

Взгляд на российский рынок акций

4 января 2024г.

А теперь (после нескольких комментариев по поводу рынка акций в США) мы хотели бы вернуться к российскому рынку и изложить свой взгляд на его динамику (последний раз мы затрагивали эту тему 9 ноября, не считая текущих комментариев в нашей ленте новостей в Telegram).

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

**ПАО ИК РУСС-
ИНВЕСТ**

Мы по-прежнему позитивно относимся к российскому рынку акций, несмотря на сохранение серьезного геополитического риска, обострение которого может вызвать панический сброс ценных бумаг и обвал рынка. Тем не менее, думаем, что участники рынка уже приспособились к идущей специальной военной операции (СВО), а санкционный режим, в принципе, не оставляет им другого выбора кроме операций на российском фондовом рынке.

В связи с этим мы отметим уверенный экономический рост по итогам 2023 года. В целом, если не считать отрицательных темпов прироста в обрабатывающей промышленности и сельском хозяйстве (другим минусом является инфляция, все еще имеющая тенденцию к росту), статистика свидетельствует, что российская экономика постепенно набирает ход. Анализ динамики основных компонентов ВВП страны, рассчитанного методом использования (последние данные были опубликованы 29 декабря)¹, показывает, что доля конечного потребления (включая личное и государственное потребление) растет (хотя все еще далека от пика 2014 года), а инвестиции в основной капитал в III квартале прошедшего года оказались на самом высоком уровне, начиная с 2011 года (см. таблицу 1). Да, мы все понимаем, глядя на темпы роста в машиностроении, что финансирование оборонных заказов является одним из основных факторов роста ВВП в 2023 году (в некоторых исследованиях отмечают, что на него приходится треть прироста).² При

¹ См.: https://rosstat.gov.ru/storage/mediabank/209_29-12-2023.html

² См.: <https://www.kommersant.ru/doc/6397842>

этом значительная часть произведенной продукции идет на непроизводительное потребление (уничтожается на поле боя). Тем не менее, факт остается фактом экономика растет в связи с переориентацией на внутренний спрос (спрос государства и домохозяйств).

Таблица 1. Доля основных компонентов ВВП России в общей сумме ВВП (в ценах 2016 года), 2011-2023гг.*

| Наименование/год | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | III квартал 2023 года |
|---|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|-----------------------|
| Доля конечного потребления | 74,56% | 76,09% | 77,61% | 77,72% | 72,97% | 71,71% | 72,82% | 73,29% | 74,14% | 73,23% | 74,84% | 67,30% | 68,70% |
| Доля потребления домашних хозяйств | 54,33% | 56,20% | 58,07% | 58,84% | 54,34% | 52,85% | 53,83% | 54,60% | 55,44% | 53,59% | 55,78% | 49,20% | 50,10% |
| Доля государственного потребления | 19,82% | 19,48% | 19,16% | 18,55% | 18,24% | 18,47% | 18,59% | 18,32% | 18,35% | 19,22% | 18,72% | 17,50% | 18,10% |
| Доля валового накопления основного капитала | 23,91% | 24,41% | 24,44% | 23,75% | 21,65% | 21,88% | 22,49% | 22,01% | 21,74% | 21,44% | 22,14% | 23,40% | 26,00% |
| Доля чистого экспорта | -4,69% | -6,85% | -6,74% | -4,36% | 3,62% | 5,19% | 2,86% | 3,60% | 2,99% | 4,85% | 1,49% | 9,30% | 5,30% |

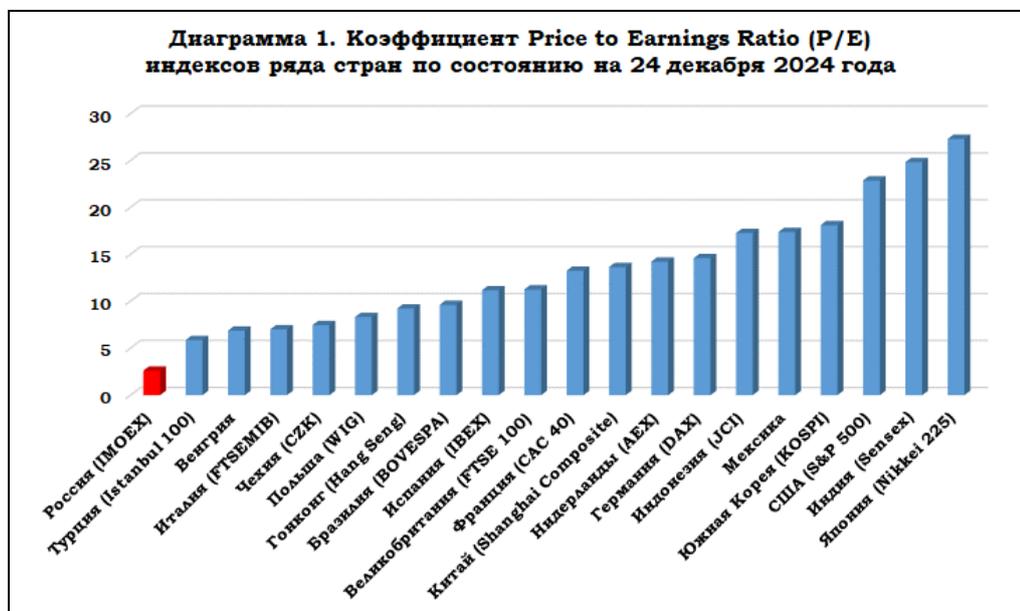
* 2022-23гг. представлены в текущих ценах

