



ТОЛК

**Ключевая ставка,
рубль, инфляция,
рынок: разбираемся
за 40 минут**

Софья Донец



Цены акций — это поток будущих доходов

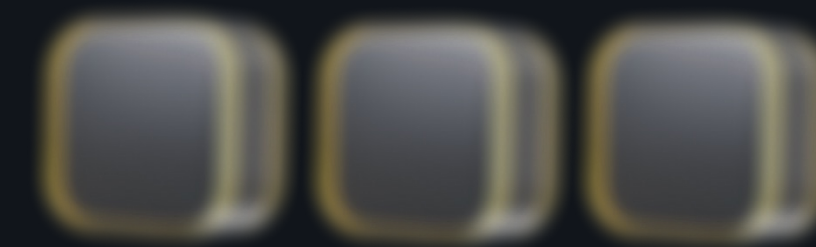
?



Размер
и рост бизнеса



Неопределенность





Экономика — где она тут?

?



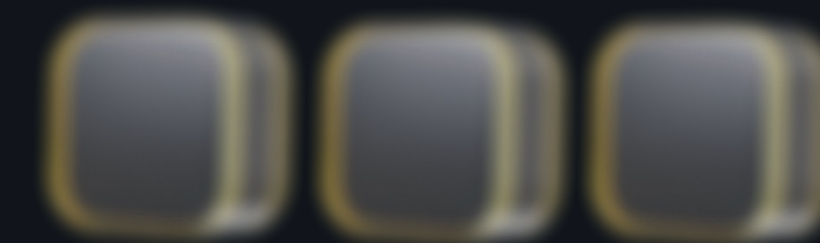
**Рост экономики
(ВВП)**



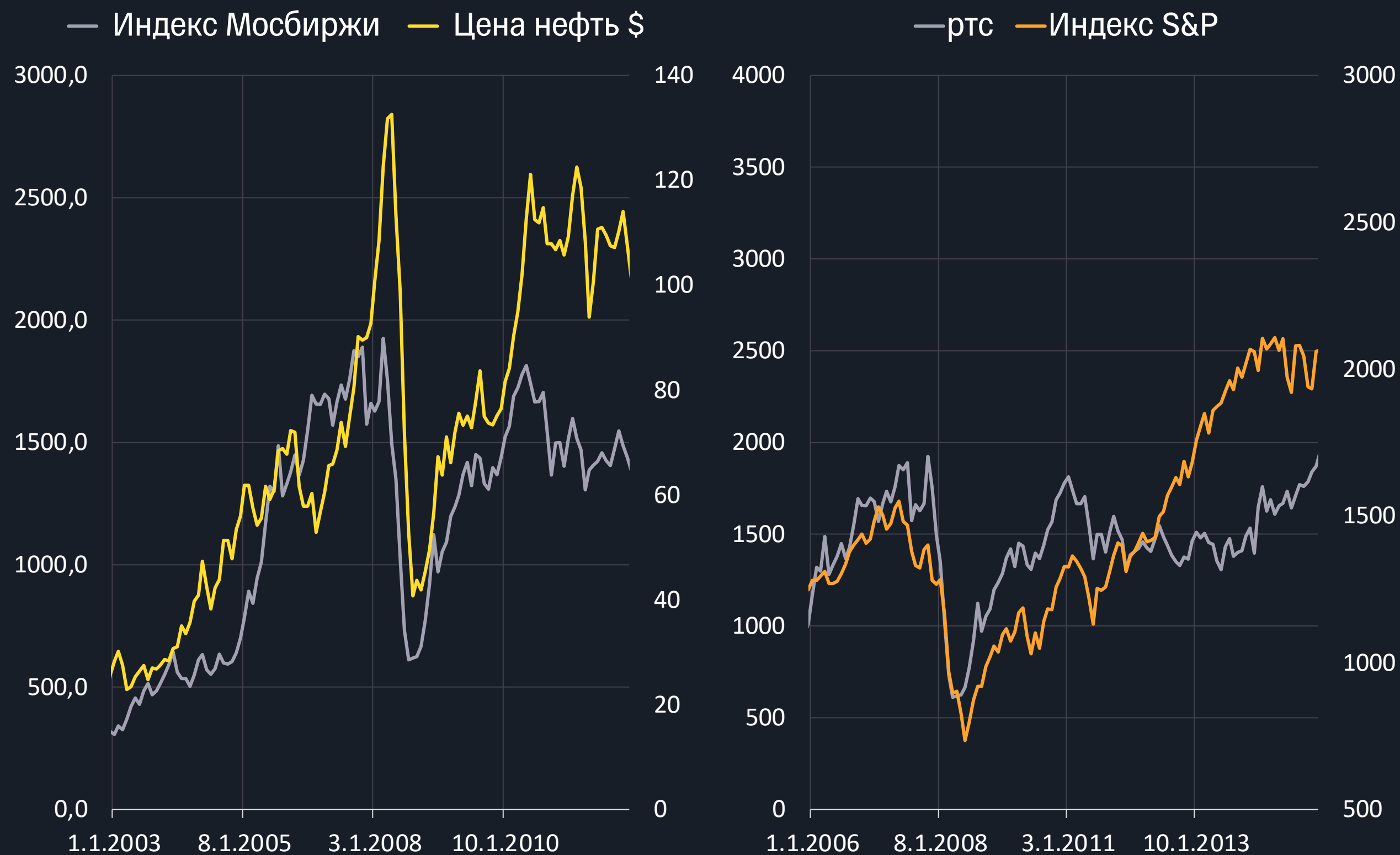
% ставки



**Геополитика
и другие риски**



Когда-то для прогноза индекса Мосбиржи было достаточно...



Рынка США

Российский фондовый рынок строился при значительном участии иностранных инвесторов

