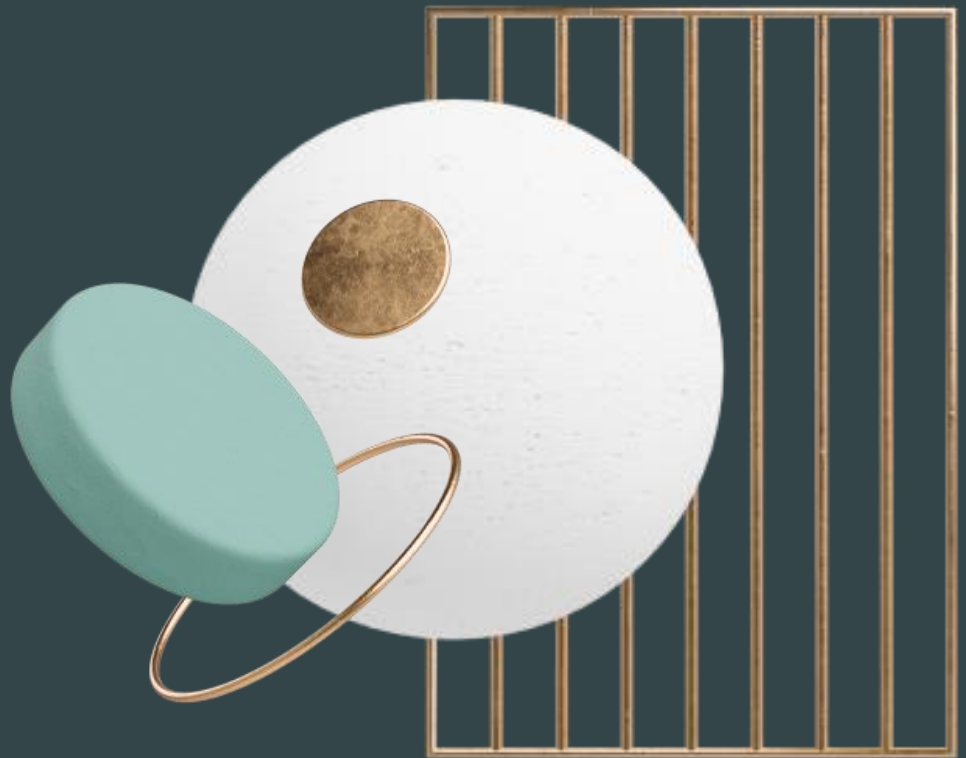




Взгляд на 2024 год УК ПСБ



Лицензия профессионального участника ценных бумаг на осуществление деятельности по управлению ценными бумагами № 045-10104-001000 от 10.04.2007, выдана ФСФР России. Услуга по доверительному управлению не является услугой по открытию банковских счетов и открытию вкладов. Денежные средства, передаваемые по договору доверительного управления, не подлежат страхованию в соответствии с Федеральным законом от 23 декабря 2003 года № 177-ФЗ «О страховании вкладов в банках Российской Федерации». Результаты управления не являются гарантией достижения аналогичных результатов в будущем. Описание услуги доверительного управления, предусмотренной в данном материале, не распространяется на иные финансовые продукты, в т. ч. паевые инвестиционные фонды, которые могут предлагаться Компанией.



Подводя итоги 2023 года, хотим отметить, что прошлый год был полон открытий для участников рынка, как позитивных (российская экономика продемонстрировала устойчивость перед санкциям, благосостояние и уровень вовлеченности населения в инвестиционный процесс ощутимо выросли), так и негативных (повышение ключевой ставки Банком России в борьбе с инфляцией).

С гордостью отмечу, что инвестиционная команда УК ПСБ достойно встретила все вызовы 2023 года и сохранила традиционно высокое качество управления, которое так ценится нашими клиентами.

2024 год обещает быть крайне интересным не только на финансовых рынках. Мы полагаем, что именно геополитические события будут определять динамику на мировых финансовых рынках: в наступившем году ожидается проведение президентских и парламентских выборов в 64 странах, в том числе и в Российской Федерации.

Основным вопросом, волнующим профессиональных управляющих российского фондового рынка, остаётся траектория денежно-кредитной политики Банка России. Рынок ожидает достаточно резкого разворота цикла со стороны регулятора в этом году. На текущий момент мы относимся с некоторой долей скепсиса к подобным ожиданиям, считаем, что Банк России будет действовать планомерно с учётом актуальных данных об уровне инфляции.

Не менее важным вопросом являются ожидания инвесторов от акций в период высокой ставки. Среди экспертов часто звучит тезис о том, что в период высоких ставок акции теряют привлекательность в качестве объекта инвестирования, уступая первенство инструментам денежного рынка и депозитам. На наш взгляд, акции остаются востребованным инструментом в портфеле рационального инвестора, а продолжающаяся структурная перестройка российской экономики позволяет клиентам зарабатывать дополнительную доходность в результате активного управления портфелями.

Отдельно выделим такой класс активов как замещенные и валютные облигации. Данный инструмент остаётся одним из наиболее востребованных на рынке, обеспечивающим диверсификацию активов и устойчивость портфеля.

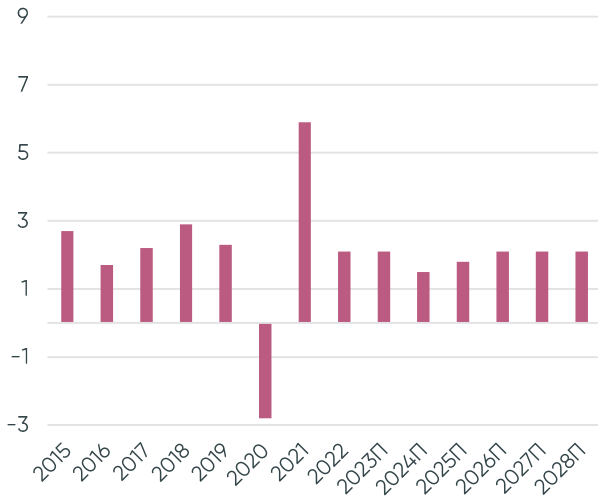
Благодарим Вас за то, что выбираете нас.

С уважением,

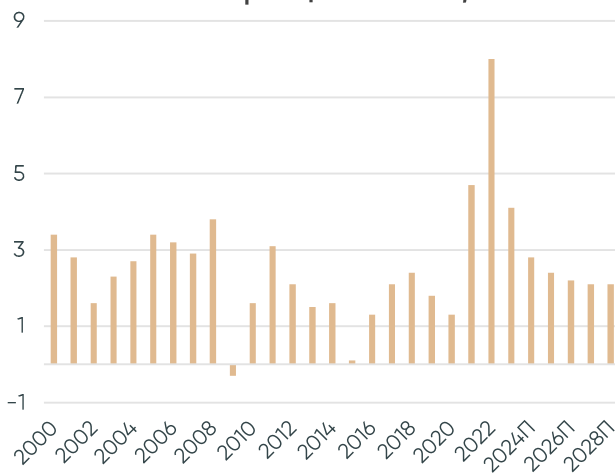
Николай Рясков
Управляющий директор по инвестициям УК ПСБ

Экономика США

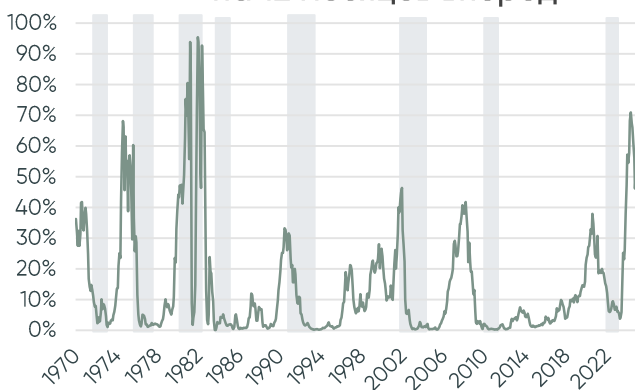
Реальный рост ВВП, %



Инфляция в США, %



Вероятность рецессии в США на 12 месяцев вперед



В попытке вернуть к целевому уровню рост цен, возникший в результате инфляции издержек, руководство США прибегло к ужесточению ДКП. Данные, озвученные на последнем заседании ФРС 13 декабря 2023 года, свидетельствуют о вероятном снижении инфляционного давления (по крайней мере прекратился его рост). Это способствовало сохранению ключевой ставки на прежнем уровне. Однако, есть вероятность, что позитивный взгляд игроков рынка приведет к росту цен на нефть и другие циклические товары, замедлит тренд по снижению инфляции и, как следствие, затянет переход к смягчению ДКП в 2024 году. Возврат инфляции к целевому уровню в США можно ожидать в конце 2025 года.

