

Стратегия — 2024–2025

Тест на выносливость и проблемы роста

Август 2024



Содержание

<u>Российская экономика и рынки активов</u>	3
<u>Внутренние ресурсы для роста экономики</u>	4
<u>Оптимизм пока сильнее высоких ставок</u>	7
<u>ЦБ РФ: опасная борьба с инфляцией</u>	9
<u>Развилка базовой модели</u>	11
<u>Вопросы роста экономики в 2025 году</u>	13
<u>Российский рынок акций</u>	15
<u>Российский рынок облигаций</u>	17
<u>Российские облигации в иностранной валюте</u>	19
<u>Экономика и рынки акций Европы и США</u>	21
<u>США: по сценарию мягкой посадки</u>	23
<u>Еврозона: умеренность роста и осторожность ЕЦБ</u>	25
<u>Еврооблигации. Глобальный рынок</u>	27
<u>Новые рынки: Азия и БРИКС</u>	29
<u>Новые рынки: поиск баланса</u>	31
<u>Валюты и сырьевые активы</u>	33
<u>Сырьевые активы</u>	35
<u>Валюты</u>	37
<u>Сценарии и прогноз</u>	39
<u>Базовый сценарий</u>	41
<u>Пессимистичные сценарии</u>	43
<u>Оптимистичные сценарии</u>	45
<u>Макроэкономический прогноз — 2024</u>	47
<u>Предварительный прогноз — 2025</u>	48

Российская экономика и рынки активов

05

[Внутренние ресурсы для роста экономики](#)

07

[Оптимизм пока сильнее высоких ставок](#)

09

[ЦБ РФ: опасная борьба с инфляцией](#)

11

[Развилка базовой модели](#)

13

[Вопросы роста экономики в 2025 году](#)

15

[Российский рынок акций](#)

17

[Российский рынок облигаций](#)

19

[Российские облигации в иностранной валюте](#)



Российская экономика и рынки активов

Если по итогам 2023 года российская экономика выросла на 3,6%, превывсив самые смелые ожидания, то в первой половине 2024 года рост еще больше ускорился: по предварительным данным, рост ВВП составил 4,7%.

Локомотивом роста остается обрабатывающая промышленность. И на фоне хороших показателей роста мы видим очень высокие значения опережающих индикаторов, указывающие на небывалый уровень оптимизма. Уже понятно, что санкции, направленные на разрушение производственных цепочек, не привели к лавинообразному сокращению производства. Где-то сработало импортозамещение, где-то проблемы решаются пока параллельным импортом.

Пока сложно оценить фактор интеграции новых территорий, статистика по ним пока отсутствует, но они уже формируют спрос на товары, производимые на «старых территориях», что позитивно сказывается на объеме выпуска.

Безработица при этом держится на рекордно низком уровне, около 2,4%, что, безусловно, ограничивает возможности роста экономики. Также это провоцирует ускорение роста заработных плат и увеличивает проинфляционное давление.

Инфляция, которая полгода назад виделась главным риском для российской экономики, в 2024 году стала проблемой. В июле ЦБ РФ повысил ставку до 18% (с 16%). Но пока жесткая монетарная политика не смогла затормозить рост потребительских цен. Это связано со снижением как ее эффективности из-за того, что часть спроса в экономике нечувствительна к ставке (оборонный заказ, наращивание производства жизненно важных товаров), так и уверенности компаний, населения и рынка в том, что ЦБ РФ удастся побороть инфляцию и к концу года ставка снизится. Последнее привело к тому, что даже в условиях очень жесткой монетарной политики кредитование продолжило расти.

Определенную надежду дает стабилизация рубля, которая позволит увеличить импорт, уменьшив разрыв между спросом и способностью экономики его удовлетворять. Но для этого нужно что-то большее, чем жесткая монетарная политика.

Длительное удержание высокой ставки может даже иметь проинфляционный эффект. Компании будут переносить расходы на обслуживание долга в цены на продукцию, а высокая положительная ставка по депозитам — увеличивать объем и покупательную способность сбережений населения.

Жесткая монетарная политика может оказать сдерживающее влияние на экономику, но пока взгляд на 2025 год остается довольно благоприятным. Наблюдаемый сейчас рост производительности труда (+4,7% в 1-м кв. при среднем значении +1,5% на длинном горизонте) обеспечит рост потенциального ВВП.

Модель роста — 2024

→ [Промышленное производство](#)

В первой половине 2024 года снижалось негативное влияние СВО на экономику и внешнюю торговлю, росла обрабатывающая промышленность (оборонка, импортозамещение), интегрировались новые территории (в статистике выражается пока только через улучшение показателей «старых регионов»).

→ [ЦБ РФ](#)

Сдерживающим фактором является жесткая политика ЦБ РФ, направленная на снижение инфляции. В уязвимом положении находится строительство, потребительское кредитование, отрасли, не получающие активной поддержки (потребительские товары не первой необходимости).

→ [Базовая модель роста экономики](#)

Традиционное влияние нефтяных цен на экономику с начала СВО ослабло до минимума.

Низкая безработица — главное ограничение роста ВВП

Тем не менее во второй половине года возможно серьезное торможение роста из-за низкой безработицы (2,6% по последним данным), если, конечно, не начнет расти производительность труда. Без этого ввод в строй мощностей, создание которых было запущено в 2022 и 2023 годах, может не спасти положение.

ВВП и цены на нефть

Влияние цен на нефть на российский ВВП ослабло до минимума



Высокий рост оборонных расходов означает рост не только в оборонной промышленности, но и в смежных сегментах

Фискальный стимул

Ожидаемый дефицит бюджета в 2024 году — менее 1% ВВП, но это при скромных прогнозах по росту ВВП. Текущие показатели позволяют еще больше увеличить оборонные расходы, оставаясь в рамках довольно консервативных показателей по бюджету.

Увеличение оборонных расходов означает наличие или ожидание ввода в строй производственных мощностей, способных выполнить госзаказ на поставку вооружений, припасов, оборудования, услуг. А это означает рост производства. Причем за счет не только непосредственных исполнителей госзаказа, но и смежных отраслей.

⇒ **Ожидания роста производственных мощностей**

⇒ **Сохранение роста экономики в 2-м п. 2024 г.**

⇒ **Дефицит рабочей силы увеличится**

Низкая безработица — дополнительная мотивация для инвестиций в производительность труда

Продолжение роста производительности труда даст 3–4% роста ВВП без учета роста занятости

Учет новых территорий в статистике может существенно улучшить общероссийские показатели

→ [ЦБ РФ](#)

→ [Рост промышленного производства](#)

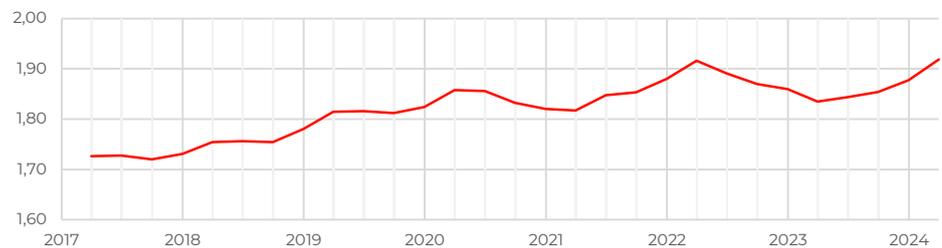
→ [Прогноз на 2025 год](#)

Безработица и производительность труда

Низкая безработица — тревожный сигнал для экономического роста, характерный для пика цикла. Без роста производительности труда экономический рост неизбежно замедлится, причем это не остановит рост заработных плат, издержек компаний и инфляции.

Противовесом этому является рост производительности труда. В 1-м кв. 2024 г. при росте ВВП на 5,4% рост производительности труда обеспечил 4,7% роста ВВП, рост занятости — только 0,7%. С учетом увеличения инвестиций в расширение и модернизацию производств в последние годы, рост производительности труда будет оставаться высоким.

Индекс реального ВВП на одного занятого



Интеграция новых территорий

Интеграция этих регионов в российскую экономику даст заметную прибавку к размеру и особенно росту ВВП (из-за эффекта низкой базы). Сейчас ВВП России рассчитывается без учета Донецкой, Луганской, Херсонской и Запорожской областей. При этом в данных регионах уже собираются налоги и финансируются госпрограммы, они уже интегрированы в систему госфинансов, вносят значительный вклад в совокупный спрос в экономике.

Прогноз

В базовом сценарии накопленная инерция роста промышленности и завершение структурной перестройки позволят рассчитывать на рост в размере 3,5% (небольшое замедление в 2-м п. года).

В негативном сценарии при потере контроля над инфляцией, ряде ошибок в экономической политике, излишне жесткой монетарной политике, обрушении потребительского спроса и «гражданских» отраслей рост экономики по итогам года составит 1,5% (предполагается нулевой рост во второй половине года).

В позитивном сценарии, предполагающем ускорение роста промышленного производства, и при активном импортозамещении и интеграции новых территорий рост может достичь 4,5% (сохранение темпов 1-го полугодия в 2-м полугодии).

В 2025 году рост ВВП РФ вполне может сохраниться на уровне 3% при условии сохранения роста производительности труда. Основные риски: накопленные дисбалансы (избыточные мощности в одних сегментах при нехватке в других) и инфляция, подстегиваемая ростом издержек и потребительским спросом.

Обрабатывающая промышленность

Начало СВО стало шоком для целого ряда отраслей и производств, завязанных на импорт комплектующих. Тем не менее итоговый эффект на состояние промышленности оказался положительным. Еще летом 2022 года динамика промышленного производства развернулась вверх, ускорившись в начале 2023 года. В 1-м п. 2024 года рост снова ускорился.

При слабой динамике добывающей промышленности, а также традиционно «медленного» сегмента ЖКХ локомотивом роста является обрабатывающая промышленность.

⇒ **Высокая инерция роста из-за потребности в увеличении внутреннего производства промышленной продукции**

→ [Базовая модель роста экономики](#)

Обрабатывающая промышленность растет быстрее других сегментов

Промышленное производство



Потребительский оптимизм

Оценки личного материального положения и оценки его изменения продолжили улучшаться. Это вносит существенный вклад в рост потребления, а также в инфляцию.

⇒ **Дополнительный вклад в рост ВВП**

⇒ **Ускорение инфляции**

В 2-м п. 2024 г. потребительский спрос будет ниже из-за исчерпания отложенного спроса и жесткой политики ЦБ РФ. Это скажется и на общей динамике ВВП. При сохранении низкой безработицы в 2025 году оптимизм сохранится, потребительский спрос стабилизируется, в том числе из-за повышения НДС.

→ [ЦБ РФ](#)

Индексы потребительских ожиданий вернулись на уровни до СВО

Индексы потребительских ожиданий



Рост промышленности подстегивается оборонными расходами, но и «гражданские» сегменты начинают подтягиваться

→ [Модель роста — 2024](#)

Разворот динамики производства самых проблемных сегментов 2022 года

→ [Рынок акций РФ](#)

Структура роста производства

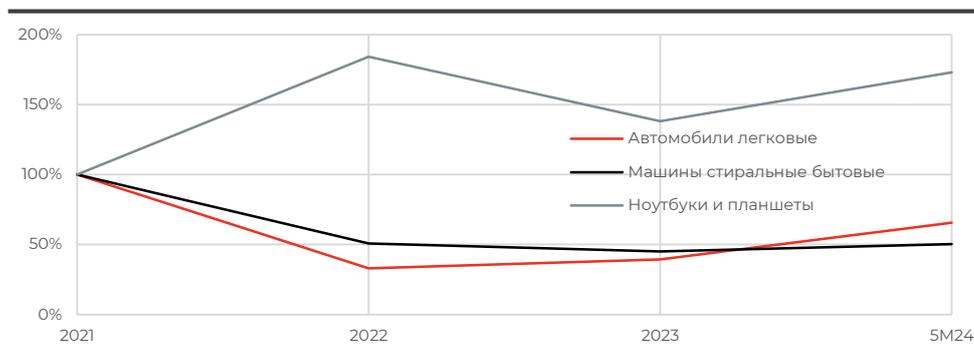
В 2022 году спад промышленного производства был обусловлен сворачиванием производства автомобилей, бытовой техники и других товаров иностранными компаниями. Это были административные решения, а не результат проблем в экономике. Подобное было в 2020 году из-за карантинных ограничений.

Если в 2022 и 2023 годах рост промышленного производства во многом был обеспечен обороной, то во второй половине 2023 года налицо был рост и в «гражданских» сегментах, в том числе в автопроме и производстве бытовой техники. Эта тенденция сохранилась и в 2024 году.

⇒ **Импортозамещение и восстановительный рост**

⇒ **Большой внутренний спрос**

Производство отдельных видов продукции (в % к 2021 г.)



Сектор услуг

Промышленные компании очень благоприятно оценивают перспективы расширения производства. Это отражается как в оценках Росстата, так и в индексах PMI. Увеличение внутреннего спроса пока сильнее дефицита кадров и роста издержек.

В секторе услуг ситуация иная. Здесь меньше влияние растущего внутреннего спроса, зато в полный рост стоит проблема дефицита кадров, роста заработных плат, ожидания роста НДС как фактора снижения спроса и других издержек.

