

Ежемесячный обзор. Январь. 2025

03.02.2025

Экономика

По данным статистики по банковскому сектору, опубликованной ЦБ РФ, в декабре охлаждение кредитования усилилось, как в потребительском, так и в корпоративном сегменте. Так, по нашим расчетам, с исключением сезонности необеспеченные потребительские ссуды (НПС) в первый раз с 2022 г. заметно сократились (-0,7% м./м.), а кредиты юрлицам также впервые за долгое время показали околонулевую динамику (0,2% м./м. с исключением сезонности). Последние, впрочем, в значительной степени снизились из-за погашения валютной части (валютизация в декабре упала сразу до 13,7% с 15,3%), однако, и динамика рублевой задолженности замедлила рост (1% м./м. против 1,5% м./м. в ноябре). Судя по декабрьским данным (оперативная версия которых, скорее всего, была доступна регулятору), решение ЦБ РФ сохранить ключевую ставку в декабре становится гораздо более понятным. Можно сказать, что дальнейшее увеличение ставки было не нужно (и даже создавало бы риски) – динамика как корпоративного, так и розничного кредитования существенно охладилась (благодаря уже достигнутой ранее жесткости монетарных мер, а также сдерживающей макропруденциальной политике ЦБ). Мы полагаем, что со временем это окажет существенный дезинфляционный эффект, что позволит в итоге начать снижение ключевой ставки во 2П 2025 г.

Нефть

За январь нефть Brent смогла слегка подорожать, на 1,7% до 75,7 долл/барр. Впрочем, торговля оставалась достаточно безыдейной, и мощные попытки роста так и не удались. Во многом причиной являются намерения Трампа ограничить рост цен на нефть (намерения надавить на ОПЕК с целью увеличения добычи, ввести пошлины против ряда стран, в том числе и Китая и пр.).

Валюта

Несмотря на слабый старт в самом начале года, рубль укрепился в январе, завершив месяц на уровне 13,35 руб./юань (+2,6% за месяц). Укрепление рубля к доллару оказалось еще более значительным (+3,8%). Для российской валюты есть несколько причин для укрепления:

- 1) Эффект от санкций на нефтегазовый сектор оказался не столь сильным в моменте. Перебои поставок, судя по информации в СМИ, пока носили эпизодический характер.
- 2) Текущее укрепление рубля вполне может быть последствием адаптации к санкциям на банковский сектор, которые были введены в ноябре прошлого года (репатриация валютной выручки начала восстанавливаться).
- 3) Январь-февраль – сезонно позитивный для рубля месяц: спрос на валюту со стороны импортеров традиционно низкий, что оказывает рублю дополнительную поддержку.

Тем не менее, на наш взгляд, сокращение торгового баланса, которое наметилось с конца прошлого года – один из главных факторов, который потенциально будет ограничивать дальнейший рост российской валюты, особенно в среднесрочной перспективе. По этой причине наш прогноз не предполагает значительного укрепления рубля от текущих уровней.

Облигации

В январе Минфин принял решение о доэмиссии «старых» выпусков средне- и долгосрочных ОФЗ-ПД 26221, 26228, 26230, 26233, 26235, 26238, 26240, каждый в объеме 50 млрд руб. Видимо, такой шаг был сделан с целью диверсифицировать предложение «классических» бумаг (до этого к размещению были доступны 4 выпуска: 26245 - 26248). Совокупно навес предложения составит 350 млрд руб. В большей степени он сосредоточен именно на дальнем участке кривой ОФЗ – в этом причина более значительной коррекции бумаг в сегменте >10 лет (на этих новостях доходности выросли на 40-100 б.п.). Впрочем, доэмиссия проведена в небольшом объеме. План заимствований на год составляет 4,781 трлн руб. брутто (погашения 1,416 трлн руб., нетто 3,365 трлн руб.), и эффект навеса предложения, на наш взгляд, в итоге не будет столь заметен. На 1 кв. 2025 г. планируется разместить 1 трлн руб. брутто.

С начала года подорожать успели короткие 1-2 летние бумаги, тогда как общее движение по кривой было лишь вверх, со снижением инверсии. Довольно слабые данные по инфляции с отсутствием явных признаков охлаждения экономики, видимо, все же давят на ожидания по траектории ДКП в более жесткую сторону. При этом, стоит отметить, что масштабного пересмотра ожиданий нет, и рынок по-прежнему закладывает смягчение политики ЦБ в этом году.

