

# Стратегия-2025

## Проблемы роста



# Содержание

<u>Российская экономика и рынки активов</u>	<u>Экономика и рынки акций Европы и США</u>	<u>Новые рынки Азия и БРИКС</u>	<u>Валюты и сырьевые активы</u>	<u>Сценарии и прогноз</u>
<b>04</b> <u>Долгосрочные тенденции в экономике</u>	<b>14</b> <u>США: по сценарию мягкой посадки</u>	<b>18</b> <u>Китай в ЗД: Долг, демография, дефляция</u>	<b>21</b> <u>Сырьевые активы</u>	<b>24</b> <u>Базовый сценарий</u>
<b>05</b> <u>Модель роста экономики — 2025</u>	<b>15</b> <u>Европа: умеренность роста и осторожность ЕЦБ</u>	<b>19</b> <u>Новые рынки, новые возможности</u>	<b>22</b> <u>Валюты</u>	<b>25</b> <u>Пессимистичные сценарии</u>
<b>06</b> <u>Бюджет полувоенного времени</u>	<b>16</b> <u>Еврооблигации. Глобальный рынок</u>			<b>26</b> <u>Оптимистичные сценарии</u>
<b>07</b> <u>ЦБ РФ: догма плавающего курса рубля</u>				<b>27</b> <u>Макроэкономический прогноз — 2025</u>
<b>08</b> <u>Три сценария для России в 2025 году</u>				
<b>09</b> <u>Как запустить «турецкий сценарий» в России</u>				
<b>10</b> <u>Российский рынок акций</u>				
<b>11</b> <u>Российские облигации</u>				
<b>12</b> <u>Российские облигации в иностранной валюте</u>				

# Российская экономика и рынки активов

## 04

[Долгосрочные тенденции  
в экономике](#)

## 05

[Модель роста  
экономики — 2025](#)

## 06

[Бюджет полувоенного  
времени](#)

## 07

[ЦБ РФ: догма плавающего  
курса рубля](#)

## 08

[Три сценария для России  
в 2025 году](#)

## 09

[Как запустить «турецкий  
сценарий» в России](#)

## 10

[Российский рынок акций](#)

## 11

[Российские облигации](#)

## 12

[Российские облигации  
в иностранной валюте](#)

Судя по всему, рост российской экономики в 2024 году превысит 3,5%, что существенно выше прогнозов начала года. Основной вклад в рост экономики внесла обрабатывающая промышленность, тогда как импульс со стороны сектора недвижимости и потребительского кредитования ощутимо ослабли.

Если по итогам 2023 года стало ясно, что расплатой за быстрый рост экономики стала повышенная инфляция, то в 2024 году к этой «неприятности» добавилась высокая ключевая ставка. К последнему декабрьскому заседанию Центробанка в 2024 году она составляла 21%, и ЦБ РФ принял решение о ее сохранении на неизменном уровне.

Столь сильное повышение ставки во второй половине 2024 года было связано как со слабостью трансмиссионных механизмов (например, курс рубля сейчас не реагирует на разницу в рублевых и валютных ставках), так и с надеждами компаний и населения на то, что период высоких ставок не продлится долго.

Второй проблемой стал рубль. Каких-либо негативных изменений со стороны платежного баланса не произошло, рубль оставался фундаментально недооцененным. Тем не менее сначала снижение нормативов обязательной продажи валютной выручки, а затем и санкции в отношении МосБиржи, вслед за которой под раздачу попали и банки, обслуживающие внешнюю торговлю, обеспечили резкое движение курса — до USD/RUB 115.

Последовавшее столь же резкое укрепление, конечно, не может не радовать, но подобная волатильность — постоянный источник инфляционных рисков и желания экспортеров уйти от риска рубля, в том числе через аккумулирование средств на внешних валютных счетах.

Если к этому добавить активную позицию ЦБ РФ против каких-либо мер по контролю курса рубля, а также условия, принципиально отличающиеся от тех, при которых плавающий курс рубля позволяет проводить инфляционное таргетирование, сценарий ускорения инфляции вместе с ослаблением рубля в 2025 году становится вполне реальным.

Турецкий сценарий в полном объеме нам, скорее всего, не грозит. Хотя бы по причине профицита счета текущих операций и дефицита финансового счета, который можно «придушить» усилением контроля движения капитала. Но если позиция ЦБ РФ останется столь же непреклонной, свой вариант инфляционной спирали мы вполне сможем увидеть.

Экономика растет, несмотря на санкции и жесткую политику ЦБ РФ

→ [Модель роста — 2025](#)

→ [ЦБ РФ](#)

Высокие темпы роста ВВП связаны с ростом промышленности

Оборонные расходы заменили собой инфраструктурные мегапроекты прошлых лет

→ [Бюджет военного времени](#)

## Неоднородная адаптация к условиям СВО

В 2024 году экономика продолжила адаптироваться к режиму СВО: несмотря на санкционное давление, экономика продолжила расти, а внешняя торговля перестраивалась под новые условия.

Локомотивом роста остается обрабатывающая промышленность, в том числе за счет роста оборонных расходов и импортозамещения. Восстановление новых территорий также вносит положительный вклад в совокупный спрос на продукцию обрабатывающей промышленности, хотя сами территории пока не отражаются в официальной статистике Росстата.

Политика ЦБ РФ оставалась жесткой (ключевая ставка достигла 21%), что оправдано перегревом экономики. С другой стороны, игнорирование новых реалий (санкции, изоляция российского финансового рынка, проблемы с платежами), обнуливших преимущества плавающего курса рубля, приводит к ослаблению российской валюты, создавая инфляционное давление.

В уязвимом положении находится строительство, потребительское кредитование, компании с высокой долговой нагрузкой.

### ВВП и промышленное производство



## Структурный фискальный стимул

Дефицит бюджета по итогам 2024 года ожидается в пределах 1,7% ВВП, что довольно скромно по мировым меркам. В 2025 году дефицит планируется в пределах 0,5% ВВП, однако фактический показатель будет зависеть от ситуации в экономике и расходов на СВО. Доля оборонных расходов федерального бюджета в 2025 году запланирована в пределах 32,5%.

**Увеличение оборонных расходов предполагает наличие или ожидание ввода в строй производственных мощностей, способных выполнить госзаказ на поставку вооружений, припасов, оборудования, услуг.** А это означает рост производства у непосредственных исполнителей госзаказа и смежных отраслей.

- ⇒ Рост обрабатывающей промышленности и экономики
- ⇒ Рост квалификации и числа квалифицированных рабочих
- ⇒ Дефицит рабочей силы, низкая безработица
- ⇒ Снижение эффективности повышения ключевой ставки ЦБ РФ

## Бремя торгового профицита

Несмотря на все санкции, России удается поддерживать объемы экспорта и торговый профицит (USD 118,6 млрд за 11 мес. 2024 г.) и профицит по счету текущих операций (USD 57,4 млрд за 11 мес. 2024 г.), которые по размерам вполне сопоставимы со значениям до СВО.

Радоваться нечему. **Профицит счета текущих операций — обратная сторона дефицита финансового счета (USD 58,8 млрд)**, куда включаются те экспортные доходы, которые осели на счетах в иностранных банках, а также рост дебиторской задолженности. С учетом чистого погашения внешних обязательств (USD 16,8 млрд) ЦБ РФ пришлось в 2024 году расходовать резервы, несмотря на рост профицита счета текущих операций.

Постоянный торговый профицит сокращает потенциал инвестиций, потребления и госрасходов. Это своего рода «налог» на российскую экономику в пользу торговых партнеров.

С другой стороны, слабый рубль — это возможность перекачки ресурсов из гражданского сектора в военный, а нефтегазовый экспорт — это еще и козырь в геополитике. Поэтому сильное укрепление рубля и балансировка внешней торговли — вопрос будущего.

⇒ **Риски ослабления рубля, инфляционное давление, высокая ключевая ставка ЦБ РФ**

### Торговый баланс и счет текущих операций



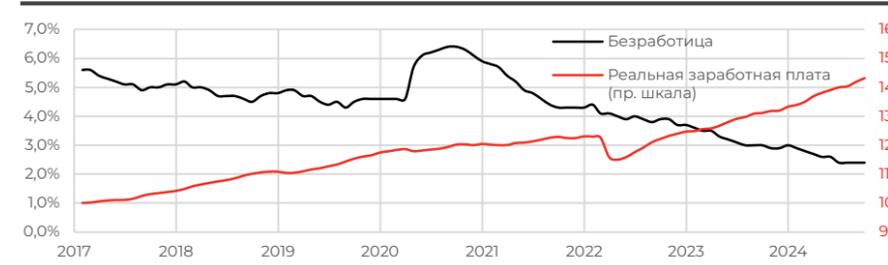
## Дефицит рабочей силы

Безработица в России снизилась до 2,3% — минимум за всю постсоветскую историю. Во многих регионах безработица ниже 1,5%, быстро растут заработные платы (>12% в реальном выражении). Это говорит о высоком спросе на рабочую силу, росте экономики, но также о ее перегреве.

⇒ **Инфляционное давление**

⇒ **Риск торможения роста из-за дефицита рабочей силы**

### Безработица и реальная заработная плата



Экспорт и импорт предполагают производство товаров в одной стране, а потребление в другой => Торговый профицит — это превышение производства над потреблением у чистого экспортера

→ [Турецкий сценарий](#)

Объемы внешней торговли, несмотря на санкции, остались высокими. Торговый профицит сохранился на уровне до СВО

→ [Три сценария 2025](#)

→ [Прогноз](#)

## Обрабатывающая промышленность

Начало СВО стало шоком для целого ряда отраслей и производств, завязанных на импорт комплектующих. Тем не менее итоговый эффект в 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 и традиционно «медленного» сегмента ЖКХ локомотивом роста является обрабатывающая промышленность.**

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

### Обрабатывающая и добывающая промышленность



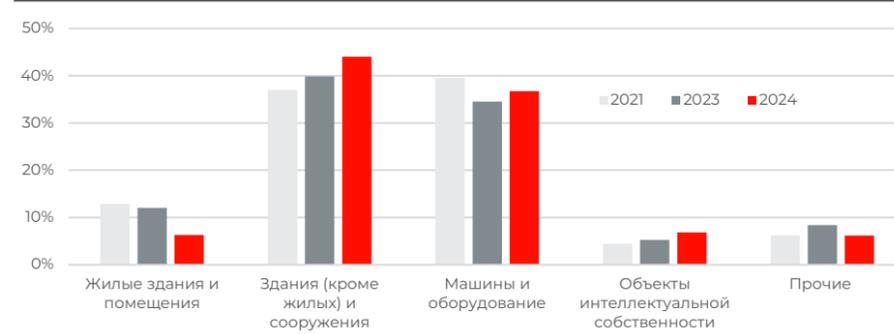
Обрабатывающая промышленность растет быстрее других сегментов

## Бум промышленной недвижимости

Оживление промышленности довольно быстро высветило серьезную проблему: нехватку промышленных площадей. Значительная их часть за последние 30 лет была перепрофилирована или перестроена под офисы, жилье и пр. В результате возник дефицит промышленных объектов. В том числе для производств, связанных с оборонной промышленностью.

Это в том числе является сейчас сдерживающим фактором для роста промышленного производства. С другой стороны, большие объемы инвестиций и строительства позволяют компенсировать спад жилищного строительства. Кроме того, это задел на сохранение модели промышленного роста в следующие годы.

### Структура инвестиций



Рост инвестиций в промышленную недвижимость — сигнал о высоких долгосрочных ожиданиях от сектора

## Рост производительности труда

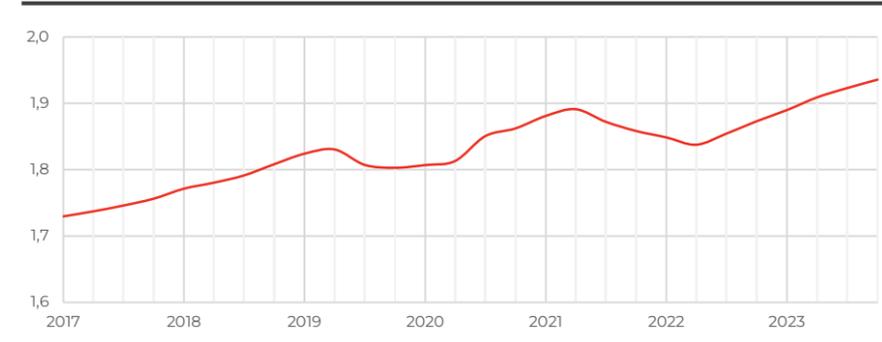
В 2022 году спад промышленного производства был обусловлен сворачиванием производства автомобилей, бытовой техники и других товаров иностранными компаниями. Это были административные решения, а не результат проблем в экономике. Подобное было в 2020 году из-за карантинных ограничений.