⇒ Медленный рост сектора услуг, негативный вклад в рост ВВП

Индекс PMI



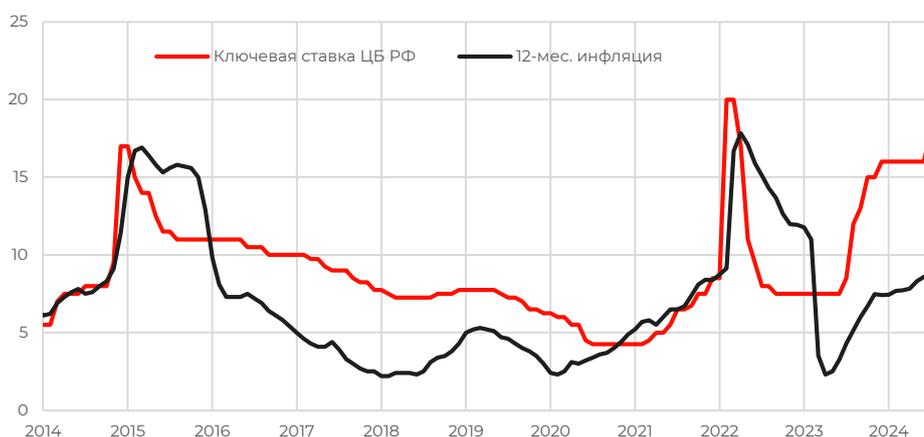
Жесткая политика ЦБ РФ

С 2014 года ЦБ РФ очень болезненно относится к вопросу инфляции и действует очень жестко в вопросах монетарной политики.

- В 2014–2015 годах резкое повышение ключевой ставки позволило сбить волну ослабления рубля и в итоге замедлить инфляцию.
- В 2018 году повышение ключевой ставки позволило успокоить валютный рынок и скорректировать ценовые ожидания.
- В 2022 году ЦБ РФ жесткой политикой способствовал стабилизации рубля и инфляции.
- **Но в 2023 году что-то пошло не так. Резкое повышение ставки не привело к замедлению инфляции**

⇒ **Инфляция становится резистентной**

Инфляция в РФ и ключевая ставка ЦБ РФ



Инфляция не замедляется, что вынуждает ЦБ РФ придерживаться жесткой политики

Проблема трансмиссионных механизмов

Резистентность инфляции обусловлена несколькими причинами:

- Повышение ставки не приводит, как раньше, к притоку спекулятивного капитала и укреплению рубля.
- Рост ставок охлаждает «гражданскую» часть экономики, не влияя на «военное» производство.
- Высокие ставки увеличивают издержки «гражданских» компаний, которые переносят их в рост цен на товары и услуги.

Влияние ставки на инфляцию через рост сбережений и привлекательность рублевых инвестиций для локальных инвесторов. Но действие этих каналов растянуто во времени.

⇒ **ЦБ РФ вынужден действовать предельно жестко**

⇒ **Усиление контроля за использованием валютной выручки помогло замедлить инфляцию (вместо carry trade)**

⇒ **Ослабление рубля в 2023 году и торговые ограничения продолжают оказывать ценовое давление**

Ослабленный трансмиссионный механизм повышает вероятность ошибочных решений

→ [Рублевые облигации](#)

Сохранение быстрого роста экономики и высокая инфляция приведут к росту ненефтегазовых доходов

Риск адаптации к высоким ставкам

Цель по инфляции (4%) в сочетании с геополитической ситуацией ставит ряд вопросов по поводу действий ЦБ РФ.

- Если выполнение цели по инфляции (4%) потребует рецессии, достигим ли такой вариант?
- Как рецессия связана с политическими и военными задачами?

ЦБ РФ придется действовать осторожно, **в чем главная опасность ситуации**. Высокие ставки по своему воздействию не эквивалентны повышению ставок:

- Резкое повышение ставок (особенно неожиданное) меняет поведение экономических агентов
- Стабильно высокие ставки — то, к чему экономические агенты могут адаптироваться, например, заложив издержки в цены и инфляционные ожидания

Пока проинфляционный эффект высоких ставок визуально не проявляется. Но остается серьезным риском в случае стабильно жесткой политики, не достигающей своей цели. При таком сценарии ставка может сохраняться высокой дольше и выше, чем сейчас ожидает рынок.

Переходная инфляция

Высокая инфляция может быть также результатом структурных изменений в экономике — так называемая *переходная инфляция*. Если мы наблюдаем это явление, то борьба с ней монетарными методами имеет слабый эффект.

Инфляция в развивающихся странах



Прогноз

До конца 2024 года в базовом сценарии ЦБ РФ удастся добиться ограниченных результатов, инфляция замедлится до 7,5–8%, что позволит стабилизировать ключевую ставку на 18%.

Чрезвычайно важной будет динамика курса рубля, стабильность которого — минимально необходимое условие снижения инфляции.

Прогноз на 2025 год в зависимости от того, в какой режим работы уйдет экономика, предполагает либо очень жесткую политику ЦБ РФ при слабом рубле и высокой инфляции, либо умеренно жесткую политику ЦБ РФ при крепком рубле и умеренном замедлении роста цен.

→ [Модель роста экономики в 2025 году](#)

Высокая инфляция — проблема не только для российской экономики.

→ [Рубль](#)

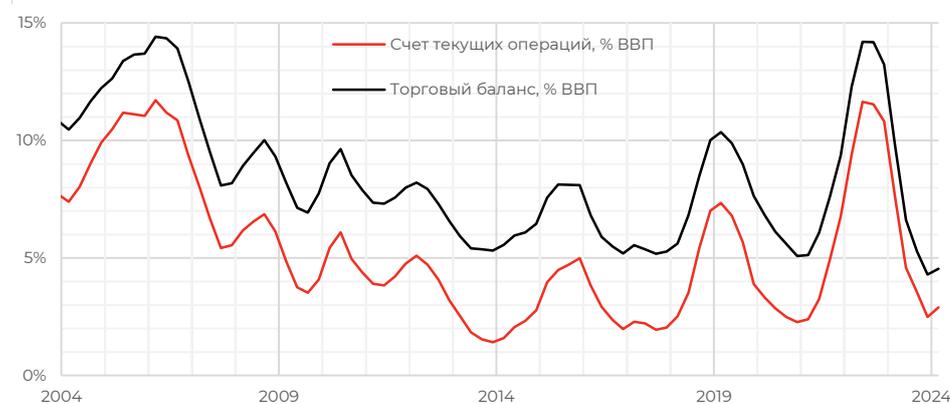
Экспортная модель

В основе финансовой модели российской экономики по-прежнему лежит потребность в постоянном притоке валютной выручки. Для этого, в свою очередь, требуется поддерживать постоянный значительный торговый профицит. **С экономической точки зрения это означает сознательное снижение ресурсов, доступных для потребления и инвестиций внутри страны, а также госрасходов.** Часть экономики фактически работает на другие страны, из-за чего происходит следующее:

- реальная налоговая нагрузка выше номинальной, так как чистый экспорт уменьшает ресурсы, доступные внутри страны;
- достижимый уровень жизни ниже, чем следует из размера ВВП, так как «налог» в виде чистого экспорта не перераспределяется в пользу внутреннего потребления;
- инфляционное давление: объем продукции, доступный для потребления в экономике, меньше произведенного и оплаченного. Проявляется в том числе через расходование налогов, собранных с экспорта.

В экспортной модели эффективность повышения ключевой ставки ЦБ РФ ограничена из-за проинфляционных факторов такой модели. Снижение инфляции может быть достигнуто только временно и ценой значительных усилий, в частности сильного охлаждения экономической активности.

Торговый баланс и счет текущих операций РФ, % ВВП



Признаки сохранения экспортной модели

Главными признаками сохранения экспортной модели являются вопросы контроля оттока капитала, а также денежной эмиссии:

- нежелание ЦБ РФ контролировать движение капитала;
- снижение нормы обязательной продажи валюты;
- отсутствие механизма увеличения денежной базы помимо покупки валюты или золота в резервы.

Преимущество экспортной модели — использование сырьевого экспорта как инструмента поиска и удержания союзников на мировой арене.

Хронический профицит счета текущих операций — огромная цена для экономики, уровня жизни и инвестиций

→ [ЦБ РФ](#)

Торговый профицит и счет текущих операций не опустились ниже значений до СВО

→ [Модель роста — 2024](#)

Главное преимущество сбалансированной модели — снижение долгосрочной инфляции

→ [Российские акции](#)

Роль нефтегазовых доходов бюджета снижается. ВВП России растет быстрее стоимости добываемой нефти, газа и металлов

Сбалансированная модель

Первым решением после выборов президента в 2024 году стало не ослабление рубля для наполнения бюджета нефтегазовыми доходами, а повышение НДС и налога на прибыль. Это может быть как сигналом о том, что правительство видит риски, связанные с получением нефтегазовых доходов, так и целенаправленным движением от экспортной модели экономики.

При балансировке внешней торговли за счет наращивания импорта закрывается разрыв между внутренним спросом и возможностью экономики производить потребительские товары и услуги. А это основной фактор роста цен выше прогноза ЦБ РФ. Снижение инфляции позволит смягчить политику ЦБ РФ, что благоприятно скажется на потреблении и, главное, инвестициях.

Если же идти путем снижения экспорта, то это означает высвобождение трудовых и иных производственных ресурсов, которые можно задействовать для производства товаров и услуг для внутреннего потребления. Иными словами, это ресурс для повышения уровня потребления и инвестиций внутри России.

Доля нефтегазовых доходов бюджета в % ВВП



Признаки сбалансированной модели

Переход от экспортной модели к сбалансированной требует нескольких действий:

- контроль движения капитала (санкции помогают);
- стабилизация рубля и увеличение импорта (крепкий рубль полезен для выстраивания каналов импорта);
- увеличение налогов на внутреннее производство, потребление, возможно, на импорт (повышение НДС, налога на прибыль);
- эмиссия денег, не завязанная на золотовалютные резервы.

Преимущество сбалансированной модели — более высокие темпы роста ВВП и снижение инфляции. Недостаток — меньше ресурсов на внешней арене (на первом этапе).

Переходный период

В настоящее время наблюдаются отдельные шаги в пользу сбалансированной модели, но в базовом сценарии в 2025 году сохранится экспортная модель.

→ [ЦБ РФ](#)

→ [Рубль](#)

⇒ **Сохранение инфляционного давления и высокие ставки**

⇒ **Риски ослабления рубля**

Экстенсивный рост исчерпан

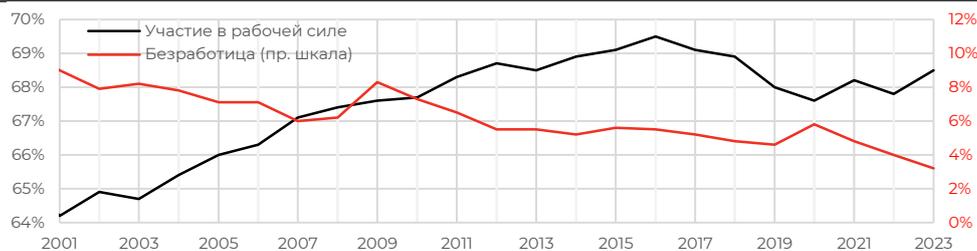
Рост экономики после начала СВО опирался на задействование свободных ресурсов. Это выразилось в росте занятости, снижении безработицы, росте экономической активности населения и росте загрузки производственных мощностей. Но к настоящему времени безработица находится на рекордно низких уровнях, ощущается острый дефицит производственных площадей. Это создает риск торможения роста в 2025 году.

Основными факторами роста экономики в 2025 году будут:

- скорость ввода в строй новых производственных мощностей (результаты инвестиций в 2022–2024 гг.);
- увеличение производительности труда на существующих производствах

В 1-м кв. 2024 года рост производительности труда составил порядка 4,7% (исторически в среднем 1,5%). Это обнадеживающий сигнал перехода к интенсивному росту.

Безработица и экономическая активность населения РФ



Трудовые ресурсы задействованы максимально. Возможен только интенсивный рост

Региональные различия

Снижение безработицы затрагивает все российские регионы, поэтому внутренняя миграция или ускоренное развитие отстающих территорий даст небольшой вклад в занятость и ВВП.

- ⇒ Увеличение спроса на рабочую силу из-за рубежа (иммиграция)
- ⇒ Сжатие различий в условиях рынка труда регионов (уровень безработицы, заработные платы)
- ⇒ Большой потребительский спрос (особенно на товары длительного пользования, туризм)

Средняя безработица по регионам выше и ниже медианы



Различия в безработице между регионами сглаживаются

После выборов 2012 года была сделана попытка увеличить доходы населения с помощью повышения зарплатных плат в бюджетном секторе. Это потянуло за собой рост зарплатных плат по экономике в целом и падение рентабельности компаний. Рост ВВП в результате сильно замедлился

→ [ЦБ РФ](#)

Давление издержек на прибыль

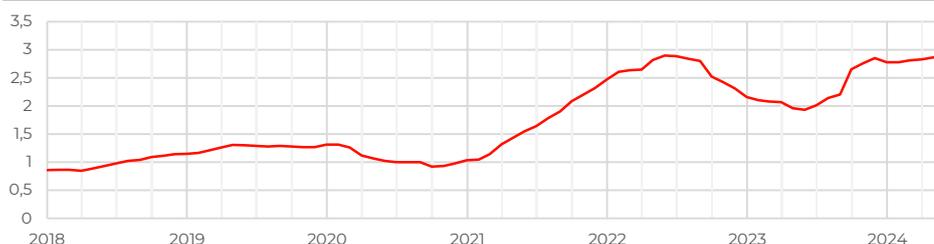
Низкая безработица и высокая загрузка мощностей пагубно сказываются на рентабельности. Это снижает доступные ресурсы компаний для инвестиций, что тормозит рост. Такое мы наблюдали в 2012–2014 гг. **Жесткая политика ЦБ РФ и повышение налога на прибыль также будут способствовать снижению прибылей компаний.**

Изменить тенденцию могут:

- рост производительности труда (дефицит рабочей силы стимулирует компании повышать эффективность);
- ввод в строй новых производственных мощностей (создание которых было запущено после начала СВО);
- **ускорение инфляции (снижает реальные зарплаты).**

Резкое замедление инфляции при сохранении скорости роста номинальных зарплатных плат может очень болезненно сказаться на финансовых результатах компаний.

