

ВЗГЛЯД НА РЫНКИ КАПИТАЛА

Март 2023 г.

СОДЕРЖАНИЕ



- Инвестиционное заключение
- Глобальные инвестиционные темы
- Российская экономика
- Валюты
- Рублевые и валютные облигации
- Российские акции
- Глобальные акции
- Китайские акции
- Приложения

ИНВЕСТИЦИОННОЕ ЗАКЛЮЧЕНИЕ

- Банковский кризис перевернул представление участников рынка о перспективах экономики и монетарной политики. Сейчас базовый сценарий – экономика развитых стран не избежит рецессии, а подъем ставки вскоре сменится снижением, по крайней мере в США.
- Для глобального рынка акций сложилась неблагоприятная картина. В случае рецессии, прогнозы по прибылям будут пересмотрены вниз. Если же рецессии удастся избежать, то вновь возникнет вопрос борьбы с инфляцией, ставки будут подниматься, а мультипликаторы акций – сжиматься.
- Перспективы экономики Китая в 2023 г. улучшились после отмены антиковидных ограничений и запуска стимулов со стороны китайских властей, направленных на увеличение потребительской активности и стабилизацию строительного сектора.
- В 2023 г. прогнозируем среднюю цену нефти Brent в 90 долл./барр. Открытие экономики Китая даст до половины прироста спроса на нефть и приведет к ее дефициту на рынке. Оцениваем в 2023 г. среднюю цену нефти Urals в 63 долл./барр. – ждем сокращения ее дисконта к Brent в течение года.
- По нашим оценкам, динамика ВВП России в 2023 г. будет околонулевой после снижения на 2,1% в 2022 г. Одним из основных факторов, поддерживающих экономическую активность, станут бюджетные траты – дефицит бюджета может превысить 3% ВВП.
- Бюджетный дефицит и другие проинфляционные факторы (напряженность рынка труда и вопросы с логистикой) приведут к нарастанию инфляционного давления в РФ. Хотя инфляция г/г весной окажется низкой из-за эффекта базы, темпы роста цен будут постепенно ускоряться. На конец 2023 г. инфляция в России в базовых предположениях может составить 6,5-7,0% г/г.
- По мере ускорения текущих темпов инфляции в течение 2023 г. Банку России потребуется повышать ключевую ставку – по нашим оценкам, с 7,5% до 8,5% на конец года. Регулятор уже ужесточил сигнал, повысив средний прогноз ключевой ставки с 6,5-8,5% до 7,0-9,0% на 2023 г.
- В базовом сценарии рубль в течение года останется близко к текущим уровням. Существуют риски дополнительного ослабления рубля в случае санкционных шоков, снижения доходов от российского экспорта и роста бюджетных расходов. Ожидаем среднегодовой курс 76 руб./долл.

Инвестиционные предпочтения*

Российская экономика и финансовая система находятся в стадии адаптации к внешним ограничениям, происходит структурная трансформация экономики. Сохраняется повышенная неопределенность, что ограничивает пространство для инвестиционного планирования. Предпочитаем **ДИВЕРСИФИКАЦИЮ** портфеля.

- Мы продолжаем **ДЕРЖАТЬ (=)** российские акции на фоне геополитических рисков и ограниченного раскрытия информации. Предпочитаем акции государственных компаний из-за меньших рисков снижения дивидендных выплат. Оцениваемая дивидендная доходность на рынке акций на горизонте 12 мес. составляет ~7,7%.
- Мы предпочитаем **ПОКУПАТЬ (+)** рублевые корпоративные облигации качественного 2-го эшелона с двузначной доходностью сроком до 2-х лет. Одновременно аккумулируем ликвидность в фондах денежного рынка, чтобы оперативно использовать ее для покупок рублевых облигаций в момент просадки рынка.
- Мы сохраняем валютную экспозицию через **ПОКУПКУ (+)** «замещающих» облигаций в российской инфраструктуре без рисков блокировок.
- Мы рассматриваем **ПОКУПКУ (+)** гонконгских акций китайских компаний на фоне восстановления экономической активности после отмены антиковидных ограничений, мер господдержки строительного сектора и стимулирования потребительского спроса.
- Мы сохраняем взгляд **ДЕРЖАТЬ (=)** на акции США из-за рисков рецессии в экономике и вероятной необходимости продолжать борьбу с инфляцией, что не в полной мере отражено в оценках рынка.

Для реализации инвестиционных предпочтений наилучшим образом подойдет новая стратегия доверительного управления **НОВЫЕ ВОЗМОЖНОСТИ: МУЛЬТИВАЛЮТНЫЙ ПОРТФЕЛЬ**** с широкой диверсификацией по классам активов и валютам в безопасной российской инфраструктуре.

* Бенчмарки: Индекс S&P 500, Индексы Мосбиржи (полная доходность)

**Стратегия доверительного управления АО ВИМ Инвестиции только для квалифицированных инвесторов



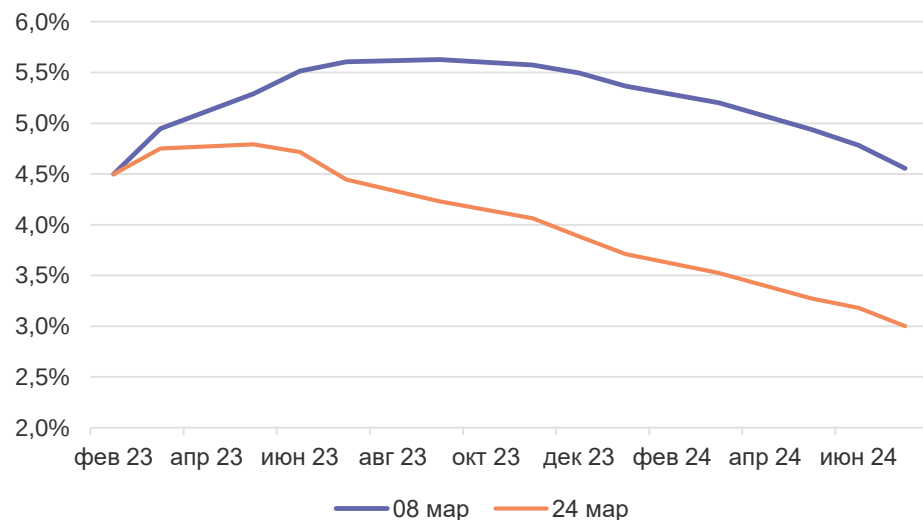
ГЛОБАЛЬНЫЕ ИНВЕСТИЦИОННЫЕ ТЕМЫ

ПОСЛЕДСТВИЯ БАНКОВСКОГО КРИЗИСА

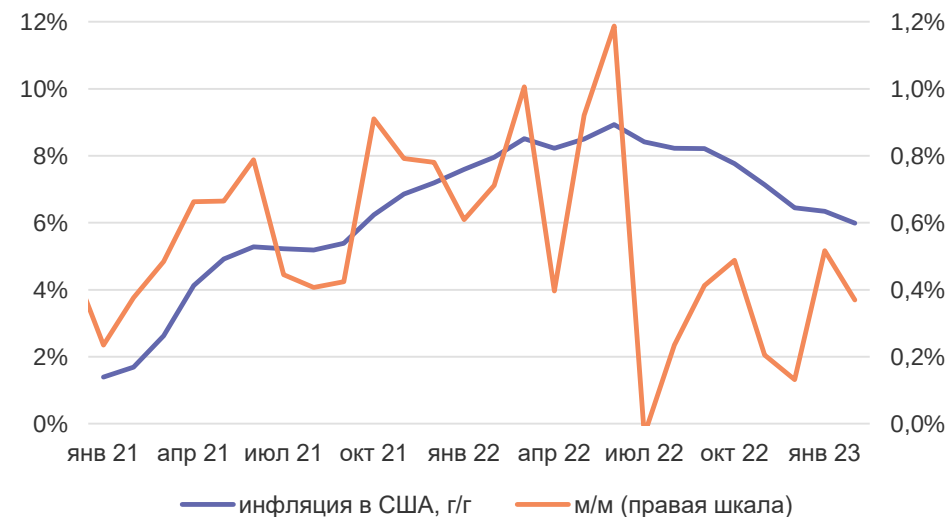
Банковский кризис в США и Европе создает значительную неопределенность и существенно увеличивает вероятность рецессии

- Отток депозитов на фоне роста доходностей по облигациям привел к обрушению ряда банков в США и вынужденному слиянию Credit Suisse с UBS. Падение доверия к банковской системе может привести к разрастанию кризиса. Регуляторы активно пытаются решить эту проблему, предоставляя банкам доступ к ликвидности и обещая сохранность средств вкладчиков. Однако нет гарантий что их усилия приведут к успеху.
- В условиях оттока депозитов и бегства от рисков можно ожидать, что банки сократят кредитование и это, в свою очередь, может привести к рецессии.
- Буквально за неделю рынки радикально переоценили траекторию денежной политики. Если ранее ожидалось, что ставка ФРС превысит 5,5%, а снижение ставки произойдет не ранее следующего года, то теперь рынки ожидают минимального повышения на ближайшем заседании, а затем – быстрого снижения в ответ на рецессию. При этом инфляция остается заметно выше цели ФРС. Если рецессия не материализуется, то ФРС придется продолжить повышать ставку.

Траектория ставки ФРС, ожидаемая рынком свопов



Инфляция в США замедлилась до 6% год-к-году, но в помесечном вновь ускорилась до 0,4%

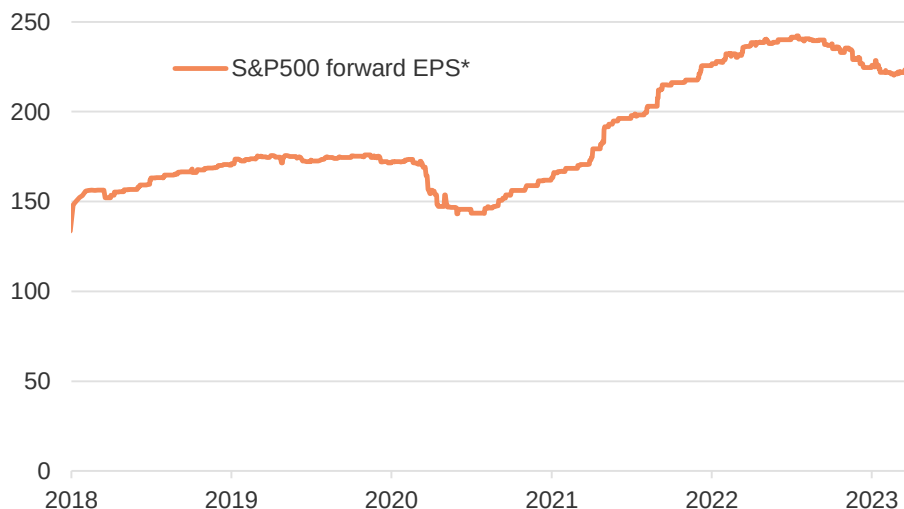


ПЕРСПЕКТИВЫ ГЛОБАЛЬНОГО РЫНКА АКЦИЙ

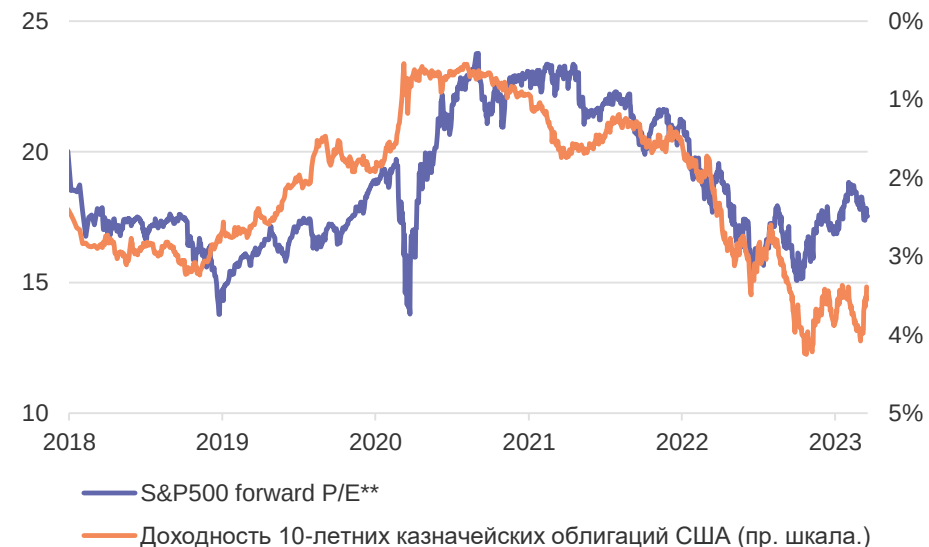
Рынок акций достаточно слабо отреагировал на макроэкономические проблемы, что создает потенциал для дополнительного снижения

- В случае если рецессия в глобальной экономике материализуется, мы увидим существенные пересмотры прогнозов по корпоративным прибылям. Пока оценки прибылей снизились незначительно, до уровней начала 2022 г. Это не соответствует сценарию рецессии.
- Если рецессии удастся избежать, то инфляция останется выше цели ФРС, и рост ставки возобновится. В таком случае мультипликаторы окажутся под давлением и будут тянуть рынок вниз.
- В сценарии рецессии наиболее пострадавшими будут бумаги циклических отраслей, в ином сценарии наиболее уязвимы бумаги технологического сектора.

Оценки прибылей снизились лишь на 8% от пика. Рецессия должна привести к более существенному пересмотру



P/E S&P 500 может ощутимо снизиться с нынешних 17х в случае возобновления роста ставок

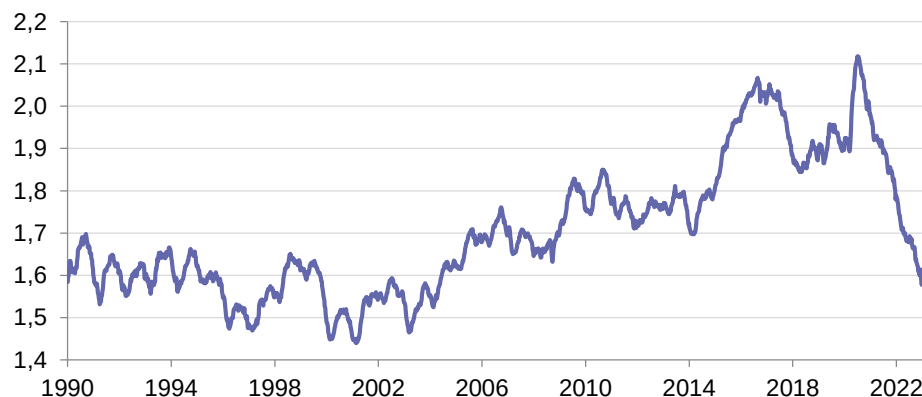


РЫНОК НЕФТИ

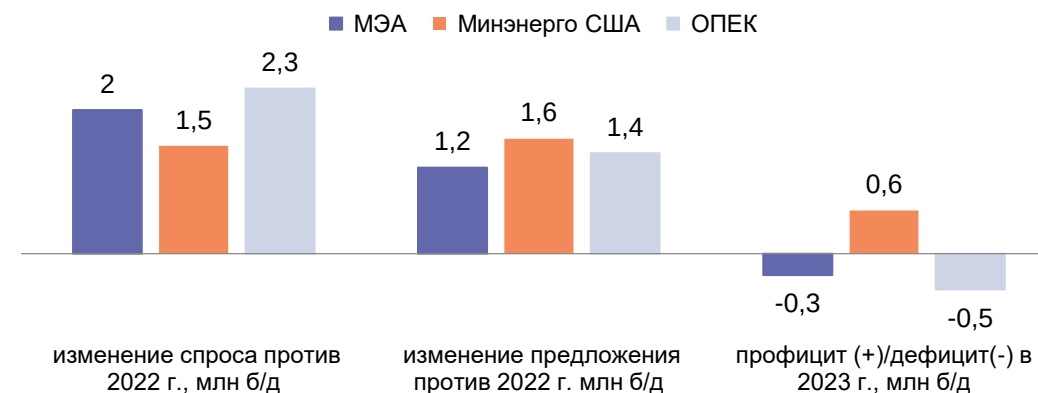
**Наш прогноз средней цены Brent в 2023-24 гг. – 90 долл./барр.
Ожидаем среднюю цену Urals в 2023 г. на уровне 63 долл./барр.**

- В 1 кв. 2023 г. цена нефти находилась под давлением, так как вопреки ожиданиям рынка, введение эмбарго на российскую нефть и нефтепродукты не привели к значительному снижению добычи нефти в России. Тем не менее, Россия пошла на сокращение добычи на 500 тыс. б/д на срок с марта по июнь 2023 г.
- В марте нефть снижалась до 70 долл./барр. по Brent из-за банковского кризиса в США и Европе: участники рынка опасались, что кризис спровоцирует рецессию и падение спроса на нефть. Впрочем, ситуация выглядит так, что кризис, вероятно, будет купирован регуляторами и не приведет к рецессии немедленно. Но даже в случае негативного сценария ОПЕК+ может сократить добычу, чтобы не допустить значительного снижения цены нефти.
- По прогнозу МЭА, спрос на нефть в 2023 г. вырастет на 2,0 млн б/д, а предложение прибавит на 1,6 млн б/д. Дефицит ожидается во 2 пол. 2023 г. В начале 2023 г. суммарные запасы нефти, нефтепродуктов и гос.резерв США падали до минимума с 2004 г., в 1 577 млн барр., свидетельствуя об уязвимости рынка.
- G7 и ЕС 5 февраля 2023 г. ввели эмбарго и «потолок» цен на нефтепродукты, что вызвало рост дисконта Urals к Brent до 35 долл./барр. Опыт аналогичного эмбарго на сырую нефть, введенного 5 декабря 2022 г., показывает реальность постепенного снижения дисконта. Ждем дисконт в среднем на уровне 27 долл./барр. и 20 долл./барр. в 2023 и 2024 гг. соответственно. Прогнозируем среднюю цену Urals в 2023 г. на уровне 63 долл./барр., в 2024 г. – 70 долл./барр.