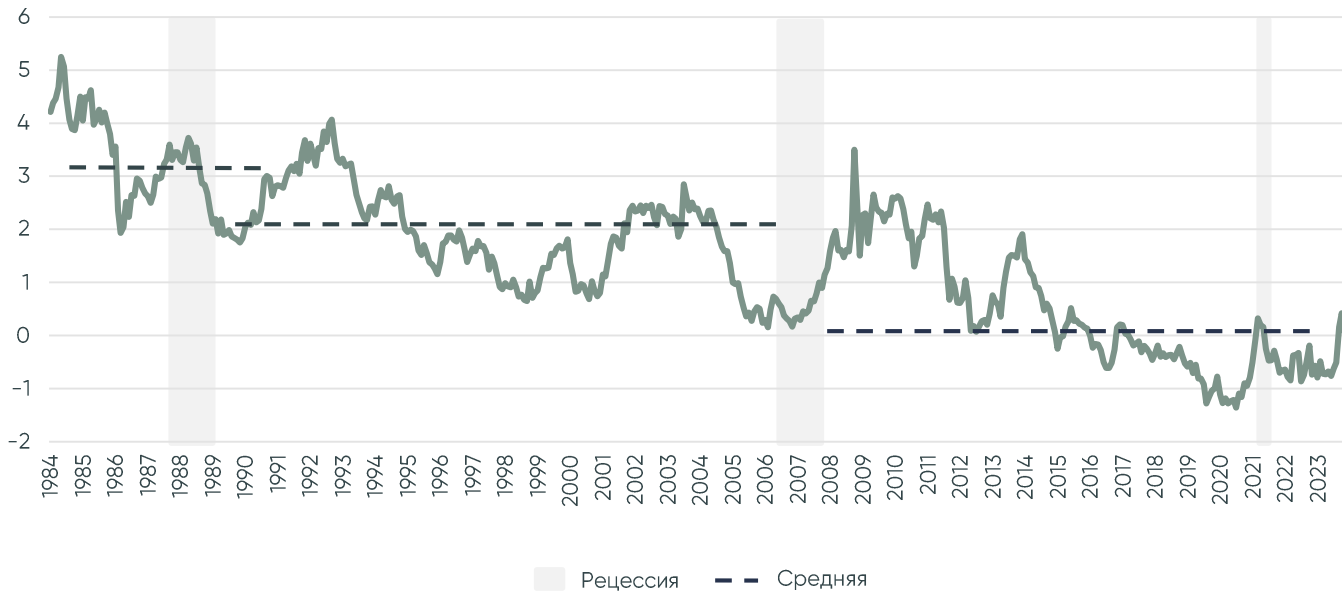
Экономика США демонстрирует темп роста выше потенциального на фоне высокой инфляции, низкой безработицы и ужесточения ДКП. Поступающие данные свидетельствуют о получении первых результатов жесткой монетарной политики, однако опасения «жесткой посадки» все еще остаются, поэтому прогноз предполагает плавное снижение темпов роста экономики, которые могут оказаться ниже прогнозируемых при более резкой реакции экономики на высокую, по меркам США, ключевую ставку.

ФРС и аналитики крупных инвестдомов оценивают вероятность «мягкой посадки» американской экономики как достаточно высокую.

Мы предполагаем, что ФРС будет постепенно снижать ставку начиная со второго квартала 2024 года, по мере стабилизации инфляции и инфляционных ожиданий. Тем не менее, мы считаем, что текущий оптимизм американского облигационного рынка относительно темпов снижения ставки и предельного значения ключевой ставки является чрезмерным.

Экономика США

Премия за срочность UST 10Y/2Y, %

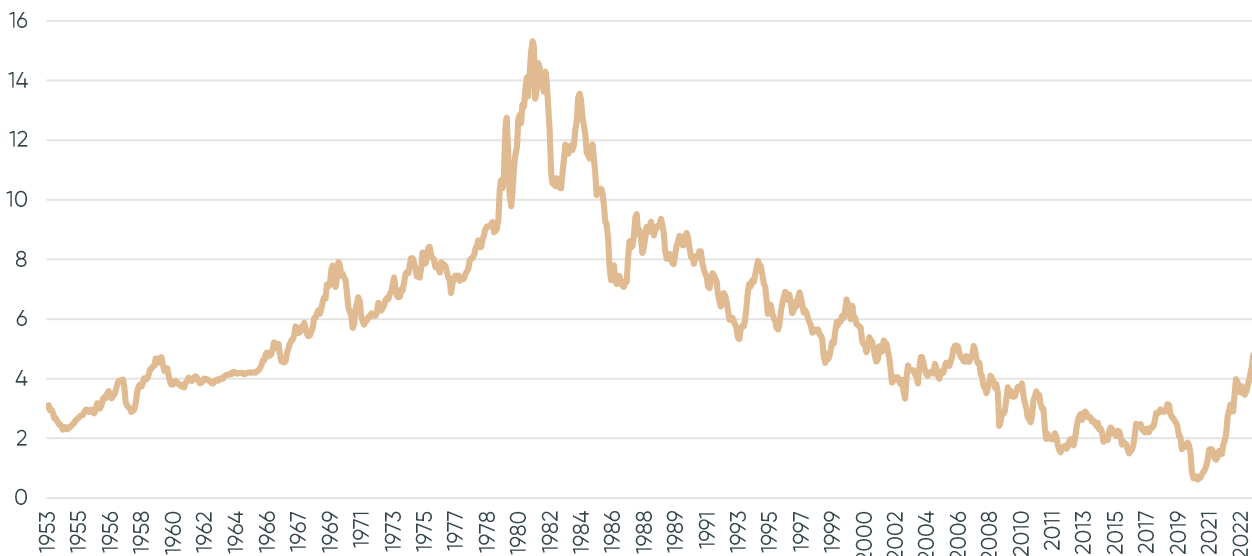


Источник: New York Fed, расчеты УК ПСБ

В настоящее время инверсия кривой казначейских облигаций США сохраняется. Тем не менее, в случае оперативного реагирования ФРС на входящие данные по инфляции, мы сможем увидеть нормализацию кривой уже в 2024 году.

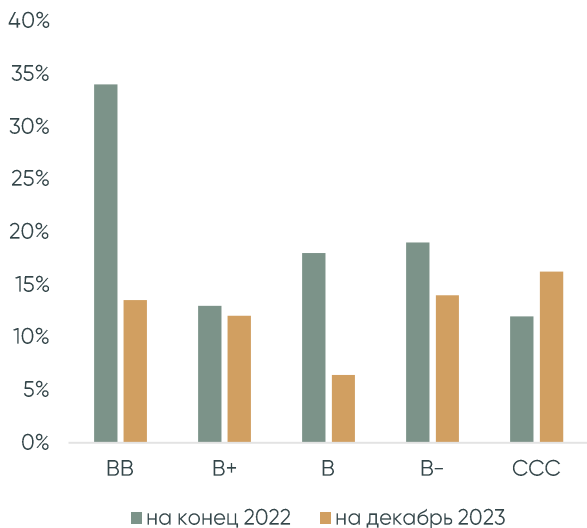
Большинство облигационных управляющих, работающих на рынке, не имели опыта работы с облигациями в условиях стабильно высоких ставок и инфляции. Полагаем, что попытки рынка поймать пик ставок с последующими быстрым ростом цен являются ловушкой, и не считаем, что их оправданными.