Финансовые результаты российских компаний



→ [Рынок акций РФ](#)

Оценка ситуации компаниями

За последний год серьезно выросла частота упоминаний дефицита квалифицированных кадров как препятствия росту производства. Зато упоминание экономической неопределенности снизилось до значений до СВО. Существенно реже, чем до СВО, упоминаются другие препятствия.

⇒ Дефицит рабочей силы упоминают 30% компаний

⇒ Ослабление других ограничений поддержит рост

Оценки отдельных препятствий для роста производства



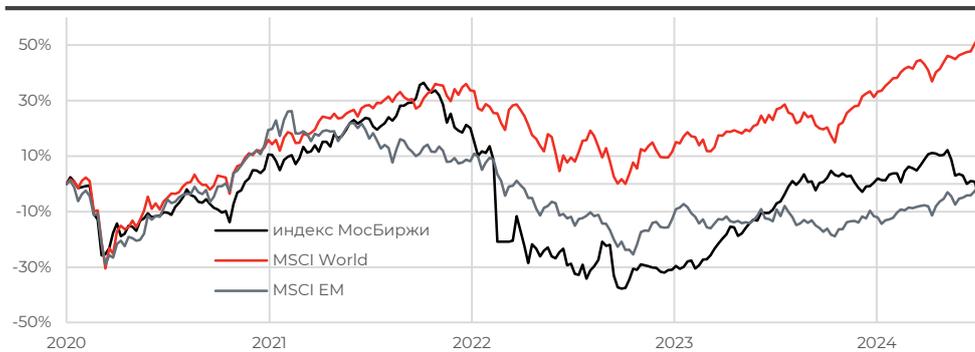
Дефицит трудовых ресурсов — единственный существенно усилившийся фактор, ограничивающий рост

Препятствия первого полугодия

Индекс МосБиржи восстановился до уровней 2021 года, хотя и не обновил исторический максимум. В середине мая бенчмарк достиг 3 500 пунктов, стартовав с 3 100 в начале года. Правда, в июне он вернулся к исходным значениям года.

Широкий рынок вошел в фазу коррекции на фоне ускорения инфляции и ожиданий ответного ужесточения политики ЦБ РФ. Проект налоговых изменений, представленный в конце мая, и новый пакет санкций, затронувший валютные торги на МосБирже, также охладили оптимизм участников рынка.

Индекс МосБиржи в сравнении с EM



Российский рынок акций вернулся к значениям 2021 года (без учета дивидендов)

В ожидании восстановления

Большая доля в индексе МосБиржи компаний сырьевого сектора, для которых укрепление рубля означает снижение маржинальности, объясняет болезненное влияние укрепление рубля. При этом несырьевые компании скорее выиграют от крепкого рубля, так как конкуренция со стороны импорта ослаблена санкциями, а крепкий рубль упрощает покупку и ввоз импортного оборудования.

В случае замедления инфляции и соответствующего сигнала со стороны регулятора рынок получит импульс к восстановлению. Текущие низкие оценки сделают акции более привлекательными по мере снижения доходностей долгового и денежного рынков. В сочетании с дальнейшим ростом финансовых показателей компаний это восстановит аппетит инвесторов к акциям.

P/E и дивидендная доходность индекса МосБиржи



Фундаментальные оценки компаний остаются очень привлекательными

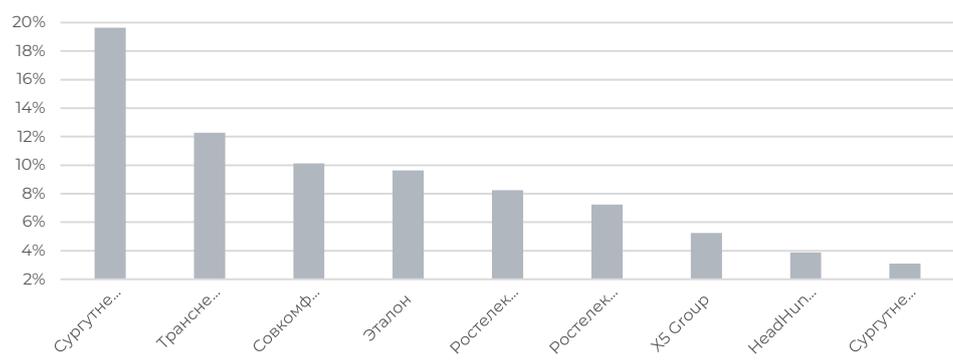
Повышение налогов

Минфин повысит налог на прибыль с 20% до 25%, аргументируя решение ростом прибылей на 35% за год. Повышение налога приведет к сокращению чистой прибыли и, соответственно, дивидендов примерно на 6–7%.

Взамен могут быть отменены курсовые экспортные пошлины, что снизит налоговую нагрузку для добывающих компаний, металлургов и производителей удобрений. Кроме того, сохранение государственной поддержки позволяет рассчитывать на хорошие результаты импортозамещающих компаний и IT-индустрии. Преференции для IT-сектора и особый учет расходов на НИОКР уменьшат налоговую нагрузку, поддержат чистую рентабельность.

Налоговая реформа почти не затронула доходы от инвестиций в ценные бумаги, что должно мотивировать реинвестирование дивидендов в фондовый рынок. Впрочем, возвращение ликвидности в акции до начала смягчения политики ЦБ РФ будет сдержанным, поскольку повышенные ставки делают депозиты и инструменты денежного рынка более привлекательными для инвесторов.

Ожидаемая див. доходность российских акций



Дивидендная доходность — важная часть инвестиционной привлекательности российских акций

Прогноз-2024

В базовом сценарии по итогам года индекс МосБиржи отыграет большую часть потерь летней коррекции, достигнув отметки 3 400 пунктов. Основной фактор роста — низкие мультипликаторы и сохранение дивидендных выплат.

В негативном сценарии инвесторам стоит готовиться к просадке в пределах 10%, если ЦБ РФ придется ужесточить монетарную политику.

При благоприятном сценарии российский рынок обновит максимумы этого года за счет финансовых результатов компаний, а также в случае замедления инфляции и перспективы понижения ставки ЦБ.

Прогноз-2025

Низкие оценки российского рынка акций будут позитивно сказываться на котировках. Лидеры и аутсайдеры определятся в зависимости от сценария в экономике (рубль, траектория инфляции и жесткость ЦБ РФ, темпы роста экономики). В базовом сценарии ожидаем порядка 20% по итогам 2025 года.

→ [Базовая модель роста экономики](#)

→ [ЦБ РФ](#)

→ [Прогноз на 2024 год](#)

→ [Предварительный прогноз — 2025](#)

Фиксируй ставку, если сможешь

Благодаря высокой ключевой ставке ЦБ РФ денежный рынок стал одной из лучших и самой спокойной инвестицией в первой половине года. Он оказался лучше депозитов в крупнейших банках.

Сейчас, впрочем, есть много предложений зафиксировать доходность выше ключевой ставки.

Что действительно изменилось с прошлого декабря, так это риторика регулятора. ЦБ РФ намерен удерживать ключевую ставку высокой, о снижении речи даже не идет. Так что фонды денежного рынка по-прежнему остаются привлекательными.

→ [ЦБ РФ](#)

Индикаторы денежного рынка и ключевая ставка ЦБ РФ

Доходность инструментов денежного рынка превышает ставку по депозитам банков



ОФЗ для смелых и выносливых

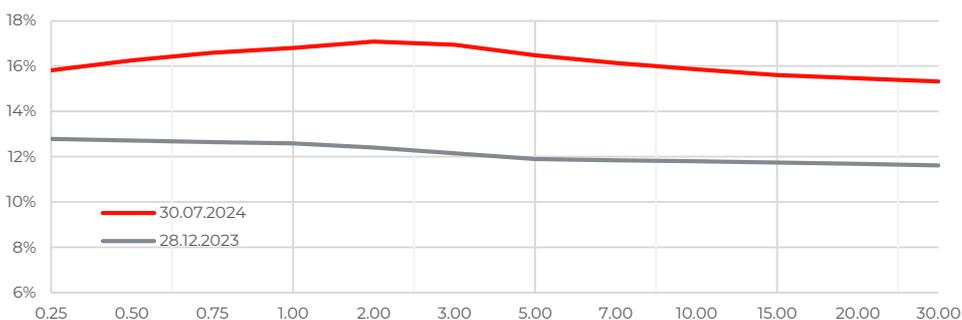
Рынок ОФЗ наконец поверил в серьезность намерений регулятора удерживать высокую ставку, а также учел ожидаемый дефицит бюджета на этот год. Доходности по всей длине кривой выросли на 300–400 б. п., а доходность некоторых коротких выпусков и вовсе превысила ключевую ставку.

На этом фоне индекс государственных облигаций RGBI вплотную подошел к значениям марта 2022 года. Высокие ставки и доходности — обычно временное явление, и если не реализуется сценарий дальнейшего ускорения инфляции в 2025 году, то ОФЗ будут активом, который покажет наилучшие результаты. Риски данной идеи, впрочем, также крайне высоки. Если инфляция не замедлится осенью, цены ОФЗ должны пойти ниже.

→ [Модель роста — 2024](#)

Кривая бескупонной доходности ОФЗ

Рынок закладывает в цены ОФЗ длительный период высоких процентных ставок, что возможно только при условии, что высокая ключевая ставка лишится деинфляционного эффекта



Корпоративные эмитенты меняют тактику

Рост доходностей снизил активность эмитентов на первичном рынке облигаций. За первые 5 месяцев объем размещений составил 1,9 трлн рублей, что на 12% меньше аналогичного периода прошлого года. Компании выпускали больше флоатеров, рассчитывая на снижение ставок в будущем. Скорее всего, флоатеры продолжают преобладать в структуре выпуска облигаций до конца этого года.

Доля флоатеров в первичных размещениях растет

Исторически корпоративные эмитенты в РФ редко прибегали к облигациям с плавающей ставкой



Премия за риск в корпоративных бумагах

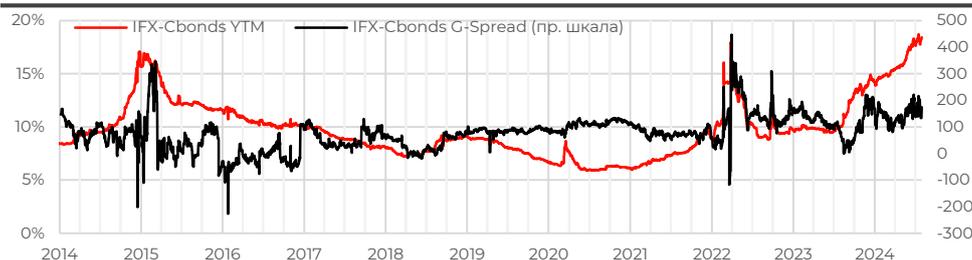
Рост доходностей в корпоративном сегменте продолжился вслед за ОФЗ. Сейчас доходности находятся на максимальных с 2008 года уровнях, премии за риск — на повышенных уровнях. При этом реальных дефолтов немного, и все в высокодоходных облигациях. Ситуация же в экономике остается благоприятной для компаний: инфляция снижает реальную долговую нагрузку, обесценивая долг относительно выручки и прибыли.

→ [Модель роста экономики в 2025 году](#)

При стабильной ситуации в экономике и умеренно жесткой политике ЦБ РФ корпоративные облигации интереснее ОФЗ в средней и короткой части кривой.

Индексы рынка облигаций

Кредитные спреды на повышенных уровнях, что обеспечивает повышенные ожидания от сегмента



Прогноз

→ [Прогноз на 2024 год](#)

В базовом сценарии по итогам 2024 года портфели корпоративных облигаций смогут принести порядка 10%. В других сценариях — от 8% до 12%. Важным фактором, определяющим доходность в этом году, являются высокие текущие доходности к погашению.

Инструменты денежного рынка в базовом сценарии в 2024 году принесут порядка 16%. В зависимости от траектории ключевой ставки ЦБ РФ прогнозные значения варьируются от 15% до 18%.

Потенциально дефицитный актив

Указ президента об обязательном замещении еврооблигаций был продлен до 1 июля 2024 года, в итоге незамещенными остались только 4 выпуска.

С начала года объем рынка замещенных облигаций вырос еще на 50%. Замещение бумаг кредитных организаций позволило наполнить паевые фонды новыми именами, и хотя **в портфелях институциональных инвесторов сохраняется перекос в пользу «Газпрома», доходности по его выпускам сравнялись с выпусками других эмитентов.**

Санкции против МосБиржи и НКЦ подстегнули волатильность на валютном рынке, что негативно сказалось на замещающих облигациях. По мере стабилизации курса доходности замещающих облигаций должны снизиться, так как для большого числа инвесторов это по-прежнему один из немногих доступных активов в иностранной валюте.