Суммарные запасы нефти и нефтепродуктов в США, включая стратегический резерв, млрд барр.



Рынок нефти в 2023 г. по оценкам разных организаций

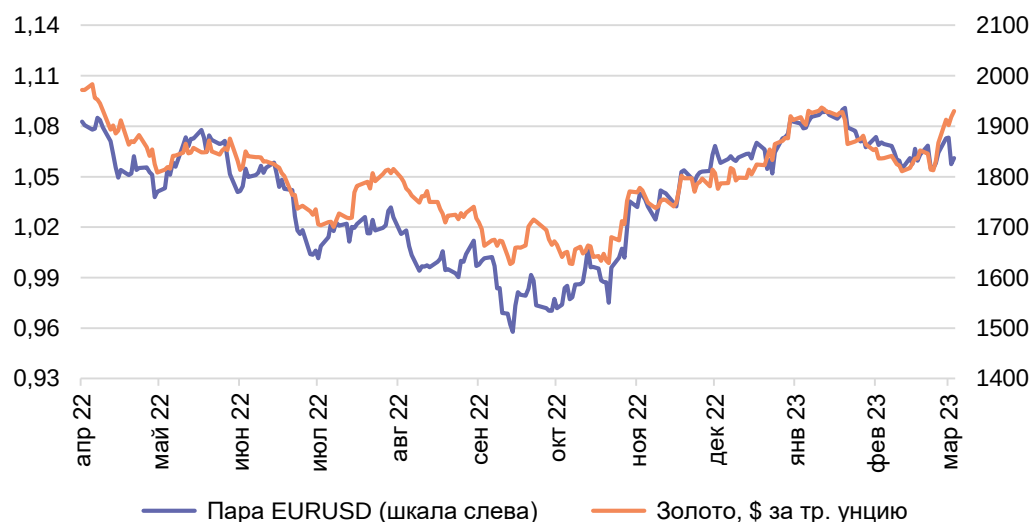


ЗОЛОТО

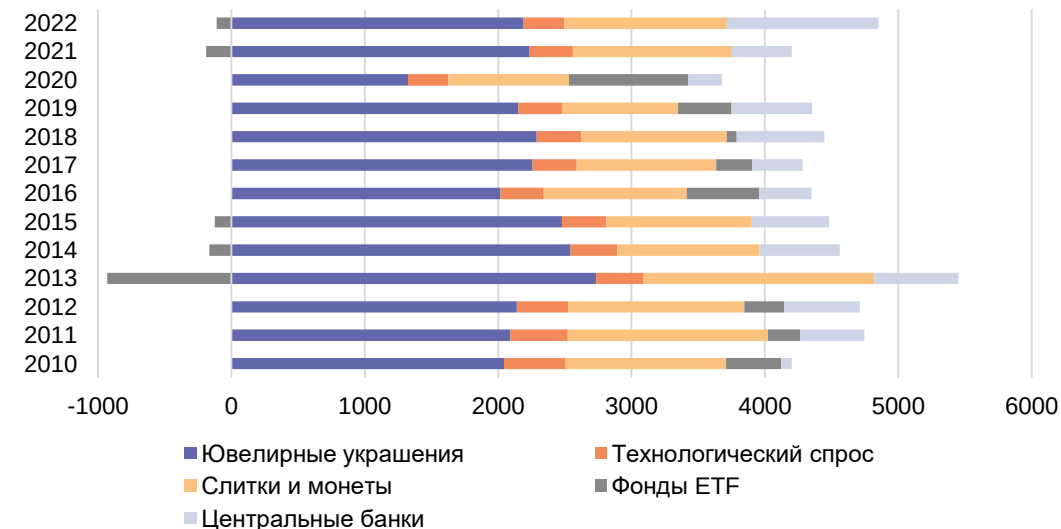
Золото продолжает двигаться вслед за курсом доллара Прогноз в 2023 г. – 1 900 долл./унц., в 2024 г. – 2 000 долл./унц.

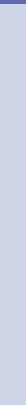
- Последний год золото проявляет себя как рискованный актив – демонстрирует высокую корреляцию с парой EUR/USD и индексом S&P. «Защитные» свойства золота проявлялись только в марте 2023 г., когда его цена выросла до 2 000 долл./унц. из-за проблем в банковском секторе США и Европы на фоне снижения евро.
- До момента наступления рецессии в крупнейших экономиках мира корреляция между золотом и курсом доллара, вероятно, восстановится, что приведет к падению цены золота на фоне роста доллара в ближайшие месяцы. Риски рецессии из-за продолжения повышений ставок мировыми ЦБ вырастут к концу 2023 г., что снова поддержит цену золота.
- Золото как актив с валютной экспозицией, но в российской инфраструктуре, хорошо подходит для диверсификации портфеля, выступая в качестве страховки на случай ослабления рубля. Однако цена золота в рублях уже выросла до 4 700 руб./грамм, и пока здесь трудно ожидать значительного дальнейшего роста.

С апреля 2022 г. золото сильно коррелирует с парой EUR/USD



Структура мирового спроса на золото, тонн





РОССИЙСКАЯ ЭКОНОМИКА

МАКРОЭКОНОМИЧЕСКИЙ ПРОГНОЗ НА 2023-2024 ГГ.

Российская экономика прошла стрессовый период, сохранив финансовую и макроэкономическую стабильность. Впереди структурная трансформация. Главный фактор неопределенности – бюджетная политика

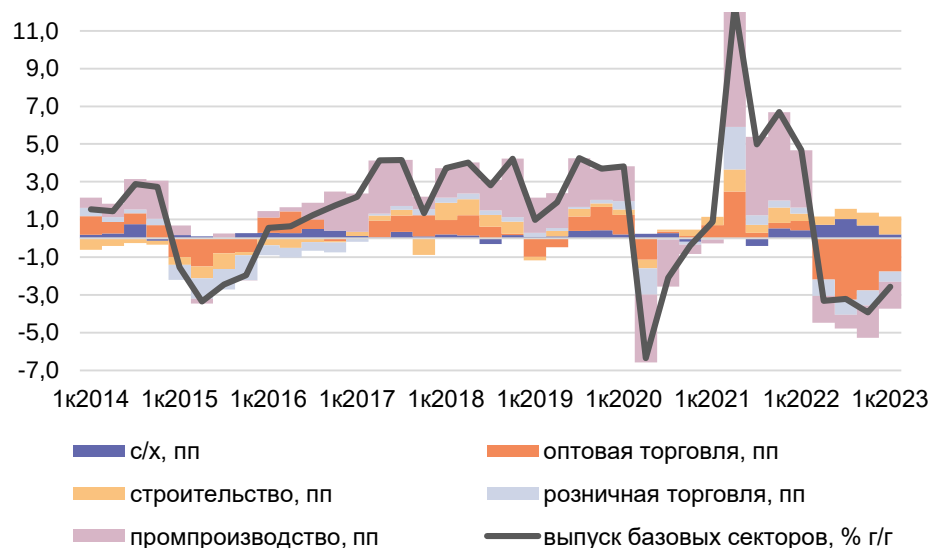
Прогноз макроэкономических показателей в 2023-2024 гг.				Сценарии на 2023 г.			Консенсус	
КЛЮЧЕВЫЕ ПОКАЗАТЕЛИ	2022	2023П	2024П	Негатив.	Базовый	Позитив.	2023	2024
ВВП, % г/г	-2,1	0,0	1,2	-0,3	0,0	0,5	-1,1	1,5
Промпроизводство, % г/г	-0,6	0,8	1,1	0,4	0,8	1,4		
Потребление домохозяйств, % г/г	-1,8	0,8	1,1	0,0	0,8	1,5		
ЦЕНЫ	2022	2023П	2024П	Негатив.	Базовый	Позитив.	2023	2024
ИПЦ, % сред. за год	14,5	6,1	5,6	6,3	6,1	5,6		
ИПЦ, % г/г	11,9	6,7	4,5	7,4	6,7	5,9	6,0	4,1
ФИСКАЛЬНАЯ И ДЕНЕЖНАЯ ПОЛИТИКА	2022	2023П	2024П	Негатив.	Базовый	Позитив.	2023	2024
Ключевая ставка, % на конец периода	7,5	8,5	7,0	9,5	8,5	7,5		
Баланс бюджета, % ВВП	-2,3	-3,0	-1,4	-4,0	-3,0	-2,5		
ОБМЕННЫЙ КУРС РУБЛЯ И ТОРГОВЛЯ	2022	2023П	2024П	Негатив.	Базовый	Позитив.	2023	2024
USDRUB, сред. за год	67,5	76,0	79,3	77,4	76,0	72,5	73,6	75,3
USDRUB, на конец периода	70,3	77,9	80,2	81,0	77,9	72,5		
CNYRUB, сред. за год	10,2	11,0	11,5	11,3	11,0	10,5		
CNYRUB, на конец периода	9,9	11,3	11,7	11,8	11,3	10,5		
Счет текущих операций, млрд долл.	227	80	75	55	80	94		
ДОПУЩЕНИЯ	2022	2023П	2024П	Негатив.	Базовый	Позитив.	2023	2024
Цена на нефть Urals, долл./барр., сред.*	76	63	70	50	63	70	59	60
Вероятность сценария, %				40	40	20		

РЕАЛЬНЫЙ СЕКТОР ЭКОНОМИКИ

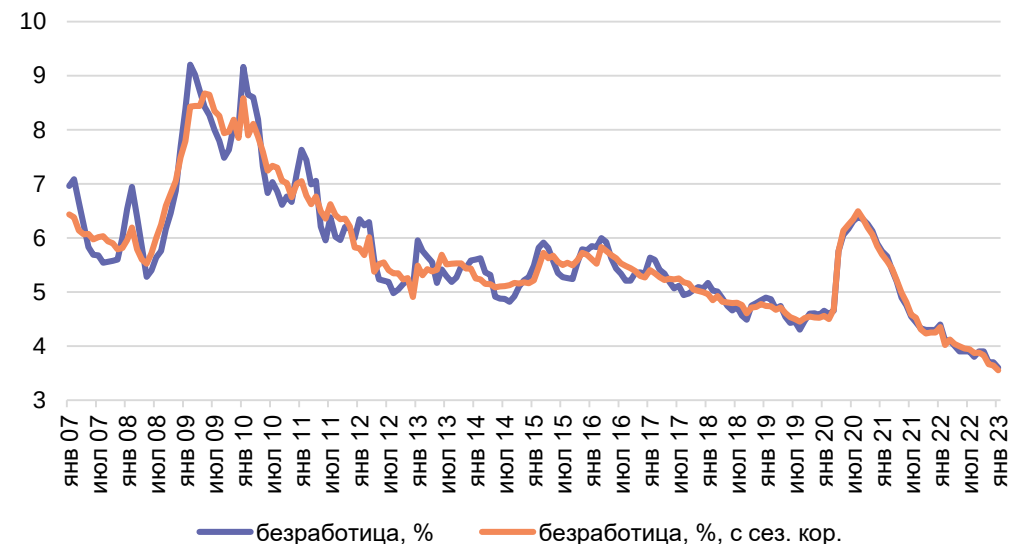
Экономика России восстанавливается после снижения во 2 кв. 2022 г. По итогам 2023 г. ждем околонулевого изменения реального ВВП

- ВВП РФ по итогам 2022 г. сократился лишь на 2,1%. Основное снижение наблюдалось во 2 кв. 2022 г. – на 4,1% г/г, но затем с поправкой на сезонный и календарный факторы экономика восстанавливалась во 2 пол. 2022 г. В январе 2023 г. ВВП, по нашим оценкам, сократился на 2,6% г/г. Ждем, что итоговое изменение реального ВВП в 2023 г. будет околонулевым.
- Сохраняется напряженность на рынке труда: безработица в январе 2023 г. обновила исторический минимум 3,6%, зарплаты выросли в декабре 2022 г. в реальном выражении на 0,6% г/г. Недостаток рабочей силы подтверждается опросами ЦБ РФ: «переток кадров в нуждающиеся сектора осложняется поддержкой численности сотрудников за счет неполной занятости, а каждое второе предприятие испытывает дефицит кадров».
- Совокупный выпуск поддерживается строительством (особенно инфраструктурным), с/х и отдельными секторами промышленности. Потребительский спрос остается подавленным, но опережающие индикаторы показывают рост потребительской активности. Норма сбережения будет постепенно снижаться в течение 2023 г.

Декомпозиция выпуска базовых секторов, % г/г



Безработица регулярно обновляла исторические минимумы

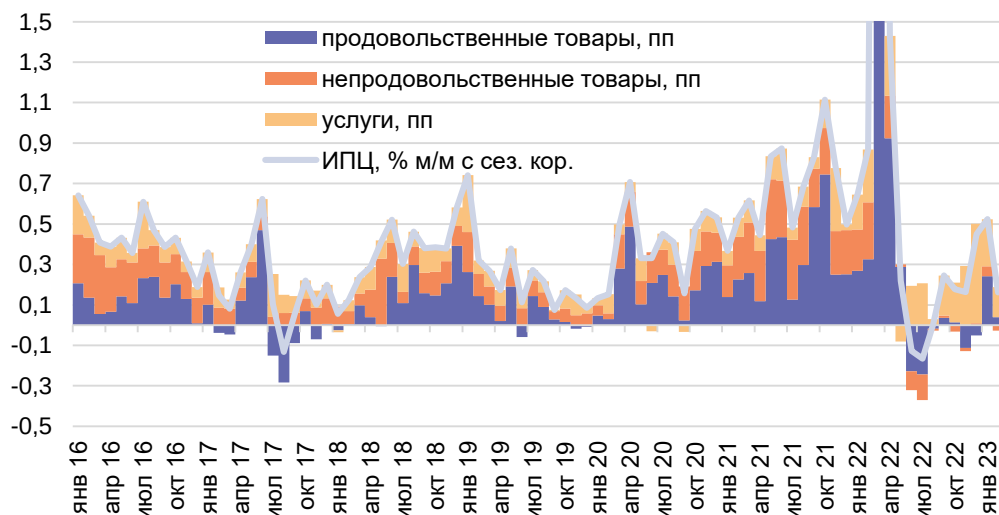


ИНФЛЯЦИЯ

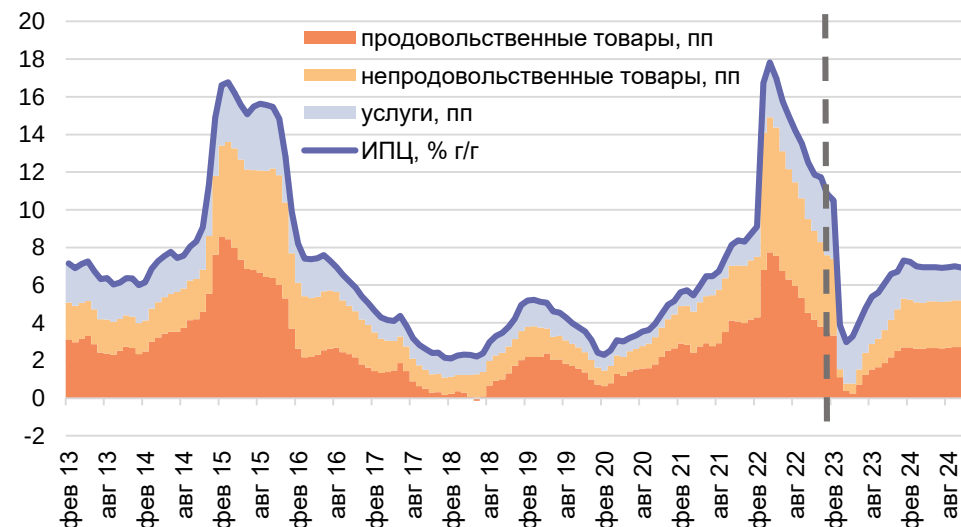
Годовая инфляция окажется ниже 4% г/г в марте, а в апреле приблизится к 3% г/г
К концу года прогнозируем ее на уровне 6,5-7,0% г/г

- Годовая инфляция будет ниже 3% г/г в апреле из-за высокой базы прошлого года, затем начнет ускоряться. Сезонно очищенная инфляция остается волатильной: в декабре-январе была выше целевых уровней, в феврале-марте замедлилась. Ждём устойчивого превышения текущими темпами инфляции целевых уровней во 2 пол. 2023 г., особенно в продовольственном сегменте корзины и в услугах.
- Баланс рисков смещен в проинфляционную сторону из-за мягкой бюджетной политики, дефицита рабочей силы, ослабления рубля (не полностью перенеслось в цены), факторов логистики, высокой доли коротких по срочности сбережений населения (могут вызвать ускорение потребительского спроса) – все эти факторы могут проявляться менее ярко при условии ускоренной адаптации российской экономики.
- Усиление инфляции будет ограниченным при небольшом превышении бюджетного дефицита над запланированным Минфином РФ. Среди дефляционных факторов: ужесточение денежно-кредитных условий за счет роста долгосрочных ставок, высокая склонность населения к сбережению, а не потреблению.

