

2024

Как обуздать нестабильность

Октябрь 2024



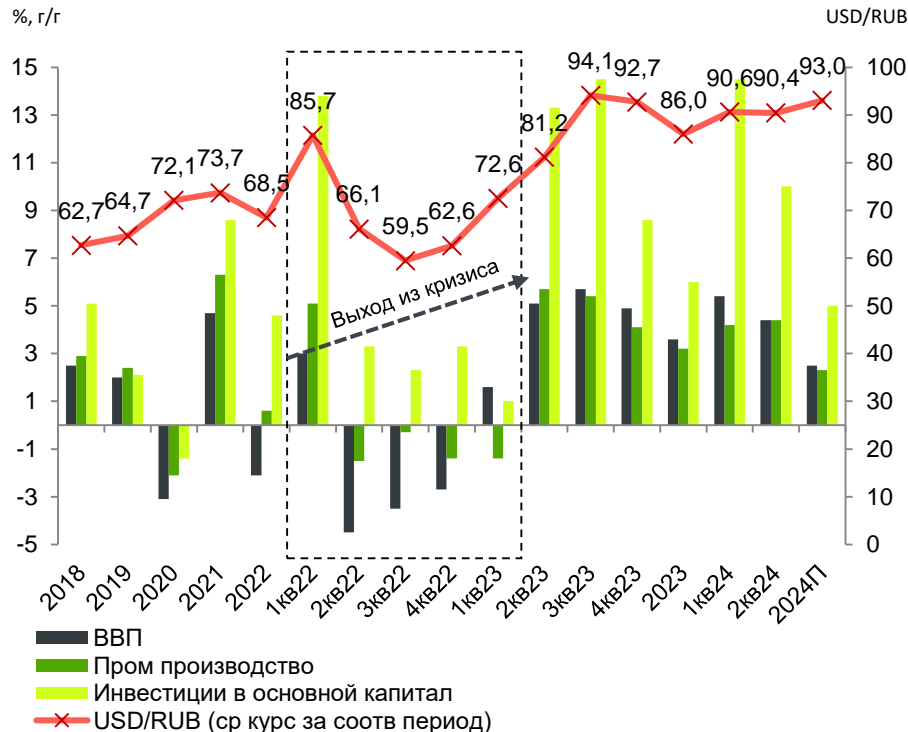
Макроэкономическая среда РФ

2024: восхождение продолжилось

Экономика РФ продолжила свой рост, хотя на квартальном базисе прослеживается замедление. По итогам 2кв24 динамика ВВП РФ составил 4,4% г/г против 5,4% г/г и 4,9% г/г в 1кв24-4кв23, что выше рыночных ожиданий, которые предполагали рост до 4,2% г/г. Причиной замедления стала ослабленная динамика внутреннего спроса, так как начала работать жесткость ДКП. Если замедление экономической активности продолжится, положительный разрыв выпуска будет сокращаться, а инфляционное давление снижаться. Однако, в случае жестких ограничений на производственные возможности, рост спроса может не привести к увеличению выпуска, а усилит инфляционное давление.

Несмотря на прогнозируемое замедление динамики экономики в 2024 г., 3,5-4,0% годовых, мы ожидаем сохранения положительной динамики инвестиций в основной капитал в диапазоне 3-4% г/г, что окажет стимулирующее воздействие на динамику размещений новых облигационных выпусков. При этом эффект от возможного ослабления рубля уже не будет столь существенным для операционных показателей российских экспортеров (и импортеров), как это наблюдалось в 2023 г.