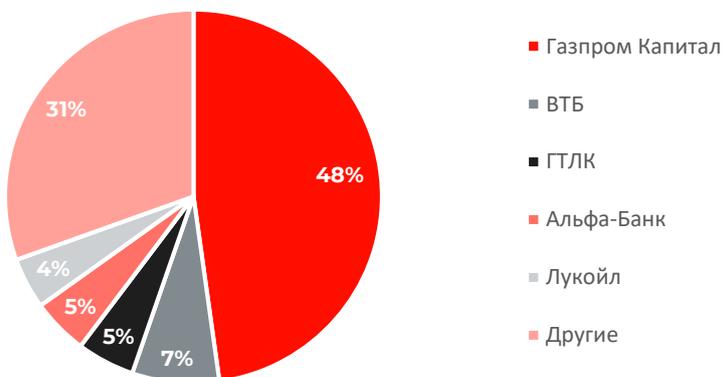
Напомним, что большой спрос на квазивалютные инструменты в первом квартале во многом был обусловлен ослаблением рубля и ограниченным объемом доступных замещающих облигаций.

Замещение суверенных еврооблигаций так и не состоялось. Законодательно закрепленного обязательства у Минфина нет, ведомство планировало провести замещения в начале 2024 года, но не сложилось, возможно, это произойдет до конца года.

В первом полугодии эмитенты стали размещать **незамещающие** (не предназначенные для обмена на ранее выпущенные) выпуски с привязкой к валюте. Пока таких выпусков только два, но по мере снижения доходностей их количество будет расти. Особенно на фоне высокой ключевой ставки.

- ⇒ Объем рынка локальных облигаций с привязкой к иностранной валюте неограничен, это источник риска для роста доходностей
- ⇒ Расширение ассортимента будет привлекать инвесторов, новые эмитенты могут рассчитывать на спрос со стороны фондов
- ⇒ Изоляция сегмента от внешних площадок, доходности могут отрываться от внешних ориентиров

Структура заемщиков на рынке



Перекос в пользу «Газпрома» имеет объективную причину: большой объем бумаг в рынке

→ [Юань](#)

→ [Экономика КНР](#)

Облигации в юанях

В первой половине 2024 года доходности юаневых облигаций выросли еще на 150–200 б. п., тем самым вплотную приблизившись к доходностям замещающих облигаций. На это повлиял ряд причин:

- размещения «старых» выпусков (в 2022–2023 годах) проходили по заниженным доходностям в условиях дефицита валютных инструментов. За это время рынок локальных валютных и квазивалютных облигаций вырос, соответственно, оценки таких инструментов стали более справедливыми;
- проблемы с юаневой ликвидностью на фоне роста импорта из Китая, что приводит к росту стоимости заимствования юаня.

С другой стороны, это же служит фактором поддержки сегмента юаневых облигаций. Рост трансграничных операций требует все больше юаней для пополнения оборотных средств. Выпуск таких облигаций снижает валютные риски для компаний. Это находит свое отражение в рынке: в 1П24 было выпущено 13 выпусков на 28 млрд юаней, а за весь 2023 год — 10 выпусков на 25,3 млрд юаней.

Пока данный сегмент не достигнет значимых размеров, ликвидность также будет оставаться низкой.

Доходность некоторых облигаций в CNY на МосБирже

Доходности облигаций в CNY приблизились к доходности замещающих облигаций



Прогноз

→ [Прогноз на 2024 год](#)

В базовом сценарии портфели из облигаций в долларах и евро на российском рынке в 2024 году принесут порядка 4%. Это предполагает некоторое снижение доходностей относительно текущих уровней

При повышении спроса на валютные инструменты (например, из-за ослабления рубля) портфели замещающих облигаций могут по итогам 2024 года принести порядка 8%. В основном благодаря высоким текущим доходностям к погашению

При неблагоприятном сценарии, например, укреплении рубля и снижении интереса инвесторов к валютным инструментам, доходности могут еще подрасти, а результаты портфелей будут в пределах 0% по итогам 2024 года

Экономика и рынки акций Европы и США

23

США: по сценарию
мягкой посадки

25

Европа: умеренность роста
и осторожность ЕЦБ

27

Еврооблигации.
Глобальный рынок



Экономика и рынки акций Европы и США

По итогам 1П24 [экономика США](#) продемонстрировала устойчивость, несмотря на сохранение процентных ставок на повышенном уровне. Безработица держится вблизи исторического минимума, а замедление ВВП скорее отражает реализацию сценария «мягкой посадки». Во многом хорошие результаты экономики в прошлом году — это результат неожиданно устойчивой инфляции. Текущее же замедление цен уже отражается в «торможении» экономики после перегрева и замедлении роста заработных плат.

Снижение инфляции без вступления экономики в рецессию, с одной стороны, выглядит как несомненная победа ФРС. С другой стороны, это станет препятствием для компаний в дальнейшем инфляционном наращивании прибыли.

Факт заключается в том, что основной источник инфляции последних двух лет (рынок труда) стабилизировался к допандемийным уровням, что позволяет ФРС приступить к началу смягчения денежно-кредитной политики уже в сентябре. Снижение процентных ставок смягчит проблему высокой стоимости обслуживания долговых обязательств как на уровне государства, так и на уровне населения и корпоративного сектора. Реализация сценария «Быстрый рост при низкой инфляции» взбудрила рынки активов США, подтолкнув фондовые индексы к новым максимумам.

Наибольший риск участники рынка сейчас видят не в экономике, а в политике. Предстоящие президентские выборы создают риски с точки зрения инфляции и экономического роста, но они могут сыграть в обе стороны (как в плюс, так и в минус).

[Европейская экономика](#) также смогла удивить, вынеся на себе бремя антироссийских санкций. Отчасти это было обусловлено имевшимся запасом прочности по платежному балансу (существенный профицит счета текущих операций, сформировавшийся после 2015 года) и внутренним резервам. Однако обострение торговых разногласий с Китаем подвергает риску промышленный сектор Германии, что ставит под удар восстановление роста экономики еврозоны в целом.

Фактические экономические данные подтвердили сценарий «мягкой посадки» экономик США и ЕС и отражают скорее нормализацию экономической активности: в еврозоне — как выход из «технической» рецессии, в США — как умеренное охлаждение.

Экономический рост США отражает нормализацию после ускоренного роста на выходе из пандемии

→ [Экономика еврозоны](#)

Рынок труда становится более сбалансированным, снижая инфляционные риски

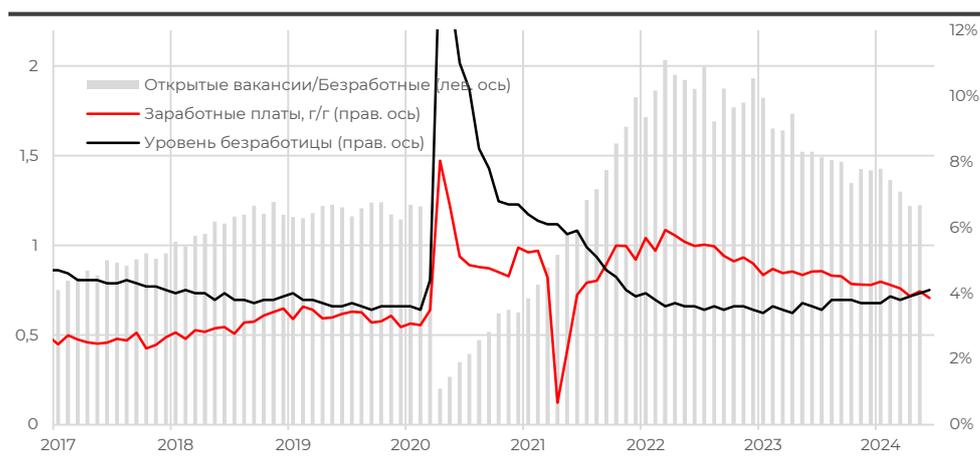
В сценарии победы Дональда Трампа импульс могут получить финансовый, нефтегазовый и металлургический секторы

Экономика сбавляет обороты

Инфляция в США возобновила нисходящую траекторию в II квартале после некоторого ускорения в начале года. Индекс цен расходов на личное потребление (PCE) держится стабильно ниже 2,7% с начала года. PCE в основных услугах, отслеживаемая ФРС, замедлилась до 3,38%. Годовые и пятилетние инфляционные ожидания также снизились. Обратной стороной охлаждения инфляции является то, что бизнесу становится труднее сохранять рентабельность. Корпоративные прибыли в нефинансовом секторе уже упали на 4,7% после трех кварталов роста.

Экономическая активность все еще остается высокой, хотя и потеряла часть импульса, в частности со стороны сектора услуг. Рост ВВП в 2К24 составил 2,8% к/к, хотя потребительские расходы продолжают «драйвить» экономику. Уровень безработицы достиг 4,1%, однако данные по занятости скорее отражают стабилизацию, нежели реальное ухудшение ситуации на рынке труда. Заполнение вакансий и сокращение текучки кадров снижает риск раскручивания инфляционной спирали.

Ситуация на рынке труда



Политический фон

В случае победы Дональда Трампа на предстоящих выборах реализация его программы проявится, скорее всего, в ускорении инфляции при некотором ускорении роста экономики за счет снижения налогов. Это, конечно, расширит дефицит бюджета. Проинфляционными факторами будут также контроль миграции и повышение тарифов на импорт.

При таком сценарии ФРС будет иметь меньше пространства для снижения ставок, период жесткой ДКП продлится дольше.

Если же конгресс по итогам выборов останется разделенным между партиями, агрессивность планов Трампа будет сдерживаться. Если республиканцы получают контроль в Вашингтоне, фокус в экономической политике, скорее всего, будет сосредоточен на налогах и миграционной политике, в случае большинства за демократами — на торговой политике и геополитических проблемах.

Фондовый рынок достиг исторических максимумов

Разогрев фондовых рынков

Фондовые индексы обновили исторические максимумы. S&P500 прибавил 16,9%, форвардный P/E поднялся до 21,4x против среднего 10-летнего в 17,9x. NASDAQ поднялся на 21,6% с форвардным P/E в 27,2x. Положительная динамика при этом сопровождалась ограниченной волатильностью — «индекс страха» VIX остается в боковике весь последний год. IT-индустрия имеет самые высокие оценки в силу ожидаемого роста EPS, а нефтегазовые и финансовые компании все еще торгуются по заниженным мультипликаторам.

Полагаем, что широкий рынок перейдет от модели движимого технологичными компаниями к рынку с импульсом со стороны ранее отстающих индустрий. Сектор недвижимости и компании малой капитализации получают импульс за счет смягчения кредитных условий. Потребительский сектор, наоборот, может проигрывать от снижения инфляции. Вероятно достижение S&P500 5 700 пунктов в конце года и движение к 5 900 пунктам к середине 2025 года.

Рост EPS против мультипликатора P/E по секторам



Технологичные компании остаются наиболее дорогими на рынке, энергетический сектор остается недооцененным

Прогноз

ФРС уже готова пойти на первое снижение ставки в сентябре — даже до достижения таргета по инфляции в размере 2%. В базовом сценарии американский регулятор пойдет на два шага в смягчении ДКП — в сентябре и декабре с понижением ставки на 25 б. п., достигнув 5% к концу года.

→ [Прогноз](#)

В негативном сценарии итоги выборов и риск устойчивой инфляции лишат ФРС возможности снизить ставку в этом году.

Позитивный сценарий — три понижения ставки, до 4,75%.

В 2025 году динамика ставки ФРС будет зависеть от итогов выборов и выбранного экономического курса

Инфляция в США и ставка ФРС



Инфляционные риски связаны с инерционностью динамики заработных плат, а также бюджетных показателей

→ [Еврооблигации](#)

→ [Экономика США](#)

Умеренность экономики

Рост ВВП еврозоны замедлялся семь кварталов подряд, однако в 1К24 тренд прервался, экономика объединения выросла на 0,4% г/г. Смягчение политики ЕЦБ могло бы подстегнуть рост, но композитный PMI пока указывает на слабые настроения бизнеса. Промышленность вообще остается в зоне сокращения с середины 2022 года, причем активность сдерживается Германией, которая ранее была локомотивом региона.

Экономика еврозоны работает все же лучше, чем в 2023 году. Тем не менее регион остается под давлением торговых разногласий с Пекином и санкционной войны с Россией, так что бодрого восстановления пока ожидать не стоит.

Индексы PMI еврозоны



Санкции против России и торговая напряженность с Пекином усилили давление на европейскую промышленность

Насколько велики газовые риски

Текущий уровень наполненности подземных газовых хранилищ в 75% превышает средний пятилетний показатель в 65%, хотя темпы закачки в мае – июне были ниже уровня прошлого года. В целом ЕС находится на пути к полному заполнению ПХГ к ноябрю.

Новый пакет санкций ЕС не включает в себя запрет на импорт российского СПГ и не должен сократить объемы поставок. Тем не менее остаются два риска: отказ Украины от транзитного соглашения с «Газпромом» (маловероятный) и прекращение поставок «Газпрома» в случае блокировки платежей (средняя вероятность).

Цены на газ в Европе и потребительские настроения



Цена на газ в Европе быстро транслируется в цены для потребителей, что непосредственно бьет по потребительским настроениям и семейным бюджетам

Замедление инфляции имеет неустойчивую базу, что подталкивает регулятора к осторожным шагам

Риски инфляции

Замедление инфляции в еврозоне упростило жизнь инвесторам и регулятору. Темпы инфляции снизились с 2,9% в декабре прошлого года до 2,5% в июне, базовой инфляции — с 3,4% до 2,9%. Впрочем, инфляция в секторе услуг все еще устойчива, она не опускалась ниже 4% с ноября прошлого года.

Крепкий рынок труда остается источником инфляционного риска. Безработица в 6,4% — это рекордно низкий уровень. Рост заработных плат замедляется, но остается выше ожиданий, что в сочетании со снижением производительности означает рост удельных затрат на рабочую силу. Как и в США, это фактор снижения рентабельности компаний и ухудшения перспектив рынка акций.

Другими проинфляционными факторами остаются санкции, неопределенность экономической политики после выборов, очередной виток роста стоимости морского фрахта.