Декомпозиция текущих сезонно-скорректированных темпов инфляции, % м/м с сезонной коррекцией



Декомпозиция годовой инфляции, % г/г

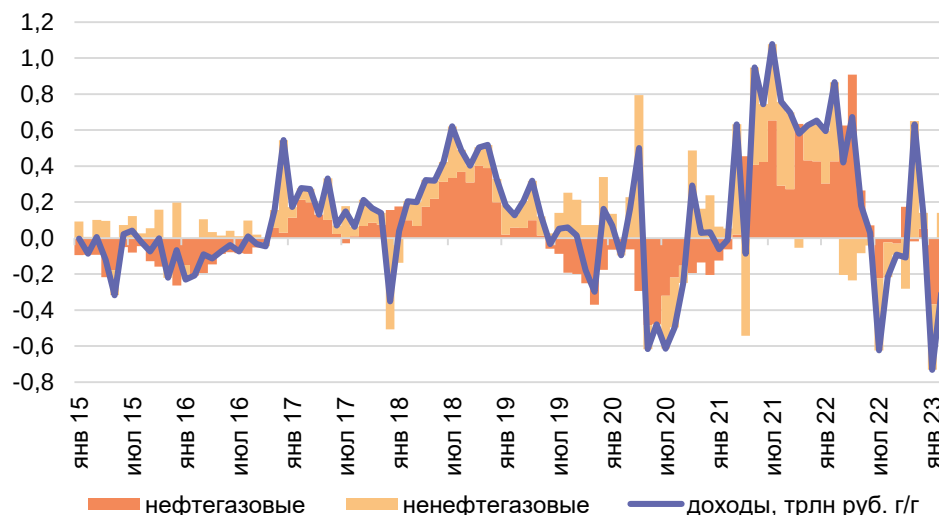


БЮДЖЕТНАЯ ПОЛИТИКА

Бюджетная политика остается мягкой, увеличивая проинфляционные риски

- Дефицит федерального бюджета в 2022 г. расширился до 3,3 трлн руб. (или 2,3% от ВВП) против запланированных 1,3 трлн руб. (или 0,9% от ВВП). Итоговые расходы федерального бюджета в 2022 г. превысили уровни, обозначенные в ФЗ о федеральном бюджете на период 2022-24 гг. на 7,4 трлн руб.
- В янв.-фев. 2023 г. расходы продолжили отклоняться от сезонной нормы исполнения, дефицит за 2 мес. достиг 2,6 трлн руб. или 88% от плана на 2023 г. Месячные дефициты, вероятно, будут снижаться в ближайшие месяцы, но не ожидаем, что Минфину РФ удастся исполнить бюджет с плановым дефицитом 2,9 трлн руб. в 2023 г.
- Ожидаем, что по итогам 2023 г. дефицит федерального бюджета может достичь или превысить 4,5 трлн руб. (или 3% ВВП).
- Фискальный импульс экономике придадут более высокие траты региональных бюджетов: регионы смогут исполнить расходы 2024 г. на национальные проекты уже в 2023 г. с помощью механизма специальных казначейских кредитов – при прочих равных, скорее всего, приведет к росту выпуска ОФЗ.

Доходы федерального бюджета, трлн руб. г/г



Бюджетный импульс ускорился в конце 2022 г. / начале 2023 г.



ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНАЯ ПОЛИТИКА

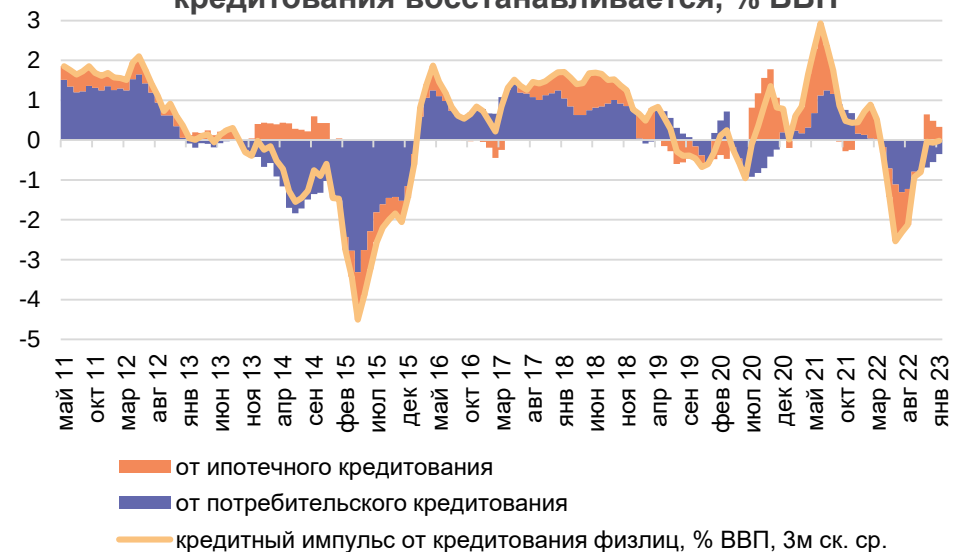
В случае необходимости Банк России готов проводить умеренно-жесткую или жесткую денежно-кредитную политику

- Основным определяющим фактором для динамики ключевой ставки являются текущие темпы инфляции, в меньшей степени – инфляционные ожидания (в первую очередь, заложенные в ОФЗ-ИН) и курс рубля.
- По нашим оценкам, в течение 2023 г. по мере расширения бюджетных дефицитов и реализации прочих проинфляционных факторов (логистика, рынок труда) текущие темпы инфляции ускорятся, что приведет к росту ключевой ставки с 7,5% до 8,5% на конец 2023 г.
- Ужесточив сигнал на заседании в феврале и представив новый прогноз по средней ключевой ставке на 2023 г. в 7,0-9,0%, Банк России четко обозначил готовность при необходимости ужесточать ДКП.

Ключевая ставка Банка России, %



Кредитный импульс от розничного банковского кредитования восстанавливается, % ВВП





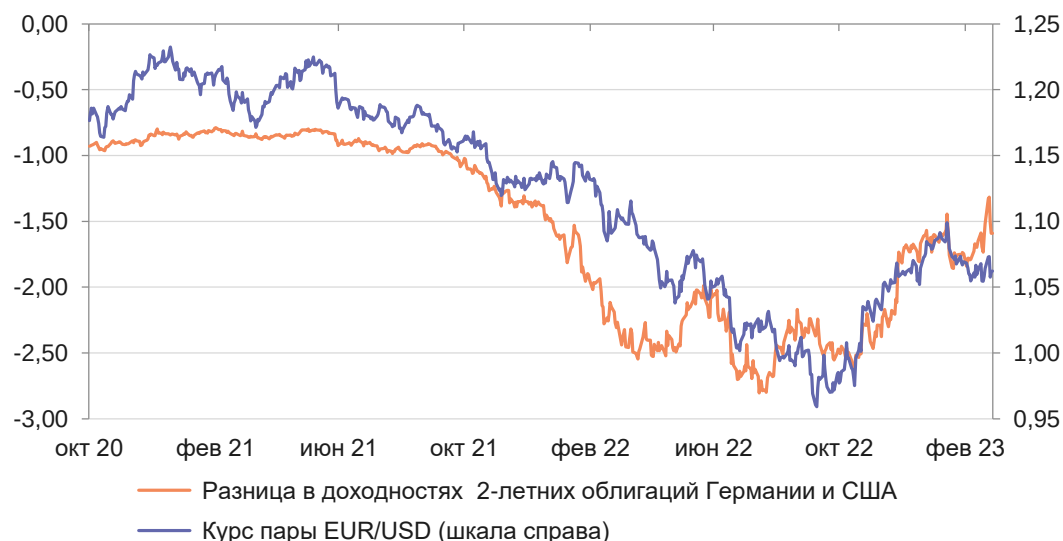
ВАЛЮТЫ

ВЗГЛЯД НА ПАРУ EUR/USD

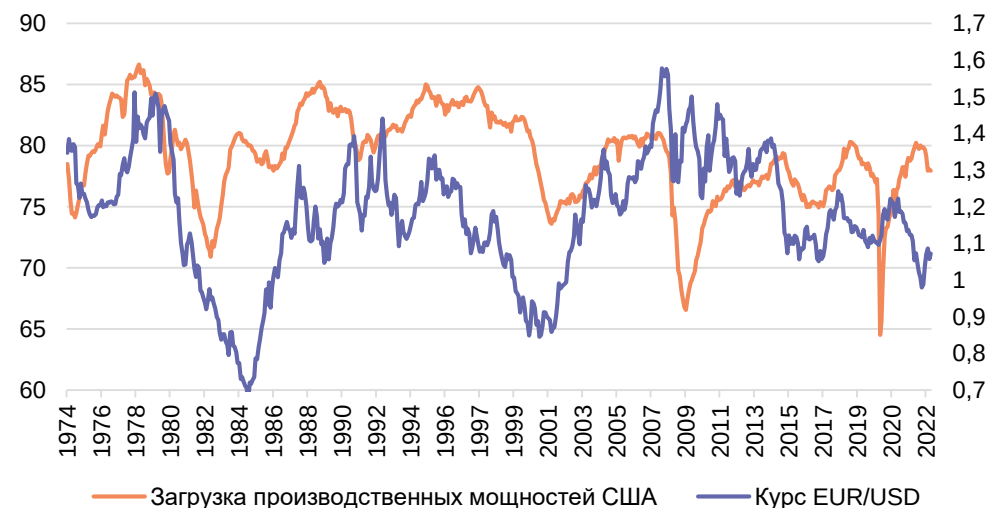
Устойчивость инфляции в США потребует от ФРС продолжать повышать ставку
Наш прогноз по паре EUR/USD на 2023 г. – 1,00, в 2024 г. – 1,07

- В последние 2,5 года пара евро-доллар показывает высокую корреляцию с дифференциалом 2-летних доходностей облигаций США и Германии. Ослабление доллара в последние месяцы было связано с решением ФРС снизить темп повышения ставки. В марте доллар попал под давление на фоне банковского кризиса в США, что снова ослабило ожидания повышения ставки ФРС, вызвав снижение доходностей 2-летних облигаций с 5% до 4% годовых.
- Несмотря на банковский кризис, ФРС повысила ставку в марте и может повысить ставку еще 1-2 раза в этом году, что будет зависеть от данных по инфляции. В этих условиях ожидаем возврата доходностей казначейских облигаций США к росту и укрепления доллара на этом.
- В конечном счете повышения ставки ФРС приведут к рецессии в экономике США, в результате чего доллар получит поддержку как «валюта-убежище», даже если ФРС в ответ на рецессию начнет смягчать политику. Опыт предыдущих кризисов 1980, 1990, 2000, 2008 гг. показывает, что в случае экономического кризиса сначала доллар демонстрирует рост. Затем ждем ослабления доллара в 2024 г. на смягчении политики ФРС.

Корреляция EUR/USD и разницы ставок США и Германии



Кризисы в экономике США и курс пары евро-доллар

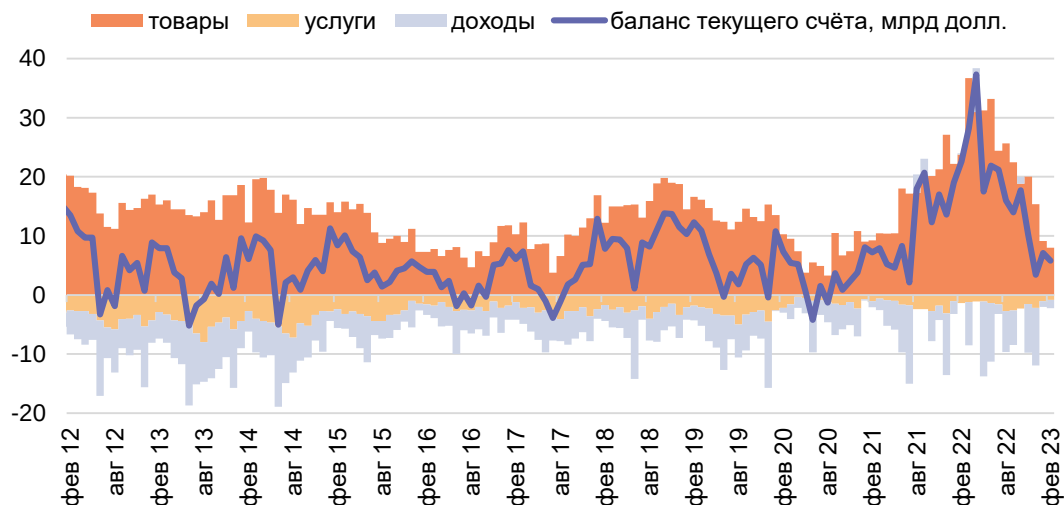


ОБМЕННЫЙ КУРС РУБЛЯ

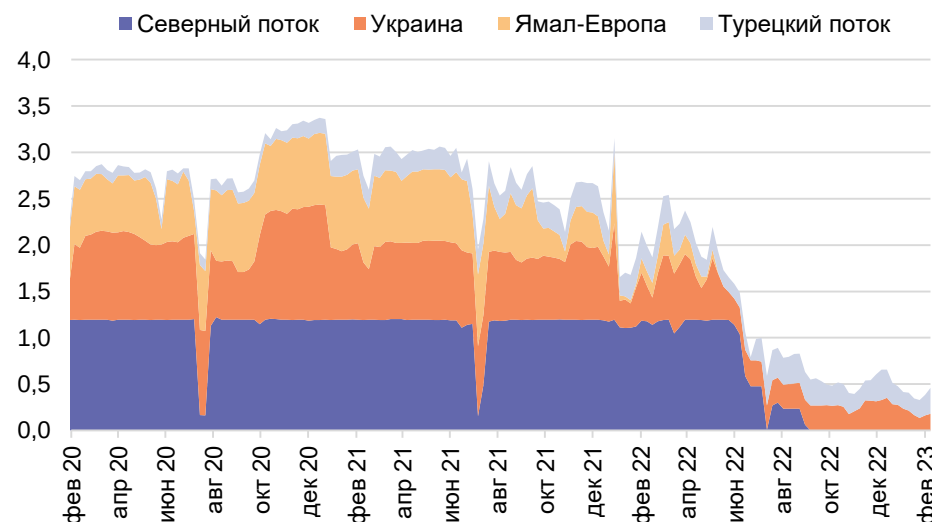
Ожидаем, что курс рубля окажется в диапазоне 73-81 руб./долл. в конце 2023 г.
В базовом сценарии среднегодовой курс вблизи 76 руб./долл.

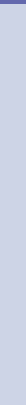
- Максимумы профицитов текущего и торгового счетов позади. Торговый баланс достиг максимума в марте 2022 г. в 35,5 млрд долл., сократившись в 4,9 раз до 7,2 млрд долл. в феврале 2023 г. Оцениваем сжатие профицита текущего счета в 2023 г. до 80 млрд долл. с 227 млрд долл. в 2022 г. Наблюдаемое ослабление рубля в конце 2022 г. – начале 2023 г. уже отразило как снижение цен на российскую нефть, так и восстановление импорта.
- Возобновление операций Минфина РФ по бюджетному правилу сглаживает колебания валютного курса, связанные с волатильностью цен на нефть. Но говорить о среднесрочно стабильном уровне курса сложно – кроме операций в рамках бюджетного правила на валюту влияет отклонение фактических объемов бюджетных расходов от того, что предусматривает бюджетное правило.
- В случае дальнейшего роста бюджетных расходов (как было в 2022 г.), курс рубля может отклоняться от среднесрочно равновесных уровней по бюджетному правилу в сторону его ослабления.