Конечно, сохраняющаяся высокая ключевая ставка представляет собой проблему не только для экономики, но и для рынка ценных бумаг. Но это не единственный фактор кредитно-денежной политики, который влияет на динамику рынка - стоит обратить внимание на динамику ликвидности. По последним данным Банка России, с начала года широкая денежная масса выросла на 12,4% (M2 –на 12,3%).³ Так что расширение денежного предложения только поддерживает фондовый рынок, тем более что происходит увеличение временно свободных денежных средств на руках у населения. Кроме того, по нашему мнению, рынок к новой ставке достаточно быстро адаптируется и необходимо принять во внимание прогноз Банка России, что в следующем году ставку, вероятно, снизят (хотя все зависит от того, какими будут инфляция и курс рубля), а помимо ставки на справедливую оценку эмитентов влияют и другие факторы – в первую очередь динамика бизнеса и его рентабельности (а эти факторы в условиях расширения внутреннего спроса позитивны для рынка, хотя опять же надо дифференцированно подходить к каждой отдельно взятой компании).

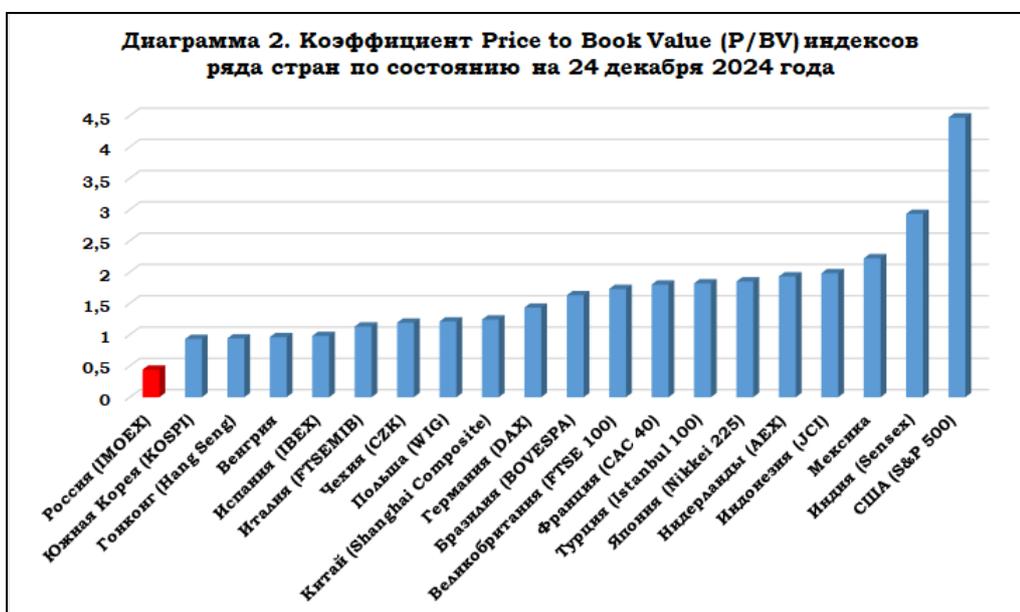
Наконец сам рынок акций характеризуется рядом привлекательных моментов, на которые мы неоднократно обращали внимание. Во-первых, рынок, практически, остался на том же уровне, что и в начале 2020 года – вырос всего лишь на 1,75% (см. график 1). Во-вторых, по своим фундаментальным показателям он является одним из самых дешевых в мире, достаточно взглянуть на два базовых мультипликатора, по которым обычно оценивают рынок: P/E (отношение цены акции к

³ См.: <https://cbr.ru/statistics/ms/>

прибыли в расчете на одну акцию, см. диаграмму 1) и P/BV (отношение цен к балансовой стоимости акции, см. диаграмму 2). Да, такая дешевизна рынка является обратным выражением риска, но мы прекрасно понимаем, о каком риске идёт речь – военно-политическом. И если предположить, что СВО успешно завершится, то, с нашей точки зрения, рынок просто взлетит, как только военный дисконт уйдет в прошлое.