Инфляция в еврозоне и ставка ЕЦБ



ЕЦБ: осторожная стратегия

→ [ФРС США](#)

Европейский центральный банк был вынужден пойти на смягчение политики раньше ФРС, уже в июне. С одной стороны, решение было основано на улучшенном прогнозе по инфляции. С другой стороны, околонулевые темпы роста ВВП требуют смягчения кредитных условий во избежание скатывания в рецессию. Политическая неопределенность и риски инфляции останавливают ЕЦБ от поспешных действий, и рассмотрение следующего снижения ставки переносится на сентябрь.

В базовом сценарии ожидаем, что европейский регулятор будет ориентироваться на темпы снижения ставки в США и пойдет еще на два шага сокращения ставки до конца года, сдвинув ставку по депозитам до 3,25%.

→ [Прогноз](#)

В 2025 году траектория ставки ЕЦБ будет зависеть от того, насколько замедление инфляции будет устойчивым. Торговая война с Китаем, усиление санкций против России, затрагивающие доступ к ресурсам, повышение тарифов со стороны США могут спровоцировать волну инфляции издержек

→ [Экономика США](#)

Год роста глобального рынка еврооблигаций

Глобальный рынок еврооблигаций стабильно растет с начала года на фоне усиления ожиданий снижения ставки ФРС. Доходности американских казначейских облигаций приближаются к январским минимумам. Инвесторы склоняются к сценарию активного смягчения денежно-кредитной политики, начиная с сентябрьского заседания регулятора. Эти ожидания основаны на последних макроэкономических данных, а также на смягчившейся риторике господина Пауэлла.

Впрочем, ожидания рынка — вещь ненадежная. В конце прошлого года консенсус-прогноз предполагал семь (!) снижений ставки до конца 2024 года, а в середине 2024 года ждали хотя бы одного снижения. После выхода данных по июньской инфляции ожидания снова улучшились.

Вместе с ожиданиями меняются и цены на бумаги, так что эффект от будущего снижения ставки уже учтен в ценах на казначейские облигации. В базовом сценарии ФРС ощутимо снизит ставку в этом году.

Тем не менее риски отклонения от базового сценария довольно высоки, особенно при взгляде на 2025 год, когда ключевым фактором являются итоги выборов.

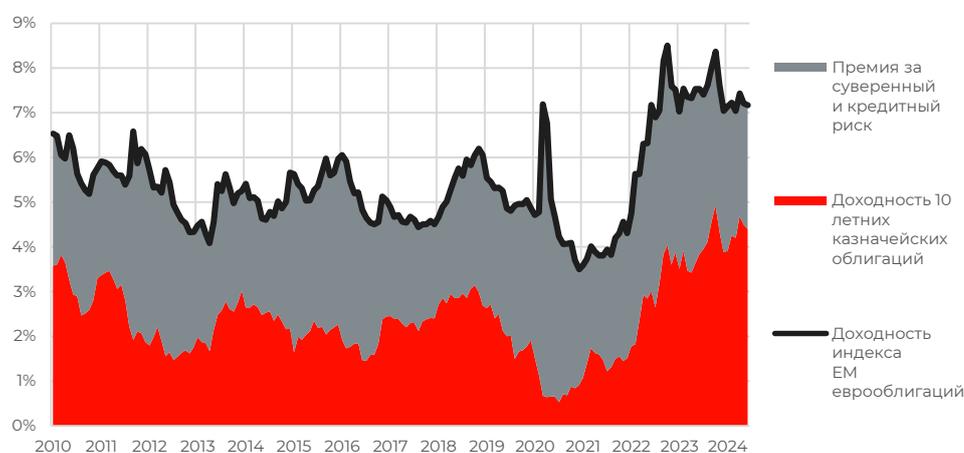
Сужение премий за риск

Компании и рынок сумели адаптироваться к новым монетарным условиям, риск массовых дефолтов не реализовался. Риск-премии в еврооблигациях продолжили сужаться, ускорив рост цен на корпоративные еврооблигации.

Текущие уровни премии за риск уже находятся на допандемийных уровнях, что ограничивает их дальнейшее сужение и, как следствие, возможность ускоренного роста цен на бумаги. Так что дальнейший рост цен требует снижения базовых ставок и доходностей.

До конца года рынок еврооблигаций, скорее всего, проведет в боковике, если только базовые доходности не упадут еще сильнее, например, на фоне еще большего смягчения комментариев со стороны регулятора

Компоненты доходности к погашению EM еврооблигаций



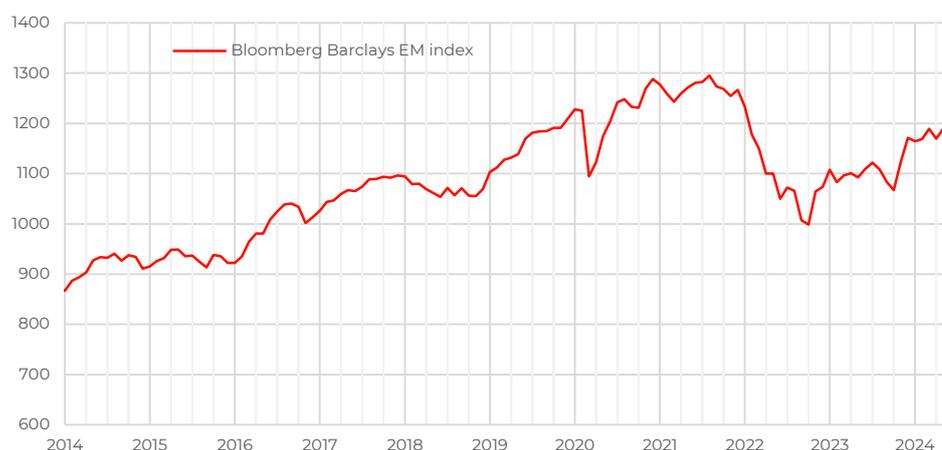
→ [Взгляд на 2025 год](#)

Подготовка к 2025 году

Сейчас благоприятный период для формирования портфеля из средне- и долгосрочных облигаций.

- Ограниченный потенциал роста базовых доходностей. ЕЦБ уже приступил к снижению ставки, а ФРС начнет ее в ближайшие месяцы. Новый цикл снижения ставок будет плавным, с оглядкой на инфляцию, что дает инвесторам время для принятия решений.
- Инверсия кривой доходности. Портфель из коротких бумаг может дать инвестору высокую доходность при ограниченном процентном риске.
- Высокие длинные доходности и адекватная премия к кривой госбумаг обеспечивают высокую долгосрочную доходность, заведомо выше инфляции.

Индекс еврооблигаций (полная доходность)



По итогам 2023 года цепочка убыточных лет прервалась, 2024 год обещает быть благоприятным для рынка

Прогноз

Снижение базовых доходностей и сужение премий за риск на фоне высокой текущей доходности к погашению уже обеспечило рост рынка еврооблигаций. Однако дальнейшее сужение кредитных спредов видится маловероятным, так как сейчас они находятся на допандемийных уровнях. В этой связи основным фактором, который будет влиять на рынок еврооблигаций, становятся доходности UST. В зависимости от ситуации результаты по глобальным портфелям еврооблигаций в 2024 году составят:

+10% в базовом сценарии. Предполагается снижение доходностей казначейских облигаций вслед за снижением ставки ФРС;

4% в негативном сценарии, если снижение инфляции не окажется устойчивым, а регулятор ужесточит риторику. В этом случае ожидания снижения базовых доходностей не оправдаются;

+15% в оптимистичном сценарии благодаря резкому снижению доходностей казначейских облигаций на фоне более серьезного, чем ожидает рынок, снижения ставки ФРС.

→ [Прогноз](#)

Новые рынки Азия и БРИКС



31

Новые рынки:
поиск баланса

Новые рынки Азия и БРИКС

Происходящие в мире события указывают на то, что привычный подход анализа ситуации в мировой экономике, который предполагает разбор экономики США и Европы, со временем придется менять в пользу увеличения внимания к тем странам, которые принято называть развивающимися. По той же причине стоит внимательнее присматриваться к непривычным финансовым рынкам. К ним относятся, например, материковый Китай, рынок Индии и стран АСЕАН и т. п.

Динамика рынков акций этих стран разнонаправленна. Китайские фондовые индексы находятся под давлением негативных новостей о замедлении экономики страны. Сектор недвижимости по-прежнему не оправился после дефолтов крупнейших застройщиков, а меры государственного стимулирования экономики пока не приносят желаемых результатов. Кроме того, геополитическая напряженность между Китаем и США остается на повышенном уровне.

Индийский рынок акций, наоборот, чувствовал себя отлично, показав сильные результаты по итогам 2023 года. По мультипликаторам Индия выглядит дороже других развивающихся рынков, что увеличивает долгосрочные риски. Однако за счет позитивной динамики экономических показателей и благодаря притоку инвесторов, видящих в Индии альтернативу Китаю, рост котировок может смело продолжиться.

Рынок Латинской Америки столкнулся с охлаждением интереса инвесторов в силу последствий изменения климата и шоковой экономической политики нового правительства Аргентины. Хотя последние бюджетные ограничения позволили понизить всплеск инфляции, экономика Аргентины вступила в техническую рецессию. Экономический рост Бразилии более устойчив. Однако вмешательство правительства в деятельность крупных корпораций и расширение бюджетного дефицита, а также обесценение бразильского реала к доллару США привели к значительной коррекции фондового рынка с начала года. Остановка смягчения монетарной политики Банком Бразилии может поддержать валюту вкупе с началом понижения ставок ФРС, однако сохраняющиеся бюджетные риски (исторически слабая бюджетная дисциплина) означают высокую вероятность новых просадок по реалу.

→ [США](#)

→ [Еврозона](#)

В этом году Китай, вероятно, достигнет цели по ВВП в 5%, но устойчивость роста под вопросом

Низкая инфляция — признак циклического замедления роста экономики

Точечные стимулы оказали краткосрочный эффект. Для оживления необходимы более смелые шаги в ДКП

Китай

Экономика КНР находится в самом продолжительном дефляционном периоде с 1999 года. Потребительские цены в июне выросли лишь на 0,2% г/г, а отпускные цены снизились на 0,8%, что подтверждает слабость внутреннего спроса при избытке производственных мощностей. Полагаем, что к концу года инфляция составит 0,6–1%, что значительно меньше цели НБК в 3%.

Деловые настроения в производственном секторе дают противоречивые сигналы: официальный PMI заметно снизился, а PMI Caixin / S&P Global достиг семимесячного максимума. Тем не менее компоненты обоих индексов отразили замедление роста новых заказов. Сдерживающим фактором для роста ВВП в краткосрочной перспективе выступает слабость юаня, торговые разногласия с «Западом», охлаждение интереса международных инвесторов из-за геополитических рисков.

МВФ недавно пересмотрел в сторону повышения прогноз роста экономики КНР с 4,5% до 5% на 2024 год, что соответствует собственной цели компартии. Замедление роста экономики Китая — нормальный процесс, 4–5% в год на данном этапе — это очень серьезное достижение.

Инфляция и индекс цен производителей



Стимулы от Пекина

Экономика КНР ориентирована на экспорт, поэтому страдает от ужесточения протекционистских мер торговых партнеров. В то же время внутренний спрос остается слабым в силу настроений потребителей, медленного роста заработных плат, падения фондового рынка и цен на недвижимость. Снижение процентных ставок — один из необходимых шагов для оживления экономики через активизацию кредитования.

Народный Банк Китая долго воздерживался от смягчения ДКП в силу оттока капитала и ослабления юаня, но в июле НБК решился на снижение ставок по годовым и пятилетним кредитам на 10 б. п. Такое снижение, конечно, не окажет непосредственного существенного эффекта на экономику, но может сформировать необходимые ожидания и тем самым оживить деловую активность. Особенно если на этом смягчение политики не закончится.

В базовом сценарии можно рассчитывать еще на одно снижение ставок на 10 б. п.: по семидневному обратному РЕПО (ключевой ориентир) — с текущих 1,7% до 1,6% и по годовым кредитам LPR (loan prime rate) с 3,35% до 3,25%. Небольшие и плавные изменения в параметрах монетарной политики — обычный подход НБК.

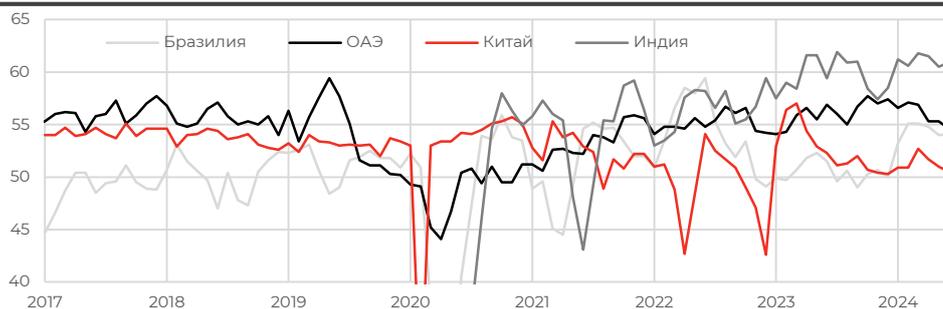
Другие азиатские экономики чувствуют себя увереннее за счет устойчивого внешнего спроса

АСЕАН

Производство в Южной Корее и АСЕАН растет вслед за ростом мировой экономики и повышенным спросом на полупроводники. Это повышает устойчивость экономик региона к ослаблению спроса со стороны Китая.

Рост ВВП региона ожидается в пределах 4–5%, что, впрочем, ниже долгосрочного тренда. Потребление будет устойчивым за счет крепких рынков труда и роста реальных заработных плат. Регуляторы, полагаем, приступят к понижению ставок вслед за ФРС.