Максимумы профицита текущего счета позади



Экспорт природного газа в Европу, млрд куб. м в неделю





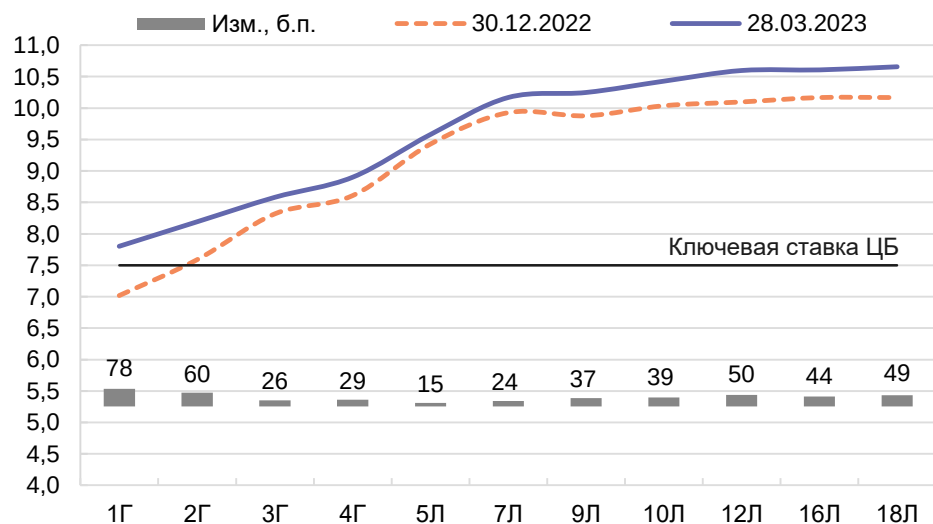
РУБЛЕВЫЕ И ВАЛЮТНЫЕ ОБЛИГАЦИИ

РЫНОК ОФЗ ПОД ДАВЛЕНИЕМ

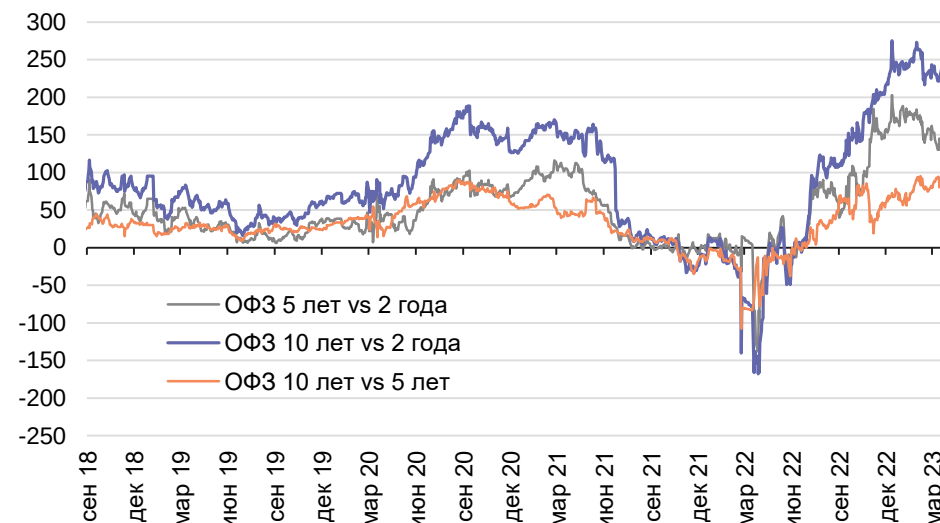
Проинфляционные риски привели к усилению неопределенности

- Повышенные расходы федерального бюджета, ослабление рубля, рост инфляционных ожиданий населения и ускорение инфляции в январе привели к ужесточению сигнала Банка России – регулятор повысил средний прогноз ключевой ставки с 6,5-8,5% до 7,0-9,0% на 2023 г.
- Давление на ОФЗ оказывают аукционы Минфина РФ – ведомство занимает в основном через длинные ОФЗ (7-10+ лет) с фиксированными купонами. По плану Минфин РФ в 2023 г. должен занять от 2,5 до 3,5 трлн руб. (в среднем в неделю потребуется размещать ОФЗ на ~50-70 млрд руб.).
- Все это вызвало рост доходностей ОФЗ с начала года (+15-80 б.п.). Наклон кривой ОФЗ повышенный – разница доходностей ОФЗ 10 лет и 2 года достигает 220-240 б.п., что отражает высокую степень неопределенности на рынке.
- Стабилизирующие для ОФЗ факторы: замедление роста цен в феврале, ожидаемое снижение годовой инфляции до 3-4% в марте-апреле (эффект базы), возвращение расходов бюджета к исторической норме. Высокие доходности приближают момент размещения Минфином ОФЗ с плавающими купонами.

Динамика кривой доходности ОФЗ, %



Наклон кривой доходности ОФЗ, б.п.

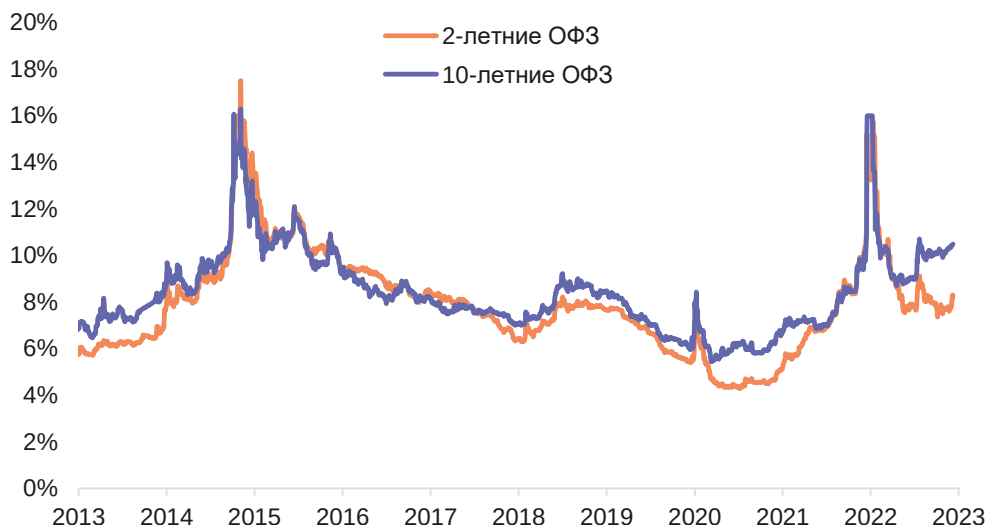


ВЫСОКИЙ ПОТЕНЦИАЛ ОФЗ НА СРЕДНЕМ СРОКЕ

Банк России многие годы успешно достигает цели по инфляции вблизи 4%, даже на фоне кардинальных изменений экономических условий

- В базовом сценарии ждем повышения ключевой ставки ЦБ РФ с 7,5% до 8,5% при инфляции 6,5-7,0% на конец года. Одновременно из-за повышенной неопределенности прогнозные интервалы ключевой ставки в разных сценариях находятся в широком диапазоне 7,5-9,5%.
- При повышении ключевой ставки ЦБ РФ доходности ОФЗ, вероятно, еще будут расти, в первую очередь короткие и среднесрочные выпуски.
- Однако чем выше ключевая ставка ЦБ РФ будет в этом году, тем быстрее инфляция вернется к целевым уровням, позволив регулятору перейти к снижению ставки. Многолетний опыт Банка России успешно достигать цели по инфляции вблизи 4% после стресса в экономике выступает в поддержку этого.
- Двухзначный уровень доходностей ОФЗ создает высокий потенциал для их снижения на горизонте 2-3 лет. Целесообразно держать подушку ликвидности в фондах денежного рынка, чтобы оперативно использовать ее для покупок ОФЗ в момент просадки рынка.

Динамика доходностей ОФЗ



Динамика ключевой ставки ЦБ РФ и инфляции



РУБЛЕВЫЕ КОРПОРАТИВНЫЕ ОБЛИГАЦИИ

В фокусе качественный 2-й эшелон. Рассчитываем на рост первичных размещений

- Кредитные спреды облигаций 1-го эшелона сократились до средних исторических и ниже (70-80 б.п.) – рост доходностей ОФЗ в начале года не полностью транслировался в корпоративные облигации, есть риски отрицательной переоценки.
- В 3-м эшелоне и высокодоходных облигациях (ВДО) видим повышенные риски рефинансирования из-за ужесточения кредитных условий при краткосрочной структуре долга данных заемщиков. Заметно сократившиеся кредитные премии не в полной мере отражают степень рисков для этого сегмента облигаций.
- Предпочитаем зафиксировать до погашения двузначную доходность (10%+ годовых) в качественных облигациях 2-го эшелона (с рейтингом A/AA) срочностью до 2-х лет. Кредитная премия к ОФЗ у заемщиков 2-го эшелона с хорошей финансовой позицией составляет ~200-300 б.п. (выше среднего исторического).
- В отсутствие доступа к рынку евробондов ждем роста размещений качественных облигаций на локальном рынке – российским заемщикам во 2-4 кв. 2023 г. только по валютным евробондам потребуется рефинансирование на ~9 млрд долл. (почти 690 млрд руб.). В конкуренции с аукционами Минфина РФ за объемы корпоративные облигации могут размещаться с премией, что приведет к расширению кредитных спредов.

Спреды корпоративных облигаций к ОФЗ, б.п.

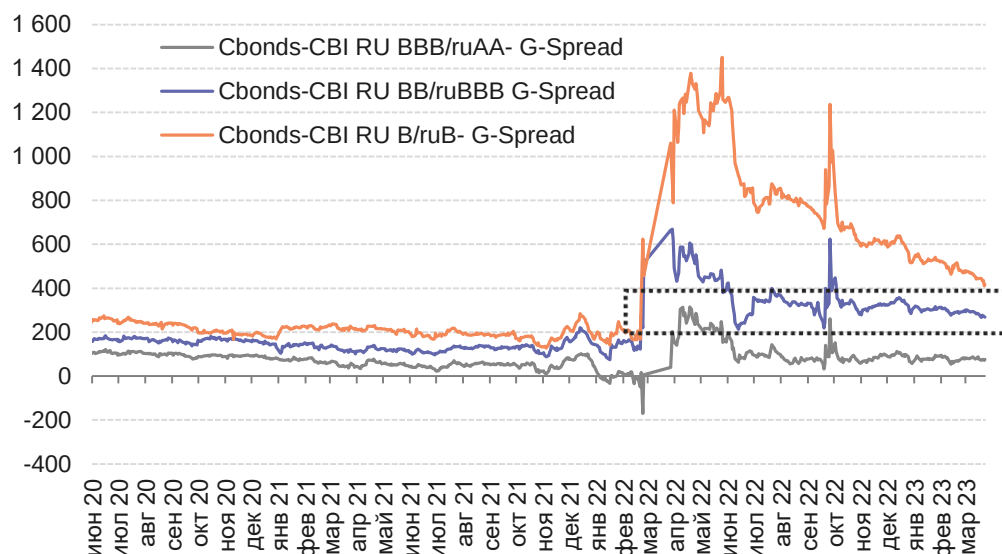
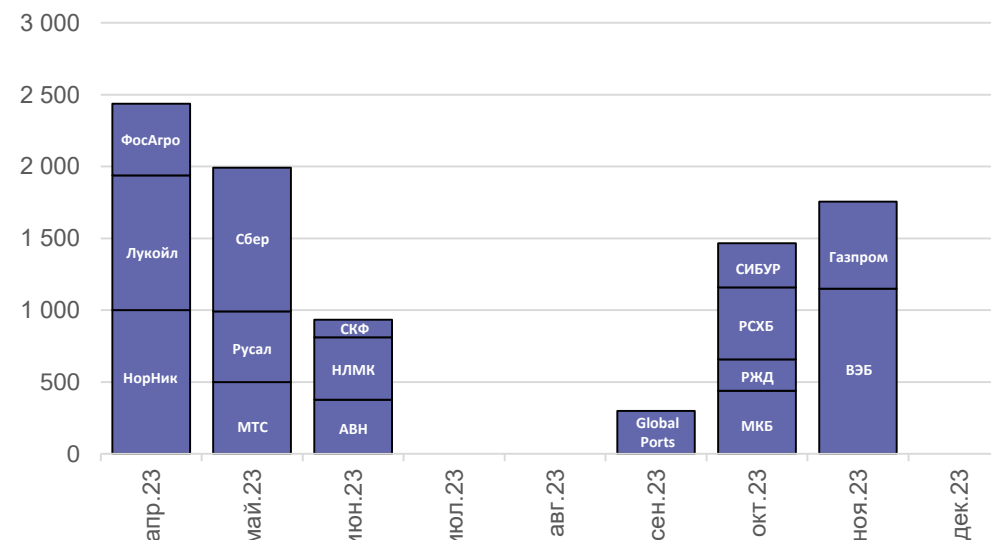


График погашения евробондов во 2-4 кв. 2023 г., млн долл.

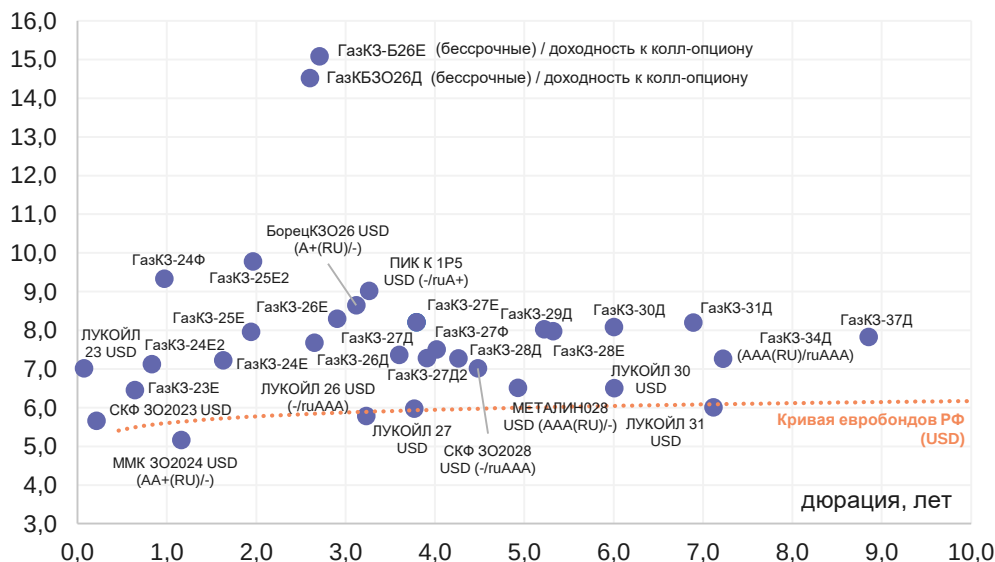


«ЗАМЕЩАЮЩИЕ» ОБЛИГАЦИИ В ВАЛЮТЕ

Рынок «замещающих» облигаций взамен евробондов

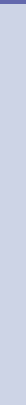
- В 2022 г. активное развитие получил рынок «замещающих» облигаций в валюте. С размещениями «замещающих» облигаций в обмен на евробонды вышли: Газпром, Лукойл, Металлоинвест, Совкомфлот, ММК, Борец. Обмен евробондов на биржевые облигации провели ПИК и Совкомбанк.
- Рынок «замещающих» облигаций превысил 15 млрд в долл. эквиваленте (на 28 марта 2023 г.). Рынок российских корпоративных еврооблигаций – 71 млрд в долл. эквиваленте (28.02.2023 г.). Финансовые власти готовят законодательные изменения, которые обяжут российские компании выпускать «замещающие» облигации – мера коснется евробондов с погашением не ранее 1 января 2024 г. АКРА оценило потенциал новых «замещающих» облигаций в 25-30 млрд в долл. эквиваленте.
- Газпром – движущая сила на рынке «замещающих» облигаций. Компания разместила 21 выпуск в USD, EUR, GBP, CHF. Суммарно их объем >11,5 млрд в долл. эквиваленте или ~76% текущего рынка. Газпром капитал первым запустил повторные замещения евробондов.
- На вторичном рынке «замещающие» облигации предлагают интересные доходности (~6-9% годовых), что выше околонулевых банковских депозитов и доходностей локальных облигаций в юанях (~3,5-5,0% годовых).

Доходности «замещающих» облигаций, %



Почему интересны «замещающие» облигации:

- ✓ валютная экспозиция для страховки от ослабления рубля
- ✓ обращаются и обслуживаются внутри страны без рисков блокировок
- ✓ платежи в рублях по курсу ЦБ РФ
- ✓ низкий номинал облигаций, доступный для широкого круга инвесторов
- ✓ привлекательный уровень доходностей



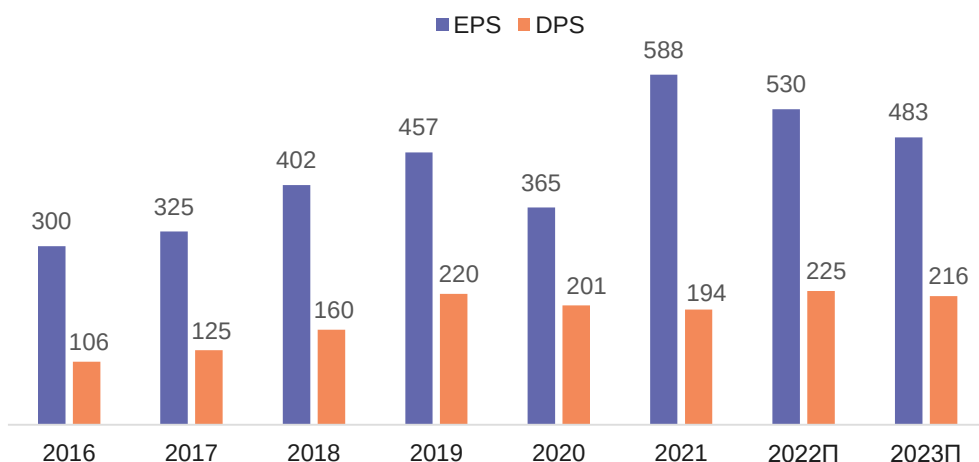
РОССИЙСКИЕ АКЦИИ

РОССИЙСКИЕ АКЦИИ

Потенциальная совокупная доходность рынка акций РФ на горизонте 12 мес. – 14,6%
(из них дивидендная доходность – 7,7%)

- Совокупная доходность рынка российских акций составит 14,6% (на 12 мес.):* прогноз по индексу Мосбиржи – 2 576, ожидаемая дивидендная доходность – 7,7%*. Прогноз базируется на нефти Urals – 63 долл./барр. и USD/RUB – 76 в 2023 г.
- Мы сохраняем Нейтральный взгляд на российские акции на фоне геополитических рисков и ограниченного раскрытия информации. Российские акции выглядят менее привлекательно относительно высоких доходностей ОФЗ.
- Среди секторальных предпочтений выделяем: банковский сектор (восстанавливается прибыль и выплачиваются дивиденды) и сектор ИТ (сохраняются высокие темпы роста). Наблюдаемое ослабление рубля поддержит финансовые показатели экспортеров, чья доля в Индексе Мосбиржи составляет ~61%.
- Коэффициент дивидендных выплат составит ~ 44,8% в 2023 г. В случае успешной редомициляции, возникает возможность для возврата компаний к выплатам дивидендов.