Доходность 10-летних UST, %

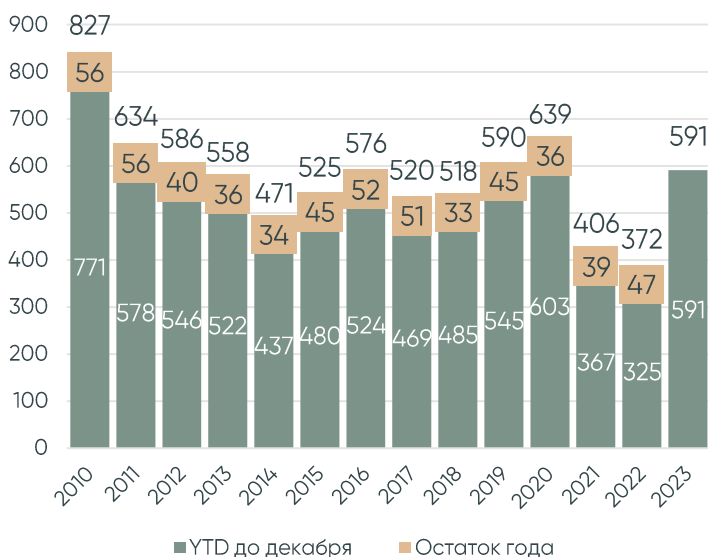


Экономика США

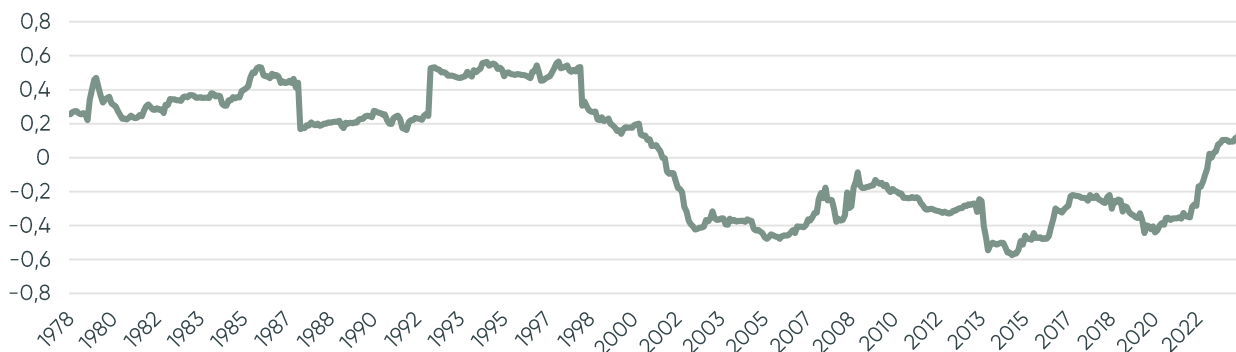
Доля, % погашений 2024/25



Фактические дефолты в США



Корреляция между акциями и облигациями США 5-летняя скользящая

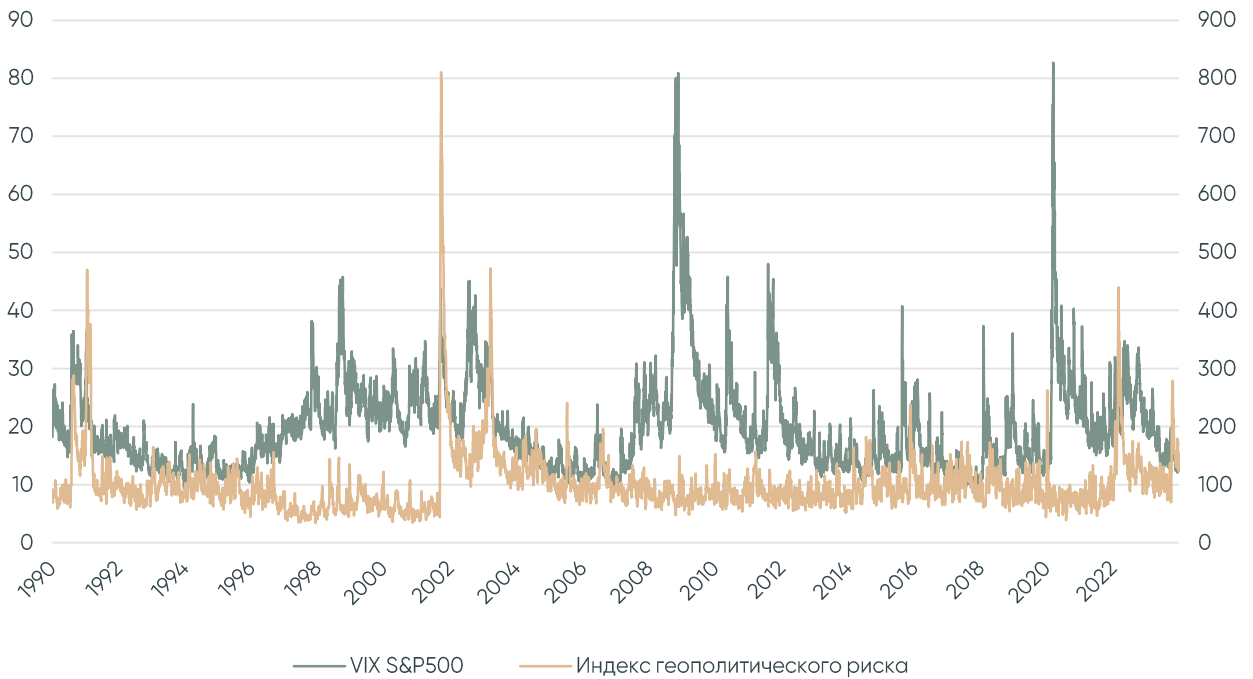


Американские компании воспользовались «окном возможностей» ковидного периода (2020–2021 гг.), чтобы привлечь дешёвые займы на длительные сроки (5 и более лет). Текущая ставка ФРС создаёт проблемы с рефинансированием данных обязательств. Мы ожидаем, что рынок начнёт готовиться к погашениям 2025 года заранее, в 2024 году, отделяя качественные компании от потенциальных банкротов. Отмечаем, что некоторые компании начали заранее рефинансировать свои обязательства в 2023 году, что снижает риск проблем при рефинансировании, но увеличивает совокупную процентную нагрузку. Считаем, что риски дефолта выше у маленьких непубличных компаний, в первую очередь в сегменте частного долга.

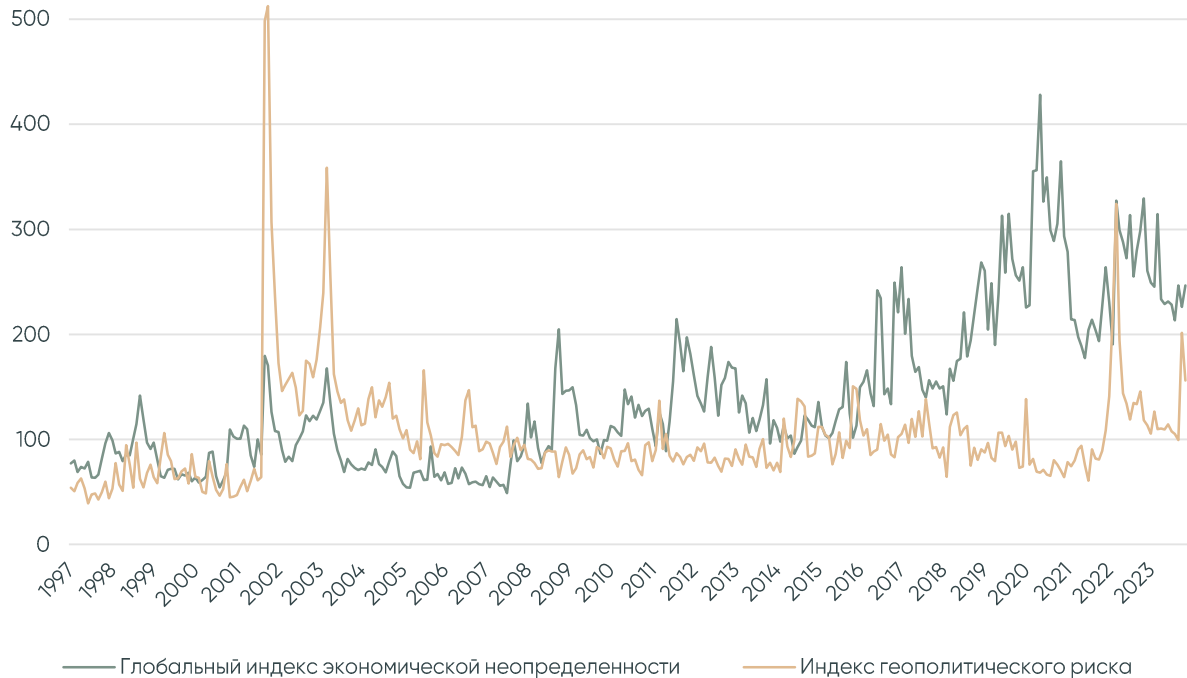
С сентября 2022 года на рынке наблюдается положительная корреляция между акциями и облигациями, то есть облигации перестали быть тем активом, который может улучшить диверсификацию портфеля и снизить риски. Таким образом, классический портфель со структурой 60/40 становится недостаточно диверсифицированным. В данной ситуации инвесторы находятся в поисках иных классов активов, которые позволяют снизить несистематический риск портфеля, в том числе за счет, например, добавления золота и активов с товарных рынков. Российские инвесторы в данной ситуации могут обратить внимание на замещающие облигации.