Если в 2022 и 2023 годах рост промышленного производства во многом был обеспечен оборонкой, 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.

⇒ **Сохранение роста ВВП без увеличения занятости**

⇒ **Жесткая политика ЦБ РФ**

### Индекс ВВП на одного занятого



Быстрое увеличение производства достигается увеличением использования труда, производительность снижается. Рост капитала требует времени, но увеличивает производительность труда

→ [ЦБ РФ](#)

Реальный ВВП на одного занятого еще не вышел на траекторию до СВО

## Новые территории

Интеграция этих регионов в российскую экономику даст заметную прибавку к размеру и особенно росту ВВП (вследствие 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.

Со временем вклад этих регионов будет увеличиваться, особенно в случае запуска мирного процесса по Украине. Снижение рисков для населения и бизнеса, связанных с военными действиями, должно будет положительно сказаться на экономической активности.

В какой-то степени новые регионы могут стать и источником пополнения рабочей силы. Например, в связи с возвращением населения в эти регионы из-за рубежа и сопредельных областей Украины.

Эффект низкой базы обеспечит сильный рост в процентном выражении в этих регионах.

## Прогноз-2025

**Сохранение факторов**, обеспечивших рост экономики в 2023–2024 годах, а также инвестиции, сделанные в эти годы, улучшают прогноз на 2025 год.

→ [Прогноз](#)

## Консервативный бюджет, низкий долг

После кризиса 1998 года из-за дефолта по государственным долговым обязательствам правительство по возможности следовало консервативной бюджетной политике. Это выразилось в профиците бюджета в благоприятные периоды и быстром сокращении дефицита после неблагоприятных.

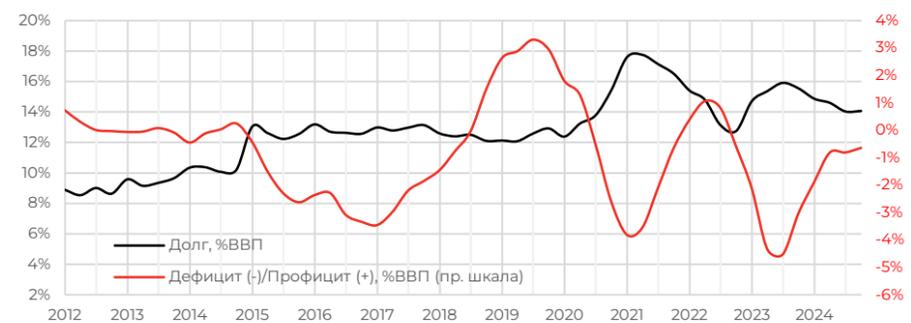
Результат такой политики — низкая суверенная долговая нагрузка (17% ВВП на конец 2023 г.), причем основной объем еще до СВО приходился на внутренний долг (сейчас более 80% долговых обязательств).

→ [Цены на нефть](#)

⇒ **Минфин может долго не сокращать дефицит бюджета без значимого ухудшения кредитных метрик**

⇒ **Потенциал фискального стимула при спаде экономики**

### Дефицит бюджета и госдолг (% ВВП)



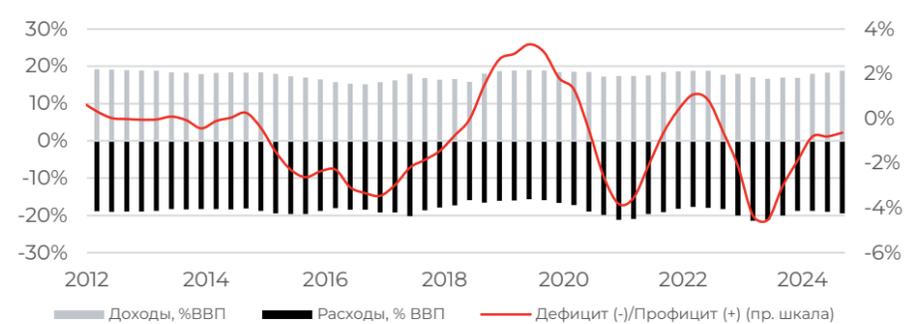
Суверенные кредитные метрики России — одни из лучших среди развивающихся и развитых стран

## Фискальный стимул в реальном выражении

Считается, что хорошие показатели роста экономики в 2023–2024 годах были во многом обусловлены сильным фискальным стимулом, в первую очередь оборонными расходами. Это утверждение верно лишь отчасти и если оценивать расходы в номинальном выражении.

Относительно размеров экономики значимого фискального стимула не наблюдается, доходы и расходы федерального бюджета держатся около отметки 20% ВВП, а дефицит по итогам года ожидается в пределах 1,7% ВВП — очень скромный показатель даже для стран, не вовлеченных в боевые действия.

### Доходы, расходы и баланс бюджета (% ВВП)



Доходы и расходы бюджета в рублях быстро растут, но относительно растущей экономики фактически стоят на месте

→ [Рублевые облигации](#)

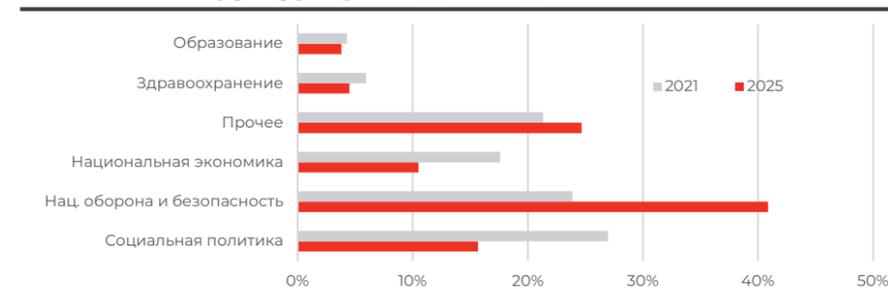
## Структура и приоритетов расходов

Главные изменения и влияние расходов бюджета на экономику связано не с их общим объемом, а с изменением структуры. Основным стало увеличение доли расходов на национальную оборону и национальную безопасность при снижении доли других направлений в расходах.

Структурная составляющая имеет проинфляционный эффект. Повышение спроса на узкий круг специальностей (в том числе, военным) вызывает непропорциональный рост зарплат вроде бы только по ним. Но это повышает зарплатные и инфляционные ожидания уже по всей экономике.

Доля расходов на оборону и безопасность выросла за счет снижения доли социальных расходов и национальной экономики

### Изменение структуры расходов бюджета



## Нефтегазовые доходы все еще важны

Повышение налога на прибыль до 25% и НДС в 2025 году, а также рост несырьевой экономики и налоговой базы снизят долю доходов бюджета от сырьевого экспорта. Но нефтегазовые доходы все равно останутся критически важными для бюджета. И в случае роста потребности в финансировании оборонных расходов ослабление рубля — один из способов увеличить доходы бюджета.

→ [Три сценария — 2025](#)

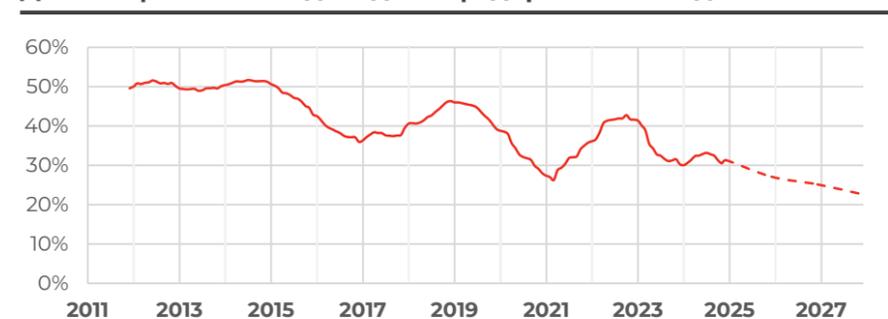
Планы США по увеличению добычи нефти, текущее состояние рынка и ухудшение прогнозов по спросу ограничивают как возможности увеличения объемов экспорта нефти из России, так и перспективы роста цен на энергоносители. Это еще один аргумент против укрепления рубля, что повышает инфляционные риски.

→ [Рубль](#)

⇒ **Сохранение рисков ослабления рубля и инфляции при снижении доходов бюджета или резком увеличении расходов**

⇒ **Инфляционные риски из-за роста доходов бюджета без увеличения реального ВВП (при ослаблении рубля)**

### Доля нефтегазовых доходов в федеральном бюджете



Все еще высокая доля нефтегазовых доходов ограничивает скорость ухода от экспортной модели

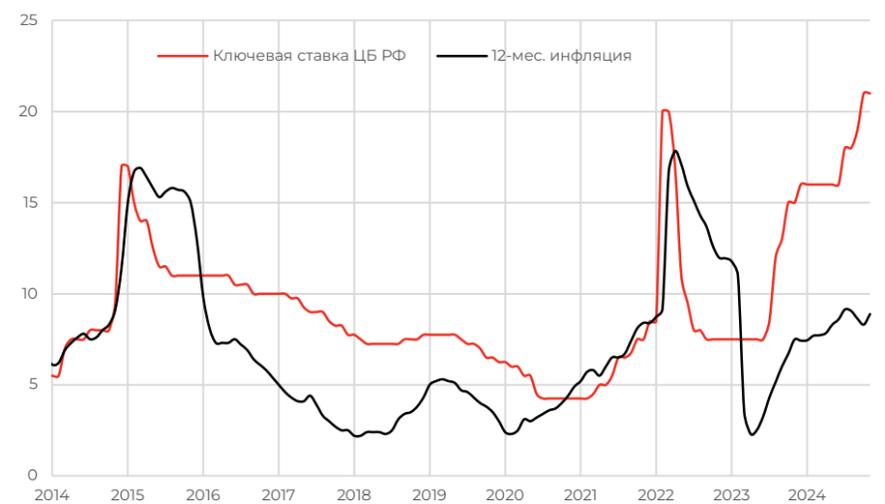
## Вынужденная жесткая политика ЦБ РФ

С 2014 года ЦБ РФ очень болезненно относится к вопросу инфляции и действует традиционно очень жестко в вопросах монетарной политики. Что еще важнее, 2015–2016 годы показали, что сочетание плавающего курса рубля и жесткая монетарная политика могут обеспечивать достижение целей по инфляции. В это поверил ЦБ РФ, в это поверили участники рынка.

Именно поэтому, когда ЦБ РФ начал повышать ставки, все отнеслись к этому как к временному явлению, ожидая быстрой победы над инфляцией. Но ни 15%, ни 20% по ключевой ставке инфляцию не снизили, наоборот, к концу года рост цен начал разгоняться.

**Причина, видимо, в большой разнице условий 2015 года и нынешних. Причем не только в части «перегрева» экономики, но и в ситуации на валютном рынке, точнее, в принципах его работы.**

### Инфляция в РФ и ключевая ставка ЦБ РФ



→ [Экономика РФ](#)

Рекордно высокая ключевая ставка ЦБ РФ пока не справляется с ростом цен

Санкции и закрытие «мостов» между российской и глобальной финансовыми системами лишили плавающий курс рубля основных преимуществ, усилив присущие этому режиму недостатки

→ [Рубль](#)

## Зачем нужен был свободный курс рубля?

Переход к плавающему курсу рубля в России задумывался еще в середине нулевых, но состоялся только в 2014-м. Плавающий курс — необходимое условие для инфляционного таргетирования ([https://www.cbr.ru/dkp/exchange\\_rate/](https://www.cbr.ru/dkp/exchange_rate/)).

**Это верно только в отсутствие препятствий для оплаты экспорта и движения капитала.** Например, при свободном курсе повышение ставки вызывает приток иностранного капитала, рубль укрепляется, усиливая деинфляционный эффект повышения ставки. Если курс фиксированный, ЦБ РФ скупает иностранную валюту в резервы и эмитирует рубли, не давая рублю укрепляться, разгоняя рост цен.

**Сейчас нет движений капитала в ответ на изменения ключевой ставки. Это не только снижает эффективность монетарной политики, но и лишает смысла задачу придерживаться режима плавающего курса рубля, так как его волатильность — дополнительный проинфляционный фактор.**

## Первый реальный опыт борьбы с инфляцией

При детальном рассмотрении эпизодов повышения ставки можно заметить, что ставка хорошо справлялась с валютным риском, а вот именно с контролем инфляции пока не очень. Успешных примеров, когда ЦБ РФ удалось снизить инфляцию без укрепления рубля, пока не было.