Динамика ключевых макроэкономических показателей



Корпоративные облигации РФ

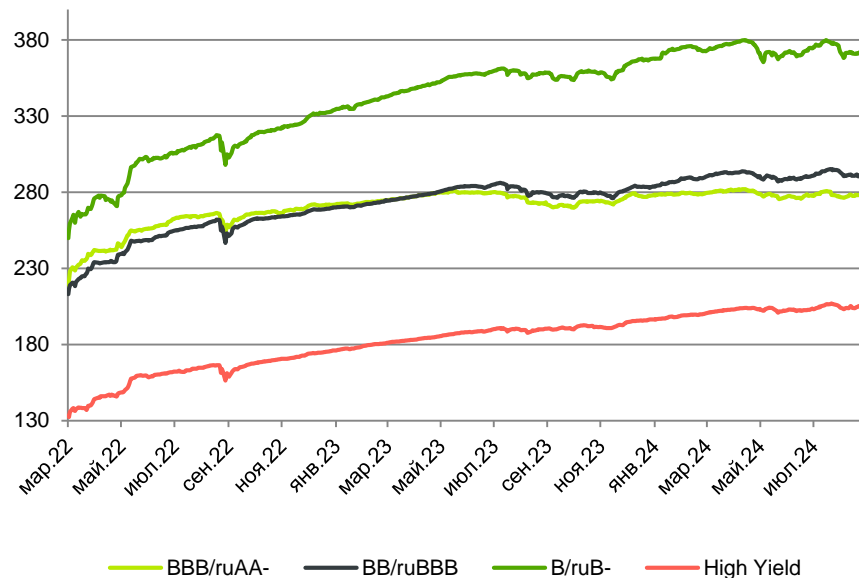
Долговой рынок испытывает повышенную волатильность

В 1кв24 рынок испытал разочарование, связанное с избыточными ожиданиями смягчения ДКП. Рыночное консенсус-мнение предполагало снижение ключевой ставки уже в июне. По итогам первых 3-х заседаний Банка России риторика варьировалась от нейтральной до жесткой.

В течение 3кв24 финансовый рынок в РФ принял ожидаемое ужесточение ДКП и демонстрировал связанную с этим волатильность. Так, по итогам 2-х заседаний (26.07.24 и 13.09.24) ЦБ РФ принял решение повысить ключевую ставку на 300 б.п., до уровня 19%. Риторика регулятора не поменялась, она по-прежнему носит ястребиный характер. Решение по ключевой ставке на октябрьском заседании будет зависеть от динамики инфляции (недельная и месячная за сентябрь), кредитования и потребительской активности в экономике.

Мы ожидаем сохранения повышенной волатильности. В условиях отсутствия новых шоков сохранения ставок на текущих уровнях по итогам года все облигации компаний с устойчивым финансовым положением могут показать положительный результат.

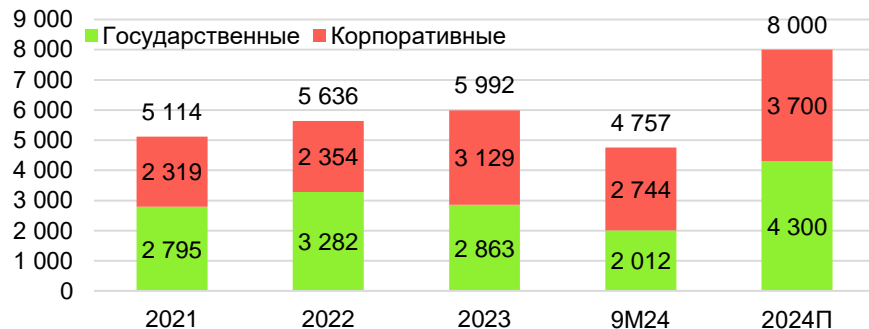
Динамика индексов полной доходности,
ранжированных по рейтинговым группам (п.)