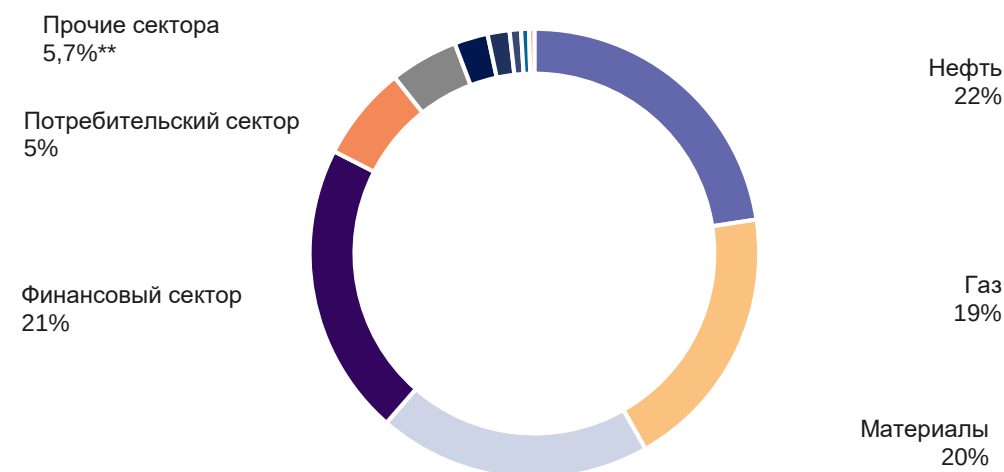
Динамика DPS и EPS индекса МосБиржи



30.03.2023

Источник: данные компаний, оценки и расчеты аналитиков ВИМ Инвестиции
*Расчеты на 21.03.2023 г.

EPS индекса МосБиржи по отраслям



**Прочие сектора, включая сектор телекоммуникации (2,41%), недвижимость (0,8%), транспорт (0,58%), конгломерат (0,4%)

РОССИЙСКИЕ АКЦИИ: ОЦЕНКА



Потенциал доходности рынка акций исходя из целевого мультипликатора P/E ниже исторического уровня

Оцениваемый потенциал доходности рынка акций исходя из целевого мультипликатора P/E в трех сценариях. Во всех сценариях показатель P/E ниже исторического уровня 6,6х РЕ (среднее значение за 2013-2021 гг.)

- Совокупная доходность в базовом сценарии (40% вероятность) – 14,6%
- Совокупная доходность в негативном сценарии (40% вероятность) – *минус* 14,8%
- Совокупная доходность в позитивном сценарии (20% вероятность) – 32,6%

Оценка Индекса Мосбиржи в 2023 г.*				
	Текущие значения	Целевое значение индекса Мосбиржи в 2023 г.		
Сценарий		Негативный	Базовый	Позитивный
Вероятность, %		40%	40%	20%
Доходность ОФЗ, %	10,4%	11,0%	10,7%	10,2%
Стоимость долга, %	11,4%	12,0%	11,7%	11,2%
Премия за риск инвестирования в акции, %	10,6%	10,6%	7,0%	6,0%
Стоимость акционерного капитала, %	22,0%	22,6%	18,7%	17,2%
P/E	4,6	4,4	5,3	5,8
EPS	529	420	482	515
МОЕХ	2 409	1 861	2 576	2 995
Доходность, %		-22,7%	6,9%	24,3%
Дивидендная доходность на горизонте 12 мес., %		7,95%	7,7%	8,3%
Совокупная доходность, %		-14,8%	14,6%	32,6%

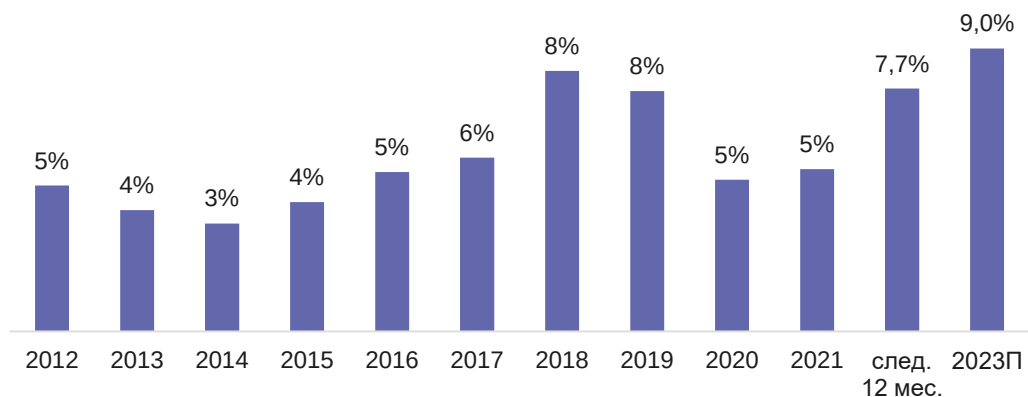


ДИВИДЕНДЫ РОССИЙСКИХ КОМПАНИЙ

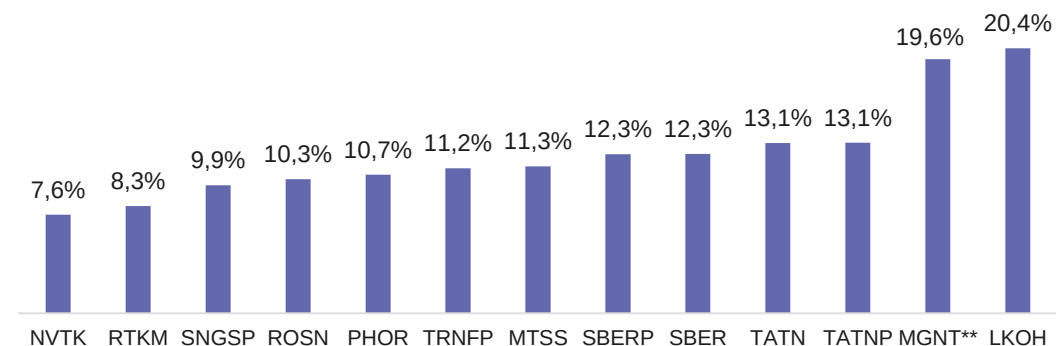
Стартовал новый дивидендный сезон – ожидаемая дивидендная доходность ~7,7%

- По нашим оценкам, дивидендная доходность российского рынка акций на горизонте 12 мес. составляет ~7,7%*. При этом ряд компаний торгуется с двузначной доходностью (Сбербанк, Лукойл, МТС и др.).
- Позитивный фактор для рынка – это подтвержденные дивидендные политики компаний. Госкомпании выглядят предпочтительней по сравнению с частными из-за меньших рисков снижения коэффициента дивидендных выплат. Рекомендация по дивидендам Сбербанка за 2022 г. стала позитивным сюрпризом для рынка (12% дивидендная доходность).
- Рост цен на сырье и более слабый рубль могут поддержать дивиденды экспортеров за 2023 г. (фактические выплаты в 2024 г.). Доля экспортеров в Индексе Мосбиржи – ~60%. Доходность Индекса Мосбиржи за 2023 г. может вырасти до 9-9,5% при коэффициенте выплат 44,8%. Это выше максимальной ставки по вкладам в топ-10 российских банках – 7,7% (март 2023 г.).
- Технические ограничения влияют на дивидендные выплаты. Но есть улучшения: 1) конвертация депозитарных расписок в большей степени завершена в 2022 г.; 2) первая компания с иностранной регистрацией и бизнесом в России возобновила выплату дивидендов («Мать и Дитя»). Мы ожидаем ускорение процесса редомициляции в 2023 г. – на очереди: РусАгро, Глобалтранс, ЕМС.

Дивидендная доходность Индекса Мосбиржи, %



Дивидендная доходность российских акций на горизонте 12 мес., %



Источники: данные компаний, оценки и расчеты аналитика ВИМ Инвестиции

* Расчеты на 21.03.2023 г.

** При условии возврата к дивидендной политике

РОССИЙСКИЕ АКЦИИ: СЕКТОРАЛЬНЫЕ ПРЕДПОЧТЕНИЯ



Предпочитаем банковский сектор (восстановление прибыли и возврат к дивидендам) и сектор ИТ (высокие темпы роста). В дивидендный сезон выделяем акции электроэнергетики и нефтегазового сектора

Сектор	Взгляд	Топ-пики	Изменение EPS 2023/2022	EV/EBITDA сектора	P/E сектора	Риски
Нефтегазовый сектор: нефть	нейтральный	Лукойл (20,4% див.дох-ть*), Татнефть (13,1%*), Транснефть прив. (11,2%*), Сургут прив. (9,5%*)	-21,6%	3,2	5,5	снижение цен на нефть; сохранение дисконта нефти марки Urals к марки Brent на текущем уровне (~30-35 долл./барр.), укрепление рубля
Нефтегазовый сектор: газ	нейтральный	Новатэк (7,6%*)	-68,7%	6,1	7,3	снижение цен на газ и нефть; снижение поставок СПГ, увеличение налоговой нагрузки
Черная металлургия	нейтральный	ММК, НЛМК, Мечел против Распадской	3%	3,0	5,8	увеличение налоговой нагрузки, снижение цен, укрепление рубля
Базовые и драгоценные металлы	нейтральный	Полкис, Русал против Норильского Никеля	31%	4,9	6,2	
Удобрения	негативный	-	-20%	6	10	падение цен на удобрения; новые налоги; санкции
Банковский сектор	позитивный	Сбербанк (30% див.дох-ть на 18 мес.)	311%	-	4,1	ухудшение макроэкономических прогнозов; ухудшение качества активов
Потребительский сектор	нейтральный	-	4,5%	3,6	5,8	снижение располагаемых доходов; ухудшение маржинальности ритейлеров
Сектор Телекоммуникаций, медиа и технологий	позитивный	Яндекс	163%	8,4	10,4	снижение располагаемых доходов; высокие операционные и капитальные затраты, корпоративная реструктуризация
Недвижимость	нейтральный	-	+2%	4,5	5,5	снижение располагаемых доходов, более сильный рост средней ипотечной ставки
Электроэнергетика	позитивный	ОГК-2, ТГК-1, Мосэнерго (8-12%*)	1%	2	4	рост операционных затрат выше индексации тарифов

АКЦИИ КОМПАНИЙ МАЛОЙ КАПИТАЛИЗАЦИИ

Акции компаний малой капитализации могут стать источниками диверсификации



Фундаментальные факторы

- **реализация долгосрочных возможностей для развития** (Beluga Group, Positive Technologies)
- **сильные финансовые результаты** (Мечел, Globaltrans, Beluga Group, ОГК-2)
- **возврат или выплата дивидендов на горизонте 12 мес.** (Юнипро, Башнефть прив., ОГК-2, Beluga Group)

Технические факторы

- **раскрытие финансовых результатов**
- **отсутствие инфраструктурных ограничений:** конвертация депозитарных расписок, допуск дружественных нерезидентов, возможное санкционное давление
- ликвидность акций менее важна для розничных инвесторов

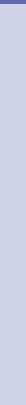
Эмитент	Тикер	Рыночная капитализация, млрд руб.	Ликвидность, млн руб.	Чистый Долг/EBIT DA	Дивид. доходность (след.12 мес.)*, %	EV/EBITDA 2023	P/E 2023	Драйвер роста
Positive Technologies	POSI	110,6	214,3	0,2	3,2%	8,5	9,6	замещение продуктов зарубежных провайдеров, разработка новых решений, увеличение перекрестных продаж и выход в новые страны
Мечел	MTLR	74,2**	358,6	0,7	-	1,4	0,9	снижение долговой нагрузки на горизонте нескольких лет (Чистый долг / EBITDA < 1x).
Юнипро	UPRO	86,4	34,3	0,0	10,2%	1,3	3,2	возможность стратегических слияний и поглощений с российским холдингом и возобновление выплаты дивидендов в 2023 г.
Globaltrans***	GLTR	73,8	67,3	0,3	-	2,4	4,0	редомициляция с целью возобновления дивидендных выплат
ОГК-2	OGKB	49,6	40,0	0,4	11,2%	2,2	11,0	повышение тарифов с декабря, самая высокая дивидендная доходность в секторе
Beluga Group	BELU	40,6	55,5	1,4	9,4%	3,2	4,6	замещение иностранных алкогольных брендов, стабильные дивидендные выплаты
Башнефть (прив.)	BANEP	223,3**	45,2	0,4	13,9%	2,5	2,3	выплата дивидендов за 2022 г.

30.03.2023

Источники: данные компаний, Мосбиржа, оценки и расчеты аналитиков (*на 21.03.20223 г.)

**обычные и привилегированные акции

***депозитарные расписки



ГЛОБАЛЬНЫЕ АКЦИИ

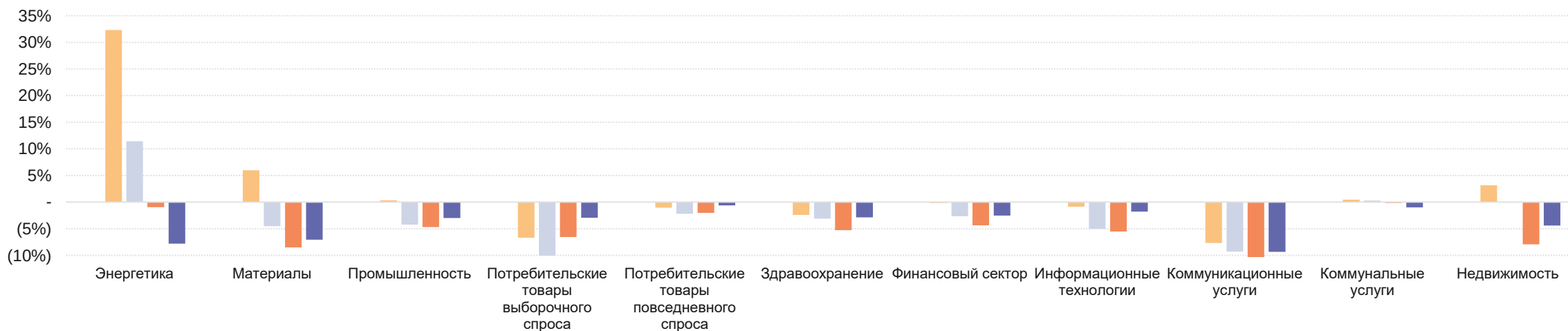
СТРАТЕГИЯ НА РЫНКЕ АКЦИЙ США

Фокус на устойчивых к инфляции секторах со стабильным спросом

- На фоне неопределенности относительно реализации рецессионных рисков в течение 2023 г., а также волны негативных пересмотров прогнозов по чистой прибыли на конец 2023 г., сохраняем негативный взгляд на циклические активы с экспозицией на замедляющийся потребительский спрос.
- Негативный взгляд на финансовый сектор на фоне высокой волатильности в связи с кризисом региональных банков США.
- В приоритете устойчивые в условиях рецессии сектора информационных технологий (ИТ), телекоммуникаций и медиа, а также здравоохранения:
 - ✓ В здравоохранении отмечаем невысокие уровни оценки относительно других сегментов экономики;
 - ✓ Сектор ИТ стал одним из немногих, где ожидания по прибыли на конец 2023 г. были пересмотрены вверх по итогам 4 кв. 2022 г. На горизонте 2 кв. акции могут продемонстрировать опережающую динамику против индекса S&P 500, став защитным активом на фоне замедления потребительского спроса;
 - ✓ В секторе телекоммуникаций выделяем акции кабельных операторов с высокой рентабельностью и стабильной выручкой, но по исторически низким оценкам.

Пересмотры рынка по EPS на конец 2023 г.