- В конце 2014–2015 годов 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 2021 году ЦБ РФ повысил ставку с 4,25% до 8,5%, реагируя на рост инфляции, но без видимого эффекта. Происходил перенос в цены 30% ослабления рубля в 2020 году. Затем началась СВО, и чем бы закончилось противостояние ЦБ РФ и инфляции, уже сказать невозможно (как и в 2014 году).
- В 2022 году ЦБ РФ жесткой политикой, возможно, и способствовал росту сбережений, но без резкого укрепления рубля столь быстрое снижение инфляции было бы невозможным.
- **С середины 2023 года ЦБ РФ проводит жесткую политику, но пока не достиг целей. Впервые канал влияния ставки на инфляцию через валютный курс оказался выключен.**

⇒ **Без стабилизации или укрепления рубля снизить инфляцию у ЦБ РФ пока не получалось**

⇒ **Повышенные инфляционные и валютные риски в 2025 г.**

## Прогноз

В оптимистичном сценарии ЦБ РФ довольно быстро пересмотрит свое отношение к вопросу валютного курса, используя, например, механизмы контроля движения капитала для имитации работы связки «ставка — курс рубля». Это приведет к укреплению рубля, охлаждению активности экспортеров и снижению ценового давления на импортируемые и экспортируемые товары. Укрепление рубля до **USD/RUB 80–85** позволит замедлить инфляцию до **6%** и начать снижение ключевой ставки до **15%** к концу года. **Рост ВВП по итогам года может достичь 3%.**

В негативном сценарии рубль продолжает слабеть, курс может достичь **USD/RUB 130**, разогревая активность экспортеров, повышая квазиэмиссионные доходы бюджета и непосредственно подстегивая цены на торгуемые товары. **Инфляция продолжит расти, превысит 10%**, из-за этого неизбежно **повышение ключевой ставки ЦБ РФ вплоть до 30%**, что в этом случае лишь приведет к росту инфляционных ожиданий, торможению экономики. **Рост ВВП будет около нуля.**

Базовый сценарий — достижение монетарной политикой цели охлаждения деловой активности в течение года, **снижение инфляции до 7,5%**, стабилизация рубля около **USD/RUB 95**, **рост ВВП около 2%** (компании адаптируются к режиму высоких ставок). Ключевая ставка при этом останется довольно высокой — около 20%.

Рост экономики и высокая инфляция приводят к росту ненефтегазовых доходов

→ [Рубль](#)

→ [Сценарии 2025](#)

Ключевой вопрос — как быстро и какой ценой ЦБ РФ добьется охлаждения экономической активности и в каких отраслях

→ [Прогноз](#)

## Политика ЦБ РФ — главный фактор

Беспрецедентно высокая ключевая ставка ЦБ РФ, причем как в абсолютном выражении, так и относительно инфляции, а также уже довольно продолжительное время сохранения такого режима — источник сильного давления на экономику. Это связано как со слабостью трансмиссионных механизмов, так и с сильным разогревом экономики, обусловленным резким увеличением спроса на российские товары и услуги (импортозамещение, фискальный стимул, оборонный заказ).

То, по какому сценарию будут развиваться события в 2025 году, зависит от ответов на вопросы:

1. Как долго и до какой степени экономическая активность может выдерживать высокие ставки?
2. Насколько быстро ЦБ РФ будет задействовать фактор валютного курса, сможет ли скорректировать свое отношение к режиму валютного курса после произошедших изменений?
3. Когда и насколько сильно начнет проявляться эффект переноса ставки в цены на конечные товары?

**Исходя из разных сочетаний ответов, вероятными выглядят три сценария на 2025 год.**

### 1. Быстрая победа над инфляцией

Повышение ключевой ставки ЦБ РФ направлено на снижение деловой активности компаний, через которое происходит снижение инвестиционного и потребительского спроса, что в итоге и снижает инфляцию. Рецессия — это не самоцель, а лишь неизбежная стадия экономического цикла в рамках инфляционного таргетирования.

Если в 1-м или 2-м кв. 2025 г. ЦБ РФ удастся спровоцировать охлаждение экономики, рост безработицы и некоторое количество дефолтов, то это станет поводом для изменения монетарной политики. Скорее всего, ЦБ РФ придется быстро начинать смягчение денежно-кредитной политики.

Такой сценарий может позитивно сказаться на перспективах роста во второй половине года. Будет происходить передел рынков, так как часть компаний выйдет из периода высоких ставок, имея большой запас финансовых ресурсов, чем другие. Это позволит эффективнее перераспределить производственные ресурсы в экономике, обеспечить ускорение роста производительности.

#### Деловая активность (индексы PMI)



→ [Модель роста — 2025](#)

→ [ЦБ РФ](#)

ЦБ РФ, принимая решения по ставке, действует «по фактической погоде». Когда экономическая активность начнет снижаться, ключевая ставка тоже быстро пойдет вниз

## 2. Турецкий сценарий

Основная проблема режима инфляционного таргетирования заключается в том, что он не может работать в нынешних условиях. Главным образом — из-за отсутствия нормального валютного рынка и свободного движения «горячих» денег в Россию и за ее пределы. Главным же проинфляционным фактором остается волатильность рубля, которую ЦБ РФ отказывается ограничивать напрямую, пытаясь по привычке делать это через ключевую ставку.

Есть риск, что ключевая ставка влияет на инфляцию сильнее, чем это следует из недавнего исследования ЦБ РФ (где процентные расходы составляли менее 3% себестоимости). Даже 3% себестоимости при рентабельности 15% означают, что процентные платежи составляют 20% прибыли. И не забываем, что эти 3% проявляются на каждой стадии цепочки создания стоимости, добавляя по чуть-чуть на каждом этапе к цене.

В этом случае ослабление рубля будет вызывать рост инфляции, а ЦБ РФ продолжит повышать ставку. Экономика будет охлаждаться, но инфляционное давление спадать не будет. Как результат — снижение темпов роста ВВП вплоть до нуля, высокая инфляция и слабый рубль.

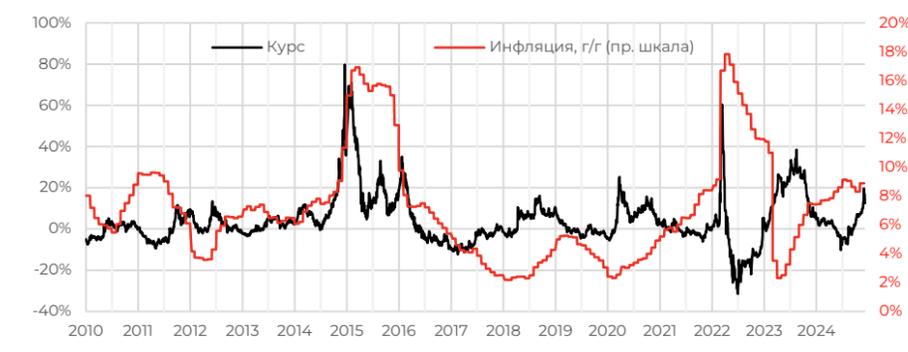
### 3. Пересмотр инфляционного таргетирования

Пересмотр подхода ЦБ РФ к задаче снижения инфляции с учетом нынешних реалий должен будет включать вопрос контроля курса рубля — сознательного его укрепления для снижения инфляции. В условиях профицита счета текущих операций это достижимо через усиление контроля движения капитала.

Очевидно, укрепление рубля будет негативно сказываться как на экспортерах, так и на отдельных компаниях, конкурирующих с импортом. Это один из вариантов охлаждения экономики.

Дополнительно укрепление рубля, снизив торговый профицит, улучшит долгосрочные перспективы экономики, высвободив ресурсы для роста внутренних инвестиций потребления и госрасходов. Снижение же нефтегазовых доходов бюджета будет отчасти компенсироваться повышением налогов в 2025 году, отчасти — увеличением базы неэкспортных доходов (внутреннего производства и потребления).

#### Инфляция и курс рубля



Резистентность инфляции — результат слабости трансмиссионных механизмов

Устойчивое ослабление рубля не позволит снизить инфляцию повышением ставки

→ [Рубль](#)

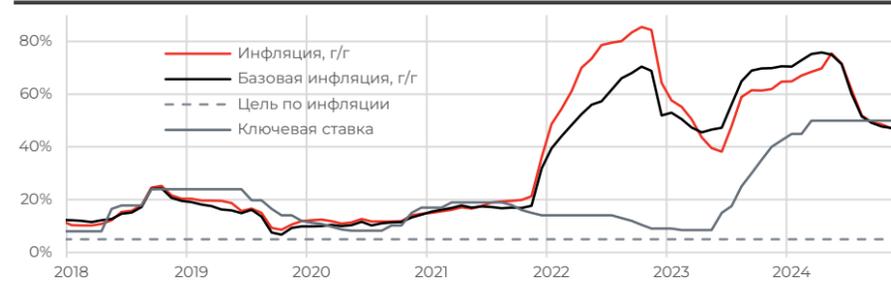
→ [Турецкий сценарий](#)

Инфляционное таргетирование работает при плавающем курсе рубля, свободном движении капитала и трансграничных расчетах, чего сейчас физически нет

## Страх перед «турецким сценарием»

ЦБ РФ, несмотря на то что высокая ключевая ставка не смогла победить инфляцию и на усиливающуюся критику в свой адрес, продолжает ужесточать денежно-кредитную политику. Главный аргумент «иначе будет как в Турции» подразумевает резкий рост инфляции и девальвацию национальной валюты из-за мягкой ДКП, а также туманные перспективы нормализации ситуации.

### Инфляция и ставки, Турция



Скачок инфляции был вызван ростом цен импорта (нефти и газа) на фоне отсутствия у ЦБ Турции резервов для купирования волатильности курса

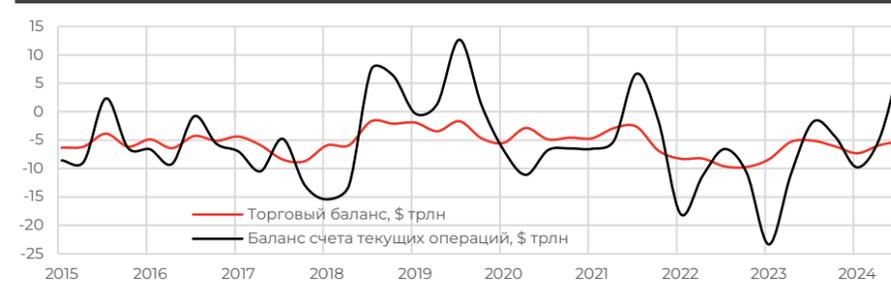
## «Эрдоганомика» = трудный выбор приоритета

Основные вводные «турецкого сценария»:

- **Длительный период отрицательных реальных ставок**, разогревший экономику, вместе с хроническим торговым дефицитом, вызвавшим зависимость от внешнего кредитования, создали условия для быстрого обесценения лиры. Это привело к удорожанию импорта и ускорению инфляции (рост цен достиг пика в размере 85% в октябре 2022 года), как итог — к потере доверия к регулятору.
- **Долларизация** финансовой системы Турции (30% активов и 60% пассивов номинированы в иностранной валюте) ограничивала эффективность изменения ставок в турецких лирах.
- **Зависимость от импорта**, в том числе энергоносителей. Как результат — инфляционный шок из-за скачка мировых цен на сырье, особенно после начала СВО в РФ.

**Президент Реджеп Тайип Эрдоган настаивал на политике низких ставок и слабой лиры, отдав приоритет росту экономики и экспорта для быстрого восстановления после пандемии.** Приближались выборы 2023 года, и низкая безработица была важнее контроля инфляции. **Однако сейчас ключевая ставка в Турции держится на уровне 50%, а инфляция снизилась до 48%.**

### Торговый баланс и счет текущих операций Турции



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

## Чем Россия похожа на Турцию

Следует признать, что у России сейчас есть общие черты с Турцией накануне скачка инфляции. Правда, в каждом случае есть свои оговорки.

1. **Сильное влияние курса национальной валюты на цены** и высокие инфляционные риски.
2. **Приоритет роста экономики.** Турции нужно трудоустроить массу молодого активного населения, России — нарастить выпуск оборонной продукции и провести импортозамещение.
3. **Низкая эффективность процентных ставок.** В Турции — из-за долларизации экономики, в России — из-за разрушенного моста движения капитала и растущей доли оборонного сектора.

**Нетрудно заметить, что проблема не столько в ставках, сколько в динамике валютного курса**

## Отличия

Хотя внешне ситуация может показаться схожей, есть нюансы.

