

Перспективы российского рынка акций

10 января 2025г.

В связи с началом нового года хотели бы высказать несколько соображений о перспективах российского рынка акций и облигаций хотя бы на ближайшие два квартала (отметим, что, во-первых, мы их уже высказывали по ходу года в нашей ленте новостей в Telegram и комментариях, размещенных на сайте, и, во-вторых, в целом наш взгляд на рынок совпал с мнением многих инвестиционных банков, опубликованных в виде стратегии на 2025 год в течение последних двух месяцев).

Арутюнян А.Т.,
главный экономист
aarutyunyan@russ-invest.com
+7-495-3639380
ПАО ИК РУСС-ИНВЕСТ

Как нам представляется, динамика российского фондового рынка в 2025 году зависит от четырех ключевых рисков: 1) геополитического риска; 2) санкционного риска (вытекающего из геополитического риска); 3) макроэкономического риска (включая ужесточение кредитно-денежной политики Банком России, в т.ч., в виде повышения ключевой ставки, и возможное обесценение рубля); 4) риска смежных рынков (прежде всего, валютного рынка и рынка сырья). Поэтому обострение любого из вышеперечисленных рисков приведет к негативным последствиям для рынка ценных бумаг. Вместе с тем, стоит принимать во внимание и фундаментальную оценку рынка, который, с точки зрения фундаментальных мультипликаторов¹, отличается крайне низкой оценкой и высокой дивидендной доходностью (даже навскидку сразу же можно назвать с дюжину высоколиквидных и надежных бумаг, чья дивидендная доходность находится в диапазоне от 10% до 20%, причем дивидендная доходность МТС, Лукойла и привилегированных акций «Сургутнефтегаза» по итогам 2024 года может оказаться вполне сопоставимой с текущей доходностью ОФЗ с дюрацией, превышающей 5 лет). Следовательно, динамика российского рынка акций (пока остановимся на этом сегменте), практически, полностью зависит от того, реализуется ли в 2025 году возможность снижения первых трех рисков или нет.

Начнем с геополитики. Судя по всему, и в США (даже уходящая администрация заговорила об этом), и в Европе (уходящий канцлер Германии уже прямым текстом говорит, что хотел бы встретиться с В.Путиным), и даже на Украине (если только то, что заявляет Зеленский, соответствует его реальным намерениям) осознали необходимость переговоров с Россией, списав в утиль ставку на стратегическое поражение нашей страны (отсюда следует простой вывод – только ставка на силу, ибо со слабым, идущим на необоснованные компромиссы, только подтверждающие, с точки зрения противников, его

¹ По разным оценкам, P/E индекса Мосбиржи в конце 2024 года находилось не выше 4. См. например, <https://www.vedomosti.ru/partner/articles/2024/12/26/1083826-aktsii-obligatsii>

слабость, никто переговоры вести не собирается). Когда-то (сразу после мобилизации 2022 года) мы заявили о том, что российским инвесторам необходимо определиться со своим выбором и лучше поставить на Россию, что позволит неплохо заработать². Мы по-прежнему уверены, что либо в процессе переговоров, либо на поле боя, но Россия должна одержать военную или дипломатическую победу – любой другой исход рассматривали бы как неудачу, хотя и просто при перемирии рынок достаточно сильно вырастет. А теперь представьте, что в ходе переговоров с новым президентом Д.Трампом удастся договориться: 1) о сохранении новых российских регионов и Крыма в составе России, подпишут мирный договор с Украиной (а не перемирие), в котором будут признаны новые границы России и внесут, например, изменения в Хельсинкский заключительный акт, подписанный еще в 1975 году; 2) снимут взаимные санкции; 3) а иностранные инвесторы вновь получают возможность инвестировать в российские ценные бумаги, и мы увидим новый приток иностранного капитала. И рынок ценных бумаг взлетит, и рубль укрепится (кстати, если взглянуть на нижеприведенный график, то видно, что при всем различии экономической ситуации в России и на Украине, рубль почему-то несильно отстал от гривны в плане обесценения). Да, звучит, как фантастика. Но даже в том случае, если эту повестку дня удастся реализовать частично, или не удастся совсем, но Россия дождет Украину в ходе СВО, что создаст принципиально новую геополитическую конфигурацию на европейском континенте и положит конец экспансии ЕС на российском направлении (а тут их еще и Д.Трамп поджигает с другого конца, потребовав «Кемску волость», т.е. Гренландию), российский рынок акций, по нашему мнению, все равно должен двинуться вверх, отыгрывая фундаментальную дешевизну.

График 1. Динамика курса рубля и гривны по отношению к доллару США в 2022-2024гг..