Композитные индексы деловой активности PMI



БРИКС

S&P Global Ratings улучшило прогноз по экономике **Индии** со стабильного до позитивного, сославшись на более сильные фундаментальные показатели. Долгосрочный суверенный кредитный рейтинг страны ВВВ- подтвержден и может быть повышен к 2026 году.

В 2023 году ВВП вырос на 8,2%, а в 2024 году ожидается +6,7%. Страна — бенефициар перестройки глобальных цепочек поставок и потоков капитала. Риском является замедление реформ при новом коалиционном правительстве.

По форвардному P/E на уровне 23x по MSCI India рынок акций Индии выглядит дороже других развивающихся рынков. Но здесь налицо высокий потенциал роста экономики, обеспечивающий рост доходов компаний. Поэтому инвесторы выкупают любые просадки индийского рынка.

ОАЭ — одна из сильнейших экономик региона. По прогнозам МВФ, ВВП страны вырастет на 3,5% в этом году. Хотя в основе экономики — экспорт нефти, рост диверсифицирован, затрагивает туризм, строительство и финансы. Статус безопасной гавани стимулирует рост рынка недвижимости.

Преференции со стороны ОПЕК+ для ОАЭ в виде возможности увеличивать добычу нефти при ее стабильных ценах позволит дополнительно увеличить углеводородные доходы.

Экономика **Бразилии** восстанавливается после слабой концовки 2023 года за счет сильного рынка труда, который стимулирует потребление. Но после недавнего крупнейшего наводнения на юге страны темпы роста не будут устойчивыми.

Правительство недавно повысило прогноз роста ВВП на этот год до 2,5%, консенсус предполагает рост на 2,05%. Оба прогноза указывают на замедление после 2,9% в 2023 году, когда рекордная активность в сельском хозяйстве стимулировала экономику.

Страны БРИКС получают импульс к росту за счет перестройки мировых цепочек поставок и переориентации потоков капитала

→ [Сырьевые рынки](#)

Валюты и сырьевые активы



35

[Сырьевые активы](#)

37

[Валюты](#)

Валюты и сырьевые активы

Валютные рынки, будучи наименее предсказуемыми, одновременно являются первым индикатором ситуации в экономике и на рынках, к которым обращаются инвесторы. Поэтому, например, ослабление рубля перед выборами президента было явным признаком беспокойства. Инвесторы рассуждали, что после выборов правительство отпустит рубль, чтобы наполнить бюджет нефтегазовыми доходами для увеличения оборонных расходов.

На деле ситуация оказалась обратной: правительство решило поднять НДС и налог на прибыль, что стало сигналом ухода бюджета от опоры на экспортные доходы. Это дало повод для разворота в рубле, а санкции против МосБиржи и НКЦ обеспечили дополнительное укрепление, напомнив о токсичности иностранной валюты для внутренних инвесторов.

Долгосрочная динамика рубля — это вопрос о пути эволюции российской экономической модели. Решения о повышении налогов на доходы и прибыль, а также частичное сохранение обязательной продажи валютной выручки — шаг в направлении сбалансированной модели.

С чем-то похожим сейчас сталкивается Китай, где экономика также сохраняет экспортную ориентацию (несмотря на усиление роли внутреннего спроса в росте ВВП).

Что касается сырьевых активов, то рынок нефти вызывает некоторое беспокойство, есть причины как для избытка предложения, так и для дефицита. Соглашение ОПЕК+, несмотря на кажущуюся устойчивость, периодически демонстрирует признаки будущих проблем. Согласование новых сокращений идет не так быстро, так как участники понимают, что за стабильность цен приходится платить долей рынка, которую постепенно забирают страны вне ОПЕК+.

Золото в первой половине года показало отличные результаты. Сочетание роста геополитических рисков, снижения ставок и экономических рисков привело к обновлению исторических максимумов, цена превысила 2 500 долларов за унцию.

Нефть

→ [БРИКС](#)

В конце 2023 года ОПЕК+ заняла выжидательную позицию: результатом последней встречи картеля стало продление существующих обязательств по сокращению добычи до конца марта 2024 года. Львиную долю ограничений взяли на себя Россия и Саудовская Аравия, которые и так добровольно сокращали добычу в течение всего 2023 года. Более того, наблюдается и некоторый разлад внутри организации. С дополнительным сокращением добычи были не согласны Ангола, Конго и Нигерия, так как в июне 2023 года они уже пошли на сокращение квот в 2024 году.

Одновременно с этим американские нефтяники нарастили добычу на 0,8–1 млн баррелей в сутки (и это при сокращающемся числе действующих нефтяных вышек). Дополнительные объемы поступают на нефтяной рынок со стороны Бразилии и Венесуэлы.

→ [США](#)

В первой половине 2024 года рынок нефти находился в равновесии. Поддержку нефти оказывал рост мировой экономики — США пока что идут по сценарию «мягкой посадки», а Китай пытается сместить фокус роста на внутреннее потребление (оперативные данные дают надежду на продвижение в этом направлении).

→ [Китай](#)

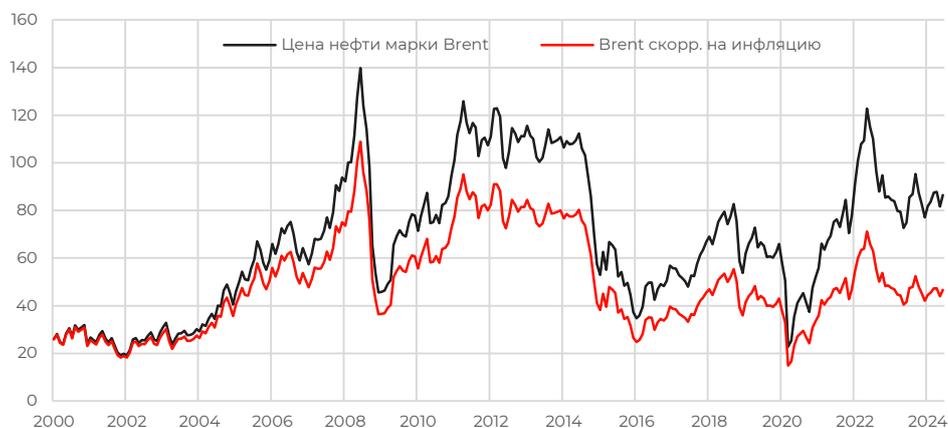
Тем не менее с учетом того, что американские нефтедобытчики уже вышли на рекордные уровни добычи (т. е. дальше наращивать ее будет все сложнее), даже небольшое увеличение спроса может заметно повлиять на стоимость нефти. С другой стороны, большие свободные мощности ОПЕК+ гарантируют, что взлет нефтяных цен будет в таком случае кратковременным.

Основным риском для цен на нефть являются возможные разногласия внутри ОПЕК+. Большой объем «выпадающей» добычи приходится на добровольные сокращения России и Саудовской Аравии, а не распределяется между всеми странами соглашения. Кроме того, продолжающееся снижение доли рынка ОПЕК+ будет вызывать все больше вопросов со стороны отдельных участников.

Остановить потерю доли рынка ОПЕК+ можно только за счет низких нефтяных цен, но и об этом договориться будет непросто.

Рыночная цена на нефть и с поправкой на инфляцию

Цены на нефть с поправкой на долларовую инфляцию находятся на довольно низком уровне



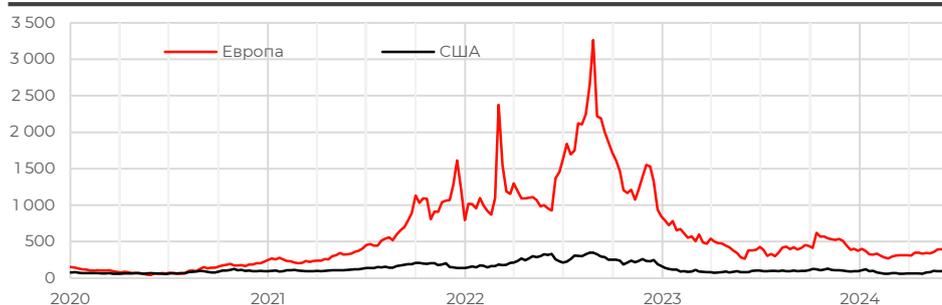
Газ

Европа в основном заменила выпавшие поставки российского газа американским и австралийским СПГ. Цены стабилизировались, хотя и держатся намного выше средних значений за последние 10 лет. ЕС сумел наполнить хранилища почти на 100%, что является фактором стабилизации цен.

Благодаря спаду в европейской промышленности Евросоюз сейчас не испытывает дефицита энергоносителей. Из-за роста издержек, потери российского рынка и слабеющего глобального спроса потребность в газе и ресурсах упала.

→ [Еврозона](#)

Цены на газ в Европе и США, \$ за 1 м³



Цена на газ в Европе превышает как цену на газ в США, так и исторические ценовые уровни

Золото

Усиление ожиданий снижения ставки ФРС в этом году вместе с ростом геополитической напряженности обеспечили рекордные ценовые уровни по золоту, цена превысила USD 2 500 за унцию. Также поддержку золоту оказывают покупки его в резервы центральных банков и ювелирный спрос, например, со стороны богатеющей Индии.

→ [ФРС](#)

→ [Индия](#)

Цена на золото, USD / тройская унция



Цена на золото в 2024 году обновила исторический максимум

Прогноз

Базовый сценарий на 2024 год предполагает цены на нефть в пределах 85 долл. за баррель Brent. В других сценариях возможно как снижение до 70 долл., так и рост до 100 долл. за баррель.

→ [Прогноз](#)

Цена на золото в 2024 году закрепится на уровне около 2 500 долл. за унцию, возможны варианты роста до 3 000 долл. и снижения до 2 200 долл.

→ [Российская экономика](#)

→ [Замещающие облигации](#)

Признаки отказа от экспортной модели оказали поддержку рублю

С поправкой на инфляцию текущий справедливый курс рубля находится примерно на 10–20% ниже текущего

→ [Цена экспортной модели экономики](#)

Рубль почти у равновесия

Приближение выборов в апреле 2024 года вызывало нервозность участников валютного рынка. Ходили разговоры о том, что после выборов правительство начнет ослаблять рубль для пополнения бюджета через нефтегазовые доходы. Поэтому курс рубля даже ненадолго вышел из коридора, сформировавшегося осенью, вверх.

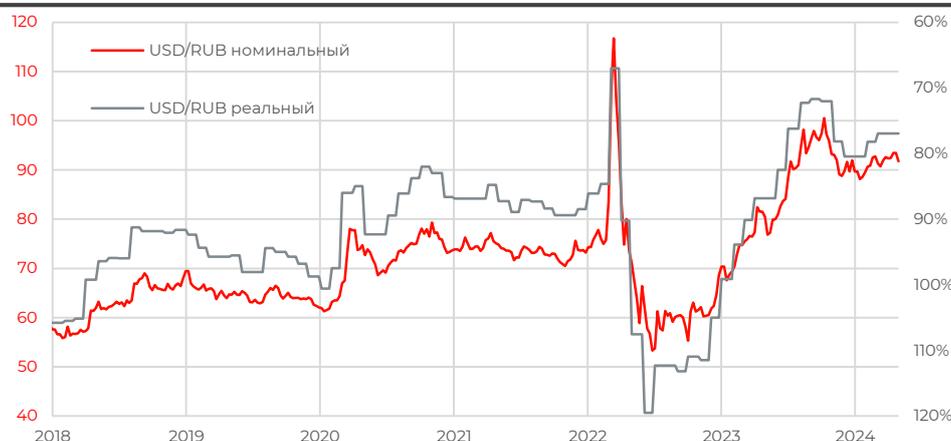
Тем не менее решение правительства продлить обязательную продажу валютной выручки, а затем и предложение повысить НДС и налог на прибыль дали рынку понять, что наполнять бюджет планируется за счет внутренних доходов. Это означает, что ослабление рубля становится менее эффективным способом наполнения бюджета.

Санкции на НКЦ и МосБиржу завершили эпоху биржевой торговли долларом и евро в России. Это привело к укреплению рубля, не помогло даже сохранение торгов юанем. Для российских инвесторов это стало напоминанием о том, что иностранная валюта — токсичный актив.

Фактором укрепления рубля сейчас выступает и сокращение импорта из-за риска вторичных санкций, а также постепенное усложнение оттока капитала. Хотя последний фактор по-прежнему играет против рубля, нетто-отток сохраняется и будет сохраняться, пока не будет достигнут баланс внешней торговли.

До конца года рубль может продолжить тенденцию к укреплению, двигаясь к средним значениям в пересчете на реальный курс.

USD/RUB (номинальный и реальный)



Слабый рубль — результат экспортной модели

Опора на экспортную выручку в доходах бюджета и механизме эмиссии рубля почти автоматически предполагает необходимость слабого рубля. Так как при этом краткосрочные валютные риски смещены в пользу ослабления рубля, это создает дополнительную обратную связь: слабый рубль → инфляция → слабый рубль.

Долгосрочные перспективы рубля, таким образом, во многом зависят от изменений в российской экономике и шагов в сторону ухода от экспортной модели. Первые шаги мы видели после выборов 2024 года.