Источник: Bloomberg



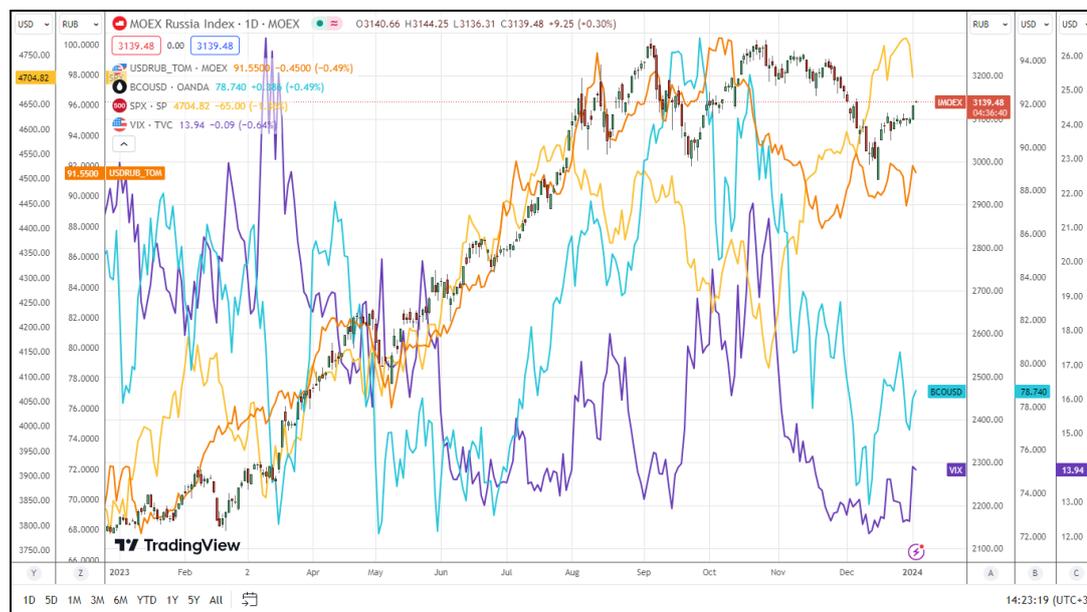
Источник: Bloomberg

В-третьих, мы по-прежнему считаем, что в 2024 году дивидендная доходность рынка окажется достаточно высокой. Наши расчеты,

основанные на промежуточной финансовой отчетности российских компаний и анализе их дивидендной политики, показывают, что по итогам 2023 года дивидендная доходность акций таких компаний как «Сургутнефтегаз» (привилегированные акции), Лукойл, «Роснефть», «Башнефть» (обыкновенные и привилегированные акции), «Транснефть» (привилегированные акции), Сбербанк (обыкновенные и привилегированные акции), МТС вполне может достичь двухзначного значения (не говоря уже о некоторых компаниях 2-3 эшелона, которые могут удивить инвесторов). В-четвертых, в отсутствии иностранного спекулятивного капитала мы рассчитываем на продолжение притока денежных средств от отечественных инвесторов (в т.ч., и физических лиц в связи с началом роста реальных доходов населения).

С точки зрения статистического анализа, необходимо обратить внимание на некоторые корреляции (см. график 2). Так можно отметить, что в 2023 году прослеживалась высокая прямая корреляция индекса МосБиржи с парой USDRUB_TOM (94,9%), индексом S&P 500 (80,8%) и обратная корреляция с индексом волатильности VIX (-63,8%). Проще говоря, российский рынок рос в унисон с рынком акций в США и тогда, когда наблюдалось обесценение рубля и снижение риска (все достаточно логично, хотя периодически на отдельных временных отрезках наблюдалось отсутствие такой корреляции). А вот корреляция с нефтяными ценами составила в прошедшем году всего лишь 25,9%.

График 1. Динамика индекса МосБиржи, S&P 500, Brent и индекса волатильности VIX в 2023 году



Источник: <https://www.tradingview.com>

Напоследок мы хотели бы обратиться к техническому анализу для определения возможных сценариев будущей динамики рынка и диапазонов его колебания. С начала сентября индекс МосБиржи находится в слабонисходящем торговом канале (± 2 среднеквадратичных отклонения), может быть, даже боковике (см. нижеприведенный график 2) с диапазоном колебаний 2992-3272 пункта (см. график 2).

График 2. Динамика индекса МосБиржи в течение 2022-23гг.



Источник: <https://www.tradingview.com>

В данный момент он зажат в узком коридоре между 50-дневной и 200-дневной скользящей средней, и трудно сказать, что поможет ему сдвинуться с места - может быть, грядущие президентские выборы? Но мы (это исключительно наш субъективный взгляд) по основному сценарию предполагаем, что, вероятнее всего, состоится выход наверх с перспективой достижения ± 3360 пунктов (+7% к текущему уровню индекса) с возможностью, если данный уровень удастся пройти, дальнейшего движения вверх до уровня 3500-3550 пунктов (+13,1%) где-то ближе к середине II квартала (как раз станет ясно, удастся ли Банку России сбить инфляцию и в дальнейшем перейти к снижению ключевой ставки и какой будет динамика рубля после прошедших выборов). Запасной сценарий, если рынок все же двинется вниз – это выход индекса МосБиржи в диапазон 2720-2750 пунктов.

Подводя итог, напомним, что загад никогда не бывает богатым, но совокупность основных факторов, влияющих на динамику рынка, все же говорит, скорее, в пользу его роста, чем снижения.

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" [□ mail@russ-invest.com](#)Адрес: 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