1. **Очень низкая безработица (2,3%)**, быстрый рост экономики (до 4% в 2024 году). Есть признаки перегрева экономики, нет жесткого выбора между необходимостью стимулировать рост и замедлением инфляции. Кроме того, слабый рубль нежелателен, так как при прочих равных вызывает разогрев экономики (рост экспорта, снижение конкуренции с импортом).
2. **Причина давления на валюту в России — отток капитала (в разных формах)**, в Турции — рост торгового дефицита. И хотя в обоих случаях можем говорить о недостаточном объеме резервов для влияния на курс, **у России есть преимущество: возможность усиления контроля движения капитала (обязательная продажа валютной выручки и другие ограничения), что не требует расходов резервов.**
3. **Разное влияние ключевой ставки на валютный курс.** В России ставка сейчас не влияет существенно на курс рубля, «мост», по которому спекулятивный капитал мог притекать и утекать, реагируя на разницу в ставках, закрыт. Поэтому высокие ставки у нас не вызывают укрепления рубля, а низкие — его ослабления.
4. **Зависимость доходов бюджета от валютного курса.** Слабый рубль увеличивает доходы бюджета, поэтому в условиях СВО рынок будет всегда закладывать риск ослабления рубля. Но так как рост доходов бюджета в таком случае не сопровождается ростом экономики, эффект примерно тот же, если печатать деньги для финансирования расходов бюджета.

В чистом виде турецкий сценарий в России сейчас невозможен из-за низкой безработицы, что ограничивает стимулирующий эффект слабого рубля, то есть ускорения роста экономики не получится. **Но в усеченном варианте «слабый рубль + высокая инфляция» вполне возможен.** И для этого может оказаться достаточным просто усиление оттока капитала.

Последствия девальвации лиры — главный урок для России

→ [Догма плавающего курса рубля](#)

Стимулирование роста экономики через ослабление рубля в настоящее время бессмысленно

→ [Три сценария 2025](#)

## Новые риски

Российский рынок акций большую часть года оставался под давлением геополитики, санкций, агрессивного ужесточения монетарной политики ЦБ РФ, снижения мировых цен на нефть и ухода инвесторов от риска. В условиях высокой ключевой ставки ликвидность с рынка акций начала перетекать в облигации с плавающим купоном и депозиты, доходность которых стала привлекательнее ожидаемых дивидендных выплат. Другим фактором оказались активные продажи ряда бумаг на фоне расконвертации депозитарных расписок купленных во внешнем контуре. Коррекция рынка началась в мае и продолжалась до конца года. А с сентября IMOEX потерял около 9%.

→ [Модель роста — 2025](#)

Коррекция вернула значения индекса МосБиржи к уровням весны 2023 года

### Индекс МосБиржи в сравнении с EM



→ [Рубль](#)

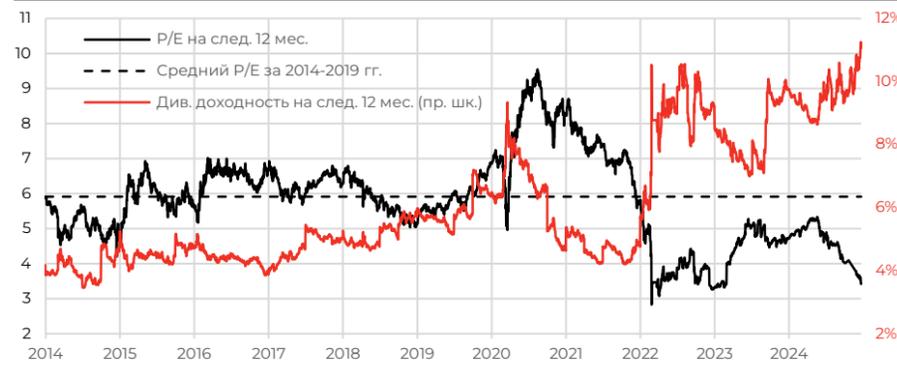
## Снова мегадешевая оценка

Форвардный мультипликатор P/E индекса МосБиржи снизился до 3,5x, что отражает ощутимый дисконт в сравнении со средним значением в 5,9x за 2014–2019 годы. Это создает потенциал роста котировок на 50% на горизонте одного-двух лет. За счет коррекции расширилась и потенциальная дивидендная доходность, достигнув исторически высоких 11%. Основная доля дивидендных выплат, полагаем, придется на нефтегазовый сектор, а банковский сектор примет консервативную дивидендную политику из-за ужесточения требований к капиталу.

→ [ЦБ РФ](#)

Снижение цен на акции не сопровождалось снижением прогнозов по прибылям и дивидендов

### P/E и дивидендная доходность индекса МосБиржи



## Факторы роста и риски снижения

Разворот рынка к росту возможен уже в случае выхода ключевой ставки на плато, роста ожиданий смягчения политики ЦБ РФ. Сценарий дэскалации или завершения СВО был бы наиболее благоприятным для российского рынка, но в обозримой перспективе он не слишком реалистичен, а его вариации очень многообразны.

Из реалистичных возможных факторов роста можно выделить:

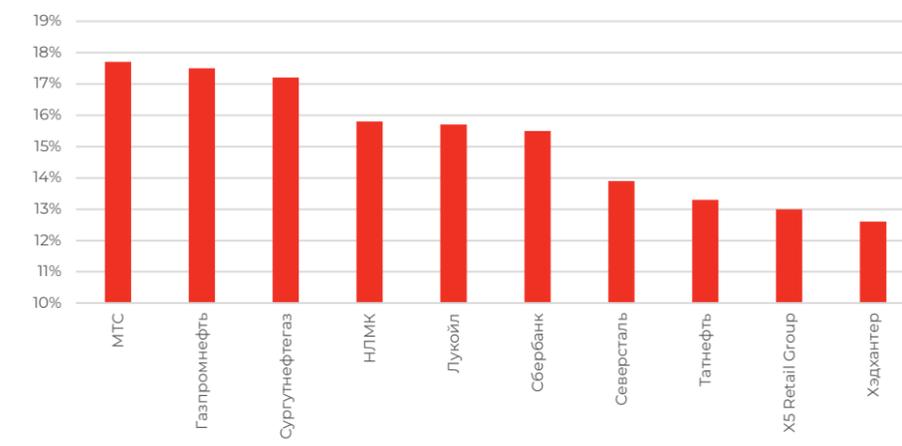
- завершение цикла ужесточения монетарной политики;
- переток средств с депозитов на фондовый рынок;
- новые IPO по адекватным оценкам;
- благоприятные изменения в геополитической ситуации.

Негативными рискам для рынка остаются:

- высокая ключевая ставка ЦБ РФ и доходности безрисковых инструментов, которые оттягивают деньги из фондового рынка;
- замедление роста российской экономики, в негативном сценарии — рецессия, вызванная высокими ставками, ослаблением потребления, ухудшением кредитного качества компаний, ростом числа дефолтов;
- ослабление позиций в мировой политике, ухудшение отношений с партнерами, в том числе из-за расширения санкций.

→ [Три сценария — 2025](#)

### Ожидаемая див. доходность российских акций



Дивидендная доходность серьезно различается у разных компаний. В лидерах ожидаемо будут нефтегазовые компании

## Прогноз-2025

В базовом сценарии индекс МосБиржи отыграет часть потерь 2024 года, достигнув отметки 3 000–3 100 пунктов (+15%). Основной фактор роста — низкие мультипликаторы, высокая дивидендная доходность, начало цикла снижения ключевой ставки.

В негативном сценарии инвесторам стоит готовиться к продолжению коррекции — еще на 10% в случае новых внешних или внутренних экономических шоков.

При благоприятном сценарии российский рынок вернется к уровням весны 2024 года (потенциал роста — около 40–50%).

→ [Прогноз](#)

В сценарии роста ставок денежный рынок лучше депозитов

→ [ЦБ РФ](#)

Доходность инструментов денежного рынка превышает ставку по депозитам банков

→ [Сценарии для России — 2025](#)

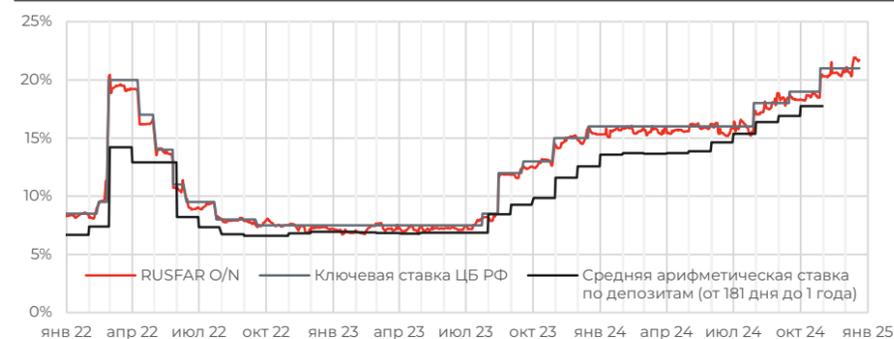
Рынок закладывает в цены ОФЗ длительный период высоких процентных ставок

## Стоит ли фиксировать высокую ставку

Благодаря высокой и растущей ключевой ставке ЦБ РФ денежный рынок стал одной из лучших и спокойных инвестиций прошлого года. Сейчас высок соблазн зафиксировать доходность, которую предлагают облигации. Она существенно выше ключевой ставки.

С другой стороны, ЦБ РФ не удалось взять инфляцию под контроль. Если ЦБ РФ не пересмотрит базовые предпосылки политики валютного курса, ключевая ставка будет оставаться высокой. Поэтому фонды денежного рынка остаются привлекательными.

### Индикаторы денежного рынка и ключевая ставка ЦБ РФ



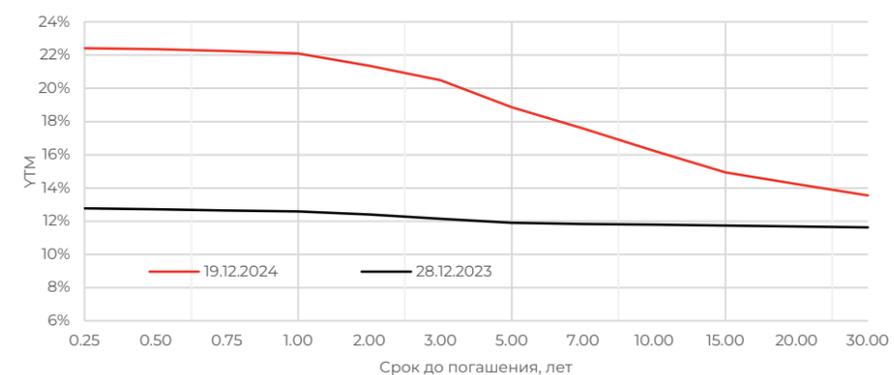
## ОФЗ для терпеливых

Следствием повышения ключевой ставки стала коррекция на долгом рынке. Только за последние полгода рынок ОФЗ потерял около 8%. С другой стороны, за год доходности по всей длине кривой выросли на 200–1 200 б. п. (в коротком сегменте рост был сильнее). Доходность отдельных коротких выпусков выше ключевой ставки.

Резкое снижения ключевой ставки в 2025 году возможно только при серьезных рисках глубокой рецессии. Но если ЦБ РФ добьется охлаждения экономики, может начаться цикл снижения ставки.

Если учесть, что текущие высокие доходности к погашению являются ограничивающим фактором для снижения стоимости портфелей ОФЗ, сейчас, возможно, очень удачный момент для входа в рынок.

### Кривая бескупонной доходности ОФЗ



## В ожидании кредитных событий

Рост ставок в первой половине 2024 года охладил первичный рынок облигаций. Тем более что большая часть заемщиков ожидали снижения ключевой ставки к концу 2024-го. Однако в середине лета ситуация кардинально изменилась, инфляция лишь набирала обороты, вынуждая ЦБ РФ жестко реагировать.

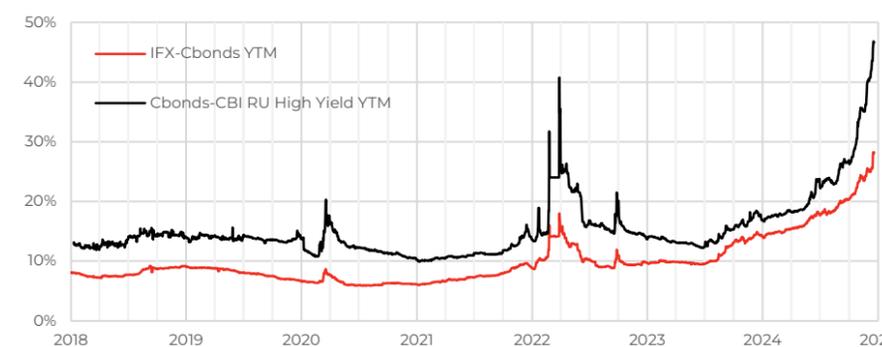
Доходности в корпоративном сегменте выросли как из-за роста базовых доходностей, так и из-за резкого роста премии за риск. Последнему способствовало растущее беспокойство по поводу кредитоспособности эмитентов, особенно с высокой долговой нагрузкой. Доходность к погашению что в сегменте облигаций инвестиционной категории, что в сегменте высокодоходных облигаций находится на исторически максимальных уровнях.