■ Июнь 2022 ■ Октябрь 2022 ■ Январь 2023 ■ Март 2023

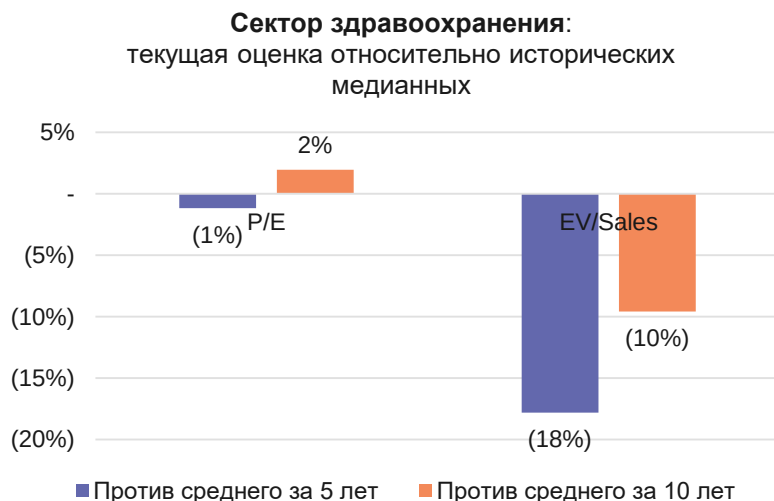


СЕКТОРАЛЬНЫЕ ПРЕДПОЧТЕНИЯ

Позитивный взгляд на сектора информационных технологий, здравоохранения, телекоммуникаций и медиа

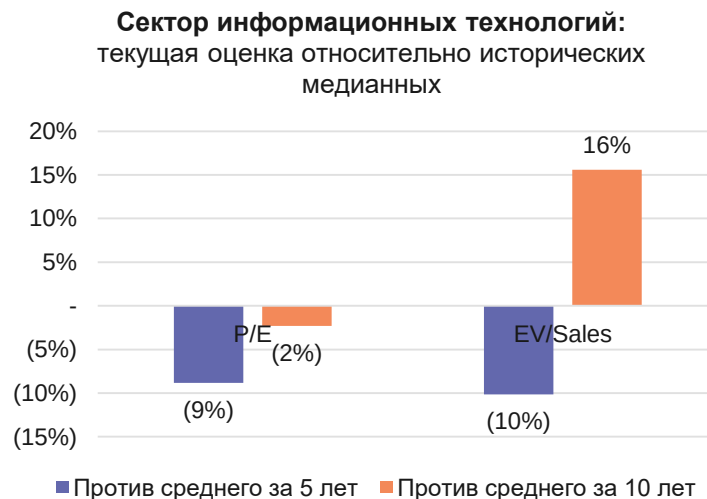
Сектор здравоохранения

- Коррекция ожиданий по EPS на конец 2023 г. стабилизировалась, рецессионные ожидания поддерживают положительный сентимент в акциях сектора.
- Предпочитаем биотехнологические компании с сильным позиционированием в редких препаратах и иммуно-онкологической терапии – наиболее устойчивых сегментах в условиях экономического спада.



Сектор информационных технологий

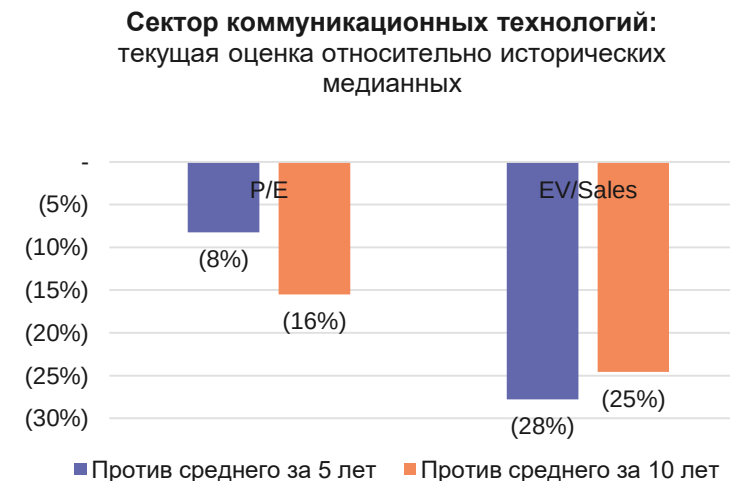
- Многие компании сектора в результатах 4 кв. 2022 г. дали прогноз по EPS выше ожиданий рынка благодаря масштабируемости бизнес-модели и реструктуризации операционных расходов.
- Несмотря на ралли в секторе с начала года, ждем позитивные пересмотры по EPS '23 во 2 кв., при этом сектор становится защитным в преддверии рецессии.



Источники: Investing.com, оценки и расчеты аналитиков ВИМ Инвестиции
EV/Sales – отношение стоимости компании к годовой выручке
P/E – отношение капитализации к прибыли

Сектор телекоммуникаций и медиа

- Ожидания замедления рынка уже полностью отражены в текущей оценке, основные компании сектора торгуются с максимальным историческим дисконтом.
- Бумаги сектора недооценены относительно стабилизировавшихся темпов роста выручки, высоких уровней рентабельности и свободного денежного потока.



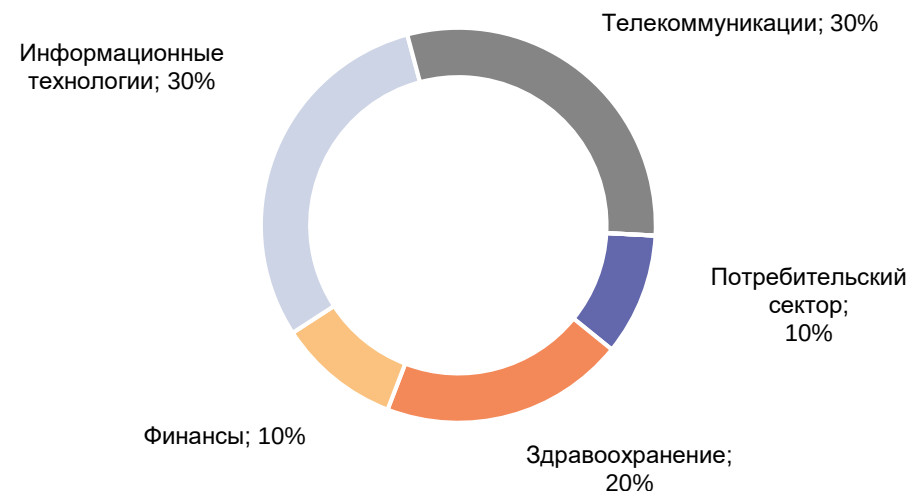
ПОДБОРКА: «ГОРЯЧАЯ ДЕСЯТКА» МИРА

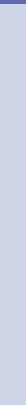
Фокус на наиболее защитные активы на фоне роста рецессионных опасений

- Мы считаем привлекательными акции ИТ компаний, где видим улучшение сентимента в сегменте ПО и полупроводников.
- Считаем, что сектор телекоммуникаций и здравоохранение также станут защитными в условиях экономического спада США.
- Мы сохраняем долгосрочный позитивный взгляд на отдельные истории в финансовом и потребительском секторе.

Название	Тикер	Вес, %	12 мес. див доходность	12M P/E
Activision Blizzard Inc	ATVI	10%	-	20,4x
Advanced Micro Devices Inc	AMD	10%	-	29,2x
Alphabet Inc	GOOGL	10%	-	18,8x
Charter Communications Inc	CHTR	10%	-	9,7x
DocuSign Inc	DOCU	10%	-	24,3x
Goldman Sachs Group Inc	GS	10%	3,00%	8,9x
Moderna Inc	MRNA	10%	-	-
Adobe Inc	ADBE	10%	-	21,9x
Eli Lilly and Co	LLY	10%	1,37%	36,1x
Tyson Foods Inc	TSN	10%	3,28%	12,1x
«Горячая десятка» мира		100%	0,8%	18,2x
Индекс S&P 500			1,80%	16,9x

Отраслевая структура «Горячей десятки» мира





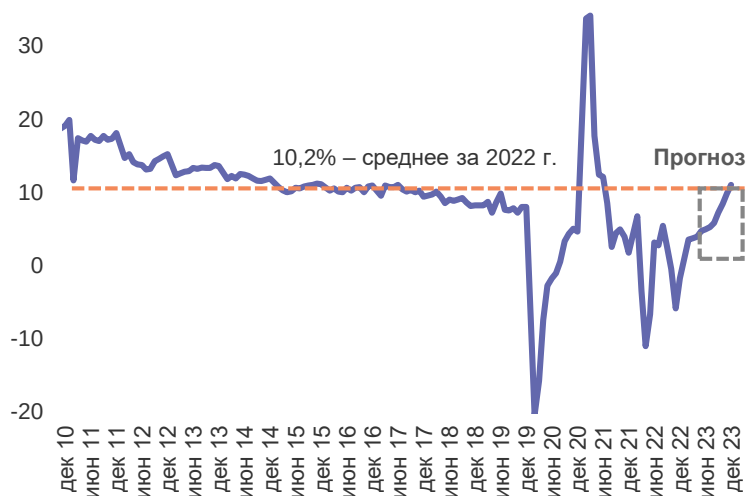
КИТАЙСКИЕ АКЦИИ

СТРАТЕГИЯ НА РЫНКЕ АКЦИЙ КИТАЯ

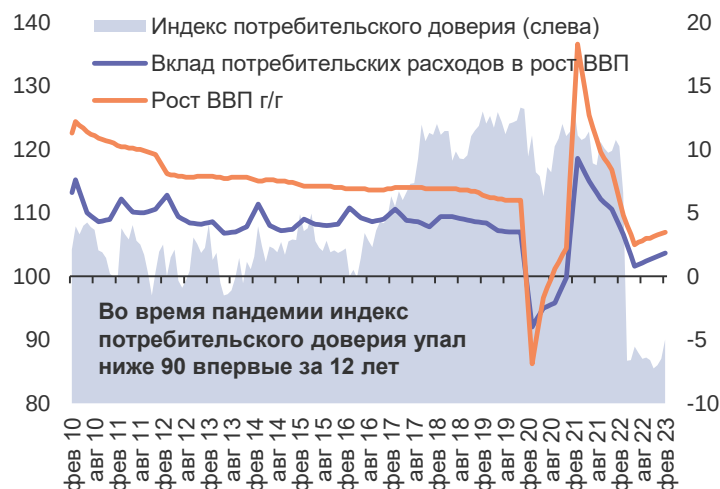
Позитивный взгляд на гонконгские акции китайских компаний на фоне отмены антиковидных ограничений, стимулов для потребительского сектора и строительной отрасли

- Розничные продажи выросли на 3,5% в январе-феврале 2023 г. на фоне снятия антиковидных ограничений. Наибольшие продажи были в онлайн-торговле, путешествиях, одежде, электронике и ресторанах.
- Внутреннее потребление составляет 40% от ВВП Китая. Для стимулирования потребительских расходов китайские власти запустили льготные потребительские кредиты со ставкой 3-4%.
- По экспертным оценкам, розничные продажи в Китае в 2023 г. увеличатся на 11% г/г до 50 трлн юаней (или ~7,2 трлн долл.).
- Продажи и цены на новое жилье упали в 2022 г. из-за стресса в строительном секторе и банкротств застройщиков. В конце 2022 г. власти представили план стимулирования отрасли.
- Китай вложит 1,3 трлн юаней в сектор недвижимости, включая кредитование местных органов власти и банков для завершения начатых проектов и инвестиций в облигации застройщиков.
- Потребительское кредитование, в основном ипотечное, выросло до 257,2 млрд юаней в январе 2023 г. с 175,3 млрд юаней в декабре 2022 г. Цены на жилье в феврале перешли к росту.

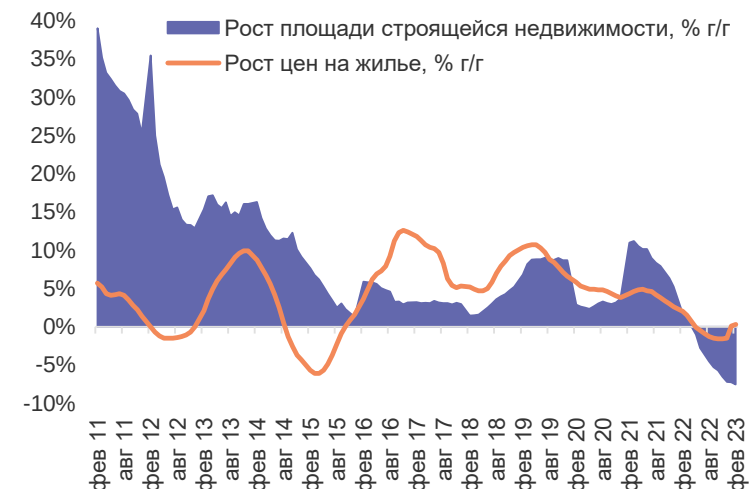
Рост розничных продаж, % г/г



Китайские потребительские индикаторы



Цены на жилье и строящиеся дома

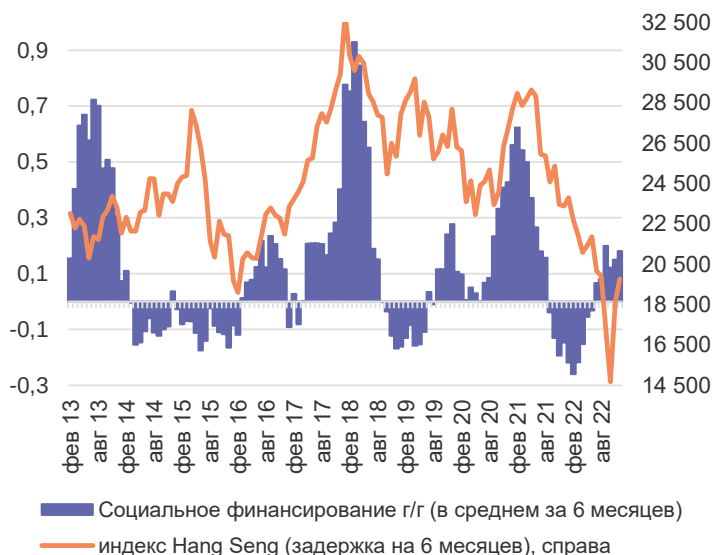


СТРАТЕГИЯ НА РЫНКЕ АКЦИЙ КИТАЯ

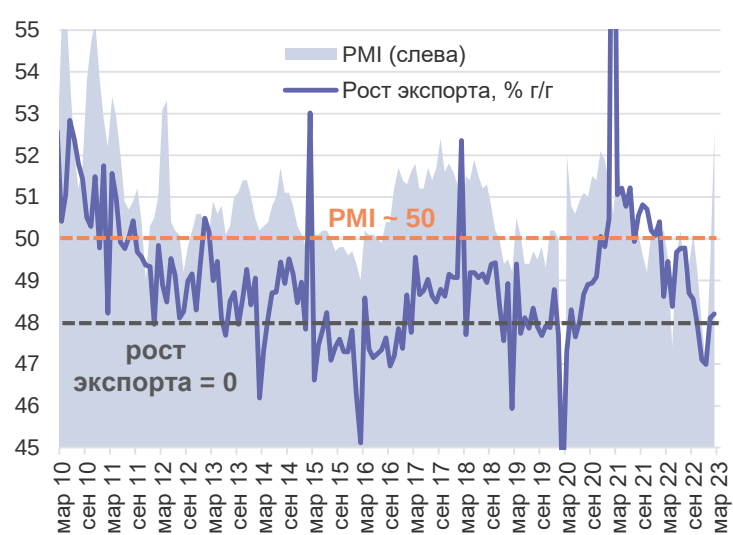
Периоды мягкой денежно-кредитной политики оказывают положительное влияние на акции

- Ковидные ограничения препятствовали работе фабрик и портов в 2022 г., что существенно сказывалось на производстве и росте экспорта.
- В феврале экспорт снова начал расти, а индикатор PMI* на уровне 52,6 п. указывает на рост деловой активности – производители ожидают увеличения потребления.
- Слабый юань также должен привести к увеличению потребления внутренних товаров.
- Новые банковские кредиты в Китае в объеме 4,9 трлн юаней за январь 2023 г. превысили рекордные уровни 4,0 трлн юаней в январе 2022 г.
- 95% новых кредитов было предоставлено корпоративному сектору, т.к. производители ожидают восстановления высокого спроса.

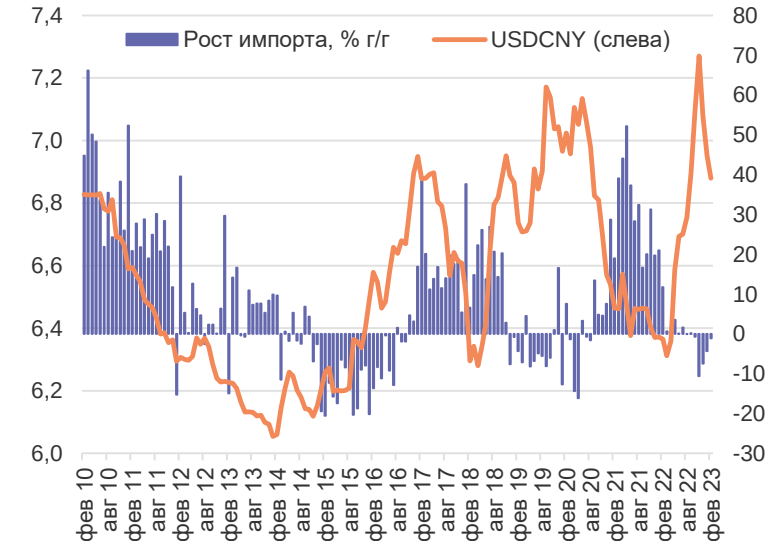
Социальное финансирование против HSI**



PMI и экспорт



USD/CNY и импорт



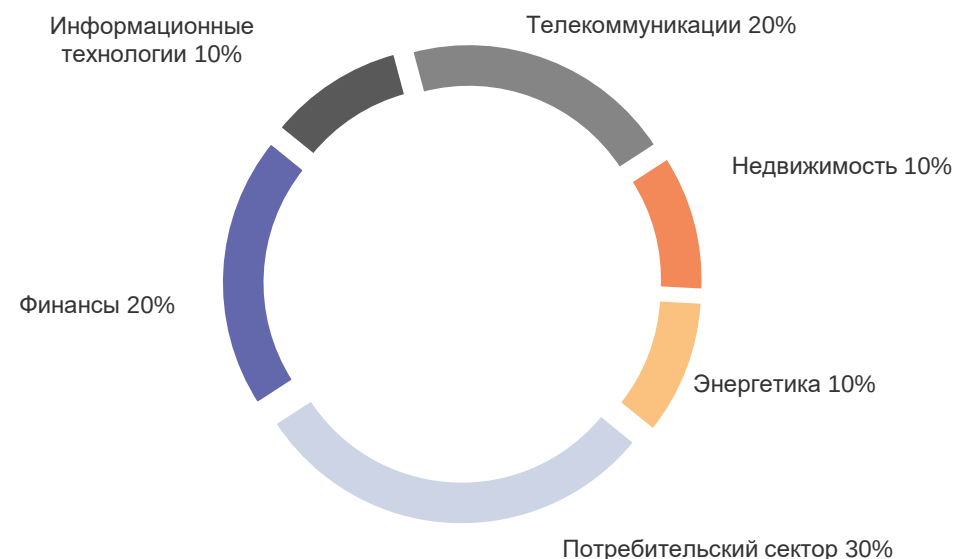
ПОДБОРКА «ГОРЯЧАЯ ДЕСЯТКА» КИТАЯ

В приоритете наиболее перспективные компании, которые выигрывают от восстановления внутреннего спроса

- Мы считаем привлекательными акции в сегменте производства электромобилей, где видим значительный потенциал роста в результате отмены ковидных ограничений.
- Мы предпочитаем компании в сегменте онлайн-рекламы и электронной торговли, где ждем опережающую динамику на фоне ускорения экономического роста.
- Также мы отдаем предпочтение компаниям строительного сектора и банкам, которые выиграют от государственной поддержки и восстановления туристического потока внутри страны.