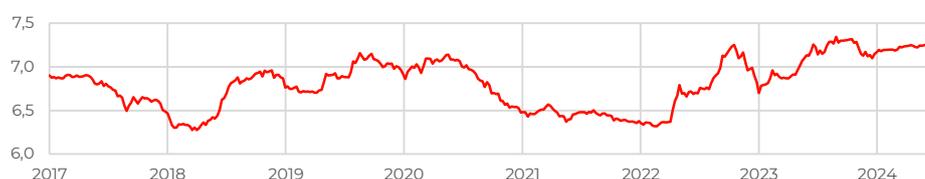
Ослабление юаня имеет под собой больше политических и геополитических оснований, чем экономических

CNY — внутри коридора

После того как в 2023 году юань ослаб до 15-летнего минимума к доллару США (почти до USD/CNY 7,35), ему удалось отыграть часть потерь, закончив год около USD/CNY 7,1. В первой половине года он снова стал сдавать позиции, курс достиг USD/CNY 7,27.

Серьезных изменений в соотношении доллара США и юаня ждать не стоит. В последние 10 лет он держался в диапазоне USD/CNY 6–7,2. Интенсивность товарооборота между Китаем и США требует низкой волатильности курса.

USD/CNY



→ [Экономика Китая](#)

Евро: жесткий ЕЦБ — ненадежный фундамент

Европейская экономика вынесла бремя антироссийских санкций, заплатив спадом в промышленности, эмиграцией компаний, ростом бюджетных дефицитов. Евро удалось избежать ослабления только благодаря необычно жесткой политике ЕЦБ.

Впрочем, для защиты от внешних шоков, в том числе связанных с ценами на нефть и оттоком капитала, требуется слабый евро, удерживающий профицит счета текущих операций. С учетом проблем в экономике еврозоны прогноз по евро негативный, несмотря на восстановление профицита счета текущих операций.

EUR/USD и счет текущих операций еврозоны



Слабый евро — вариант обеспечить профицит счета текущих операций, уравновешивающий отток капитала и риски резкого повышения стоимости импорта

Прогноз

В базовом сценарии курс рубля будет двигаться к USD/RUB 82, возможны варианты ослабления до USD/RUB 90 или укрепления ниже USD/RUB 80

Евро по итогам 2024 года будет двигаться к паритету, вероятный диапазон — от EUR/USD 1,0 до EUR/USD 1,05 в зависимости от состояния экономики региона

→ [Прогноз](#)

Сценарии и прогноз

41

[Базовый
сценарий](#)

43

[Пессимистичные
сценарии](#)

45

[Оптимистичные
сценарии](#)

47

[Макроэкономический
прогноз — 2024](#)

48

[Предварительный
прогноз — 2025](#)



Сценарии и прогноз

Как и в любом прогнозе, существует бесчисленное множество вариантов развития событий, которые приведут к отклонению фактических показателей от прогнозных. Сочетание разных факторов и вариации во времени их включения и выключения могут приводить к разным сочетаниям значений показателей. Мы не приводим законченные альтернативные сценарии (из-за их бесконечной вариативности), а рассматриваем отдельные факторы или возможные события в свете их влияния на прогнозные показатели.

Для российской экономики основной риск — это не столько уже ход СВО на Украине, сколько вопрос, что будет после. С одной стороны, понятно, что на быстрое улучшение отношений или снятие важных санкций рассчитывать даже в самых благоприятных сценариях не приходится, зато окончание боевых действий открывает возможности для развития и интеграции новых территорий. С другой стороны, разрастание конфликта, например, втягивание новых сторон в качестве непосредственных участников, потребует от России увеличения материальных и людских ресурсов для СВО со всеми вытекающими последствиями.

Отдельный вопрос для России — необходимость изменения экономической модели. Простая замена доллара и евро в торговых операциях и резервах на юани и рупии — это, по сути, сохранение сырьевой модели, а значит, и зависимости бюджета от экспортных доходов и необходимость поддерживать профицит счета текущих операций. При этом переход к экономической модели с опорой на внутреннее производство должен сопровождаться снижением объемов сырьевого экспорта и повышением «несырьевых» налогов, что будет болезненно восприниматься рынком (как недавнее решение о повышении налога на прибыль). Этот риск может реализоваться после выборов, когда будет окно возможностей для рискованных решений.

Для глобальной экономики основной вопрос — это сценарий циклического спада (рецессии) в США и Европе, инфляционные риски. По-прежнему есть беспокойство относительно китайской экономики, ее долгосрочного замедления.

Геополитическая напряженность остается высокой, постоянно появляются новые конфликты. Это напоминание о том, что в мировом масштабе СВО на Украине — всего лишь локальный конфликт, один реализовавшийся риск из множества еще не реализовавшихся или даже еще не осознанных.

Особенности базового сценария

Базовый сценарий описывает наиболее вероятный, на наш взгляд, ход событий, изменения в экономике и динамику рынков. Указанные в прогнозе данные являются ориентировочными, их задача — обрисовать общее направление развития ситуации. Вероятность полного соответствия фактических данных прогнозу всегда низкая.

1. Плавное замедление мировой экономики

Замедление роста экономики США и Китая — вполне закономерные процессы. Правда, если в США это скорее циклическое снижение, благодаря которому нормализовалась ситуация на рынке труда, позволяя ФРС начать снижение ставок, то в Китае — результат перехода на качественно более высокий уровень развития. Европа продолжит тянуть бремя санкций, расплачиваясь промышленностью. Инфляция в мире останется повышенной, это один из механизмов адаптации экономики к новым условиям.

Устойчивость мировой экономики и ее адаптация к новым условиям обеспечат и спрос на сырьевые товары, и довольно хорошее отношение инвесторов к рынкам активов.

- **Позитивная динамика рынка акций**
- **Сохранение повышенных доходностей на рынке еврооблигаций**
- **Рецессии в отдельных регионах, не перерастающие в глобальные проблемы**

2. Поляризация мира

В 2022 году произошло политическое разделение мира на условный «Запад», к которому можно отнести США, Европу и другие развитые страны, и «Восток», где главную роль играет Китай и другие развивающиеся страны, в том числе Россия.

Такая конфигурация позволила сохранить спрос на российский экспорт, в том числе за счет переориентации поставок с Европы на азиатские рынки. Упрощается задача восстановления производственных цепочек, включающих в себя импортные компоненты, в том числе за счет параллельного импорта, что уменьшило просадку российской экономики и способствовало быстрому началу восстановительного роста.

Отношения США и Китая имеют очень мало шансов на кардинальное улучшение при любом исходе выборов. Это вопрос и Тайваня, и островов в Китайском море. Рост сотрудничества РФ и Китая также негативно сказывается на возможности сближения Китая и США.

Взаимная важность США и Китая как торговых партнеров предполагает низкую скорость «развода». Тем не менее процесс уже не может пойти в обратном направлении, так как демографический переход в Китае (сокращение трудоспособного населения) исключает следование стратегии «мировой фабрики» на длинном горизонте.

- **Достаточный объем экспорта из РФ для балансировки счета текущих операций с Китаем**
- **Нормализация объемов импорта в РФ, несмотря на санкции**
- **Низкие риски новых внешнеэкономических шоков для России**

→ [Китай](#)

→ [США](#)

→ [Европа](#)

→ [Экспортная модель в РФ](#)

3. Продолжение СВО

Военная операция быстро не закончится. Она будет поглощать технику и боеприпасы, что означает поддержание большого оборонного заказа. Увеличение производства военной продукции будет тянуть за собой смежные отрасли. Серьезный вклад в ВВП внесут инфраструктурные инвестиции, в том числе на новых территориях, а также их интеграция в российскую экономику.

Перевод экономики на военные рельсы означает меньший рост (или даже снижение) производства потребительских товаров. Избежать инфляции в этих условиях можно, например, через высокие ставки ЦБ РФ для стимулирования сбережений, рост налоговой нагрузки, ограничение потребительского кредитования. СВО также диктует потребность минимизации экономических рисков. Помимо жесткой монетарной политики, это означает и консервативный бюджет (по возможности).

Санкции и потребность наращивания выпуска военной продукции означают сохранение поддержки обрабатывающей промышленности.

→ **Локомотив — промышленное производство**

→ **Слабый, но довольно стабильный рубль, стимулирующий импортозамещение**

4. Разнонаправленное движение цен на сырье

В условиях замедления мировой экономики и оценки спроса цены на сырьевые товары должны снижаться. Но инфраструктурные ограничения, санкции и т. п. будут способствовать сохранению локальных дефицитов в различных регионах и сегментах рынка. По мере выстраивания новых цепочек разрыв в ценах продавцов и конечных покупателей может сокращаться, но должен оставаться чувствительным.

Баланс спроса и предложения на сырьевом рынке останется под действием разнонаправленных факторов: на стороне увеличения дефицита предложения — планы по восполнению стратегических запасов США, проблемы поставок нефти из РФ, низкие инвестиции в разведку и бурение в последние годы, сохранение ограничений на добычу ОПЕК+. На стороне дефицита спроса — риски рецессии.

Похожая картина и в других сегментах сырьевого рынка (металлы, сельхозсырье и т. п.).

→ **Умеренное снижение экспортных доходов РФ, сохранение профицита внешней торговли**

5. Привлекательность российских активов

Коррекция на российском рынке летом 2024 года, обнулившая динамику индексов, стала результатом повышения налогов и ужесточения политики ЦБ РФ, снизивших оценку компаний. Кроме того, высокие ставки по депозитам и инструментам денежного рынка оттянули на себя часть инвестиционных потоков.

Тем не менее низкая оценка акций (по мультипликаторам), а также высокие доходности облигаций — залог хороших результатов на среднем и длинном горизонтах инвестирования. Особенно в случае снижения инфляции.

→ **Рост российского рынка акций**

→ **Стабильные цены на облигации**

→ [Рост-2024](#)

→ [Промышленный рост в России](#)

→ [Сырьевые рынки](#)

→ [Российские акции](#)

→ [Российские облигации](#)

Многообразиие стресс-сценариев

Из-за разнообразия существующих рисков реализация в разных сочетаниях имеет различное влияние на прогнозные показатели. Единого негативного сценария как такового не существует. Здесь мы приводим варианты событий с наиболее существенным влиянием на отклонение от базового прогноза.

Некоторые негативные сценарии для одних активов не являются таковыми для других.

1. Жесткая посадка экономики США

Резкое замедление инфляции вместе с поводом отпраздновать победу над ней ставит перед экономическими властями США новые проблемы. Это и взятые по высоким ставкам кредиты за последние пару лет, и быстрый рост реальных заработных плат на фоне низкой безработицы, и увеличение потребности в новых заимствованиях, так как скорость обесценения текущего долга замедлится.

Выбор низкой инфляции в качестве приоритета может привести к резкому торможению деловой активности и в конечном счете к рецессии.

→ **Снижение базовых доходностей в USD, рост кредитных спредов**

→ **Сильное снижение рынка акций США**

→ **Дестабилизация глобальных рынков и сырьевых цен**

→ **Рост цен на золото и другие защитные активы**

→ **Рост цен на активы на рынках, изолированных от США**

→ **Снижение цен на активы на глобальных рынках с высокой долей инвесторов из США**

2. Разрыв отношений «Восток» — «Запад»

Спецоперация на Украине — это реализовавшийся риск, но далеко не единственный из существующих рисков подобного рода. Если по похожему сценарию пойдут отношения других стран с «Западом» (например, Китая), произойдут тектонические сдвиги в структуре мировой экономики и торговли. Нарушение цепочек создания стоимости в таком случае приведет к масштабному снижению ВВП, сокращению объемов мировой торговли и спроса на ресурсы.

→ **Снижение сырьевых цен, рост страновых рисков EM, снижение долгосрочных прогнозов роста экономик и рынков акций**

→ **Дестабилизация широкого круга экономик, особенно ориентированных на экспорт**

→ **Рост инфляции в мире, усиление «токсичности» доллара, евро и других валют для стран «Востока»**

→ **Структурный дефицит сырьевых товаров из-за нарушений логистики**

→ [Экономика США](#)

→ [Сырьевые рынки](#)

→ [Китай](#)

→ [Валюты](#)

3. Конфликт внутри ОПЕК+

Разногласия между странами, в том числе по политическим причинам, могут привести к невыполнению соглашений об ограничении добычи. Риск усилится в случае быстрого роста добычи нефти в США, которые в этом случае снова начнут отбирать у ОПЕК+ значительную долю рынка.

→ [Сырьевые рынки](#)

→ **Снижение цен на нефть, давление на рубль**

→ [Валюты](#)

→ **Снижение российского рынка акций**

→ **Ужесточение контроля движения капитала**

4. Финансово-экономический кризис в Европе

Европейская экономика выдержала дефицит газа и запредельные цены на энергоносители. Ситуация здесь более или менее стабилизировалась. Европа заплатила за это снижением промышленного производства, ростом и без того высокого уровня долга. Ситуацию усугубили США действиями по переводу к себе производств из Европы. Все это в итоге может привести к глубокому финансово-экономическому кризису в регионе.

Пострадают также торговые партнеры Европы, в том числе Россия и Китай. Кроме того, это чревато новыми санкциями для РФ, а также приходом к власти в Европе радикальных политических сил.

→ [Европа](#)

→ **Ослабление евро**

→ **Снижение сырьевых цен**

5. Инфляционная спираль в России

Инфляция в России держится выше ожиданий, несмотря на очень жесткую политику ЦБ РФ. С учетом проблем в трансмиссионном механизме может так оказаться, что проинфляционные эффекты высокой ставки будут сильнее деинфляционных от ее повышения. В результате инфляция вместо желаемого замедления начнет ускоряться, провоцируя еще более жесткую политику ЦБ РФ.

→ [ЦБ РФ](#)

Риски такого сценария усиливаются увеличением расходов бюджета на оборону, развитие новых территорий и производств, а также сохранением преимущественно экспортной модели экономики.