Экономика США

Индекс геополитического риска и волатильность рынка США

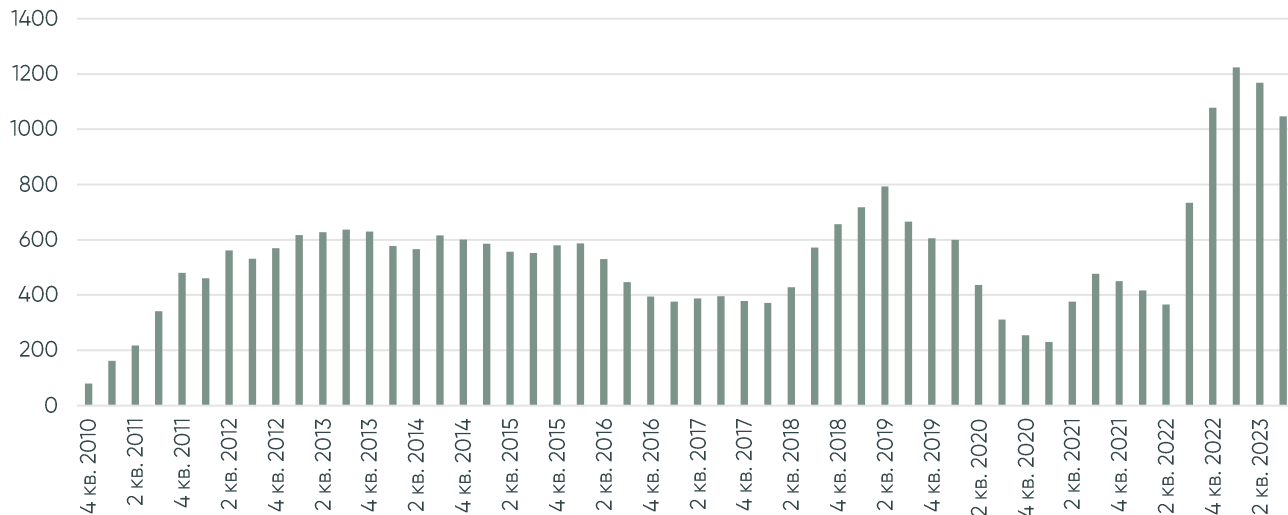


Глобальный индекс экономической неопределенности



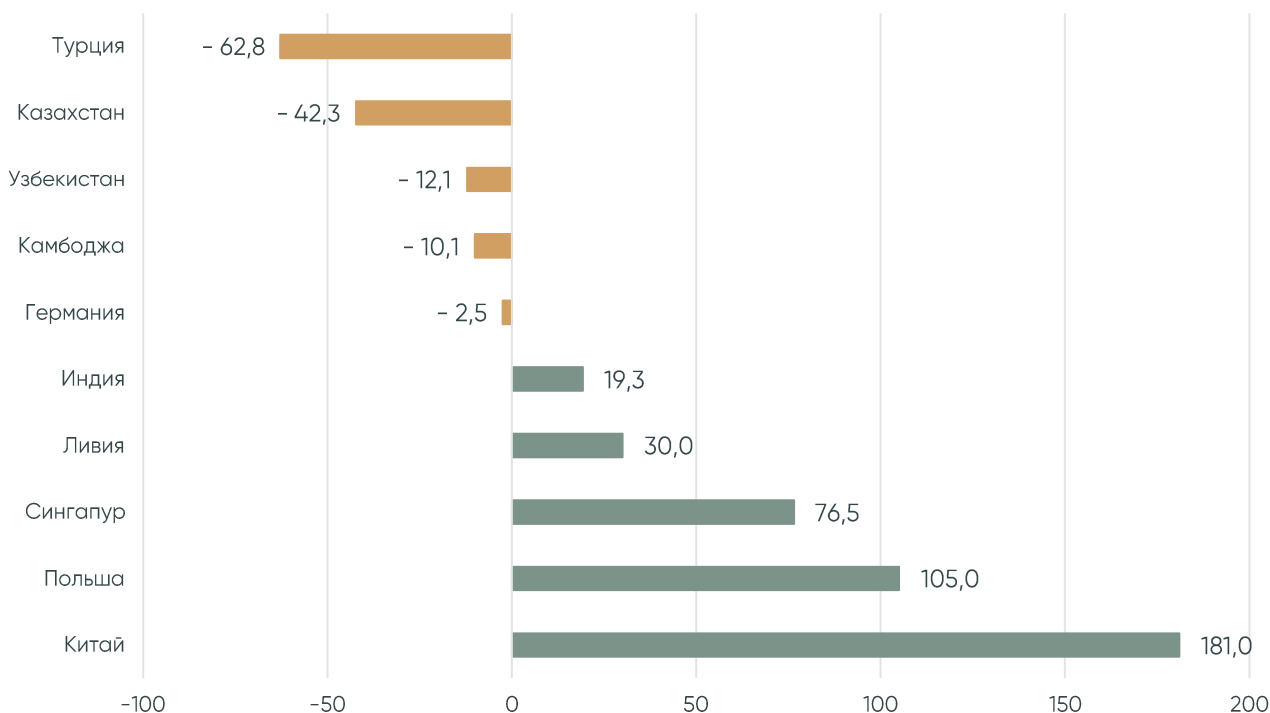
Политические изменения этого года могут создавать дополнительные возможности для получения дохода от повышенной волатильности. Рост индекса геополитического риска может привести к неопределенности в монетарной политике на развитых рынках, что в свою очередь негативно скажется на настроениях инвесторов. **В отличие от глобальных, российский рынок может стать для инвесторов «тихой гаванью».**

Нетто покупка-продажа золота Центробанками, тонн



Мы видим структурную поддержку рынка золота со стороны мировых центральных банков, которые выходят из активов стран G7 с целью сохранения своих резервов. Полагаем, что золото будет продолжать пользоваться повышенным спросом в 2024 году. Видим сильную структурную поддержку рынка со стороны мировых ЦБ и не ожидаем существенного падения цены на золото (ниже 2000 \$/оZ).