Название	Тикер	Вес, %	12М див. доходность	12М P/E
Tencent Holdings Ltd	0700.hk	10%	0,4%	23,5x
Alibaba Group Holding	9988.hk	10%	-	13,7x
China Petroleum	0386.hk	10%	9,4%	6,1x
Baidu Inc	9888.hk	10%	-	14,4x
Li Auto Inc	2015.hk	10%	0,0%	107,9x
Xinyi Solar Holdings	0968.hk	10%	2,8%	16,0x
AIA Group Ltd	1299.hk	10%	1,9%	17,4x
China Construction Bank	0939.hk	10%	8,9%	3,3x
Li Ning Co Ltd	2331.hk	10%	1,0%	30,1x
Country Garden Services	6098.hk	10%	2,3%	9,4x
«Горячая десятка» Китая		100%	2,67%	10,9x
Индекс Hang Seng			3,79%	9,6x

Отраслевая структура «Горячей десятки» Китая

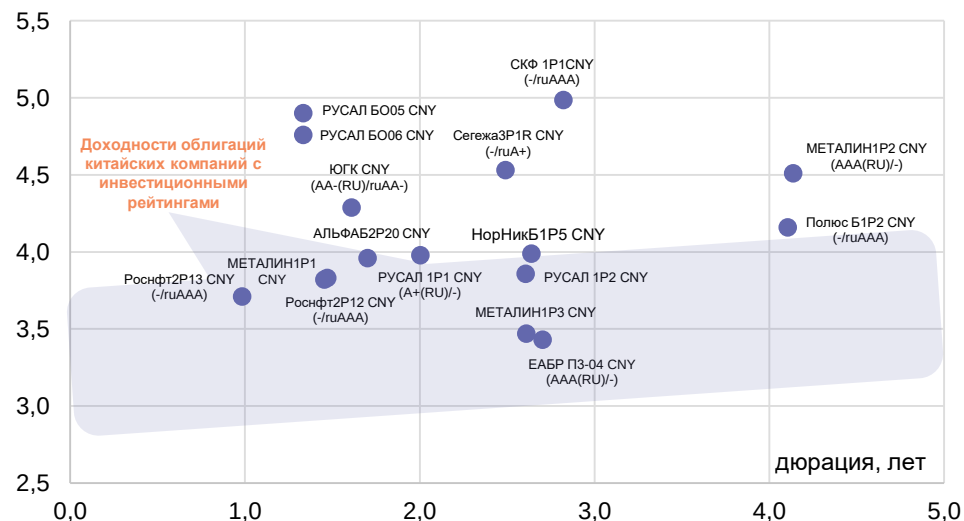


ОБЛИГАЦИИ В ЮАНЯХ

Новый сегмент валютных облигаций на локальном долговом рынке

- В 2022 г. стартовали размещения облигаций в юанях в российской инфраструктуре. На рынок уже вышли: Роснефть, Русал, Полюс, Металлоинвест, Норникель, Совкомфлот, Сегежа, ЮГК, ЕАБР, Альфа-Банк и др. Суммарный объем выпусков на 28 марта 2023 г. достиг 67 млрд юаней (~9,7 млрд долл.).
- Доходности российских облигаций в юанях находятся в диапазоне 3,5-5,0% годовых – без заметной премии к китайским аналогам. Это во многом объясняется повышенным спросом внутри страны со стороны крупных институциональных инвесторов на активы в альтернативной валюте, отличной от долларов и евро.
- Объем размещений в юанях будет нарастать со стороны экспортеров (т.к. нет доступа к рынку евробондов) и банков (под выдачу кредитов в юанях). Переход на внешний товарооборот в юанях обеспечит ликвидность.
- Облигации в юанях дают валютную экспозицию, обращаются в безопасной российской инфраструктуре с опцией платежей в рублях по курсу ЦБ. Одновременно есть риски отрицательной переоценки из-за их относительной дороговизны. Конкуренцию создают «замещающие» облигации с доходностями 6-9% годовых в валюте.

Доходности российских облигаций в юанях



Параметры выпусков облигаций в юанях

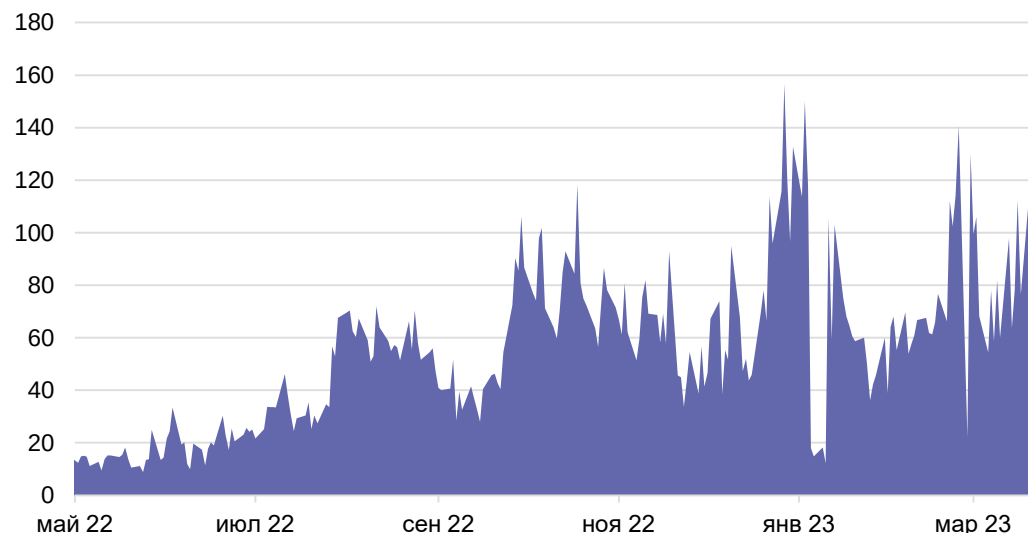
Выпуск	АКРА / Эксперт РА	ISIN	Объем, млн CNY	Купон	Погашение / Оферта	Цена, %	Доходность, %
Металлоинвест, 001P-01	AAA(RU) / -	RU000A1057A0	1 000	3,10%	13.09.2024	99,0	3,8
Металлоинвест, 001P-02	AAA(RU) / -	RU000A1057D4	1 000	3,70%	10.09.2027	97,0	4,5
Металлоинвест, 001P-03	AAA(RU) / -	RU000A105M75	1 000	3,25%	11.12.2025	99,5	3,5
Полюс, ПБО-02	- / ruAAA	RU000A1054W1	4 600	3,80%	24.08.2027	98,7	4,2
РУСАЛ, БО-001P-01	A+(RU) / -	RU000A105C44	6 000	3,75%	24.04.2025	99,4	4,1
РУСАЛ, БО-05	A+(RU) / -	RU000A105104	2 000	3,90%	05.08.2024	98,5	5,1
РУСАЛ, БО-06	A+(RU) / -	RU000A105112	2 000	3,90%	05.08.2024	98,9	4,8
РУСАЛ, БО-001P-02	A+(RU) / -	RU000A105PQ7	1 000	3,95%	23.12.2025	100,4	3,9
РУСАЛ, БО-001P-03	A+(RU) / -	RU000A105Q06	2 500	3,85%	24.12.2025	-	-
Роснефть, 002P-12	- / ruAAA	RU000A1057S2	15 000	3,05%	20.09.2024	98,9	3,8
Роснефть, 002P-13	- / ruAAA	RU000A105ZC6	15 000	3,50%	21.03.2024	99,9	3,6
Сегежа Групп, 003P-01R	- / ruA+	RU000A105EW9	500	4,15%	10.11.2025	99,2	4,5
ЮГК, 001P-01	AA-(RU) / ruAA-	RU000A105GS2	700	3,95%	19.11.2024	99,6	4,2
ЕАБР, 003P-004	AAA(RU) / -	RU000A105EV1	1 900	3,50%	07.11.2025	100,3	3,4
Альфа-Банк, 002P-20	AA+(RU) / ruAA+	RU000A105NN1	850	4,00%	23.12.2024	100,1	4,0
ГМК Норникель, БО-001P-05-CNY	- / ruAAA	RU000A105ML5	4 000	3,95%	15.12.2025	-	-
ГМК Норникель, БО-001P-06-CNY	- / ruAAA	RU000A105NL3	5 000	3,75%	25.12.2025	-	-
Совкомфлот, 001P-01	- / ruAAA	RU000A1060Q0	2 600	4,95%	24.03.2026	100,1	5,0

КИТАЙСКИЙ ЮАНЬ

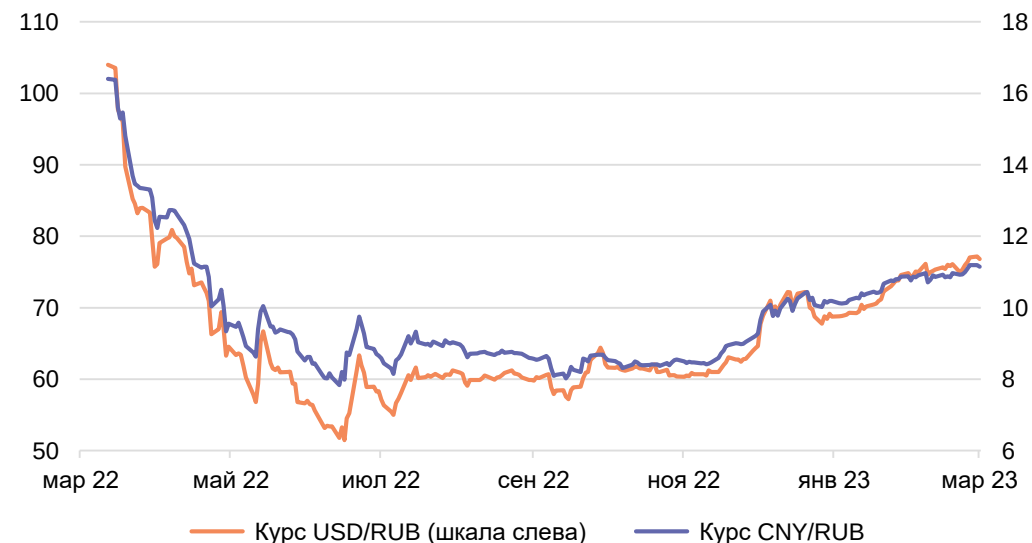
Юань в России вытесняет доллар и евро Ожидаем пару CNY/RUB на уровне 11,3 на конец 2023 г.

- Юань последние 7 лет был в диапазоне 6,3-7,3 в паре с долларом. На фоне ослабления доллара в начале 2023 г. пара USD/CNY отступила от верхней границы диапазона. Доллар на международном рынке, вероятно, укрепится к большинству валют в 2023 г., пара USD/CNY будет в верхней половине диапазона 6,3-7,3.
- Курс юаня не является свободным – контролируется ЦБ Китая. В условиях ограниченной волатильности пары USD/CNY, курс юаня к рублю является почти полным аналогом курса доллара к рублю. При ожидаемом нами курсе рубля прогнозируем пару CNY/RUB на уровне 11,3 на конец 2023 г.
- В феврале 2023 г. на Мосбирже обороты парой CNY/RUB впервые превысили обороты парой USD/RUB, составив 40% от общего объема торгов валютами или 1,48 трлн руб. Тенденция вытеснения доллара и евро китайским юанем в России будет только усиливаться.

Объем торгов юанем на Мосбирже (CNYRUB_TOM), млрд руб.



Взаимосвязь валютных пар USD/RUB и CNY/RUB



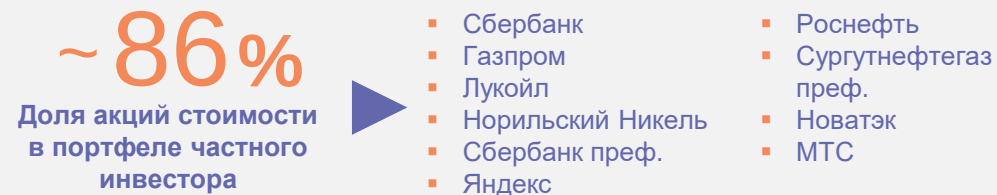


ПРИЛОЖЕНИЯ

РОЗНИЧНЫЙ ИНВЕСТОР НА РОССИЙСКОМ РЫНКЕ АКЦИЙ

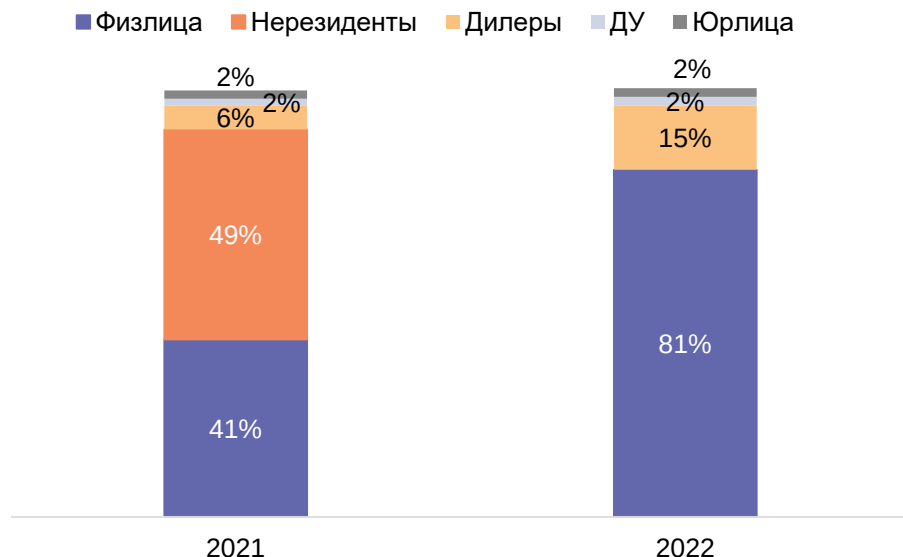
- Доля физических лиц на российском рынке акций резко выросла – до 81% в объеме торгов в 2022 г. – на фоне ухода иностранных инвесторов.
- В 2022 г. фондовый рынок стал больше подвержен сентименту розничных инвесторов.