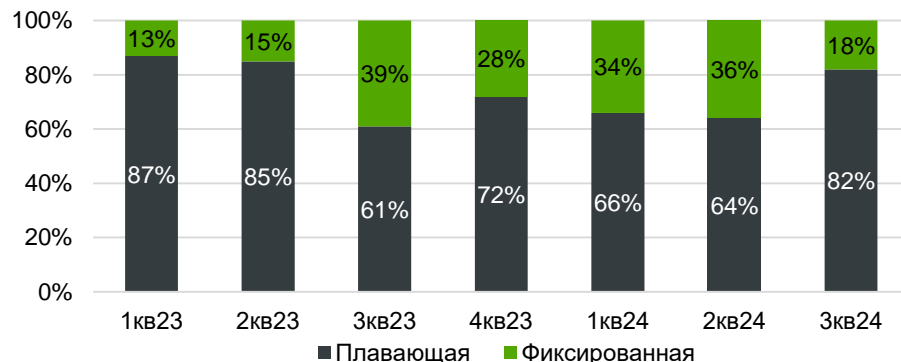
Облигации РФ

В 2024 году объем новых размещений в может достичь отметки 8 трлн ₽

Динамика и прогноз размещений облигационных займов в РФ на 2024 год, млрд ₽



Распределение объемов размещений по типу % ставки

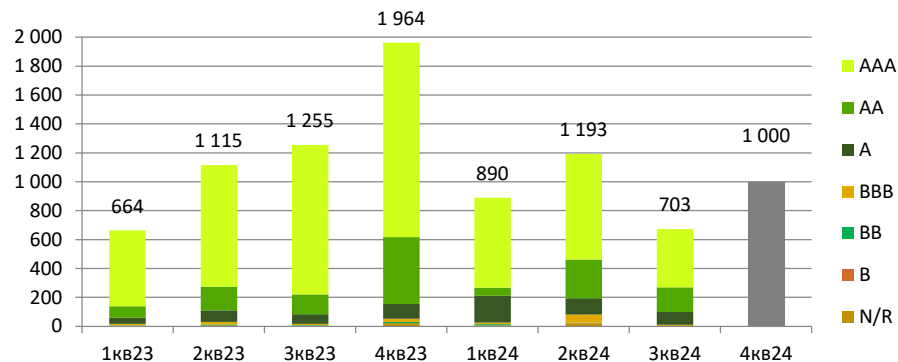


- Подводя итоги 3кв24, отметим продолжение превалирования объемов корпоративных заимствований над размещением государственных бумаг примерно на 8%. Это произошло преимущественно за счет достаточно плотного графика погашений и ofert в корпоративном и банковском секторах.
- В течение 3кв24 госбумаги в подавляющем большинстве (70%) размещались под плавающий купон. В корпоративных облигациях, доля бумаг с плавающим купоном в сравнении с 3кв23 выросла многократно, составив 94%.
- Согласно планам Минфина, валовый объем заимствований через канал ОФЗ в 2024 году превысит 4,3 трлн ₽, это на ~50% выше чем в 2023 г., что на наш взгляд, выглядит мягко говоря амбициозно.

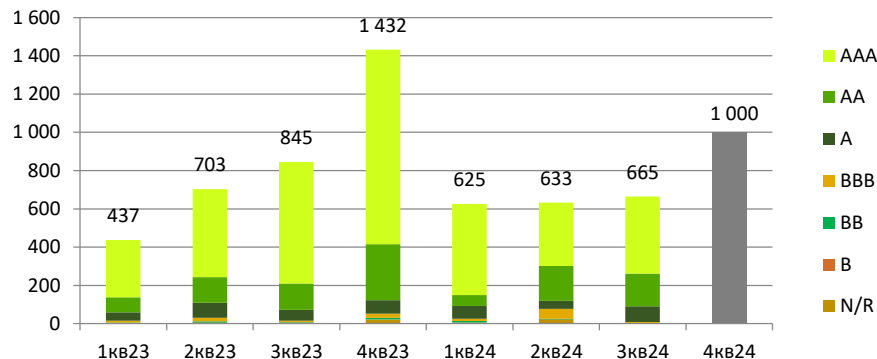
Корпоративные облигации РФ

Мы пересматриваем вниз оценку объема новых размещений в корпоративном сегменте в 2024 г. Объем новых размещений в сегменте может превысить отметку в 3,7 трлн ₽ (-0,3 ₽ к предыдущей оценке)