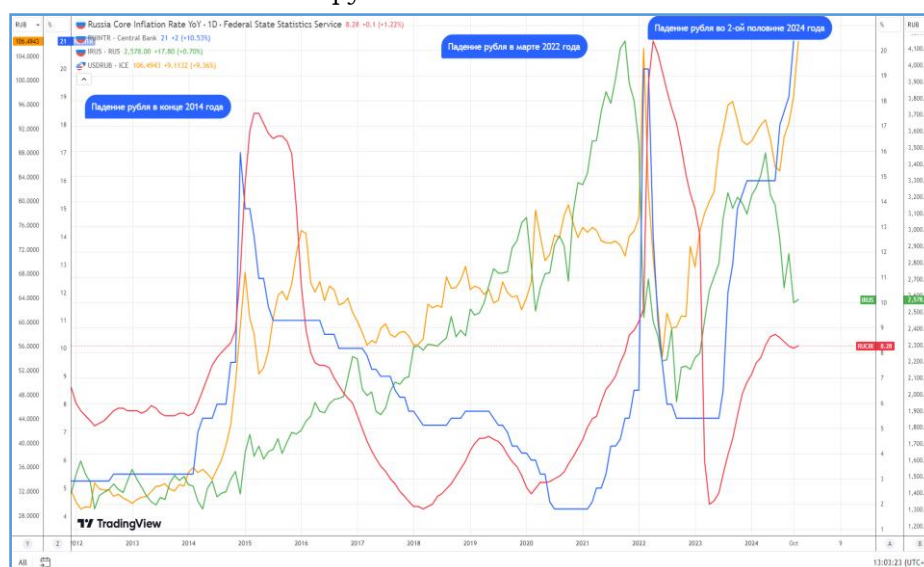
Источник: tradingview.com

Что касается макроэкономических рисков (прежде всего, процентного риска), то мы, во-первых, уже неоднократно отмечали, что ключевая ставка Банка России является избыточно жесткой. Если официальные данные по инфляции верны, то ставку вполне можно было бы оставить на уровне 15-17% годовых. И, во-

² См.: <https://www.russ-invest.com/upload/iblock/1f2/glv62zmz3m2et5aahagkr8lyw1r69294.pdf>

вторых, природа российской инфляции такова, что решить данную проблему за счет манипулирования ставкой не удастся, а экономику угробить можно. И если, Банк России, на предстоящем заседании вновь оставит ставку на прежнем уровне, то это означает, что власти осознали пагубность подобных действий и, в случае стабилизации инфляции, вполне могут приступить к снижению ключевой ставки, как минимум, до 17-19% годовых. Соответственно, и рынок акций положительно отреагирует на снижение ставки (см. нижеприведенный график, отражающий взаимосвязь индекса МосБиржи, ключевой ставки, инфляции и курса рубля), а переток с депозитного рынка хотя бы пары триллионов рублей физических лиц вполне способен породить уверенную волну роста. Да и рынок облигаций выстрелит вверх в связи со сдвигом длинного конца кривой доходностей вниз.

График 2. Динамика индекса МосБиржи, ключевой ставки, инфляции и курса рубля в 2012-2024гг.



Источник: tradingview.com

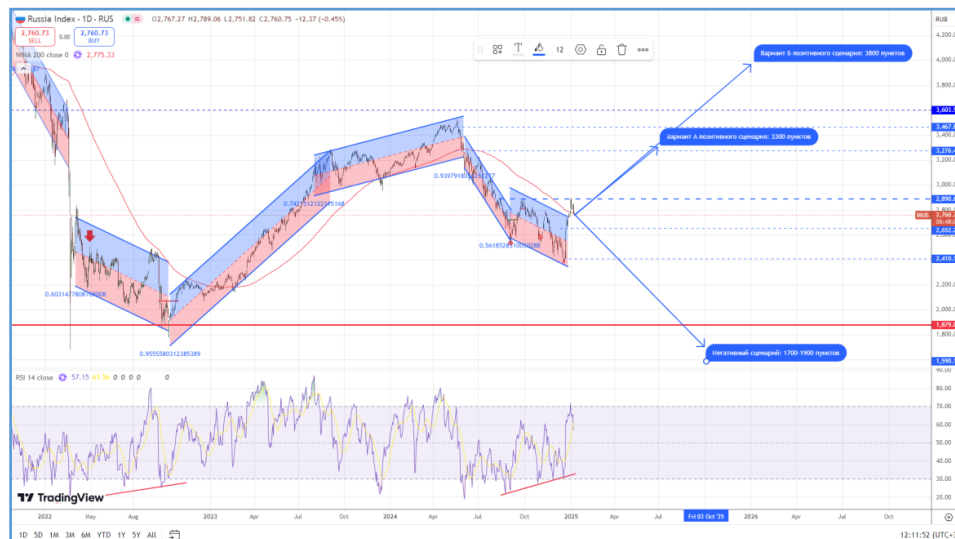
Подводя итог, еще раз подчеркнем, что мы рассчитываем, как минимум, на уменьшение геополитического дисконта, некоторое снижение ключевой ставки (хотя бы до 19% годовых к концу 2025 года), низкую фундаментальную оценку рынка и его высокую дивидендную доходность (даже если общая сумма дивидендов по итогам 2025 года окажется ниже прогнозируемых 3,5-4,5 трлн. руб. по году)³.