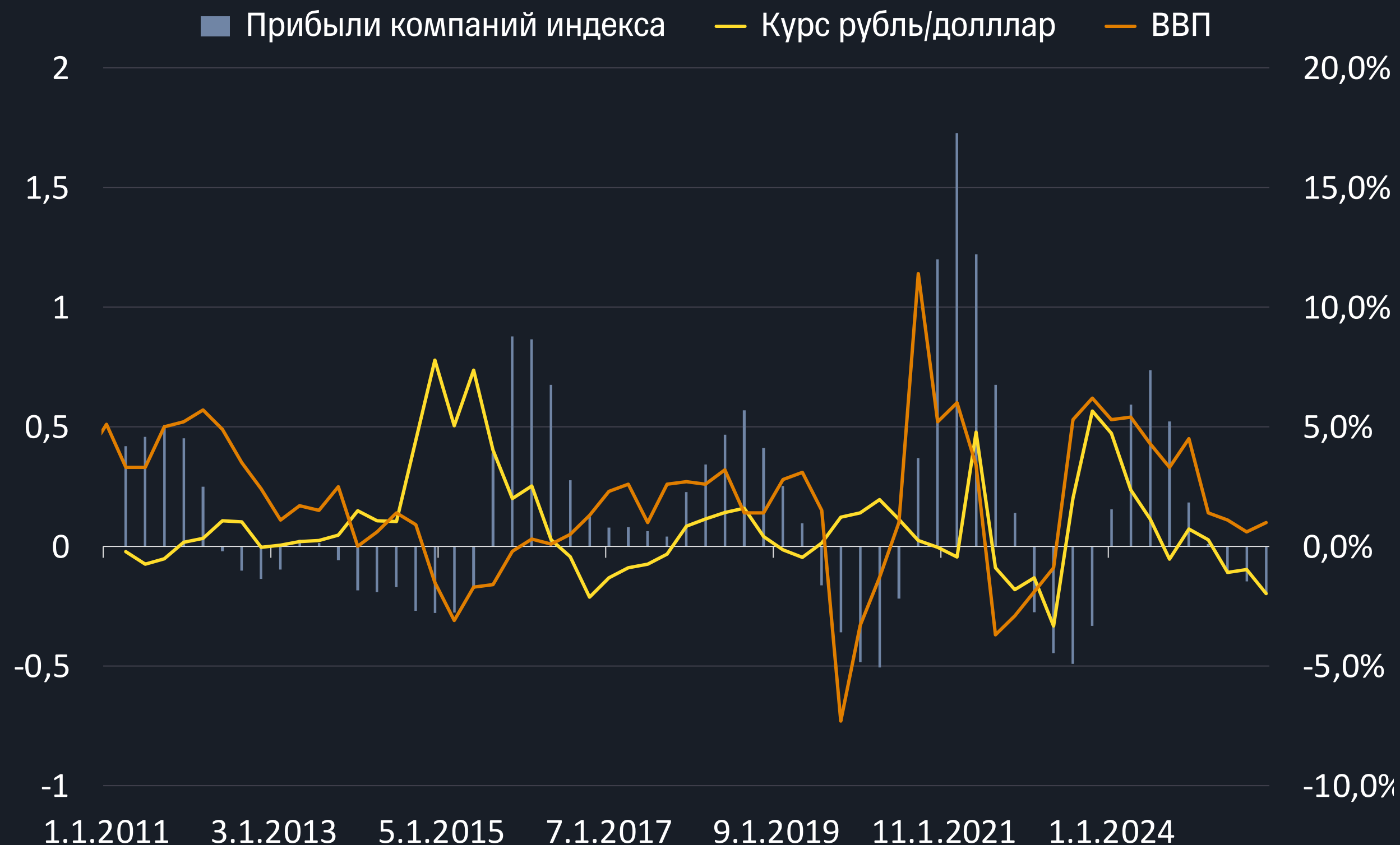
Цен на нефть

Были важны для крупнейших эмитентов и задавали «триггер» для оценки России глобально

~ 70%

Составляла доля экспортеров в рынке, и столько же — доля нерезидентов во free-float рынка

Сейчас — фокус на внутренних драйверах



Прибыли компаний

Зависят от ситуации в экономике.
Поэтому они коррелируют с ростом ВВП
и темпом инфляции 1:1

Примерно до 50%

Снизилась доля экспортеров
в капитализации российского рынка.