Активность на первичном рынке в 2П24 резко возросла: свыше 70% всех размещений года пришлось на этот период. У одних это потребность в расширении производства для захвата доли рынка ушедших иностранных конкурентов и удовлетворения сильного внутреннего спроса. Другие, отложив рефинансирование обязательств на вторую половину года, вынуждены были занимать, несмотря на высокие ставки.

Если 21% — максимум ключевой ставки в этом цикле ужесточения ДКП, то корпоративные облигации окажутся интереснее ОФЗ в средней и короткой части кривой. **Рост цен будет следствием как сужения кредитных спредов, так и роста котировок ОФЗ.**

**Впрочем, растущие процентные издержки компаний и риски рефинансирования увеличивают риски кредитных событий, что также способствует расширению спредов.**

### Индексы рынка облигаций



## Прогноз

В базовом сценарии по итогам 2025 года портфели корпоративных облигаций смогут принести 28%. В других сценариях — от 14% до 37%. Высокие ожидаемые результаты по сегменту обусловлены высокими текущими доходностями к погашению облигаций.

Широкий разброс прогнозов обусловлен сочетанием возможностей сужения и расширения кредитных спредов, а также вариантов изменения политики ЦБ РФ, причем в части не только ставок, но и валютного курса.

Рост объемов размещения в 2п. 2024 г. — вынужденный шаг корпоративных заемщиков

→ [Модель роста экономики — 2025](#)

Широкие кредитные спреды при прочих равных улучшают прогноз по сегменту. Исключение — кредитные события (дефолты, реструктуризации)

→ [Прогноз](#)

→ [ЦБ РФ](#)

## Потенциально дефицитный актив

В конце 2024 года наконец начались торги замещающими суверенными еврооблигациями РФ. Объем замещения со стороны Минфина составил порядка USD 20 млрд, это примерно равно размеру всего рынка корпоративных замещающих облигаций.

Напомним, что процесс замещения корпоративных выпусков завершен.

Доходности в этом сегменте заметно выросли, показатель индекса замещающих облигаций Cbonds достигал YTM 15%. С одной стороны, это было вызвано существенным навесом предложения со стороны Минфина, с другой — ростом доходностей рублевых бумаг.

Поддержку замещающим облигациям оказывают близкие к нулю ставки в CNY, что теоретически позволяет институциональным инвесторам дешево фондировать покупку замещающих выпусков. Давление на рынок также снизилось после заметного сокращения величины открытой валютной позиции банков в 3К24.

Не стоит забывать и про волатильность на валютном рынке, которая негативно сказывается 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.

В начале 2024 года эмитенты также стали размещать **незамещающие** (не предназначенные для обмена на ранее выпущенные) выпуски с привязкой к валюте, однако по мере роста квазивалютных доходностей таких размещений больше не было. Впрочем, по мере стабилизации рынка можно ожидать возвращения эмитентов к таким выпускам. Теоретически по этой причине объем рынка локальных облигаций с привязкой к иностранной валюте неограничен, что является риском для роста доходностей. Однако в ближайшие 6 месяцев мы не ожидаем дополнительного навеса предложения.

## YTM замещающих облигаций на историческом максимуме



Поток замещений, особенно суверенных бумаг, привел к росту доходностей облигаций

→ [Сценарии для 2025 г.](#)

## Облигации в юанях

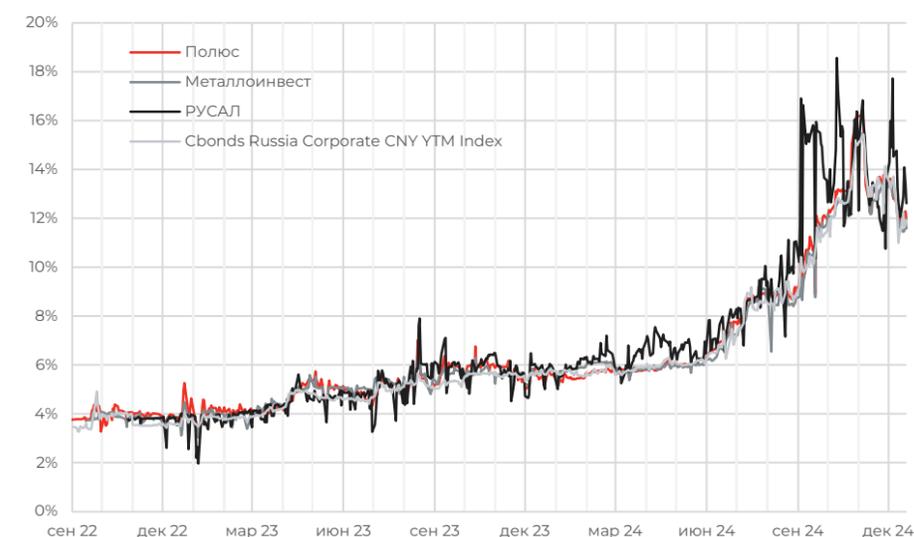
В целом динамика сегмента корпоративных юаневых облигаций повторяла динамику замещающих облигаций. Доходности начали резко расти со второй половины года, вплотную приблизившись к доходностям замещающих облигаций. Помимо роста рублевых ставок, на это повлиял еще ряд причин:

- «старые» бумаги (в 2022–2023 гг.) размещались по заниженным доходностям из-за дефицита валютных инструментов. С тех пор рынок локальных квазивалютных облигаций вырос, а оценки бумаг стали ближе к справедливым;
- проблемы с ликвидностью в юанях на фоне роста импорта из Китая и проблем с платежами. Ставки в юанях выросли.

Рост торговли с Китаем — фактор поддержки сегмента юаневых облигаций. Рост трансграничных операций требует все больше юаней для пополнения оборотных средств. Выпуск же облигаций в юанях позволяет снизить валютные риски для компаний.

**Объем сегмента пока незначителен, поэтому ликвидность низкая.**

## Доходность некоторых облигаций в CNY на МосБирже



→ [Юань](#)

→ [Экономика Китая](#)

Доходности облигаций в CNY приблизились к доходности замещающих облигаций в USD и EUR

## Прогноз

**В базовом сценарии** портфели из облигаций в долларах и евро на российском рынке в 2025 году принесут порядка 24%. Это предполагает довольно скромное снижение доходностей относительно текущих уровней, примерно до YTM 10% по соответствующему индексу Cbonds.

**В позитивном сценарии** возврат доходностей к уровням начала 2024 года обеспечит результат в пределах 34%.

**При неблагоприятном сценарии** доходности могут немного подрасти, но благодаря текущим доходностям к погашению сегмент все равно обеспечит по итогам года порядка 8%.

→ [Прогноз](#)

# Экономика и рынки акций Европы и США

## 14

США: по сценарию мягкой посадки

## 15

Европа: умеренность роста и осторожность ЕЦБ

## 16

Еврооблигации. Глобальный рынок

В 2024 году экономика США продемонстрировала устойчивость, несмотря на высокие ставки. Проблемы на рынке труда начали «расширяться», безработица несколько выросла, хотя связано это во многом с увеличением уровня участия в рабочей силе. Замедление роста цен уже отражается в «торможении» экономики после перегрева и замедлении роста заработных плат. Впрочем, это скорее отражает реализацию сценария «мягкой посадки».

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 прибылей.

Факт заключается в том, что основной источник инфляции последних лет (рынок труда) стабилизировался к допандемийным уровням, что позволило ФРС приступить к началу смягчения денежно-кредитной политики. Снижение процентных ставок смягчило 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» взбудорила рынки активов США, подтолкнув фондовые индексы к новым максимумам.

Наибольший риск участники рынка сейчас видят в политике. Победа Дональда Трампа создает проинфляционные риски, однако политика по наращиванию промышленных мощностей и обновлению инфраструктуры позволит стране снизить зависимость от Китая.

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.

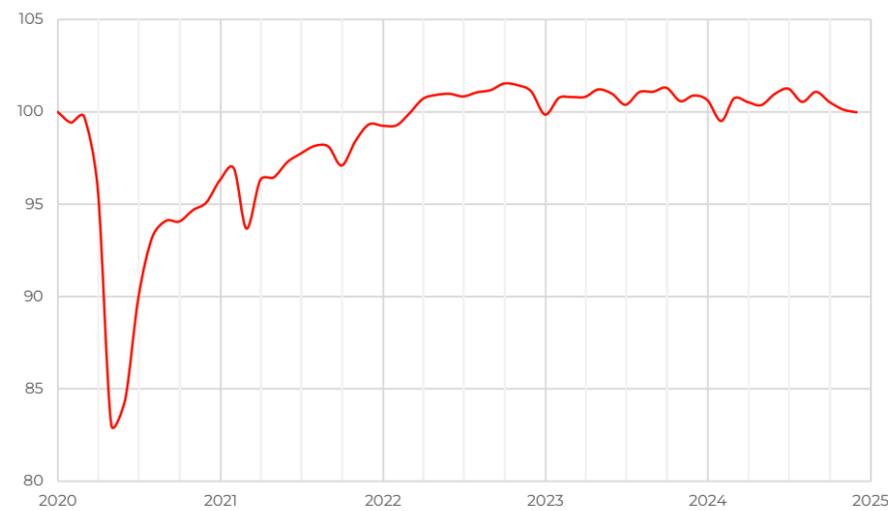
## Экономика сбавляет обороты

Снижение инфляции в первой половине года позволило ФРС приступить к циклу смягчения ДКП, за год ставка была снижена с 5,5% до 4,5%. Однако оперативные данные указывают на то, что ситуация разворачивается: ускоряется как PCE, так и базовая инфляция.

Всему «виной» сильная экономика: ВВП в 3кв 2024 вырос на 2,8%, частное потребление — на 3,5%. Корпоративные прибыли в 3кв24 оказались на 5,6% выше, чем годом ранее у компаний из S&P500, и на 9,3% по экономике в целом. Наблюдаемый рост безработицы связан с ростом численности рабочей силы, число занятых не снижается.

ФРС в этих условиях не будет торопиться снижать ставку. Тем более что победа Дональда Трампа увеличила проинфляционные риски. Если он начнет действовать согласно предвыборной программе **ФРС, возможно, даже придется вернуться к повышению ставки.**

### Индекс промышленного производства США, 01.01.2024 = 100



## Неомеркантилизм США

Лозунгом второго президентского срока Дональда Трампа, судя по его заявлениям, станет «импортозамещение». Анонсы введения импортных пошлин на мексиканские и канадские товары, эскалация торговой войны с Китаем, возврат производства в США, ожидаемое снижение налоговой нагрузки на компании, — все ради увеличения производства на территории страны, снижения торгового дефицита.

Отметим, что **за последние 5 лет промышленное производство в США не выросло.** Экономика растет в основном за счет услуг.

Главный вопрос — скорость. Вряд ли импортные пошлины будут введены одномоментно, переговорный процесс никто не отменял. Но даже если новые торговые ограничения будут вводиться постепенно, процесс фрагментации мировых рынков усилится, что замедлит мировую торговлю и рост мирового ВВП. Это, в свою очередь, негативно скажется на ценах на сырье и энергоносители.

## Разогрев фондовых рынков

После двух лет активного роста рынка акций США, обусловленного в основном устойчивостью экономики и высокой прибыльностью компаний «Великолепной семерки», потенциал дальнейшего роста сужается. К концу 2025 года S&P500 может достигнуть 6 500 – 6 500 пунктов, то есть показать рост примерно на 7–9% с нынешних уровней.

Консенсус предполагает рост выручки компаний, входящих в индекс S&P500, на 5,8% в 2025 году, EPS — на 15%, до 275,24 долл. Для этого потребуются рост ВВП США на 2,3% или выше, при этом с импульсом более широким, чем просто со стороны технологически ориентированных компаний.

Форвардный мультипликатор P/E индекса широкого рынка находится на повышенном уровне — 21,5х при среднем 5-летнем значении 19,7х и 10-летних 18,1х. В разрезе по секторам информационные технологии имеют самый высокий форвардный P/E (28,6х), самая низкая оценка — у нефтегазовых компаний (13,3х).

Президентство Дональда Трампа, полагаем, будет сопровождаться краткосрочным (на горизонте одного-двух лет) ростом фондового рынка за счет снижения налоговой нагрузки на компании, смягчения регулирования и поддержки потребительского спроса. Бенефициарами возвращения Трампа считаем секторы энергетики, финансов, промышленности, сырья и материалов. Нейтральное влияние ожидаем для ИТ-индустрии, здравоохранения и строительства. Под давлением окажутся чистая энергетика и сектор потребительских товаров.