Размещения облигаций
корпоративных эмитентов, млрд ₽



С устранением фактора замещенных, юаневых
и прочих валютных выпусков, млрд ₽



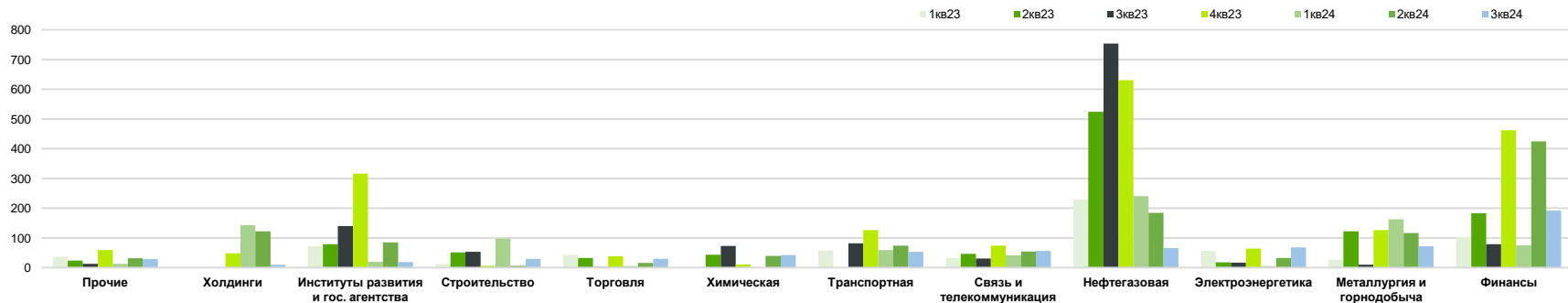
Столь сильное снижение объемов новых размещений в 3кв24 (703 млрд ₽, -44% г/г, или -552 млрд ₽ к 3кв23) обусловлено ростом рыночных ставок на рубеже 2кв-3кв24, связанным с ожиданием скорого ужесточения ДКП.

На 2024 год в сегменте корпоративного долга запланированы погашения и oferty в объеме 4 168 млрд ₽. Наши оценки, с учетом ужесточения ДКП, не предполагают наращивания компаниями объема инвестиций в основной капитал (ИОК), в особенности инвестиций в «развитие». Напротив, в связи с высокими ставками в 4кв24 мы ожидаем отрицательной динамики ИОК.

Корпоративные облигации РФ

В 2024 году значительные объемы размещений придутся на финансовый сектор

Распределение объемов размещений по секторам экономики, млрд ₽



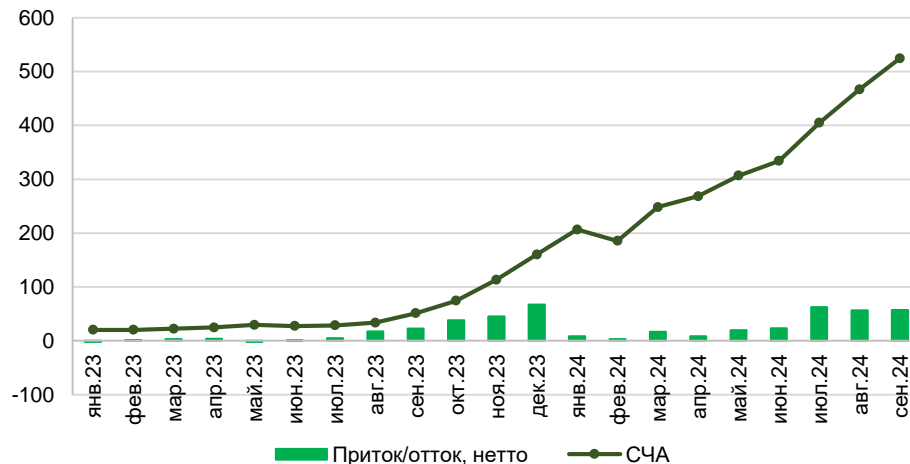
В отраслевом разрезе в течение 3кв24 ситуация в части новых размещений была неоднородной. По объемам новых размещений компании из нефтегазового и металлургического секторов уступили пальму первенства эмитентам из финансового сектора. Эмитенты из отраслей непродовольственного ритейла, машиностроения, деревообработки и других отраслей демонстрировали ожидаемую разнонаправленную динамику новых размещений.