«ПОРТФЕЛЬ ЧАСТНОГО ИНВЕСТОРА» – ТОП-10 АКЦИЙ*

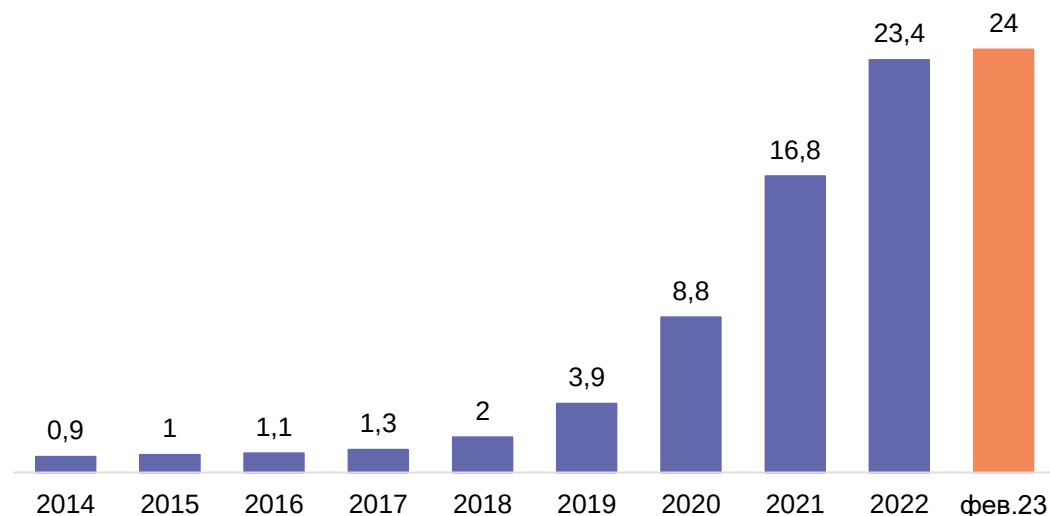


*«Портфель частного инвестора» (аналитический продукт Мосбиржи) – 10 наиболее популярных акций российских компаний в инвестиционных портфелях физических лиц

Оборот в режиме основных торгов по группам клиентов



Количество уникальных розничных клиентов, млн

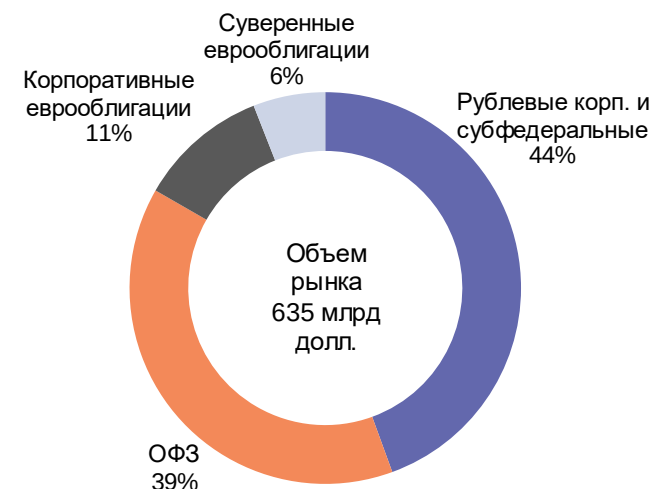


РЫНОК РУБЛЕВЫХ ОБЛИГАЦИЙ

- Объем российского рынка инструментов с фиксированной доходностью превышает 635 млрд долл.
- Российский рынок облигаций обладает емким внутренним рынком долга в национальной валюте, на который приходится более 4/5 выпусков в долларовом выражении.
- Еще чуть менее 1/5 российского рынка облигаций приходится на выпуски в иностранной валюте (за 2022 г. уменьшился на 37 млрд долл., за 2М23 г. – 5,4 млрд долл.).
- В структуре российского рынка долга преобладают корпоративные облигации, на которые приходится 3/5 объема выпусков и 2/5 составляют суверенные облигации.



Структура рынка российских инструментов с фиксированной доходностью

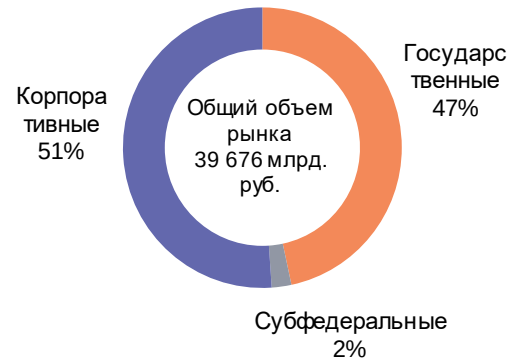


РЫНОК РУБЛЕВЫХ ОБЛИГАЦИЙ

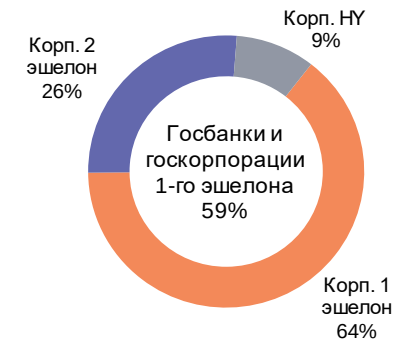
Российский рынок рублевых облигаций это:

- 39,7 трлн руб. выпусков в обращении
- Превалируют суверенные облигации и корпоративные заемщики 1-го эшелона с рейтингами AAA(RU)/ruAAA
- Преобладание облигаций финансового сектора, нефти и газа, э/энергетики и транспорта в корпоративном сегменте
- Основную роль играют институциональные инвесторы (банки, пенсионные фонды и др.), доля физических лиц в объеме торгов 28% (февраль 2023 г.)
- Торговые обороты с момента перезапуска торгов в марте 2022 г. сократились, в т.ч. в ликвидном сегменте ОФЗ
- Доля нерезидентов в ОФЗ составила 9,7% или 1,77 трлн руб. на 1 марта 2023 г. (данные ЦБ РФ). Объем владения снизился (на ~1 трлн руб.) после перевод ОФЗ в российскую инфраструктуру по 319-ФЗ

Структура рынка рублевых облигаций



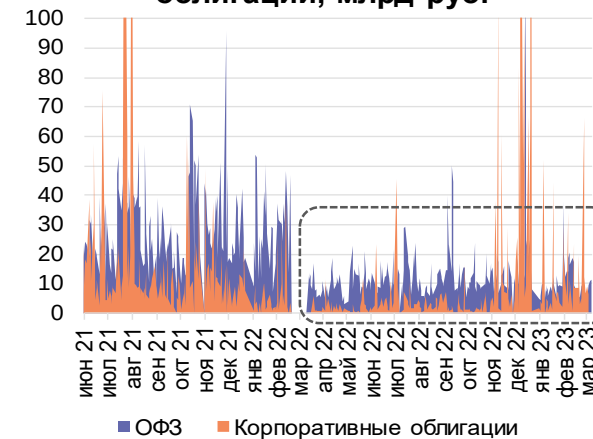
Структура рынка рублевых корпоративных облигаций



Рынок корпоративных рублевых облигаций по отраслям



Биржевой оборот рублевых облигаций, млрд руб.

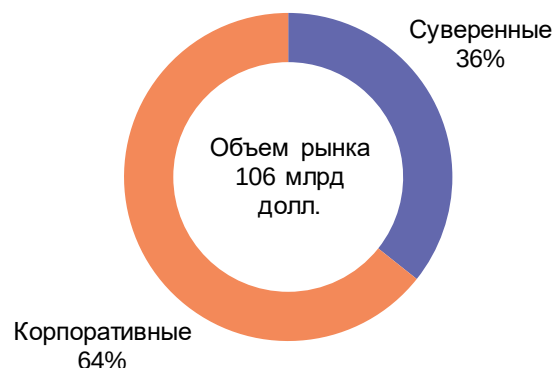


РЫНОК РОССИЙСКИХ ЕВРООБЛИГАЦИЙ

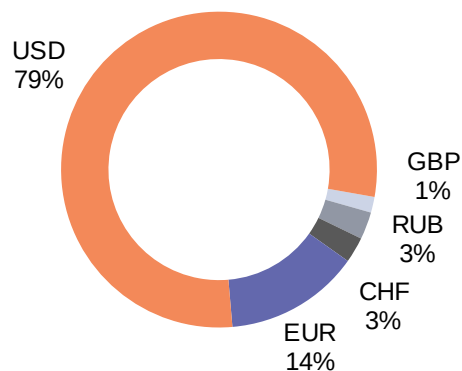
Российский рынок еврооблигаций это:

- 106 млрд долл. выпусков в обращении
- Преобладание облигаций нефтегазового, финансового и металлургического секторов в корпоративном сегменте
- Весомая роль иностранных инвесторов, в т.ч. в сегменте евробондов РФ – доля 45% или 16,3 млрд долл. на 1 января 2023 г. (по данным ЦБ РФ)
- Преимущественно долларовые выпуски – доля около 79%
- Многие российские эмитенты из-за санкций против РФ столкнулись с блокировкой платежей по еврооблигациям со стороны иностранных банков-агентов
- Платежи по евробондам не приходят российским инвесторам – европейские Euroclear и Clearstream приостановили взаимодействие с российским НРД

Структура рынка российских еврооблигаций



Структура российских еврооблигаций по валютам



Структура рынка российских еврооблигаций по секторам



РЫНОК РОССИЙСКИХ ЕВРООБЛИГАЦИЙ*



Временный порядок исполнения обязательств по еврооблигациям российскими заемщиками

Из-за блокировок выплат по российским евробондам внешними контрагентами утвержден временный порядок исполнения обязательств:

- **Указ Президента РФ от 22 июня 2022 г. №394:** Россия временно выплачивает валютный долг в рублях по курсу ЦБ, перечисляя средства в российские депозитории (владельцам бумаг, чьи права учтены в российской инфраструктуре), а также использует счета типа «И» для инвесторов, чьи права учтены в иностранных депозитариях (должны самостоятельно обратиться в НРД, письменно отказаться от претензий в будущем). На счете «И» средства индексируются по курсу ЦБ до момента фактической выплаты.
- **Указ Президента РФ от 5 июля 2022 г. №430:** Российские заемщики ОБЯЗАНЫ обеспечить исполнение обязательств по евробондам перед инвесторами, учет прав которых ведется в российских депозитариях через разделение платежей (в рублях внутри страны и в валюте эмиссии за рубежом) или выпуск «замещающих» локальных облигаций в российском праве:
 - ✓ Согласовали разделение платежей и сменили трасти через голосование владельцев евробондов: Полюс, РУСАЛ, Уралкалий, Норникель, НЛМК и др.
 - ✓ «Замещающие» локальные облигации выпустили: Газпром, Лукойл, Металлоинвест, Совкомфлот, ММК, Борец и др.
- **Указ Президента РФ от 8 августа 2022 г. №529:** Российский заемщик с разрешения Правкомиссии имеет ПРАВО открыть в российском банке счет типа «Д» на имя нерезидентов и резидентов, чьи права учтены в иностранной инфраструктуре, для выплат по евробондам в рублях по курсу ЦБ, где средства могут быть конвертированы (для нерезидентов) и переведены на счет в иностранном банке без дополнительных разрешений. Данной опцией могут воспользоваться компании под санкциями, которые не могут проводить зарубежные платежи.

РЫНОК РОССИЙСКИХ ЕВРООБЛИГАЦИЙ



Пояснения регулятора по исполнению обязательств перед российскими инвесторами

ЦБ РФ выпустил Официальное разъяснение № 11-ОР от 23.11.2022 г. к Указам Президента РФ №95, №430 и № 529

Важным стал раздел, посвященный российским организациям, которые имеют обязательства по связанным евробондам. Данные обязательства (выплата купонов и погашение номинала) подлежат исполнению в соответствии с указом Президента №430 от 5 июля 2022 г.

Такие обязательства возникают, если:

- Российское юрлицо указано в эмиссионных документах иностранной компании, выпустившей еврооблигации;
- Российское юрлицо входит в одну группу лиц вместе с иностранным эмитентом еврооблигаций;
- Российское юрлицо / иностранный эмитент еврооблигаций осуществляет прямо или косвенно контроль за иностранным эмитентом еврооблигаций / российским юрлицом.

Разъяснение снимает неопределенность, связанную с распространением действия указа Президента РФ №430 от 5 июля 2022 г. относительно евробондов VEON, Evraz, ABN (Альфа-Банка), чьи холдинговые компании имеют иностранную прописку. До этого момента выплаты в российские депозитарии со стороны данных эмитентов не производились.

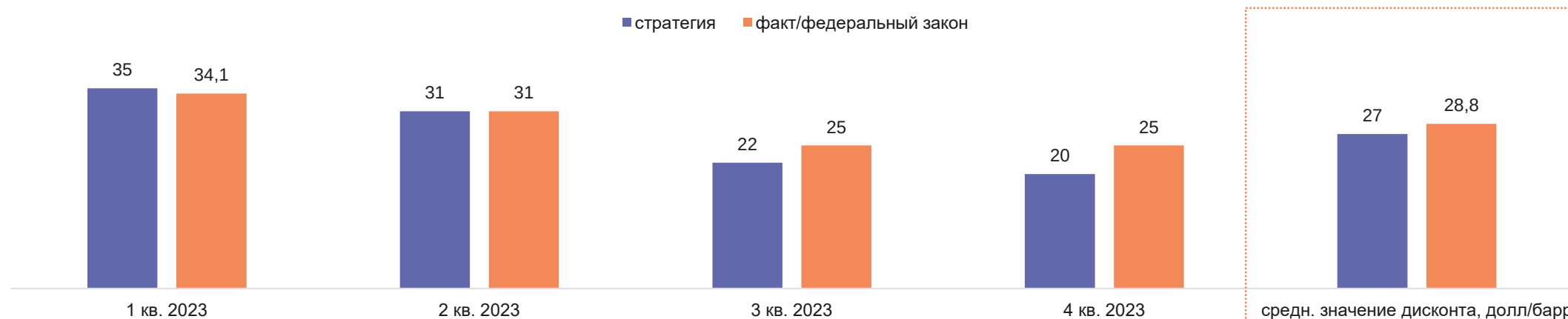
Разъяснение применяется с даты размещения на сайте Банка России (24.11.2022 г.).

БЮДЖЕТ: ЦЕНА НА НЕФТЬ

Новый бенчмарк нефти для расчета нефтегазовых доходов

- С апреля 2023 г. бенчмарком для нефтегазовых налогов станет цена нефти марки Brent за вычетом фиксированного дисконта (34 долл./барр. для апреля). В случае если нефть марки Urals в Европе будет выше этой величины, то будут использовать цену Urals в Европе для целей налогообложения. В наших оценках нефтегазовых доходов за 2023 г. используем цену нефти 63 долл./барр. (Цена для бюджета = Цена Brent – Дисконт).
- Риск для нашей прогнозы цены нефти при расчете нефтегазовых доходов бюджета – более низкая цена нефти марки Brent и более высокий дисконт, чем прописано в федеральном законе (средний дисконт в ФЗ – 28,8 долл./барр. против 27 долл./барр. в стратегии; в базовом сценарии цена нефти марки Brent – 90 долл./барр.).
- У нас более позитивный взгляд на снижение дисконта Urals к Brent во 2 пол. 2023 г., чем заложил Минфин РФ: средний дисконт – 21 долл./барр. в стратегии против 25 долл./барр. в законе во 2 пол. 2023 г. Более негативный взгляд на снижение дисконта не повлияет на цену нефти для расчета нефтегазовых доходов, т.к. максимальный размер дисконта зафиксирован к цене Brent на уровне 28,8 долл./барр.
- Мы ожидаем уточнение размера дисконта при обсуждении бюджета осенью или переход на российский бенчмарк на горизонте 12 мес.

Динамика дисконта, долл./барр.



ОГРАНИЧЕНИЕ ОТВЕТСТВЕННОСТИ

АО ВИМ Инвестиции (лицензия ФКЦБ России от 06.03.2002 № 21-000-1-00059 на осуществление деятельности по управлению инвестиционными фондами, паевыми инвестиционными фондами и негосударственными пенсионными фондами, без ограничения срока действия; Лицензия ФСФР России от 20.03.2007 № 045-10038-001000 на осуществление деятельности по управлению ценными бумагами, без ограничения срока действия).

Настоящий документ и содержащиеся в нем сведения предназначены исключительно для информационных целей. Документ не рассматривается и не должен рассматриваться как предложение АО ВИМ Инвестиции о покупке или продаже каких-либо финансовых инструментов или оказания услуг какому-либо лицу, не являются офертой, публичной офертой по какому бы то ни было действующему законодательству. Предоставляемая информация не может рассматриваться в качестве рекомендации к инвестированию средств, а также гарантий или обещаний в будущем доходности вложений.

Никакие положения информации или материалов, представленных в документе, не являются и не должны рассматриваться как индивидуальные инвестиционные рекомендации и/или намерение АО ВИМ Инвестиции предоставить услуги инвестиционного советника. АО ВИМ Инвестиции не может гарантировать, что финансовые инструменты, продукты и услуги, описанные в настоящем документе, подходят лицам в соответствии с их инвестиционным профилем. Данные материалы основаны на публичной и общедоступной информации.

Прежде чем воспользоваться какой-либо услугой или приобретением финансового инструмента или инвестиционного продукта, Вы должны самостоятельно оценить экономические риски и выгоды от услуги и/или продукта, налоговые, юридические, бухгалтерские последствия заключения сделки при пользовании конкретной услугой, свою готовность и возможность принять такие риски.

Любые логотипы, если таковые приведены в настоящей презентации, используются исключительно в информационных целях, не имеют целью введение клиентов в заблуждение о характере и специфике услуг, оказываемых АО ВИМ Инвестиции, или получение дополнительного преимущества за счет использования таких логотипов, равно как продвижение товаров или услуг правообладателей таких логотипов, или нанесение ущерба их деловой репутации.

Термины и положения, приведенные в настоящих материалах, должны толковаться исключительно в контексте соответствующих сделок и операций и/или ценных бумаг и/или финансовых инструментов и могут полностью не соответствовать значениям, определенным законодательством РФ или иным применимым законодательством.

Материал не является гарантией или обещанием будущей эффективности или доходности от инвестиционной деятельности. Результаты инвестирования в прошлом не являются гарантией таких же результатов в будущем, государство не гарантирует доходность инвестиций в инвестиционные фонды. Все прошлые данные имеют документальное подтверждение. Нет никаких гарантий прибыли или доходов от финансовых инструментов, пока иная информация не указана в соответствующих публикациях.

На размер дохода могут повлиять, среди прочего, инвестиционные стратегии и цели финансового инструмента и существенные рыночные и экономические условия, в том числе процентные ставки и рыночные условия в целом. Различные стратегии, применяемые к финансовым инструментам, могут оказать существенное влияние на результаты, описанные в настоящем материале. Адрес АО ВИМ Инвестиции: Россия, 123112, г. Москва, вн.тер.г. муниципальный округ Пресненский, Пресненская набережная, дом 10, строение 1, этаж 38, помещение I, телефон 8-800-770-70-88 (для бесплатной междугородной и мобильной связи), адрес сайта в сети Интернет www.wealthim.ru.