Изменение запасов золота 9 месяцев 2023 г., тонн

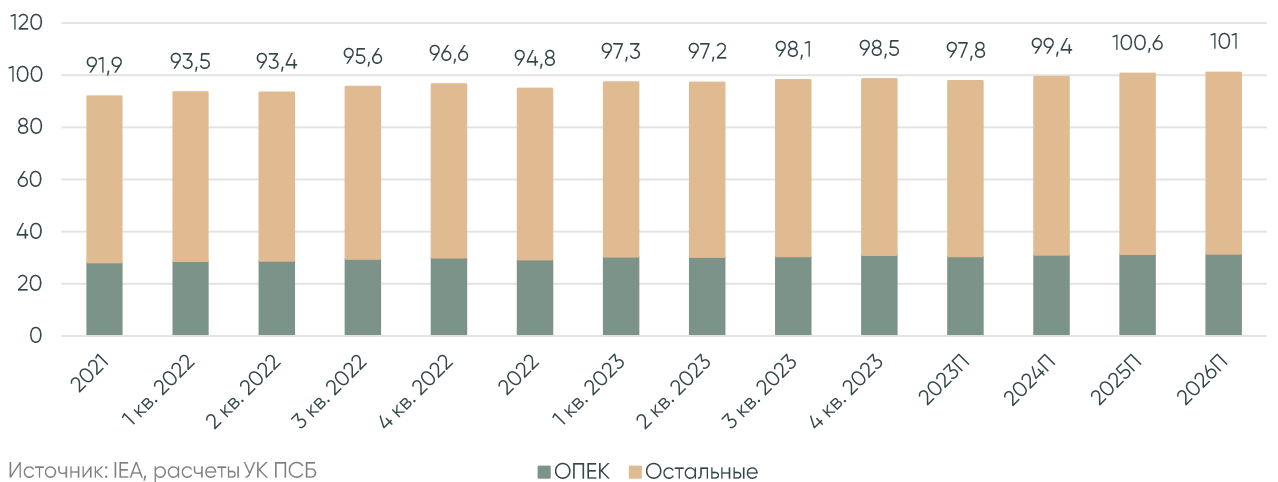


Источник: World Gold Council, расчеты УК ПСБ

Динамика цены на нефть Brent и заседания ОПЕК+



Производство нефти, млн барр./сутки

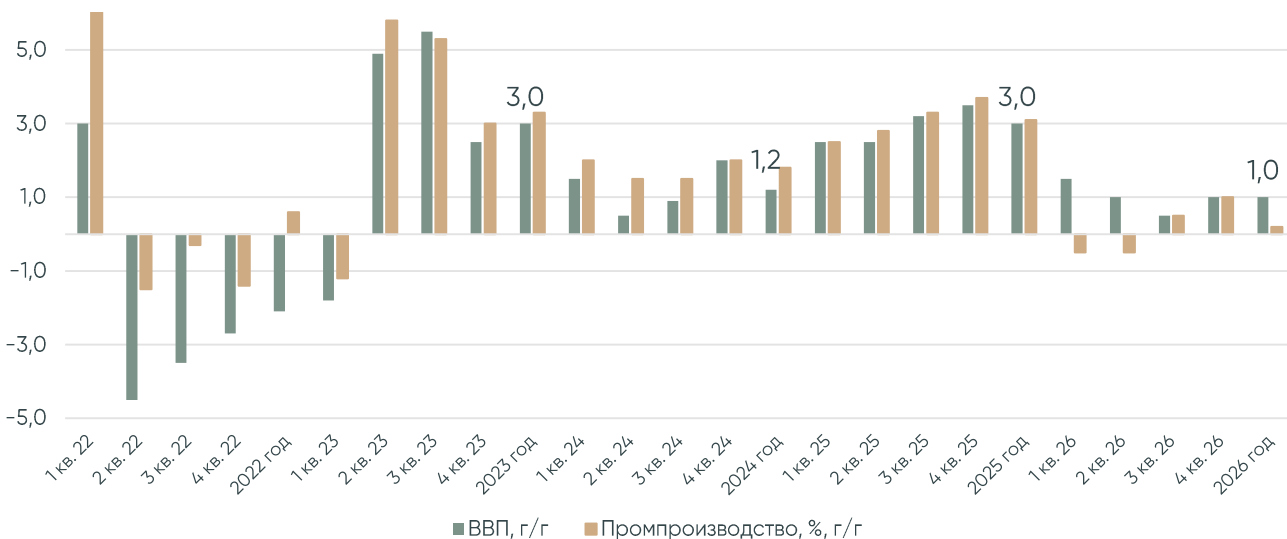


Источник: IEA, расчеты УК ПСБ

В случае реализации сценария «мягкой посадки» экономики США, спрос на нефть останется в меру высоким. Видим, что удешевление цены ниже 80 долл./барр. вызывает резко негативную реакцию от стран-членов ОПЕК+ и приводит к вербальным или реальным интервенциям на рынке.

Экономика РФ

Деловая активность



Источник: расчеты УК ПСБ

ВВП Российской Федерации растёт выше своих трендовых уровней, что связано со структурной перестройкой экономики, в том числе за счёт экспансивного бюджета и мягкой фискальной политики.

В следующем году возможно замедление темпов роста ВВП, в том числе из-за высокой базы, снижения темпов кредитования вследствие жесткой ДКП.

По результатам опроса, проведенного Банком России в декабре 2023 г., большинство аналитиков ожидает рост ВВП на 1,3%. Тем не менее фискальное стимулирование продолжится, как минимум, в 2024 году.

Потребительская активность

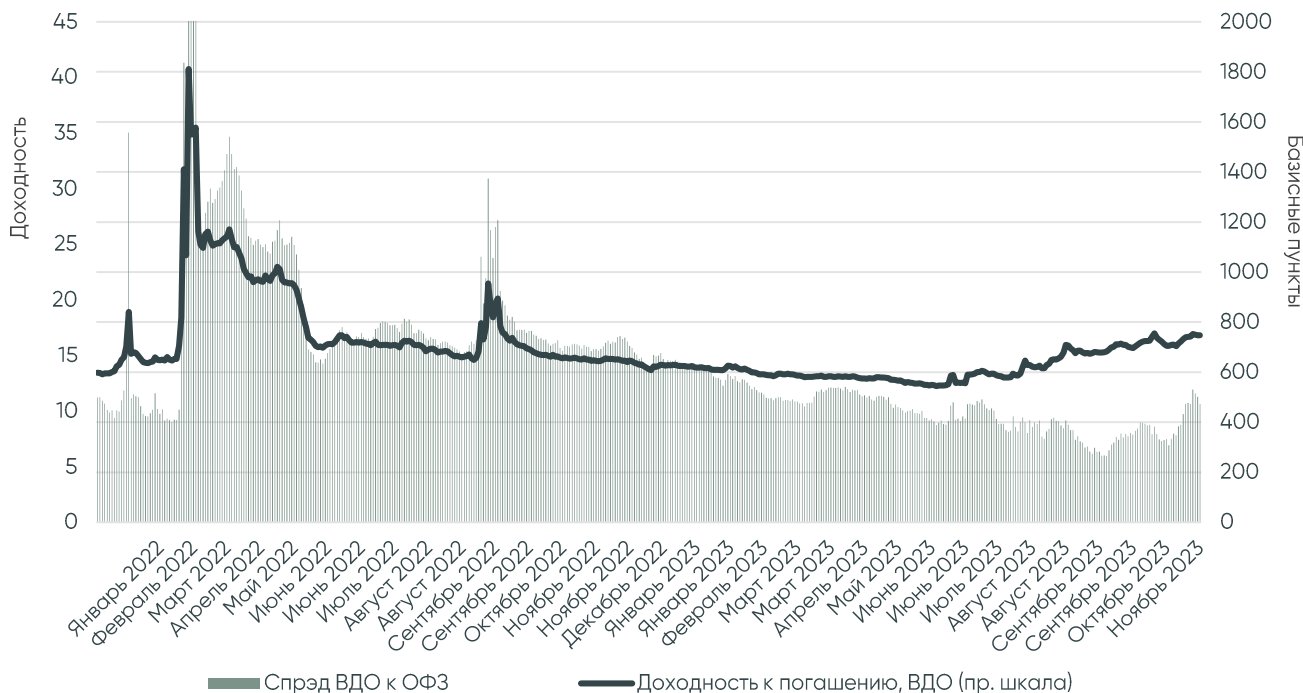


Источник: расчеты УК ПСБ

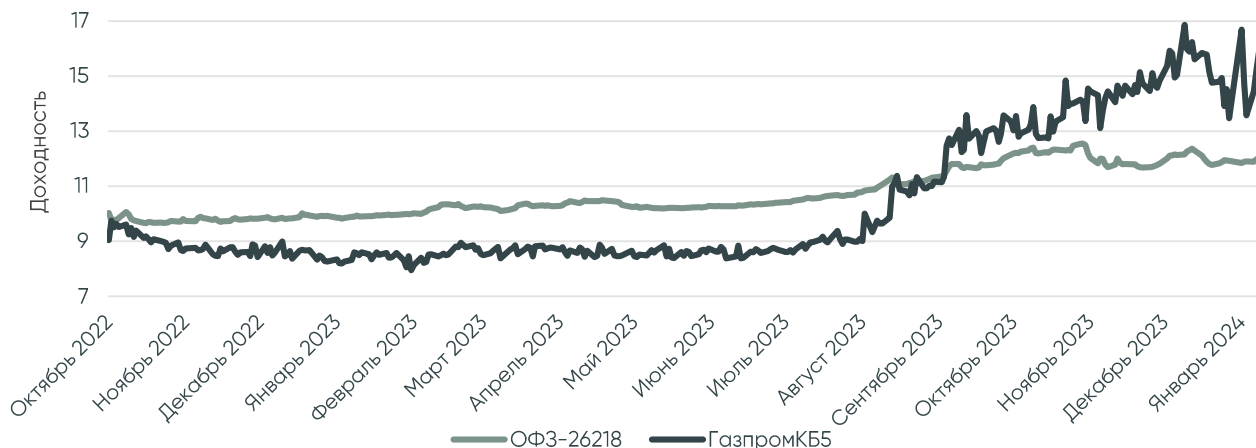
Безработица в России стремится к своим историческим минимумам. Структурный дефицит кадров приводит к повышению заработных плат, что в свою очередь является дополнительным фактором для роста цен в экономике. Потребительские расходы также увеличиваются на фоне растущих заработков и снижения уровня бедности.

Мы не ожидаем улучшения ситуации с дефицитом кадров из-за волатильности курса рубля, которая снижает привлекательность российского рынка труда для мигрантов, и привлечения дополнительных сотрудников в сектор ОПК из других секторов промышленности.

Доходность к погашению и спрэд ВДО к ОФЗ



Доходность эталонных облигаций



Источник: расчеты УК ПСБ, Cbonds

Как и в Соединенных Штатах, мы ожидаем, что нормализации кривой ОФЗ произойдет на более высоких уровнях доходности.

Мы не видим возможности для смягчения ДКП в России до тех пор, пока инфляционные ожидания населения и предприятий не снизятся, и пока инфляция не нормализуется. Мы также не исключаем ужесточение ДКП. Решение ЦБ будет зависеть от динамики инфляции в ближайшие месяцы.