Чувствительность к рублю и нефти есть,
но ниже

≥ 70%

Доля российских розничных инвесторов
в обороте рынка акций, что позволило
рынку перестроиться

Добавилась геополитика



Волатильность

Остается повышенной, прежде всего за счет внешних новостей по геополитике

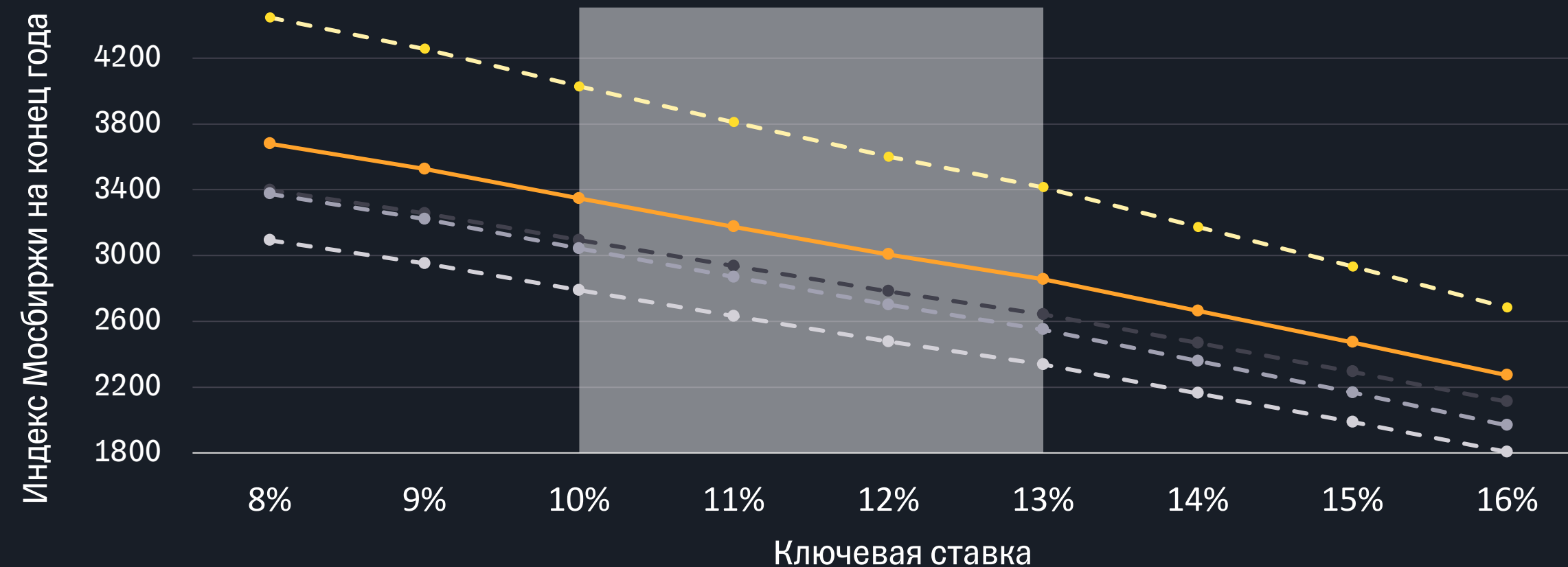
Мир-коины

Так называют акции компаний, которые должны выигрывать больше других при урегулировании конфликта... хотя в целом от него выиграет весь рынок