Риски для рынка сохраняются со стороны торговых ограничений, потенциального ускорения инфляции и завышенных ожиданий рынка по росту EPS.

### Рост EPS против мультипликатора P/E по секторам



## Прогноз

**В базовом варианте** ожидается небольшое замедление роста ВВП США, рост индекса S&P500 на 10%, подстегиваемое компаниями за рамками «Великолепной семерки».

**В негативном сценарии** тарифы приведут к проблемам у импортеров, росту издержек и снижению деловой активности. В этом случае рост ВВП может остановиться, а индекс S&P500 на фоне ужесточения политики ФРС в ответ на инфляцию может скорректироваться на 15%.

**В позитивном сценарии** разогрев экономики продолжится, но приток кадров на рынок труда будет сглаживать вопросы инфляции. На этом фоне низкие ставки и приток капитала могут обеспечить дальнейший разогрев рынка, рост индекса S&P500 достигнет 20%.

Фондовый рынок достиг исторических максимумов

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

Несмотря на дороговизну рынка акций США, его разогрев может продолжиться

→ [Прогноз](#)

→ [Экономика Китая](#)

→ [Еврооблигации, глобальный рынок](#)

Промышленный сектор станет бенефициаром победы Трампа

[→ Экономика США](#)[→ Экономика Китая](#)

Санкции против России и торговая напряженность с Пекином, а в перспективе и с США, усилили давление на европейскую промышленность

Инфляция в Европе замедлилась, несмотря на «шок предложения» в виде спада промышленности

## Торговые ограничения и санкции

Новый год — новые вызовы экономике Европы. Планы Трампа по введению тарифов на товары из ЕС серьезно скажутся на состоянии платежного баланса. Вместе со снижением ставок ЕЦБ на фоне слабого роста ВВП следует ожидать ослабления евро.

Тарифы особенно ударят по промышленности. Она и так страдает от высоких цен на энергоносители и санкций, отрезавших от нее крупный рынок сбыта. Исход производства из Европы продолжится.

Еще есть торговые разногласия с Китаем. Это не только сложности с экспортом, но и нарушение цепочек создания добавленной стоимости.

## Индексы PMI еврозоны



## Требуются монетарные стимулы

Фискальное сжатие в крупнейших экономиках ЕС и околонулевые темпы роста ВВП требуют от ЕЦБ более решительных действий в смягчении кредитных условий во избежание скатывания в рецессию. Тем более что в большинстве стран еврозоны инфляция снизилась с прошлогодних максимумов (хотя и остается высокой).

В базовом сценарии европейскому регулятору придется снижать ставки ускоренными темпами, расширяя дифференциал между ставками ФРС и ЕЦБ. **Траектория ставки ЕЦБ будет зависеть от устойчивости замедления инфляции. Торговая война с Китаем, усиление санкций против России, повышение тарифов со стороны США могут спровоцировать волну инфляции издержек.**

⇒ **Повышенный риск стагфляции**

## Инфляция в еврозоне и ставка ЕЦБ



## Риски инфляции

Прибыль компаний, входящих в индекс MSCI Europe ex-UK, как ожидается, вырастет на 8% в течение следующих 12 месяцев, при этом форвардный P/E составляет 14x. Аналогичный рост прибыли ожидается для компаний из индекса FTSE All-Share, P/E которого оценивается в 11x.

Часть дисконта в оценках европейского рынка обусловлена секторальной структурой: в составе европейских индексов гораздо меньше технологических компаний, чем в США, а основная экспозиция — в промышленных, финансовых и сырьевых компаниях, которые столкнулись в уходящем году с ослаблением внешнего спроса, в особенности со стороны Китая как крупнейшего импортера.

Объявленные Пекином пакеты стимулов способствовали ралли в европейских акциях, в особенности ориентированных на импорт в Поднебесную производителей авто и предметов роскоши. Краткосрочно повестка в КНР будет определяющей для европейского фондового рынка. Если ЕС будет вынужден последовать примеру США и ввести ограничения на китайский импорт, европейские индексы окажутся под давлением в этом году.

## Форвардные P/E европейских индексов



## Прогноз

В базовом сценарии ситуация в европейской экономике продолжит постепенно ухудшаться под давлением последствий сокращения доступа к дешевым ресурсам, старения населения, накопления госдолга и роста тарифов (торговая война с США и Китаем). Рост экономики будет околонулевым, а ЕЦБ, скорее всего, придется быстро снижать ставку, пытаясь оживить экономику.

В негативном сценарии все эти процессы идут быстрее и сокращение производства в Европе начинает носить обвальный характер из-за ускорения процесса переноса производств за пределы региона (в США и Китай). В этом случае может возникнуть уже инфляция предложения.

Оптимистичный сценарий предполагает пересмотр Европой своей роли в конфликте, мирную смену руководства, которое начнет проводить собственную экономическую политику.

Динамика европейских активов в краткосрочной перспективе будет определяться экономическими новостями из Китая

[→ Прогноз](#)

→ [Экономика США](#)

## Год роста глобального рынка еврооблигаций

Глобальный рынок еврооблигаций в 2024 году вырос на 8%, и это на фоне сохранения базовых доходностей, которые, к слову, не снизились вслед за снижением ставки ФРС с 5.5% до 4.5% в этом году. Если после первого снижения ставки ФРС в сентябре доходности 10-летних облигаций опускались ниже 4%, то уже после президентских выборов они снова выросли до 4,4–4,5%.

Все дело в предвыборных обещаниях Д. Трампа: снижение налоговой нагрузки и увеличение импортных пошлин оцениваются как проинфляционные факторы, поэтому рынок начал закладывать не столь агрессивное снижение ставки в 2025 году.

Впрочем, ожидания рынка — вещь ненадежная. После первого снижения ставки в сентябре консенсус-прогноз предполагал шесть (!) снижений ставки до конца 2025 года, затем ожидания снизились до 4 снижений, а затем и до двух с шагом 0.25 п.п.

В базовом сценарии ФРС пойдет еще на два снижения по 0.25 п.п. в 2025 году. **Риск отклонения от базового сценария довольно высок с учетом неопределенности скорости введения новых тарифов и реакции на них экономики.**

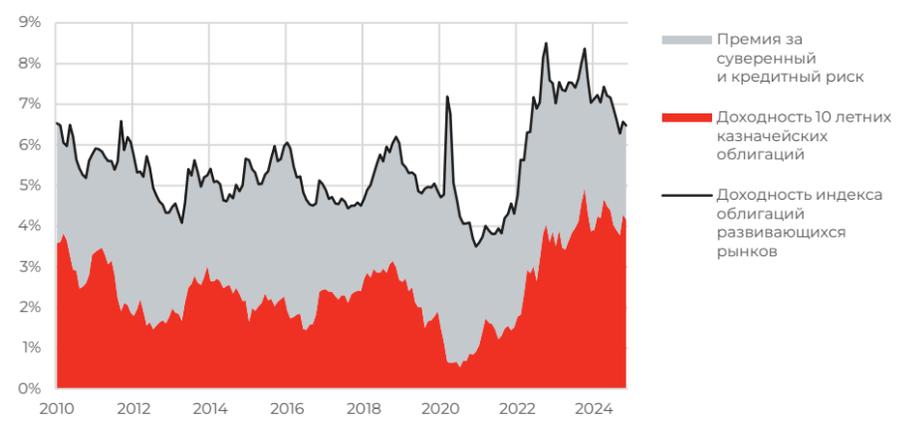
## Сужение премий за риск

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 многолетних минимумах, 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.

**В 2025 году доходность еврооблигаций, скорее всего, окажется умереннее, если только базовые доходности не упадут еще сильнее, например, на фоне резкого увеличения безработицы или замедления базовой инфляции.**

## Компоненты доходности к погашению облигаций развивающихся рынков



## Стратегия в 2025 году

В конце 2024 года был благоприятный период для формирования портфеля из средне- и долгосрочных облигаций.

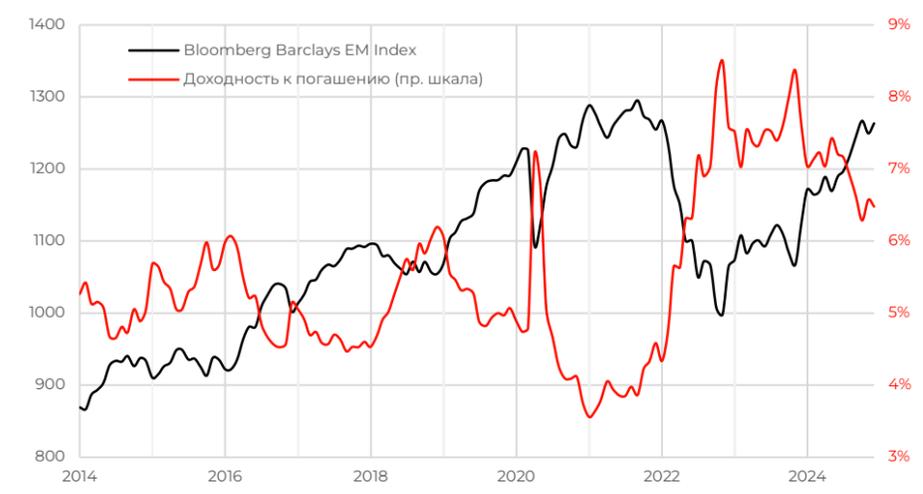
- **Ограниченный потенциал роста базовых доходностей.** ЕЦБ и ФРС уже приступили к смягчению ДКП. Новый цикл снижения ставок будет плавным, с оглядкой на инфляцию, что дает инвесторам время для принятия решений.
- **Высокие ставки в коротком конце кривой.** Портфель из коротких бумаг может дать инвестору высокую доходность при ограниченном процентном риске.
- **Кредитные риски** корпоративных эмитентов несколько снизились ввиду снижения стоимости заимствования, однако узкие по историческим меркам спреды могут расширяться. Так что лучше ориентироваться на качественные бумаги.

→ [Китай](#)

→ [Новые рынки](#)

→ [Европа](#)

## Индекс еврооблигаций (полная доходность и УТМ)



Глобальный рынок еврооблигаций еще не восстановился после коррекции 2022 года, связанной с блокировкой и списанием бумаг российских эмитентов

## Прогноз

Сужение премий за риск уже обеспечило рост рынка еврооблигаций. Однако дальнейшее сужение кредитных спредов видится маловероятным, так как сейчас они находятся на многолетних минимальных 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 2025 году составят:

**+12% в базовом сценарии.** Предполагается снижение доходностей казначейских облигаций на 0,5 п. п. вслед за снижением ставки ФРС, небольшое сужение кредитных спредов;

**+1% в негативном сценарии,** если США усилят торговые барьеры, что приведет к росту инфляции, разогреву экономики и повышению ставки ФРС. Также стоит ожидать увеличения премии за риск;

**+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

Происходящие в мире события указывают на то, что привычный подход к анализу 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, или внимание к которым уделялось по остаточному принципу. По той же причине стоит внимательнее присматриваться к непривычным финансовым рынкам. К ним относится, например, материковый Китай, рынок Индии и стран АСЕАН, а также Южная Америка

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 хотя и столкнулся со снижением интереса инвесторов, это отразило скорее ожидаемую коррекцию как нормализацию после стремительного роста оценок и расширения дифференциала в сравнении с другими рынками Азии. Однако за счет позитивной динамики экономических показателей и притоку инвесторов, видящих в Индии альтернативу Китаю, привлекательность индийских активов сохраняется.

Рынок Латинской Америки столкнулся с охлаждением интереса инвесторов в силу противоречивой экономической политики в Бразилии и Аргентине, девальвации национальных валют и политических рисков. Хотя всплески инфляции удалось подавить, риски ускорения роста цен остаются на повестке. Одновременное смягчение монетарной политики центральными банками западных экономик делает доходности активов стран региона более привлекательными, но история Латинской Америки скорее подходит для инвесторов, толерантных к высокому риску.

## 18

Китай в ЗД:  
дефляция, долг,  
демография

## 19

Новые рынки, новые  
возможности

Инфляция в Китае долгое время находится на низком уровне, что приводит к ослаблению юаня в реальном выражении. Это может расцениваться как скрытое стимулирование экспорта

→ [Европа](#)

→ [Экономика США](#)

Сложная структура долга и отношений между уровнями бюджета — риск для финансовой стабильности

## Дефляция

Власти Китая объявили о ряде стимулирующих мер с конца сентября: снижение процентных ставок, ослабление резервных требований и условий по ипотеке, программа снижения долговой нагрузки провинциальных властей на USD 1,4 трлн, поддержка фондового рынка. Это дает шанс достичь целевого роста ВВП в размере 5%, но, скорее всего, рост составит около 4,8% по итогам 2024 и 2025 годов.