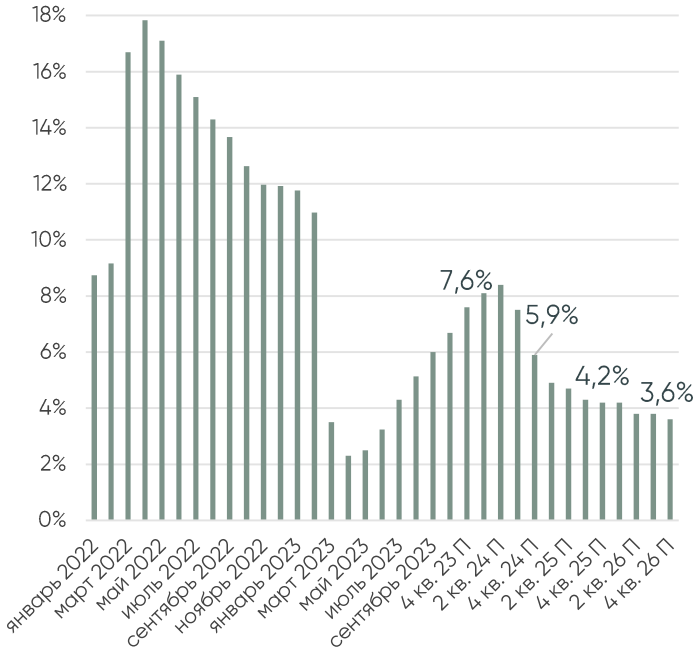
Считаем, что в режиме структурно высоких ставок надо избирательно относиться к корпоративным облигациям, тщательно анализируя кредитное качество отдельных компаний.

Корпоративные флоатеры остаются крайне привлекательным инструментом для инвестиций, сочетая высокий купонный доход с относительно низкой ценовой волатильностью, особенно в цикле жёсткой ДКП.

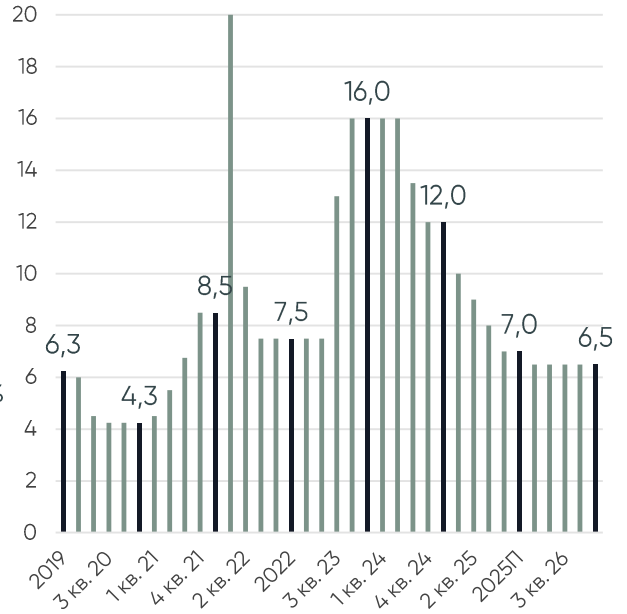
Взгляд на 2024 год

Рублёвые облигации

Инфляция в РФ, %



Ключевая ставка, %



Источник: расчеты УК ПСБ

Инфляция остается высокой вследствие девальвации рубля и роста зарплат. Возвращение к целевым уровням ожидается только к концу 2025 года. Это предполагает сохранение жесткой денежно-кредитной политики в первом полугодии 2024 года с возможным финальным повышением ключевой ставки в феврале.

Опрос аналитиков Банком России в декабре 2023 года показал, что большинство участников рынка ожидает рост ИПЦ в декабре 2024 года к декабрю 2023 года на 5,1%.

Мы ожидаем, что ставку начнут снижать во 2 полугодии 2024 года, рыночный консенсус предполагает, что снижение, вероятно, начнется уже во 2 квартале 2024 года.

Ожидания по ставке РФ, %

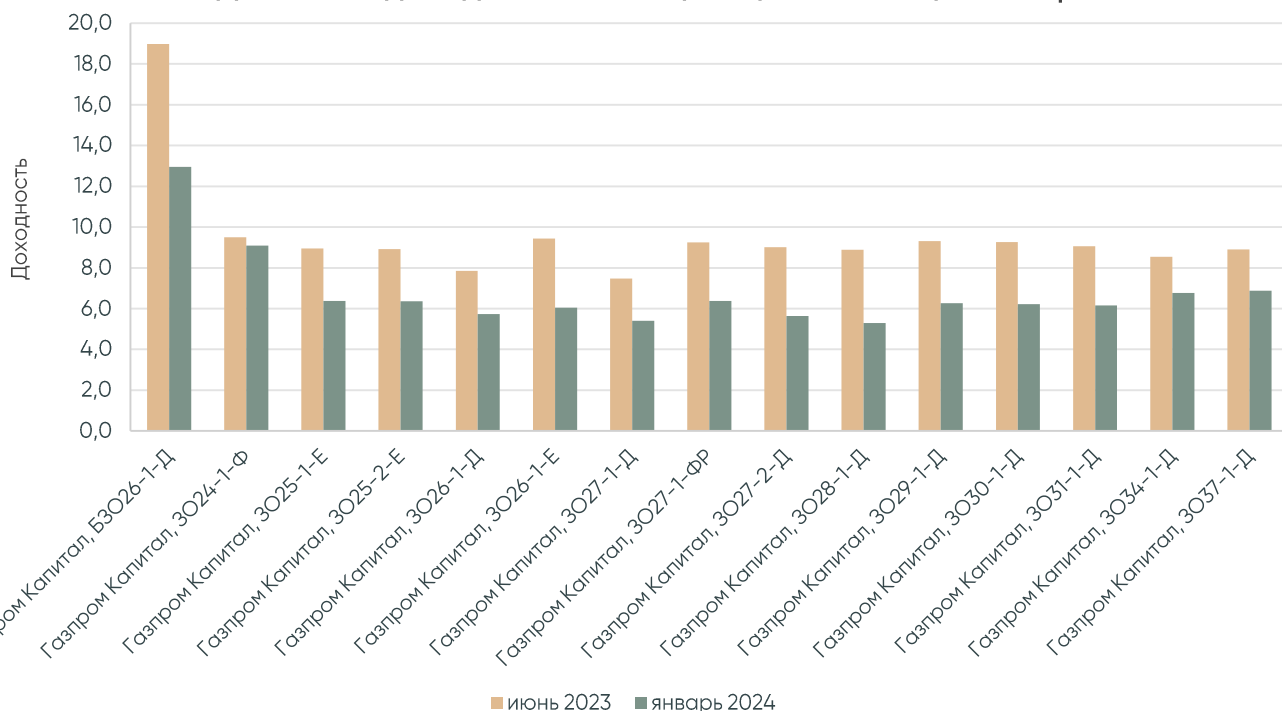


Источник: Cbonds, Мосбиржа

Сегмент	Прогноз
ОФЗ-ПД	Умеренно-негативный
ОФЗ-ПК	Позитивный
ОФЗ-ИН	Негативный
Корпоративные облигации (AAA – AA-)	Позитивный
Корпоративные облигации (A+ – A-)	Нейтральный

Замещающие и валютные облигации

Динамика доходности замещающих облигаций Газпрома



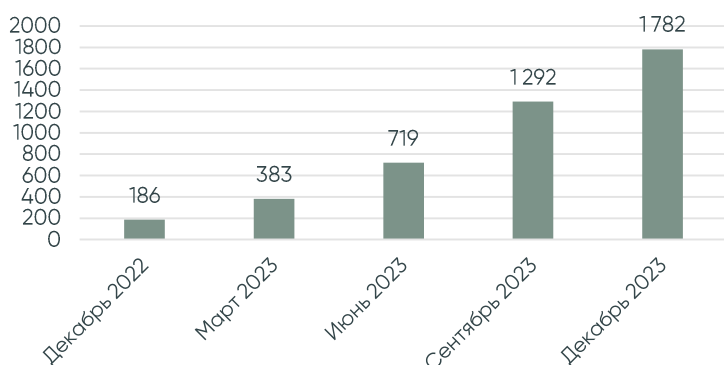
Источник: Cbonds

Объем облигаций, подлежащих замещению, продолжает снижаться, что оказывает поддержку ценам. Кроме того, около 10% от общего объема рынка замещающих облигаций погасится в 2024 году.

Мы ожидаем дальнейшего роста цен на замещающие облигации, в том числе вследствие отсутствия альтернатив для инвестирования в долларах и евро.

