политика ФРС, высокие геополитические риски
МАКРОПОКАЗАТЕЛИ			
Рост ВВП РФ	+3,0%	0,0%	Значительное снижение объемов экспорта и добычи нефти и газа при сильном негативном влиянии ставок на экономику
		4,5%	Активное импортозамещение, рост инвестиций, рост оборонной промышленности, интеграция новых территорий
Инфляция РФ	6,0%	4,5%	Крепкий рубль, рост производительности труда
		9,0%	Усиление инфляционного давления
Ключевая ставка ЦБ РФ	12,0%	10,0%	Мягкая политика при быстром снижении инфляции
		18,0%	Ускорение инфляции и ответная реакция ЦБ РФ
Ставка ФРС	4,0%	2,5%	Рецессия в США, требующая включения стимулирующих механизмов
		6,5%	Новая волна ускорения инфляции в США
РЫНОК АКЦИЙ *			
Индекс МосБиржи	+25%	-10%	Рост налогов на сырьевые компании, отказ от выплат дивидендов, проблемы в экономике
		+40%	Дивиденды, приток средств розничных инвесторов на рынок, рост финансовых результатов компаний
S&P 500	+15%	-10%	Сильное ужесточение монетарной политики, охлаждение экономики США и еврозоны
		+25%	Рост экономики США и Европы, мягкая монетарная политика относительно инфляции
MSCI Emerging Markets	+10%	-20%	Новые эпизоды проблем на развивающихся рынках, негативное отношение к Китаю, коррекция на рынке Индии
		+20%	Улучшение отношения инвесторов к Китаю, хорошие данные по другим экономикам
РЫНОК ОБЛИГАЦИЙ*			
Рублевые облигации	+16,0%	+4,0%	Повышение ставки ЦБ РФ в случае новой волны ускорения инфляции, расширение кредитных спредов
		+20,0%	Мягкая политика ЦБ РФ
Еврооблигации (внешний рынок)	+10,0%	+4,0%	Вторая волна инфляции в США, проблемы в развивающихся экономиках
		+15,0%	Сжатие кредитных спредов, быстрое снижение ключевой ставки
Еврооблигации (внутренний рынок)	+8,0%	+3,0%	Давление новых размещений при ослаблении спроса
		+12,0%	Увеличение спроса на фоне, например, нестабильности рубля
ВАЛЮТЫ			
Рубль/доллар	90	75	Рост сырьевых цен, охлаждение спроса на импорт, жесткая политика ЦБ РФ
		120	Снижение экспортной выручки РФ, быстрый рост импорта, проблемы в экономике и волна бегства капитала
Евро/доллар	1,0	0,9	Медленное повышение ставки ЕЦБ, снижение торгового баланса, проблемы в экономике и отток капитала из ЕС
		1,2	Активное повышение ставки ЕЦБ, спекулятивные покупки евро, стабильный торговый баланс

* Прогнозы изменения цен и результатов портфелей приведены за весь 2024 год, значения индексов, цены и курсы — на конец года.

Информация, изложенная в данном документе, актуальна на 22 декабря 2023 года. Используются данные из открытых источников, а также доступных информационных систем, включая, но не ограничиваясь: Cbonds, TradingView, ЦБ РФ, Росстат, МВФ, Мировой Банк.

ООО УК «Альфа-Капитал» осуществляет инвестиционную деятельность на основании лицензии на осуществление деятельности по управлению ценными бумагами № 077-08158-001000, выдана ФСФР России 30 ноября 2004 года, без ограничения срока действия.

Информация, содержащаяся в данном документе, предназначена исключительно для определенного круга лиц и не имеет целью рекламу, размещение или публичное предложение ценных бумаг, продуктов или услуг или приглашение к подаче заявок на покупку ценных бумаг, продуктов или услуг. ООО УК «Альфа-Капитал» не намеревается предоставлять услуги инвестиционного консультанта через настоящий документ и не делает заверения в том, что ценные бумаги или услуги, описываемые в нем, удовлетворяют требованиям кого-либо из клиентов.

ООО УК «Альфа-Капитал» не утверждает, что приведенная информация или мнения верны или приведены полностью, хотя и базируются на данных, полученных из достоверных источников. Принимая во внимание вышесказанное, не следует использовать данный документ в качестве единственного руководства для принятия самостоятельных инвестиционных решений. ООО УК «Альфа-Капитал» не дает гарантий или заверений и не принимает какой-либо ответственности в отношении финансовых результатов, полученных на основании использования информации, содержащейся в настоящем документе. Информация, данная в настоящем документе, не является исчерпывающей и может быть изменена в любое время без предварительного уведомления. ООО УК «Альфа-Капитал» рекомендует не полагаться на какую-либо содержащуюся в настоящей презентации информацию в процессе принятия инвестиционного решения, которое должно быть основано на исчерпывающей информации. ООО УК «Альфа-Капитал» не несет ответственности за использование данной информации.

Подробную информацию о деятельности ООО УК «Альфа-Капитал» вы можете получить по адресу: 123001, Москва, ул. Садовая-Кудринская, д. 32, стр. 1, телефоны 783-47-83, 8 (800) 200-28-28, а также на сайте ООО УК «Альфа-Капитал» в сети интернет по адресу www.alfacapital.ru.