10—20%

Так можно оценить премию за геополитические риски в ценах российских акций

Развилки для индекса: ставка, рубль, урегулирование



■ Наиболее вероятный диапазон по КС на конец года (базовый и консервативный сценарии)

—●— Геополитическое урегулирование: риск-премия -4%, курс 90 руб/доллар

—●— Базовый сценарий: риск-премия без изменений, курс 90 руб/доллар

—●— Рост напряженности: риск-премия +2%, курс 90 руб/доллар

—●— Крепкий рубль: риск-премия без изменений, курс 80 руб/доллар

—●— Рост напряженности + крепкий курс: риск-премия +2%, курс 80 руб/доллар

+6-7% в индекс

Дает снижение ставок в экономике на 1 п.п. на горизонте года

~ 10% в индекс

Дает ослабление рубля на 10% на горизонте года

2700-3400 пунктов

Интервал нашего прогноза индекса Мосбиржи на конец 2026 года в разных сценариях

На что смотреть?

Есть много факторов и комплексные модели... но в целом всегда можно выделить пару главных драйверов и отталкиваться от циклического движения

Выделяем ключевые индикаторы

Экономика

- 1 ВВП, бизнес настроения
Минэкономразвития, мониторинг ЦБ
- 2 Безработица, рост зарплат, спрос
Росстат