Эмитенты из отраслей с меньшей финансовой устойчивостью, в особенности уязвимые к санкционной риторике, демонстрировали ухудшение финансового положения и, как следствие, более существенное снижение стоимости бумаг. В секторе девелопмента бумаги испытали ожидаемое давление по мере ужесточения требований по льготным гос. программам и приближения отмены общей федеральной льготной ипотечной программы (произошла в июле 2024 г.). Во 2П24 давление на котировки облигаций данного сектора может продолжиться, поскольку высока вероятность ухудшения финансового положения застройщиков. До конца текущего года нашими фаворитами являются компании, накопившие существенную кэш-подушку, это эмитенты из таких отраслей как Электроэнергетика, Нефтегазовая и некоторые компании из Металлургического сектора.

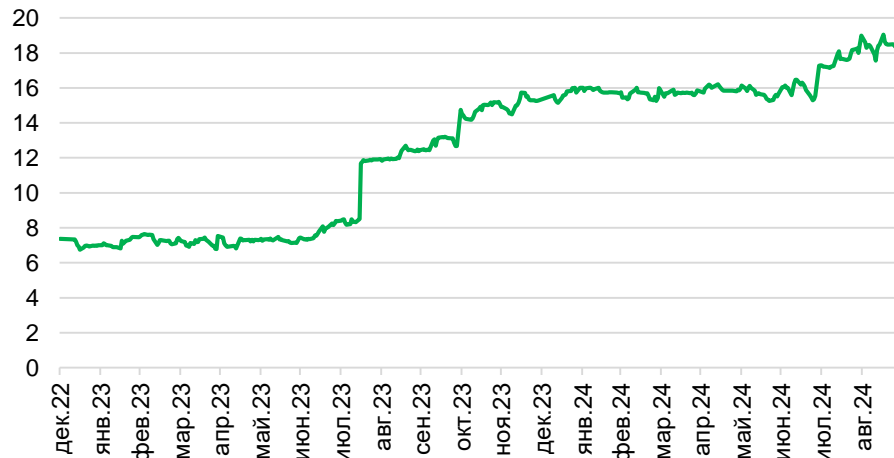
Фонды денежного рынка РФ

В 2024 году значительные объемы размещений приходится на Фонды денежного рынка

Динамика СЧА, притоков и оттоков (нетто), млрд ₽



Ставка RUONIA, % годовых

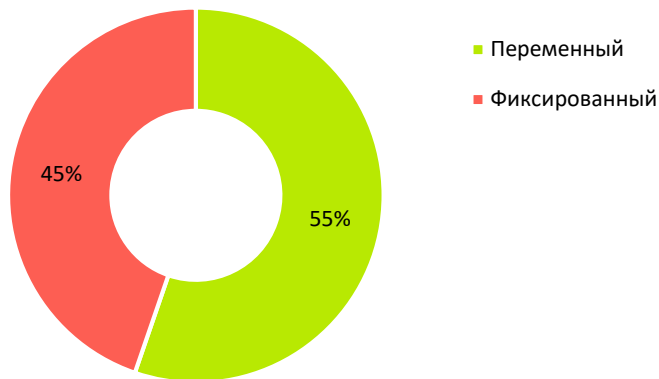


В 3кв24 приток в фонды денежного рынка продолжился, таким образом подтверждая настроения инвесторов, которые предпочитают краткосрочное инвестирование в инструменты с высокой ликвидностью, чтобы при смене трендов/настроений на рынках можно было без потерь выйти из актива.

Фонд облигаций

Вложения в бумаги с фиксированным купоном могут претендовать на место в портфеле

Структура фонда по типу купонной ставки



Отраслевая структура фонда



Говоря о выборе инструментов, на сегодняшний день инвестирование в корпоративные облигации с переменным купоном являются одной из наших лучших идей. С точки зрения кредитного качества – это эмитенты с устойчивым финансовым положением (низкой или умеренной долговой нагрузкой, прибыльные, с высокой операционной рентабельностью и т.д. в рейтинговом диапазоне "AAA" - "A+").