Акции

В США индекс S&P 500 в январе установил очередной рекорд и превысил 6 100 пунктов. Д. Трамп вступил на пост 47-го президента США, анонсировав наступление «золотого века Америки» и пообещав урегулирование международных конфликтов, а также понижение налогов для инвестирующих в США компаний. Трамп не ввел тарифы против Канады, Мексики или Евросоюза немедленно в январе, что привело к ослаблению доллара против корзины глобальных валют и возобновлению роста цены золота. Американские компании в среднем отчитывались лучше ожиданий и давали позитивные прогнозы. Оценка роста прибылей в S&P 500, по данным FactSet, составляет 11,8% г./г. при мультипликаторе P/E по рынку в 22,2х. Релиз китайской модели искусственного интеллекта DeepSeek привел к рекордному дневному обвалу котировок NVIDIA – компания перестала быть первой по капитализации в мире, уступив место Apple. ВВП США вырос на 2,8% г./г. в реальном выражении в 2024 г. ФРС ожидаемо не изменила уровень процентных ставок (сохранив диапазон в 4,25% - 4,5%), и теперь рыночные ожидания предполагают возобновление понижения ставок американским регулятором не ранее июня. ЕЦБ же в пятый раз подряд понизил уровень процентных ставок: в январе понижение было проведено на 25 б.п. на фоне замедления экономик еврозоны.

В Китае индекс CSI 300 в январе снизился на 3%. ВВП КНР вырос на 5% в реальном выражении в 2024 г., а в последнем квартале рост составил 5,4% г./г. При этом значения PMI по итогам января отразили замедление деловой активности в китайской экономике. Производственный PMI вышел на уровне 49,1 (значение ниже 50 означает спад), что было особо чувствительно для рынка акций. Индикатор в сфере услуг и композитный показатель были выше 50, но показали ухудшение. Народный банк Китая не понижал процентные ставки и нормативы обязательного резервирования, несмотря на прошлые обещания самого регулятора и ожидания инвесторов. Государство также не вводило дополнительных мер фискального стимулирования. Комиссия по ценным бумагам Китая при этом установила новые требования по обязательным покупкам акций взаимными фондами и страховыми компаниями, что обеспечит долгосрочный приток средств в локальный фондовый рынок. Лучше рынка выглядели банки и отдельные сырьевые компании, поскольку китайские инвесторы активно покупали дивидендные акции. Так, котировки China Merchants Bank за январь выросли на 2,6%, а Zijin Mining – на 4,5%. Юань ослабевал против доллара США перед инаугурацией Трампа, однако затем резко укрепился в связи с отсутствием немедленных тарифов от американского президента: курс USD/CNY уходил в 7,33, а затем опускаясь до 7,18.

В начале года индекс МосБиржи продолжил тренд на рост, который начался в конце декабря, и достиг 2948,1 пунктов, прибавив 2% за месяц. Геополитические новости преобладали в российском информационном поле: санкции на нефтегазовый сектор, введенные в конце срока Байдена, сменялись новостями о возможных мирных переговорах, однако, о конкретных шагах, по крайней мере в публичном поле, не сообщалось.

Январь традиционно скуп на отчетности, но ряд компаний опубликовали свои операционные результаты, исходя из которых можно судить об итогах года. Так, ГКМ Норильский никель сообщила об итогах производственной деятельности за 4 кв. 2024 г. и год в целом. Объем производства снизился на 1% кв./кв. до 106 тыс. т., а металлов платиновой группы - на 10-11% кв./кв. из-за ремонтных работ. При этом компания перевыполнила свой собственный план по производству за год на 1-2%, представленные руководством прогнозы на 2025 г. предполагают небольшое снижение выпуска палладия и рост производства никеля на 1%. Корпоративный Центр ИКС5 после возобновления торгов в начале месяца опубликовал сильные результаты за 4 кв. 2024 г.: общая выручка увеличилась на 22% г./г. и превысила 1 трлн руб., общая торговая площадь увеличилась на 8% г./г. до 11 062 тыс. кв. м. Также компания имеет большой накопленный запас денежных средств и после редомициляции может выплатить специальные дивиденды с высокой доходностью. ЕС прорабатывает новые ограничения в рамках 16-го пакета санкций и рассматривает поэтапный отказ от российского алюминия. Мы отмечаем, что на данном этапе конкретной информации нет, но, если ограничения затронут только первичный алюминий, эффект для Русала будет незначителен. В январе также был введен новый ряд санкций США, направленных против нефтегазовой отрасли, так в лист SDN попали Газпром нефть, Сургутнефтегаз и более 180 судов, вовлеченных в транспортировку нефти. Несмотря на значительную жесткость, мы, вероятно, не увидим снижения экспорта нефти в натуральном выражении, а лишь увеличение дисконта стоимости российской нефти к аналогам. ЦБ РФ опубликовал декабрьский отчет о банковском секторе, в котором отметил, что чистая прибыль банков за весь год находится на довольно высоком уровне – 3,8 трлн руб. при ROE на уровне 23%. Также в отчете зафиксировано снижение корпоративного кредитования, что является одним из важнейших на текущий момент индикаторов для

ЦБ при принятии решения по ключевой ставке.