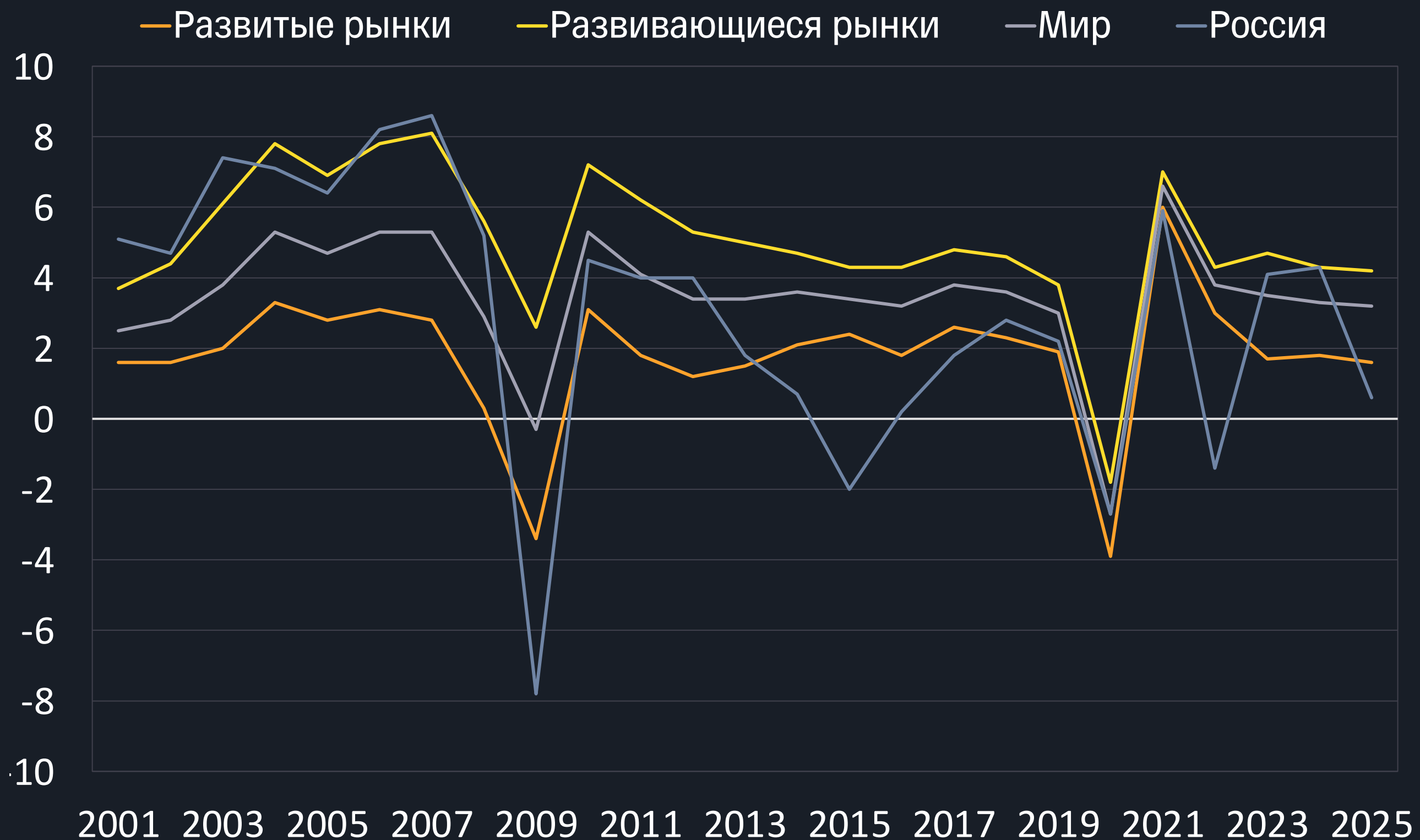
Цены и ставки

- 3 Инфляция (годовая и текущая)
Росстат, оценки ЦБ
- 4 Процентные ставки («ключ», ОФЗ, корпоративные)
Решения ЦБ, данные Мосбиржи

Внешнее

- 5 Курс рубля
Данные биржи, ЦБ
- 6 Нефть, газ, золото, промышленные металлы, удобрения
Мировые и российские цены

ВВП — это внешняя ситуация, бюджет, политика ЦБ



Бюджетная политика

Фокус на расходы: их рост выше 6-8% г/г — стимулирующий. Налоги тоже важны: любое их повышение замедляет рост экономики