Облигации с фиксированным купоном также могут занять место в портфеле инвестора, но срок до погашения таких облигаций не должен превышать 1 год. К примеру, на текущий момент дюрация таких бумаг в портфеле Фонда облигаций составляет 0,7 года, по состоянию на 25.09.24 бумаги с фиксированным купоном предлагали доходность к погашению/оферте на уровне 21,8% годовых. В совокупности такой инвестиционный портфель может принести доходность, превышающую 20% годовых.

Дюрация к погашению (оферте): 1,6 года

Доходность к погашению (оферте): 20,96% годовых.

Рынок российских акций

Отскок индекса Мосбиржи от минимальных годовых значений, достигнутых в сентябре 2024 года, составила ~10%, текущие котировки акций соответствуют уровню ключевой ставки 19%

Динамика индекса Мосбиржи с 01.22 и P/E индекса



Изменение ожиданий участников рынка относительно действий ЦБ России приостановило возврат индекса к уровням начала 2022 года. По состоянию на начало октября коррекция индекса Мосбиржи от минимальных годовых уровней составила ~10%. По показателю P/E 2024 уровень индекса соответствует ключевой ставке 19%. Возвращение индекса на траекторию роста возможно при: (1) отсутствии изменения ключевой ставки в сторону повышения; (2) росте цен на товарные активы на мировом рынке; (3) постепенном ослаблении рубля; (3) готовности эмитентов выплатить повышенные промежуточные дивиденды до окончания 2024 г.

Рынок российских акций

Отрасли экономики, ранжированные по уровню риска

Отрасль
Деревообработка
Розничная торговля (непроды)
Сельское хозяйство
Транспортная
IT
Фармацевтика
Удобрения
Металлургия
Розничная торговля (проды)
Финансы
Электроэнергетика
Нефть и газ



Уровень риска

- По нашему мнению, бенефициарами от ужесточения ДКП выступает ряд компаний, накопивших солидные остатки денежных средств (и их эквивалентов) из таких секторов как «металлургия», «нефть и газ» и «электроэнергетика».
- Жесткая ДКП также не будет являться помехой для компаний, которые имеют способность эффективно транслировать возросшие издержки на потребителя, это прежде всего «финансы», «продовольственный ритейл», «удобрения» и «фармацевтика».
- «Транспортный сектор» и представляет собой зону умеренного риска и может продемонстрировать заметный отскок при смягчении ДКП.

Выводы

Финансовый прогноз спредов

В 2024 году при условии отсутствия новых шоковых явлений мы ожидаем дальнейшего сокращения спреда к ОФЗ в облигациях 2-го, 3-го эшелонов. В сегменте ВДО, напротив, мы ожидаем нормализации по-прежнему неоправданно низких значений спредов к ОФЗ

Смягчение денежно-кредитной политики

В 2025 г. при наличии предпосылок к смягчению ДКП (устойчивое снижение инфляции и инфляционных ожиданий к целевым значениям регулятора) мы планируем переходить из переменного в фиксированный купон и наращивать дюрацию

Осторожность в инвестициях

С повышенной осторожностью относимся к инвестициям в облигации эмитентов из отраслей, чувствительных к санкционной риторике, недовольства ритейла и девелопмента

Сокращение долгов, спрос на акции

В условиях высоких процентных ставок эмитенты акций будут направлять свободный денежный поток на снижение долговой нагрузки вместо дивидендных выплат. Компании с отрицательным долгом будут пользоваться повышенным спросом инвесторов

Рост акций

Во втором полугодии возможен рост котировок акций компаний из секторов, показывающих высокие темпы роста операционных (и финансовых) показателей: , Электроэнергетика (15-20%, наличие больших остатков д/с), Нефтегазовая (20-25%, рост потребления в Китае и уменьшение спреда к Urals), IT-сектор (темпы роста бизнеса от 30 – 70% в год), потребительский сектор (рост 17 – 20% в результате увеличения доходов населения), черная металлургия (рост свободного денежного потока, отрицательный долг)



Спасибо за внимание!

Павел Паевский

Отдел кредитного анализа и макроэкономики

paevsky@rshb-am.ru

Москва, Пресненская наб., д. 10, стр. 2

+7 495 660-47-65

www.rshb-am.ru