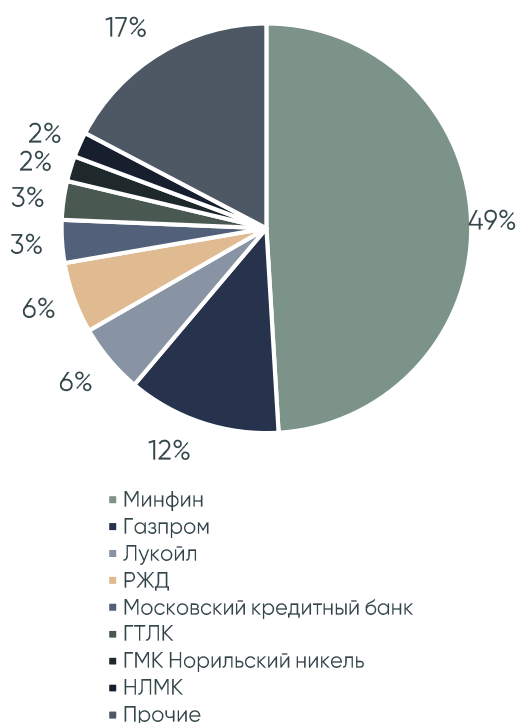
Замещающие облигации являются отличным инструментом для диверсификации портфеля ценных бумаг и будут пользоваться популярностью на протяжении 2024 года.

Объем размещенных замещающих облигаций, млрд. руб.



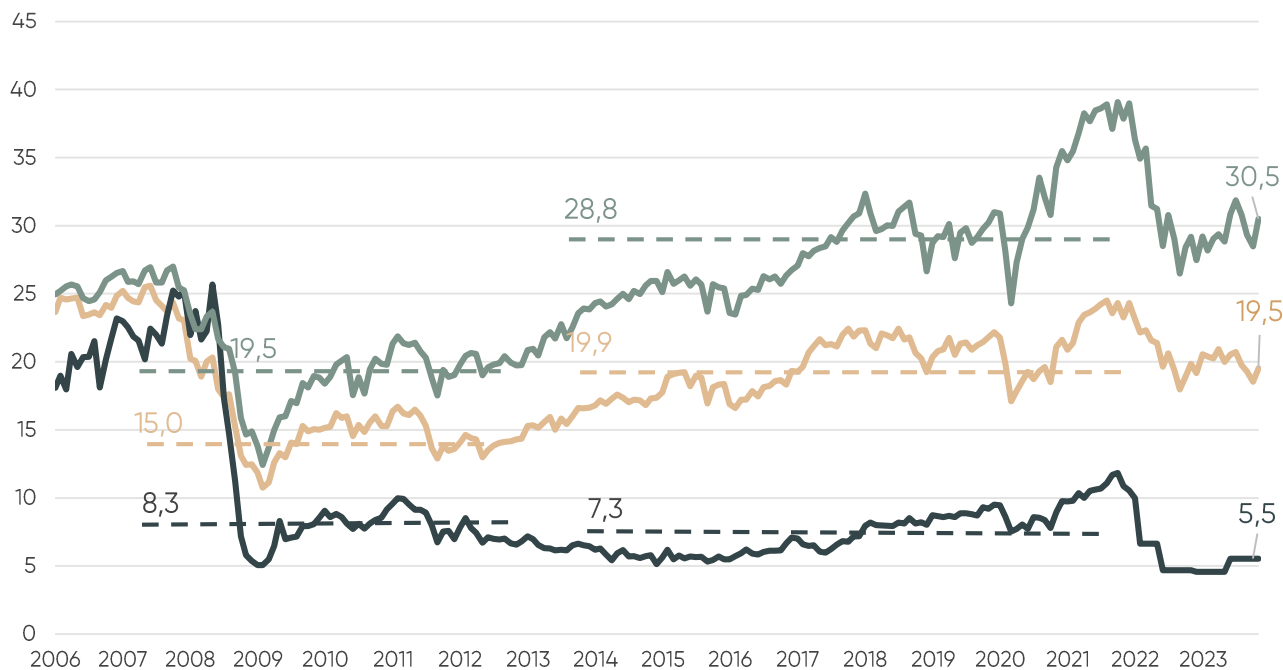
Источник: Cbonds, расчеты УК ПСБ

Структура незамещенных корпоративных еврооблигаций



Акции РФ

Индекс Р/Е Шиллера*



Источник: расчеты УК ПСБ

— Европа — Россия — США

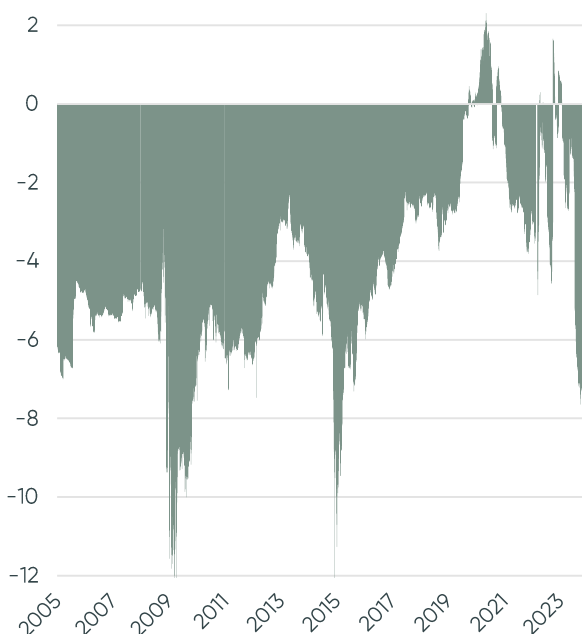
Российский рынок ценных бумаг, как правило, является более дешёвым по сравнению со своими аналогами из США и ЕС, кроме того, рынок акций РФ также дешевле рынков тех стран, где есть ограничения на вывод капитала (Индия, Иран).

В настоящий момент российский рынок акций торгуется на минимальных значениях относительно даже своего исторически дешёвого уровня, что создает дополнительный потенциал для роста.

Основной вклад в рост рынка в 2023 году внесла девальвация рубля относительно других валют.

Мы предполагаем, что структурная перестройка российской экономики, относительно высокие доходы от экспорта и рост благосостояния населения позволят рынку расти далее даже в случае укрепления рубля.

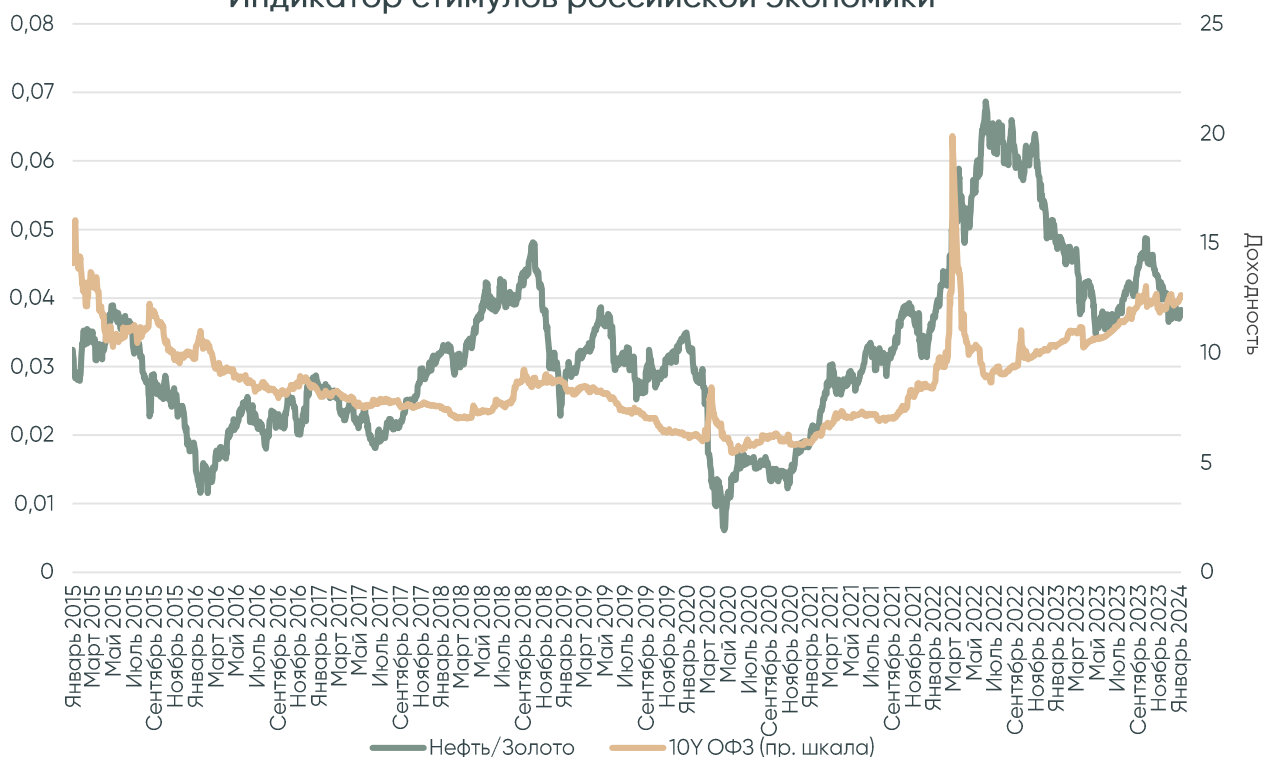
Разница между исторической дивидендной доходностью и доходностью 1-летних ОФЗ



(*) Отношение цены акций рынка к средней скорректированной на инфляцию прибыли за 10 лет

Акции РФ

Индикатор стимулов российской экономики



Источник: расчеты УК ПСБ

В условиях высоких процентных ставок и необходимости привлечения внешнего финансирования компании могут предпочитать выход на первичную или вторичную эмиссию акций вместо привлечения долга.