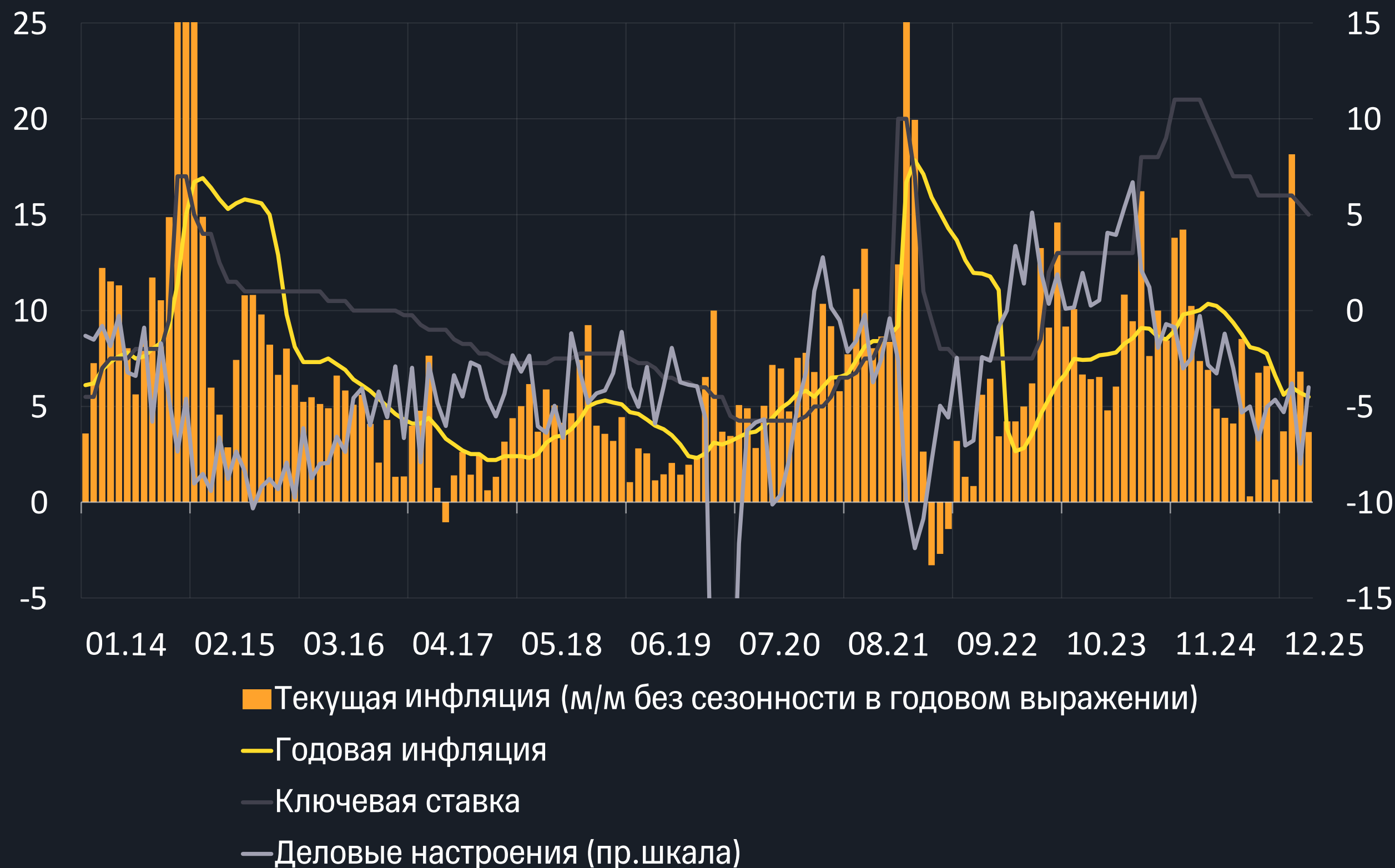
Политика ЦБ

Когда ключевая ставка выше инфляции на больше чем 5—6%, это охлаждает экономику, когда ниже 2—3% — стимулирует

1,5-2,0% в год

Так оценивается потенциальный долгосрочный рост российской экономики

Ставка ЦБ — это инфляция с контролем экономики



1,5-2,0

Коэффициент реакции ключевой ставки на превышение инфляцией цели в 4% в «правиле денежно-кредитной политики ЦБ»

Тактически

Помимо инфляции Банк России реагирует на: деловую активность, занятость, динамику кредита, ожидания, динамику рубля

7,5-8,5% годовых

Так Банк России оценивает долгосрочный нейтральный уровень ключевой ставки

Рубль — это нефть, бюджетное правило и... что-то еще?



Нефтегазовый сектор

Сохраняет долю более 60% в российском экспорте, еще 20% — металлы, химия. Поэтому мировые сырьевые цены остаются важны

Процентные ставки

Высокие рублевые ставки поддерживают более крепкий рубль, потому что снижают отток капитала и импорт

\$59/барр

Такова базовая цена нефти в бюджетном правиле. Ее снижение на каждые \$5 сокращает поддержку рубля на 3—4%



Облигации — это «математика» ставок

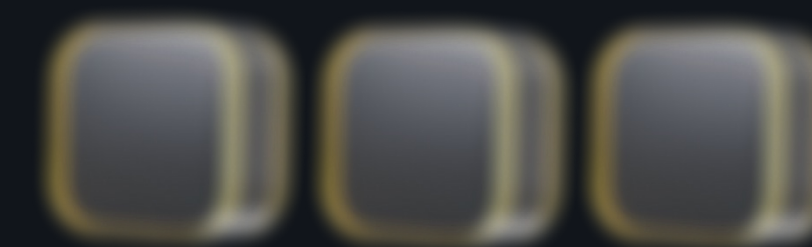
«Вес» будущего

?



Доход фиксирован

Кредитный риск



Облигации — «ставка на ставку» или держать до погашения



Фиксируем высокие ставки

Когда ставки ЦБ высокие, облигации могут дать доход, который выше средней рентабельности любого бизнеса

20% на 2 года? Надо брать!