На экономику давит кризис в секторе недвижимости, снижение объемов отдачи от инвестиций. Увеличение госрасходов может расширить дефицит бюджета с 3% в 2023 году до 4%, максимума более чем за 10 лет. Стимулы пока носят точечный характер с ограниченным эффектом на экономику, не снижая дефляционные риски.

Сейчас китайская экономика уязвимее, чем в первый раунд торговой войны с США (в том числе из-за ослабления другого торгового партнера — Европы). Поэтому компартия, вероятно, прибегает фискальный буфер, чтобы гибко реагировать на политику Дональда Трампа (в его планы входит введение 60%-ной пошлины на весь торговый импорт из КНР). Возможны и новые ограничения на поставки оборудования, инвестиции, привлечение Китаем талантов из США и их партнеров, особенно в области полупроводников и искусственного интеллекта.

## Долг

Более 70% налоговых поступлений в КНР распределяются в пользу центра. Поэтому провинциальные органы власти полагаются на доходы от продажи земли застройщикам и налогов на недвижимость. Но из-за кризиса в строительстве эта статья просела на 33% за 2021–2023 годы.

В этих условиях местные власти вдвое нарастили долг через специальный механизм финансирования местных органов власти (LGFV), до 8 трлн юаней, по оценке МВФ за 2023 год, или 47,9% ВВП (официальная оценка министерства финансов — 1,9 трлн долл.). Накопленный через LGFV долг Пекин определяет как «скрытый», поскольку механизм использовался для обхода официальных лимитов долга («скрытый долг» Минфин КНР оценил в 2 трлн долл.).

Высокая долговая нагрузка провинций осложняет задачу поддержания высокого роста ВВП, оттягивая средства из бюджета на рефинансирование. Впрочем, КНР еще имеет пространство для маневра: госдолг, включая «скрытую» часть, составляет 67,5% ВВП, что ниже среднего показателя стран G7 в 123,4%.

### Рост долговой нагрузки местных властей



## Демография

Снижение рождаемости, которое не остановилось после отмены политики «одна семья — один ребенок», уже сказывается на экономике Китая. Численность населения в трудоспособном возрасте начала сокращаться, что является естественным ограничением потенциального роста экономики.

Рост экономики Китая более чем на 4% в год — результат сохранения быстрого увеличения производительности труда. Оно опирается в том числе на импорт знаний, технологий, способов организации производства. Поэтому Китаю принципиально важно оставаться открытой экономикой, несмотря на санкции. Одно из проявлений открытости — рынок акций, динамика которого является «витриной» ситуации в экономике для иностранных инвесторов.

### Демографическая ситуация в Китае



## Китайские индексы ждут смены настроений

Рынок китайских акций, несмотря на негативную динамику последних лет, дает поводы для оптимизма:

- многие негативные факторы для роста экономики уже заложены в цены и фундаментальные оценки;
- обратной стороной жестких мер со стороны США будут более смелые пакеты стимулов от компартии для оживления внутреннего спроса. Это поддержит интерес инвесторов к рынку Китая.

С учетом низких оценок и пространства для стимулирования со стороны властей рынок акций Китая имеет потенциал для роста и может получить импульс, аналогичный восстановлению котировок в октябре 2024 года.

### Индексы китайских акций и EM



Производительность труда — основной фактор роста экономики Китая. Фактор роста населения стал негативным

Рост отношения численности старшего населения к населению в работоспособном возрасте растет с ускорением

Длительное снижение котировок индексов Китая — результат распродажи иностранными инвесторами. Обратный пример — Индия, где оценки «дорогие» из-за избытка оптимизма глобальных фондов

→ [Индия](#)

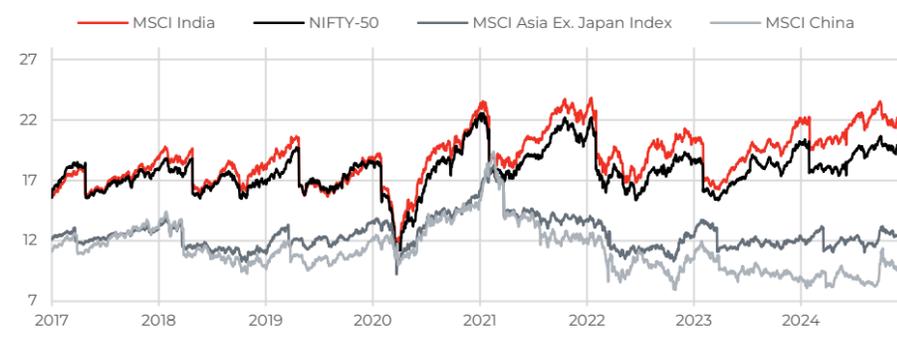
## Индия: коррекция рынка — это не разворот

Давление на индийскую рупию в 2024 году оказывали продажи индийских активов иностранными инвесторами. Это, впрочем, выглядело как закономерная коррекция после многолетнего роста. Оценки рынка акций Индии оторвались от других рынков Азии намного сильнее, отражая опережающие темпы роста экономики.

Инвестиционная привлекательность Индии, в том числе для транснациональных корпораций, которые оценивают страну как альтернативу Китаю для размещения производств, обусловлена следующим:

- более высокий рост доходов индийских компаний в сравнении с другими развивающимися рынками;
- снижение ставок центробанками развитых стран и более сдержанные темпы ожидаемого смягчения ДКП в Индии;
- ослабление ограничений на прямые иностранные инвестиции и упрощение налогового режима правительством Нарендры Модии;
- выигрышная позиция в условиях геополитических разногласий: торговля со всеми сторонами конфликта дает массу преимуществ экономике, в отличие от Китая.

### Форвардный P/E азиатских индексов акций



Индийские акции традиционно оцениваются по относительно высоким мультипликаторам

→ [США](#)

Премия в оценке индийских активов к аналогам за последние годы выросла

Демография — ключевой фактор для быстрого роста экономики

## Демографический импульс

Основными позитивными демографическими факторами являются:

- **численность населения в трудоспособном возрасте** в Индии по отношению к общей численности находится на высоком уровне (65% в возрасте до 35 лет). Таким образом, правительство может поддерживать низкую нагрузку на работающее население, так как потребность в социальных расходах пока невысока;
- **снижение уровня рождаемости — фактор, благоприятный для текущего роста экономики**, так как снижает затраты ресурсов, связанных с рождением детей и уходом за ними, и способствует росту доли экономических активных женщин;
- **урбанизация и рост занятости женщин** — еще один фактор увеличения производительности труда и доступных трудовых ресурсов.

В будущем Индия может столкнуться с ситуацией, похожей на кейсы Китая и Японии, но в перспективе 30–50 лет, за которые страна может совершить стремительный экономический рывок.

## АСЕАН

Инфляция в экономиках региона в основном под контролем. Снижение инфляционного давления позволяет центральным банкам постепенно смягчать кредитные условия, поддерживая устойчивый рост ВВП в регионе. Локомотивами роста выступают секторы IT (за счет низкой базы), финансы и обрабатывающая промышленность (электроника).

АСЕАН выигрывает от восстановления туризма. Кроме того, регион — бенефициар перестройки логистики и производственных цепочек вследствие геополитических процессов. Основной риск для стран АСЕАН — слабый рост Китая и сильный рост экспорта из Китая в Азию из-за новых барьеров со стороны США.

### Прогноз по росту ВВП стран АСЕАН



Многие соседи Китая сейчас опережают его по темпам роста, что будет отражаться на оценках стоимости активов

## Персидский залив

Перспективы экономик региона выглядят нейтрально. Саудовская Аравия и ОАЭ пытаются диверсифицировать экономику, снизить зависимость от нефти, расширяя инвестиции в финансовый сектор, недвижимость и туризм (что стало основанием для улучшения кредитных рейтингов ряда стран).

Впрочем, углеводородный сектор остается определяющим для экономик региона. Снижение цен на нефть до 65–75 долл. за баррель Brent затормозит рост ВВП и замедлит диверсификацию экономик. Диверсификация требует финансовых ресурсов, которые добываются из экспорта углеводородов.

65–75 долл. за баррель ниже «безубыточных» для бюджетов КСА и Бахрейна, но приемлемы для ОАЭ, Катара и Кувейта

## Латинская Америка

Перспективы региона оцениваем также нейтрально. Большинство центральных банков Южной Америки сохраняют осторожный подход к снижению ставок. В Бразилии поддерживается одна из самых жестких монетарных политик в мире, а ЦБ пытается снизить инфляцию в условиях обвала реала (реальная ставка на уровне 7,38% — второе место после РФ).

Аргентина продолжает эксперименты. Президент Милей, видимо, решил сломать существующую модель, чтобы дать шанс для возникновения новой, которая не предполагает регулярных суверенных дефолтов.

Снижение сырьевых цен, агрессивная торговая и иммиграционная политика администрации Дональда Трампа и укрепление доллара США — основные риски для экономики и финансовых рынков стран региона, особенно в условиях дефицита фискальных ресурсов. С другой стороны, Латинская Америка может извлечь выгоду из миграции производств и перестройки цепочек поставок в условиях геополитической и торговой напряженности.

→ [Сырьевые рынки](#)

→ [Европа](#)

→ [Китай](#)

# Валюты и сырьевые активы

Валютные рынки, будучи наименее предсказуемыми, одновременно являются первым индикатором ситуации в экономике и на рынках, на которые обращают внимание инвесторы. Поэтому ослабление рубля привлекает пристальное внимание, особенно в свете рекордно высокой реальной процентной ставки.

По большому счету, слабый рубль сейчас — это прямой результат, во-первых, санкций в отношении российских банков, МосБиржи, депозитариев, а во-вторых, политики ЦБ РФ, предполагающей минимальное вмешательство в ситуацию на валютном рынке. Пока регулятор ограничился только приостановкой покупок валюты в рамках бюджетного правила. А это никак не может уравновесить тот отток по финансовому счету, который образуется из-за желания экспортеров оставлять выручку в иностранной валюте и желательности в иностранных банках.

Если подход ЦБ РФ к этому вопросу не изменится, ситуация на валютном рынке в 2025 году, скорее всего, будет складываться против рубля. Курс выше USD/RUB 100 станет нормой, и никакой рост цен на нефть этому не поможет, так как он выльется не только в рост чистого экспорта, но и в увеличение оттока по финансовому счету.

В целом курс рубля — это вопрос сейчас скорее политический.

Кстати, то же самое касается и нефтяных цен, только здесь политику определяют страны ОПЕК+. С учетом большого объема незадействованных мощностей нынешние цены на нефть сложно назвать рыночными.

Да и цены на газ для Европы — это тоже вопрос политический, точнее геополитический. Здесь решающую роль играют США через санкционную политику.

Вот золото остается нерегулируемым рынком. Здесь нет искусственных ограничений, связанных с предложением или запретом на покупки, ну или они не особо ощущаются. А геополитическая ситуация скорее способствует продолжению ценового ралли.

**21**

[Сырьевые активы](#)

**22**

[Валюты](#)

## Нефть

Минувший год для рынка нефти оказался относительно спокойным. Стоимость марки Brent колебалась в относительно узком коридоре — 80–85 долл. за баррель — и лишь в 4 кв. развернулась к 70–75 долл.

Периоды волатильности были короткими, обусловлены всплесками геополитической напряженности, надеждами на рост потребления на фоне снижения ставок ЕЦБ и ФРС, решениями ОПЕК+. Впрочем, на рыночные настроения давило ухудшение прогнозов роста экономики Китая, крупнейшего импортера нефти. Это было основной причиной неоднократного ухудшения прогноза ОПЕК+ и МЭА по спросу на нефть.

На нефтяном рынке сохраняется небольшой дефицит, но в 2025 году вероятно избыток предложения. Предложение увеличится со стороны США и других стран, не входящих в ОПЕК+. Это уже трижды заставляло картель отложить отмену добровольных ограничений добычи. Например, итогом последнего заседания стал перенос наращивания добычи до апреля 2025 года.

Сейчас действуют следующие договоренности ОПЕК+:

- добровольное сокращение на 2,2 млн баррелей в сутки. Действует до конца I квартала;
- ограничения на добычу в объеме 1,65 млн баррелей в сутки. Недавно продлены до конца 2026 года.