→ [Российские акции](#)

→ **Слабый рубль, замедление роста ВВП**

→ **Снижение цен рублевых облигаций**

→ [Российские облигации](#)

→ **Защитный актив — акции сырьевых компаний, инструменты денежного рынка**

6. Неудача СВО

При неудачном течении СВО экономика РФ может оказаться под сильнейшим ударом в виде как прямых потерь (репарации, территориальные и людские потери), так и в форме давления на экономику (эмиграция, политическая нестабильность, финансовые проблемы, потеря поддержки дружественных стран, политический кризис).

→ **Снижение стоимости сырьевых товаров**

→ **Рост инфляции, ослабление рубля, падение ВВП**

→ **Обвал стоимости российских активов**

→ **Защитный актив — замещающие облигации**

Разные комбинации оптимизма

Единого оптимистичного сценария мы также не приводим ввиду многообразия таковых в зависимости от сочетания различных факторов. Некоторые сценарии, будучи оптимистичными для одних классов активов, могут не быть таковыми для других.

Стоит отметить, что некоторые события являются позитивным сценарием для одних показателей, но негативным для других.

1. Быстрая структурная перестройка экономики

Скорость восстановления мировой экономики после «коронакризиса» превысила ожидания. Это указывает на ее высокую адаптивность, что, возможно, проявится и сейчас. Результатом станет снижение инфляционного давления в мире, менее острые инфраструктурные проблемы, отсутствие замедления роста ВВП из-за деглобализации.

В случае России это означает ощутимое ускорение роста ВВП, финансовых результатов компаний, снижение инфляционных рисков. Рост потенциального ВВП и сокращение разницы с фактическим — главная надежда на то, что инфляционное давление, наблюдаемое сейчас, ослабнет.

При низкой безработице и высокой загрузке мощностей такой сценарий все равно предполагает рост ключевых экономик медленнее средних долгосрочных значений.

- **Сохранение положительных темпов роста мировой экономики**
- **Замедление инфляции, меньше ожиданий ужесточения политики центральными банками**
- **Улучшение динамики глобальных рынков акций**

2. Снижение геополитической напряженности

За последние десятилетия отношения между ключевыми странами хуже, чем сейчас, бывали редко, что создает повышенные геополитические и санкционные риски. Впрочем, история показывает, что из такого положения может найтись выход и отношения между непримиримыми сторонами как-то налаживаются.

В нынешних условиях это требует если не прекращения, то как минимум изменения отношения к СВО на Украине (они уже заметны), а также некоторой разрядки в отношениях США и Китая по поводу Тайваня.

- **Улучшение прогнозов по рынкам развивающихся стран**
- **Ралли на российском рынке акций, особенно в экспортных секторах**
- **Улучшение ситуации в европейской экономике**

→ [Промышленный
рост в России](#)

→ [Китай](#)

3. Сырьевое суперралли

С поправкой на инфляцию сырьевые цены сейчас довольно низки. Если существующие или новые ограничения на торговлю сырьем вызовут дестабилизацию сырьевого рынка, а увеличение спроса окажется выше ожиданий, то могут возникнуть условия для новой волны роста сырьевых цен, обновления ими исторических максимумов.

→ [Сырьевые рынки](#)

→ [Валюты](#)

- **Новая волна укрепления рубля**
- **Рост российского рынка акций и облигаций**
- **Риски закрепления экспортной модели российской экономики**
- **Инфляционное давление от роста доходов, высокая ставка ЦБ РФ**

4. Форсированный уход от сырьевой модели РФ

Дальнейшие шаги от сырьевой модели (балансировка внешней торговли) позволяют сузить разрыв между спросом и способностью экономики производить необходимые товары и услуги. Частично через увеличение импорта, частично через перераспределение трудовых и финансовых ресурсов от добычи сырья для продажи на экспорт.

→ [Сырьевая модель](#)

В этом сценарии пострадают нефтегазовые и металлургические компании, выиграют обрабатывающие производства, а также компании, ориентированные на внутренний спрос.

- **Рост стоимости российских активов**
- **Укрепление рубля**
- **Ускорение роста ВВП РФ**

5. Мягкая политика ФРС и ЕЦБ

Стабилизация сырьевых цен и охлаждение потребительского спроса вслед за ухудшением ситуации в экономике создают условия для замедления инфляции в США и еврозоне. Снижение ставок в США будет идти активнее из-за выборов, а в еврозоне — из-за проблем в производственном секторе.

→ [ФРС](#)

- **Усиление ожиданий низких ставок в долларах, снижение доходностей казначейских облигаций**
- **Компрессия кредитных и суверенных спредов**
- **Волна спроса на «компании роста» на западных рынках**
- **Улучшение отношения инвесторов к рисковому активам за пределами США и Европы**

→ [ЕЦБ](#)

6. Усиление пророссийских настроений в Европе

Более здравый подход европейских элит к выстраиванию отношений с Россией уменьшит санкционные риски. Даже без фактической отмены уже введенных ограничений рыночные ожидания серьезно улучшатся. Кроме того, ослабнут неформальные барьеры.

→ [Валюты](#)

→ [Российские акции](#)

- **Укрепление евро**
- **Снижение ограничений на российский экспорт**
- **Приток капитала**
- **Укрепление рубля, рост российского рынка акций и облигаций**

→ [Российские облигации](#)

Показатель	Базовый прогноз	min max	Диапазон возможных значений и комментарии к сценариям
СЫРЬЕВЫЕ РЫНКИ			
Нефть Brent	80	65	Рецессия в развивающихся странах при недостаточном снижении объемов добычи
		95	Дефицит нефти из-за жесткости ОПЕК+, роста потребления и сокращения роста предложения за рамками ОПЕК+
Золото	2 600	2 000	Улучшение настроений инвесторов на глобальных рынках, снижение спроса на защитные активы
		2 800	Рецессия в США, мягкая политика ФРС, высокие геополитические риски
МАКРОПОКАЗАТЕЛИ			
Рост ВВП РФ	+3,5%	2,5%	Резкое торможение роста из-за политики ЦБ РФ
		4,5%	Сохранение динамики благодаря импортозамещению, рост оборонной промышленности, интеграция новых территорий
Инфляция РФ	7,5%	6,5%	Крепкий рубль, рост производительности труда
		9,0%	Усиление инфляционного давления, низкая эффективность трансмиссионных механизмов ЦБ РФ
Ключевая ставка ЦБ РФ	18,0%	16,0%	Мягкая политика при быстром снижении инфляции
		20,0%	Ускорение инфляции и ответная реакция ЦБ РФ
Ставка ФРС	5,0%	4,75%	Снижение ставки на каждом заседании до конца года на фоне низкой инфляции
		5,5%	Новая волна ускорения инфляции в США, препятствующая снижению ставки
РЫНОК АКЦИЙ*			
Индекс МосБиржи	+15%	-15%	Продолжение коррекции, уход инвесторов в депозиты и денежный рынок на фоне высоких ставок
		+25%	Дивиденды, сохранение быстрого роста экономики, ожидания снижения ставки ЦБ РФ в случае снижения инфляции
S&P500	+15%	-10%	Сильное ужесточение монетарной политики, охлаждение экономики США и еврозоны
		+25%	Рост экономики США и Европы, мягкая монетарная политика относительно инфляции
MSCI Emerging Markets	+10%	-20%	Новые эпизоды проблем на развивающихся рынках, негативное отношение к Китаю, коррекция на рынке Индии
		+20%	Улучшение отношения инвесторов к Китаю, хорошие данные по другим экономикам
РЫНОК ОБЛИГАЦИЙ*			
Рублевые облигации	+10,0%	+8,0%	Повышение ставки ЦБ РФ в ответ на продолжение роста инфляции, несмотря на жесткую политику
		+12,0%	Рост ожиданий смягчения политики ЦБ РФ
Еврооблигации (внешний рынок)	+10,0%	+4,0%	Вторая волна инфляции в США, проблемы в развивающихся экономиках
		+15,0%	Сжатие кредитных спредов, быстрое снижение ставки ФРС и ЕЦБ
Еврооблигации (внутренний рынок)	+8,0%	+3,0%	Укрепление рубля, слабый спрос на бумаги со стороны внутренних инвесторов
		+12,0%	Слабый рубль, усиление контроля движения капитала, низкое число новых квазивалютных размещений
ВАЛЮТЫ			
Рубль/доллар	82	78	Снижение оттока капитала, снижение инфляции
		90	Проблемы с получением выручки от экспорта, ослабление контроля движения капитала, рост импорта
Евро/доллар	1,05	1,0	Снижение торгового баланса, проблемы в экономике и ускорение оттока капитала из ЕС
		1,1	Жесткая политика ЕЦБ и улучшение ситуации в экономике

* Прогнозы изменения цен и результатов портфелей приведены за весь 2024 год, значения индексов, цены и курсы — на конец года.

Показатель	Базовый прогноз	Диапазон возможных значений и комментарии к сценариям
СЫРЬЕВЫЕ РЫНКИ		
Нефть Brent	90	Сохранение контроля ОПЕК+ над нефтяными ценами, сохранение экономического роста в мире и спроса на ресурсы
Золото	2 600	Растущий спрос на золото со стороны центральных банков, спрос на защитный актив на фоне обострения геополитических событий
МАКРОПОКАЗАТЕЛИ		
Рост ВВП РФ	+3,0%	Замедление роста на фоне низкой безработицы, снижения рентабельности. Положительный вклад ввода в строй новых мощностей и интеграции новых территорий
Инфляция РФ	6,0%	Крепкий рубль, рост производительности труда, жесткая политика ЦБ РФ, повышение НДС, увеличение склонности к сбережению на фоне высоких ставок
Ключевая ставка ЦБ РФ	14,0%	Низкая эффективность трансмиссионных механизмов вынудит ЦБ РФ удерживать ставку высокой
Ставка ФРС	4,0%	Продолжение цикла снижения ключевой ставки
РЫНОК АКЦИЙ*		
Индекс МосБиржи	+25%	Новая волна роста рынка, в том числе как инструмента защиты от инфляции. Сохранение высоких дивидендных выплат, возврат денег из депозитов и денежного рынка на рынок акций на фоне снижения ключевой ставки
S&P500	+10%	Циклическое замедление экономики скажется на рынке акций, но будет компенсироваться ростом оценок из-за низких ставок
MSCI Emerging Markets	+10%	Снижение влияния глобальных инвесторов на рынок акций развивающихся стран (в первую очередь Китая)
РЫНОК ОБЛИГАЦИЙ*		
Рублевые облигации	+20,0%	Высокие доходности к погашению в начале года вместе со снижением ставок в течение года могут обеспечить рекордные результаты рынка облигаций
Еврооблигации (внешний рынок)	+8,0%	К началу 2025 года доходности будут еще довольно высокими, но с перспективой их снижения вслед за снижением ставки ФРС
Еврооблигации (внутренний рынок)	+7,0%	Малый объем новых размещений, высокие доходности в начале периода, некоторое снижение рыночных доходностей по итогам года на фоне отсутствия новых замещений и малого объема размещений квазивалютных инструментов
ВАЛЮТЫ		
Рубль/доллар	80	Уход от сырьевой модели, включая контроль движения капитала. Снижение важности нефтегазовых доходов в бюджете
Евро/доллар	1,0	Продолжение сползания евро относительно доллара США на фоне слабой экономики и продолжения оттока капитала из Европы в США

* Прогнозы изменения цен и результатов портфелей приведены за весь 2025 год, значения индексов, цены и курсы — на конец года.

Информация, изложенная в данном документе, актуальна на 31 июля 2023 года. Используются данные из открытых источников, а также доступных информационных систем, включая, но не ограничиваясь: Cbonds, TradingView, ЦБ РФ, Росстат, МВФ, Мировой Банк.

ООО УК «Альфа-Капитал» осуществляет инвестиционную деятельность на основании лицензии на осуществление деятельности по управлению ценными бумагами № 077-08158-001000, выдана ФСФР России 30 ноября 2004 года, без ограничения срока действия.

Информация, содержащаяся в данном документе, предназначена исключительно для определенного круга лиц и не имеет целью рекламу, размещение или публичное предложение ценных бумаг, продуктов или услуг или приглашение к подаче заявок на покупку ценных бумаг, продуктов или услуг. ООО УК «Альфа-Капитал» не намеревается предоставлять услуги инвестиционного консультанта через настоящий документ и не делает заверений в том, что ценные бумаги или услуги, описываемые в нем, удовлетворяют требованиям кого-либо из клиентов.

ООО УК «Альфа-Капитал» не утверждает, что приведенная информация или мнения верны или приведены полностью, хотя и базируются на данных, полученных из достоверных источников. Принимая во внимание вышесказанное, не следует использовать данный документ в качестве единственного руководства для принятия самостоятельных инвестиционных решений. ООО УК «Альфа-Капитал» не дает гарантий или заверений и не принимает какой-либо ответственности в отношении финансовых результатов, полученных на основании использования информации, содержащейся в настоящем документе. Информация, данная в настоящем документе, не является исчерпывающей и может быть изменена в любое время без предварительного уведомления. ООО УК «Альфа-Капитал» рекомендует не полагаться на какую-либо содержащуюся в настоящей презентации информацию в процессе принятия инвестиционного решения, которое должно быть основано на исчерпывающей информации. ООО УК «Альфа-Капитал» не несет ответственности за использование данной информации.

Подробную информацию о деятельности ООО УК «Альфа-Капитал» вы можете получить по адресу: 123001, Москва, ул. Садовая-Кудринская, д. 32, стр. 1, телефоны 783-47-83, 8 (800) 200-28-28, а также на сайте ООО УК «Альфа-Капитал» в сети интернет по адресу www.alfacapital.ru.