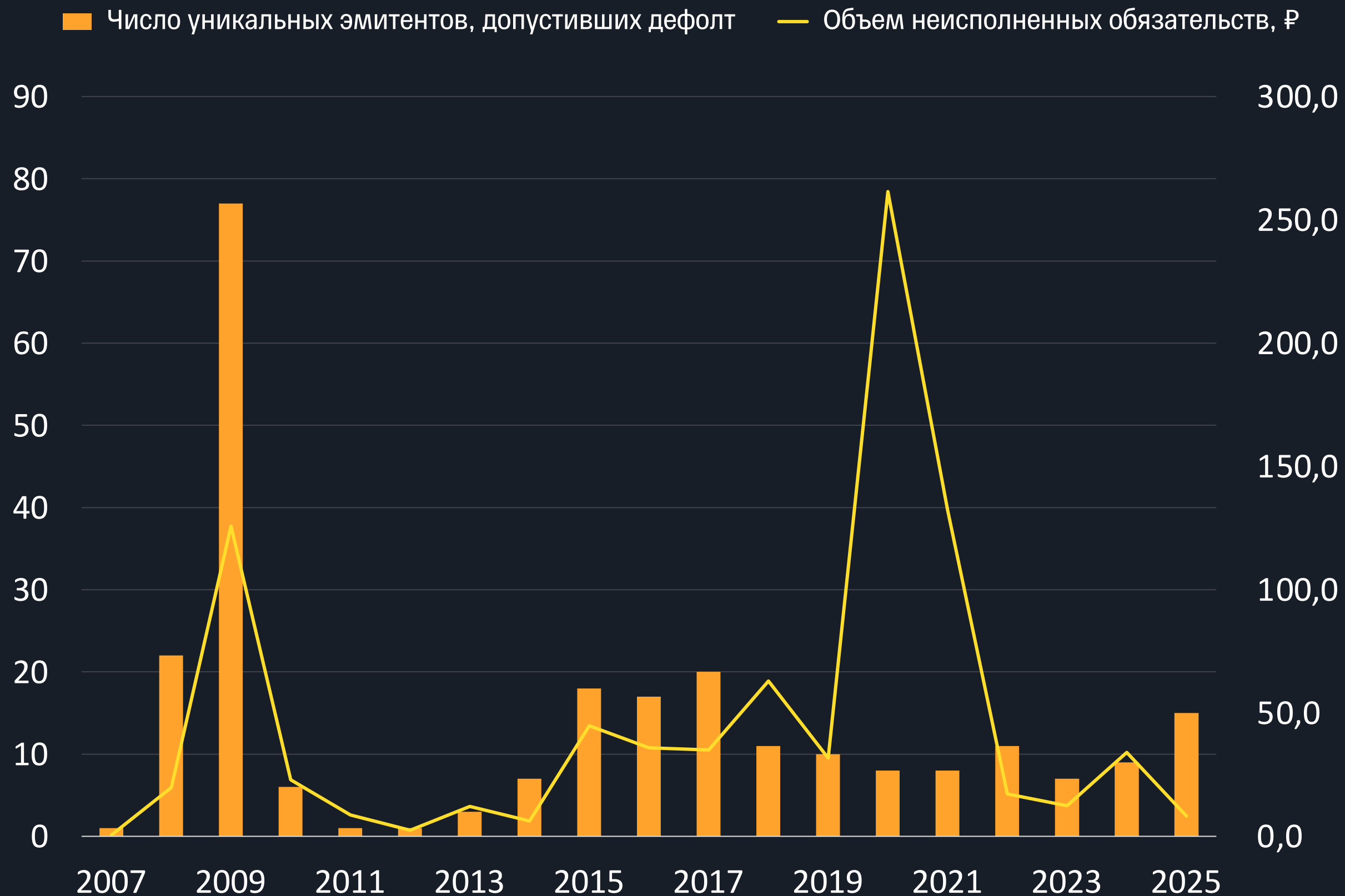
Отыгрываем снижение ставок в длинных бумагах

Длинные бумаги дают «рычаг» к ставке
ОФЗ с дюрацией 5 лет: +5% переоценки на -1 п.п. в ставках

6 лет

Дюрация рынка ОФЗ. Гособлигации — основной инструмент, чтобы отыгрывать цикл снижения ставки ЦБ

Кредитный риск зависит от цикла



Вызревает постепенно

За счет крупных экспортеров
в индексе и не только: ослабление рубля
на 10% дает +5% к российскому индексу