В цикле жёсткой ДКП необходимо уделять повышенное внимание долговой нагрузке компаний.

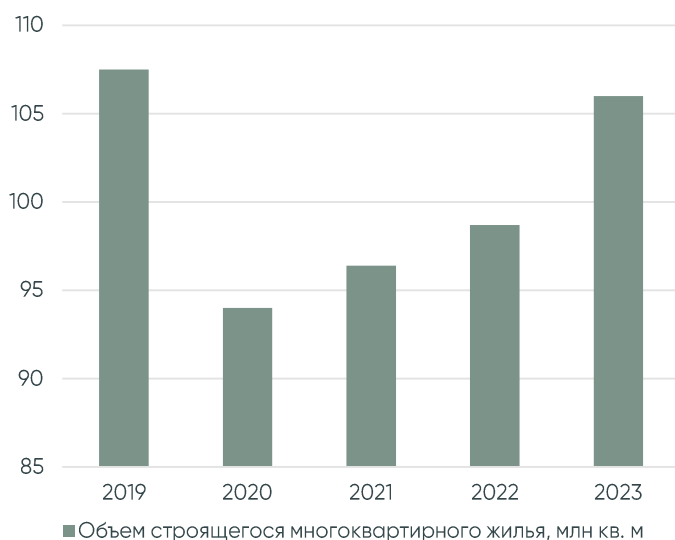
В таких условиях лучше рынка смотрятся компании, которые могут переносить рост издержек на потребителей.

Структурная модернизация экономики Российской Федерации продолжается: компании-бенефициары будут существенно обгонять по темпам роста не только конкурентов, но и инфляцию.

Отдельные компании, успешно завершившие редомициляцию, могут предлагать дополнительный дисконт по цене при фундаментально сильных показателях.

Сектор	Прогноз
Нефть и газ	Позитивный
Черная металлургия	Позитивный
Цветная металлургия	Негативный
Потребсектор	Позитивный
ИТ	Умеренно-позитивный
Финансы	Позитивный
Транспорт	Позитивный
Недвижимость	Умеренно-негативный
Телеком	Негативный
Электроэнергетика	Негативный

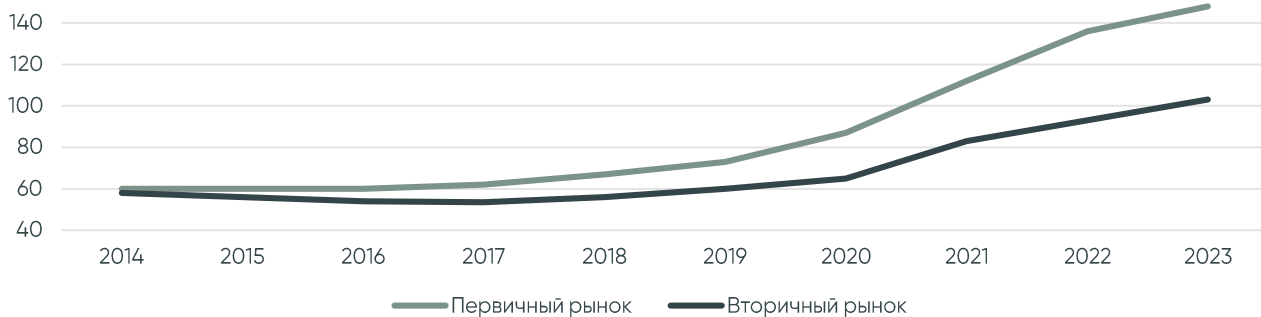
Объем строительства жилья МКД



Ипотечные кредиты и их доля в сделках



Цены на конец года, тыс руб за кв. м



Источник: Дом.рф

В течение всего года мы видели расхождение в ценах между первичным и вторичным рынками жилья. Итоговая разница цен к концу года составила более 30%, что может свидетельствовать о перекупленности первичного рынка. Доля ипотеки на первичном рынке находится на исторических максимумах в ожидании введения макропруденциальных ограничений ипотечного кредитования со стороны ЦБ и внесения изменений в правила льготной ипотеки.





Мы считаем, что вероятность исключения или существенного ограничения программы льготной ипотеки в Москве и Санкт-Петербурге во второй половине года является достаточно высокой.

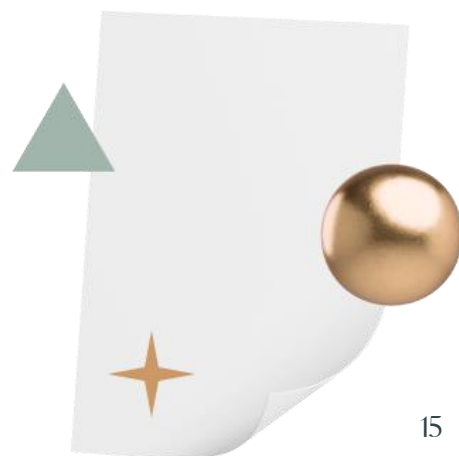
Низкая доступность ипотеки может снизить спрос на первичном рынке, а высокие ставки по вторичным сделкам ограничат привлекательность недвижимости при таких уровнях цен.

Итоговые выводы

Актив	Прогноз
Рублевые облигации с фиксированным купоном	Умеренно-негативный
Рублевые облигации с плавающим купоном	Умеренно-позитивный
Замещающие облигации	Позитивный
Акции РФ	Позитивный
Валюта	Умеренно-позитивный
Нефть	Умеренно-позитивный
Золото	Умеренно-позитивный
Недвижимость	Умеренно-негативный

Основными рисками для нашего прогноза являются:

- 
 Более быстрое снижение темпов роста цен, что приведёт к агрессивному снижению ставки со стороны ЦБ и, соответственно, росту цен на облигации с фиксированным купоном и снижению купонов по флоатерам.
- 
 Замедление экономики США и/или мировой экономики, что может привести к коррекции на мировом рынке акций, товарных рынках и, соответственно, к снижению цен на российские акции.
- 
 Новый виток роста инфляции с сохранением текущей ставки Банка России.
- 
 Существенное удорожание рубля, приводящее к снижению стоимости акций и замещенных облигаций.



Настоящий информационно-аналитический обзор предоставляется исключительно в информационных целях и не содержит рекомендаций или предложений о совершении сделок. ООО «УК ПРОМСВЯЗЬ» уведомляет, что использование представленной информации не обеспечивает защиту от убытков или получение прибыли. ООО «УК ПРОМСВЯЗЬ» и его сотрудники не несут ответственности за полноту и точность предоставленной информации, а также последствия её использования, и оставляют за собой право пересмотреть ее содержание в любой момент без предварительного уведомления. Настоящим уведомляем всех заинтересованных лиц о том, что при подготовке обзора использовалась информация, полученная из сети Интернет, а также других открытых источников информации, рассматриваемых нами на момент публикации как достоверные. Данные материалы подготовлены аналитиками управляющей компании, отображают частное мнение и не являются обещанием в будущем эффективности деятельности (доходности финансовых вложений). Данный материал не является индивидуальной инвестиционной рекомендацией.

С информацией, содержащейся в ключевом информационном документе (КИД), который содержит основные сведения о фонде, включая основные риски, можно ознакомиться на сайте компании – www.upravlyaem.ru – Раздел «О компании / Раскрытие информации в соответствии с требованиями законодательства».

Общество с ограниченной ответственностью «Управляющая компания ПРОМСВЯЗЬ». Лицензия на осуществление деятельности по управлению инвестиционными фондами, паевыми инвестиционными фондами и негосударственными пенсионными фондами № 21-000-1-00096 от 20.12.2002 выдана ФКЦБ России. Лицензия профессионального участника ценных бумаг на осуществление деятельности по управлению ценными бумагами № 045-10104-001000 от 10.04.2007, выдана ФСФР России.

Не является индивидуальной инвестиционной рекомендацией.