Если же перейти от фундаментального анализа к возможным вариантам движения рынка (основанным на техническом анализе), то хотели бы начать с запасного сценария – а вдруг на самом деле риски только обострятся: со Штатами рассоримся напрочь (правда, в рамках этого варианта ядерный Армагеддон мы не рассматриваем, так как тогда лучше сидеть в физическом золоте и наличной валюте – желательно не доллар, не евро, не фунт и не рубль), война продолжится и в 2025, и в 2026 году, причем военное счастье изменит России (такое если и произойдет, то, по всей вероятности, во втором полугодии, если провалятся переговоры с Д.Трампом) и возникнет новый конфликт с участием России (например, стоило бы принять во внимание последние

³ См., например: <https://www.vedomosti.ru/investments/articles/2024/10/01/1065719-emitenti-zaplatyat-44-trln-rublei-dividendov>

заявления президента Турции и его министра иностранных дел в отношении России после того, как Турция фактически переиграла Россию в Сирии, где находятся наши военные базы - при таком раскладе это проблема). В этом случае, по нашим расчетам, индекс МосБиржи вполне может свалиться в диапазон 1700-1900 пунктов более чем на 38% от текущего уровня.

График 3. Основные варианты возможного движения индекса МосБиржи в 2025 году



Источник: tradingview.com

При реализации того прекрасного сценария, который мы описали чуть выше, мы рассчитываем, что индекс МосБиржи в первом полугодии 2025 года вполне может выйти в диапазон 3280-3300 пунктов (+19,5% к текущему уровню) в ходе очередного дивидендного ралли. Причем на новостях о ходе переговоров и деталях мирного соглашения волатильность может оказаться крайне высокой (в зависимости от того, состоятся ли переговоры или нет, правдива поступающая информация о переговорах или нет, подпишут соглашение или оно сорвется и как оценивается содержание конкретного соглашения). Если Россия в ходе переговоров добьется хотя бы частичного успеха, то думаем, что на информации о возможном подписании мирного договора индекс вполне может взлететь до ± 3800 пунктов (см. нижеприведенный график), а уж при его подписании, снятии санкций и возможном притоке иностранного капитала волна роста вполне может захватить и 2026 год (но еще раз отметим, что, с нашей точки зрения, полное удовлетворение российских требований маловероятно – оно возможно только в ходе победы на поле боя и капитуляции противника).

Заявление об ограничении ответственности. Настоящие обзоры подготовлены в информационных целях. Они ни в коем случае не являются и не должны рассматриваться как предложение купить или продать соответствующие ценные бумаги. Информация, содержащаяся в данных обзорах, получена из вызывающих доверия открытых источников. Несмотря на то, что при подготовке обзоров были предприняты необходимые меры для получения достоверной информации, ПАО «ИК РУСС-ИНВЕСТ» не исключает возможность включения в обзор ошибочной информации, предоставленной соответствующими источниками, и не несет за это ответственности. ПАО «ИК РУСС-ИНВЕСТ», его работники и клиенты могут быть заинтересованы в покупке или продаже ценных бумаг, упомянутых в обзорах.

ИНВЕСТИЦИОННАЯ КОМПАНИЯ ИК РУСС-ИНВЕСТ

www.russ-invest.com

МоскваТел: +7(495) 363-93-80Факс: +7(495) 363-93-90E-mail: [HYPERLINK "mailto:mail@russ-invest.com"](mailto:mail@russ-invest.com) mail@russ-invest.comАдрес: Москва, 119019, Нащокинский переулок, д.5, стр. 4
© 2017 | ПАО «ИК РУСС-ИНВЕСТ»
Лицензия № 045-11769-001000 Лицензия № 045-08757-000100 Лицензия № 045-06310-100000 Лицензия № 045-06312-010000

ИНВЕСТИЦИОННАЯ КОМПАНИЯ «ИК РУСС-ИНВЕСТ»

Комментарий