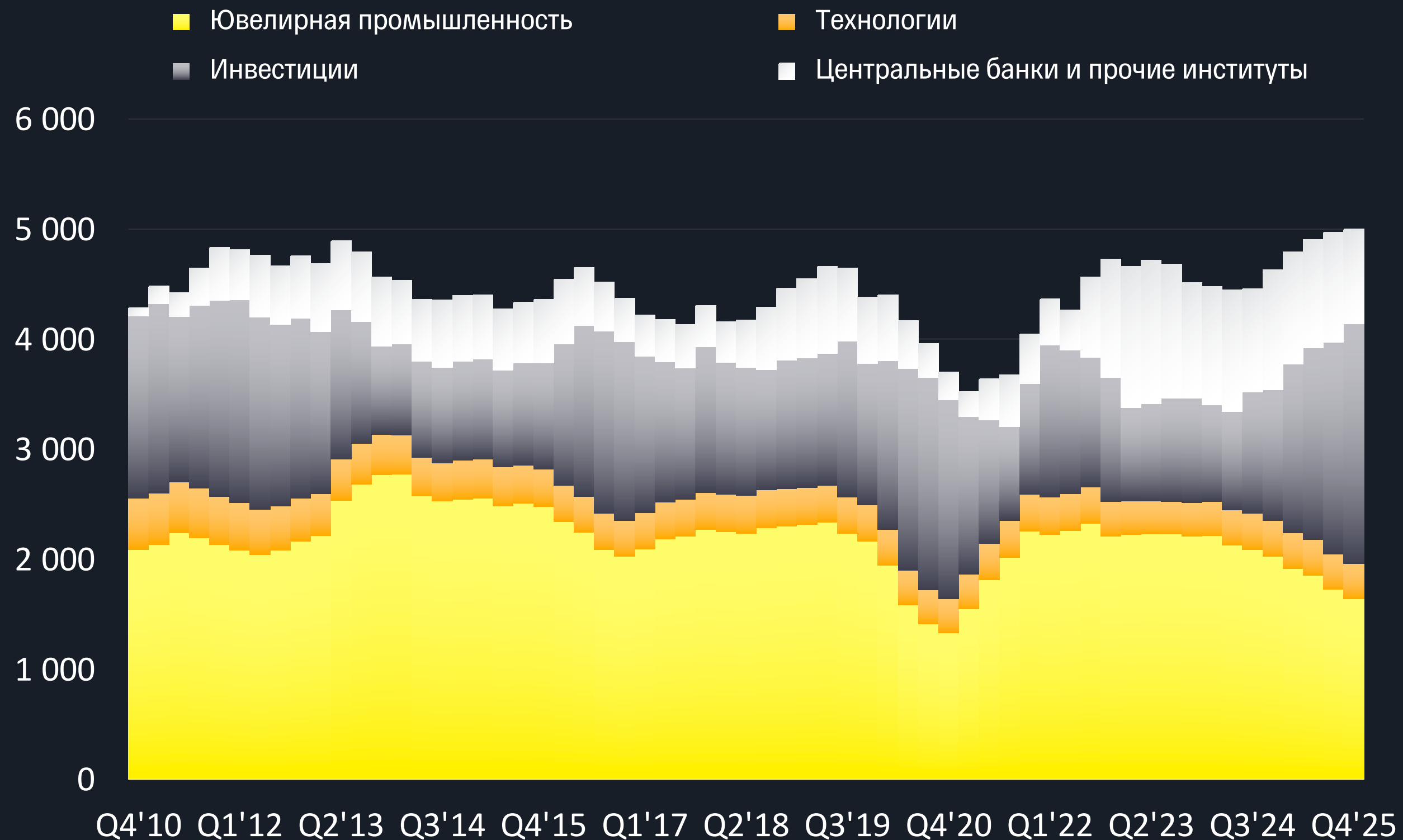
Отражен в спредах

Через прибыль и дисконтирование:
индекс должен быть на 5% выше
при снижении ставок на 1 п.п.

1%

Такой была максимальная доля
дефолтов корпоративных облигаций
в «плохие» годы с 2009 года

Золото — между фундаменталом, верой и спекуляцией



Защитный актив

Так традиционно воспринимают золото: его цены растут в рецессию, при геополитических рисках. Но это правило меняется в последние годы

Структура спроса

В последние два года устойчивым ростом со стороны мировых ЦБ, которые диверсифицируют резервы. Но в последние 3 месяца особенно вырос спекулятивный спрос

×2,5

Составил рост мировых цен на золото за последние 2 года



ТОЛК



Академия ИНВЕСТИЦИЙ

Больше о макроэкономике читайте
в бесплатном курсе



<https://www.tbank.ru/invest/education/courses/>