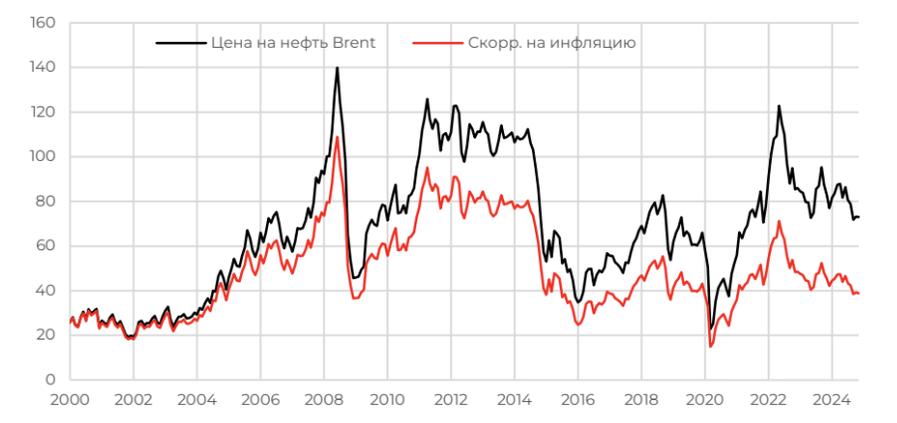
У ОПЕК+ есть пространство для маневра, чтобы реагировать на политику Дональда Трампа (анонсируется увеличение добычи в США), поддерживая цены. Правда, это может потребовать усиления ограничений на добычу, а значит, и доходы стран-экспортеров.

Чем дольше действуют ограничения и чем они сильнее, тем выше вероятность пересмотра некоторыми странами ценности своего членства в ОПЕК+ (Ангола, Конго, Экваториальная Гвинея). И хотя выход ключевых участников (РФ, КСА, ОАЭ) из соглашения в ближайшие два года маловероятен, ослабление ОПЕК+ станет первым шагом к ценовой войне на нефтяном рынке.

⇒ Доля ОПЕК+ и объемы добычи продолжают снижаться

⇒ Риски резкого снижения цен на нефть

### Рыночная цена на нефть и с поправкой на инфляцию



Цены на нефть с поправкой на долларовую инфляцию находятся на довольно низком уровне, но в условиях избытка добывающих мощностей это не повод для роста цен

→ [Китай](#)

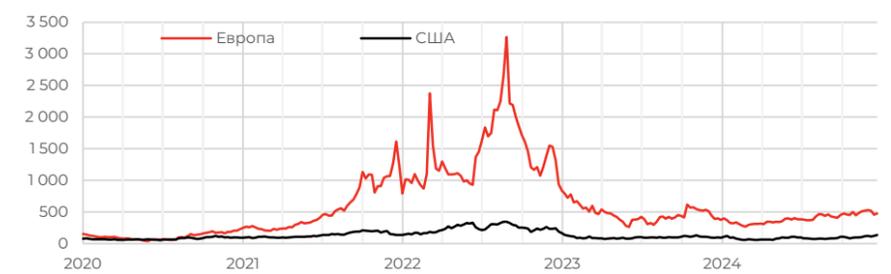
→ [США](#)

## Природный газ

Разница в ценах на газ в Европе и США показывает цену, которую Европа вынуждена платить за санкции в отношении России, в том числе введенные США. И хотя спрос на газ в Европе снижается, это обусловлено сокращением промышленного производства и в целом замедлением экономической активности.

С учетом повального отказа стран Европы от развития атомной генерации, закрытия угольных станций, рост доли ветряной и солнечной генерации важность газа для закрытия просадок ВИЭ (штиль, облачность) только выросла.

### Цены на газ в Европе и США, \$ за 1 000 м³



→ [Еврозона](#)

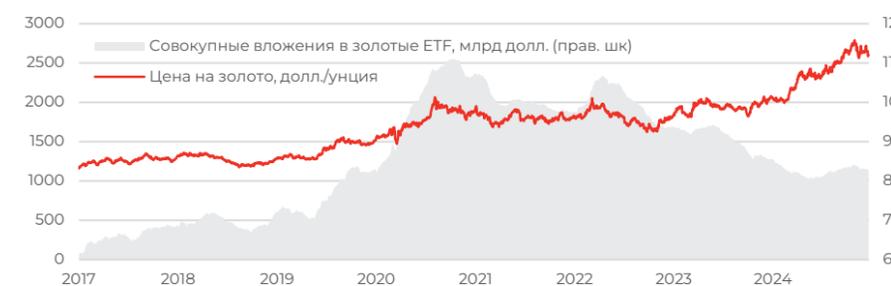
Разница в ценах на газ в Европе и США возникла в 2021 году на фоне снижения производства электроэнергии ветряными и солнечными станциями из-за неблагоприятной погоды

## Золото

Золото уверенно обновляло исторические ценовые рекорды, превысив в конце октября отметку в 2 800 долл. за тройскую унцию. «Золотое ралли» набирало обороты с началом цикла снижения ставки ФРС США, геополитической напряженностью и активными покупками центробанками развивающихся рынков, которые диверсифицируют резервы, сокращая позиции в долларе. Сильный спрос со стороны ЦБ и фондов ETF сохраняется, как и сильное потребление в ювелирной индустрии.

→ [ФРС](#)

### Цена на золото, USD / тройская унция



Вложения в золото со стороны ETF значительно возросли на страхе упущенной возможности

## Прогноз

Базовый сценарий на 2025 год предполагает цены на нефть в пределах **75 долл. за баррель Brent**. В иных сценариях возможно как снижение до **50 долл.**, так и рост до **90 долл.** за баррель.

Цена на золото в 2025 году может достигнуть **3 000 долл. за унцию**. При жесткой посадке США или экстремальных геополитических процессах золото как защитный актив может вырасти до **3 500 долл. за унцию**. При глобальной разрядке — вернуться к **2 000 долл.**

→ [Прогноз](#)

## Рубль: фрагментированный валютный рынок

В середине года санкции в отношении НКЦ и МосБиржи привели к тому, что инвесторы побежали из иностранной валюты, рубль начал быстро укрепляться. На этом фоне правительство смягчило требования к продаже валютной выручки (возможно, опасаясь, что крепкий рубль негативно скажется на доходах бюджета).

Последовавшее ослабление рубля поэтому выглядит логичным, особенно после того, как уход из иностранной валюты локальных инвесторов естественным образом прекратился. Кроме того, экспортеры стали менее охотно заводить выручку в условный «российский контур», оставляя ее на счетах в иностранных банках, проявлением чего стали агентские схем оплаты импорта.

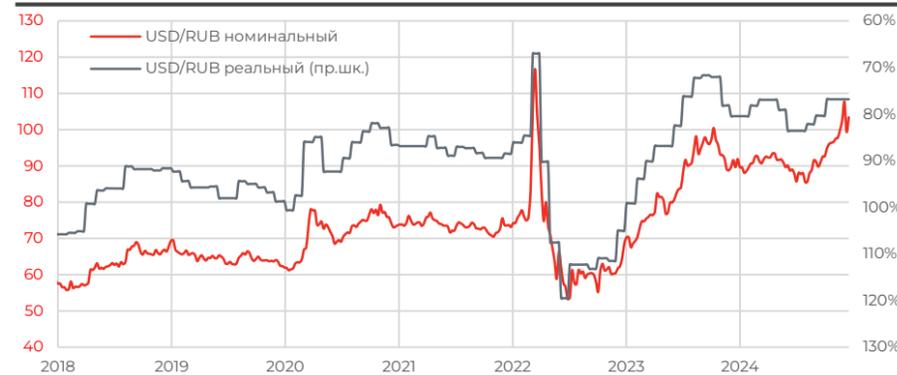
Российский валютный рынок распался на части: курс определяется на МосБирже (CNY) и внебиржевом рынке (USD), куда попадает малая часть экспортных доходов, есть еще FOREX — площадки, где уже рубль токсичная валюта. Финальным ударом по рублю стало включение в SDN всех крупных банков, обслуживавших внешнеторговые операции. Рынок стал «тонким», волатильным, что в условиях негативного новостного фона (санкции) толкнуло курс выше USD/RUB 110.

Хотя курс вернулся на уровень ниже USD/RUB 100, явная уязвимость рубля создает валютные и инфляционные риски.

⇒ **Рубль слабее фундаментально обоснованных уровней**

⇒ **Риски новых волн ослабления рубля**

### USD/RUB (номинальный и реальный)



## Выгоды от слабого рубля

Большая доля нефтегазовых доходов бюджета и эмиссия рубля, возможная только через накопление резервов, — постоянные факторы ослабления национальной валюты. Они усиливаются сейчас тем, что ЦБ РФ, цепляясь за формальное сохранение плавающего рубля, отказывается от мер, компенсирующих влияние санкций. Например, ограничений на движение капитала.

Долгосрочные перспективы рубля, таким образом, зависят от наличия/отсутствия шагов ухода от экспортной модели и от пересмотра отношения ЦБ РФ к своей роли на валютном рынке. В первом случае есть движение (снижение нефтегазовых доходов бюджета, повышение НДС и налога на прибыль). Во втором — изменений позиции ЦБ РФ по рублю не просматривается.

→ [Российская экономика](#)

→ [Нефть](#)

Санкции и смягчение требований по продаже валюты экспортерами привели к резкому ослаблению рубля

→ [Догма плавающего курса рубля](#)

→ [Модель экономики — 2025](#)

С поправкой на инфляцию справедливый курс рубля находится примерно на 20–30% ниже текущего

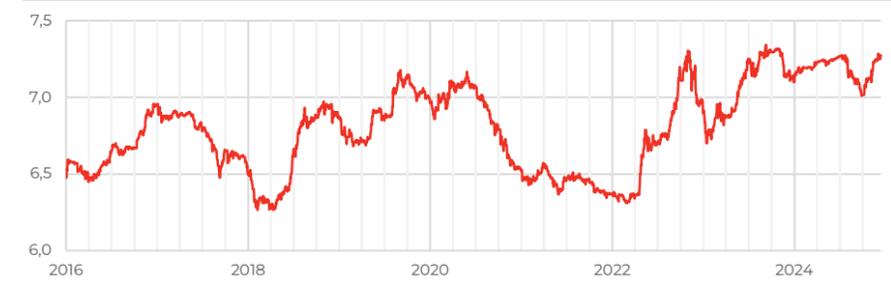
→ [Стоимость экспортной модели экономики](#)

## CNY — внутри долгосрочного коридора

В 2024 году юань колебался немного ниже отметки USD/CNY 7,3, верхней границы многолетнего диапазона USD/CNY 6–7,2. Интенсивность товарооборота Китая с США, Европой и другими странами требует низкой волатильности курса. А диверсификация торговых потоков по товарным группам и направлениям обеспечивает низкую чувствительность курса к отдельным рискам.

Скорее всего, картина здесь не изменится, курс юаня к другим валютам будет оставаться очень стабильным.

### USD/CNY



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

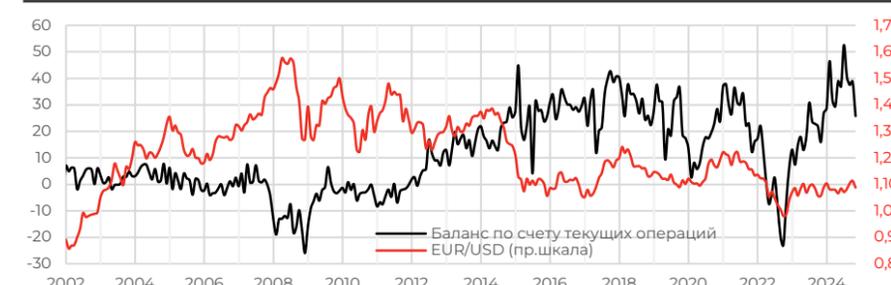
→ [Экономика Китая](#)

## Евро: жесткий ЕЦБ — ненадежный фундамент

Европейская экономика вынесла бремя антироссийских санкций, заплатив спадом в промышленности, эмиграцией компаний, ростом бюджетных дефицитов. В 2024 году к этому добавилось снижение ставок ЕЦБ, что также можно назвать негативным фактом для евро.

Сохраняющийся профицит счета текущих операций следует расценивать как обратную сторону сильного оттока капитала. Сохранение такого торгового профицита в условиях сокращения экспортного потенциала (снижения в промышленности), а также риски роста цен на нефть и газ требуют сохранения слабого евро.

### 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 в пределах USD/RUB 95**, обеспечивая торговый профицит и инфляционное давление. Главный фактор курса — политика ЦБ РФ в отношении рубля.

Евро в 2025 году продолжит двигаться к паритету, вероятный диапазон — **от EUR/USD 0,9 до EUR/USD 1,05** в зависимости от состояния экономики региона.

→ [ЦБ РФ](#)

→ [Прогноз](#)

## 24

[Базовый сценарий](#)

## 25

[Пессимистичные сценарии](#)

## 26

[Оптимистичные сценарии](#)

## 27

[Макроэкономический прогноз — 2025](#)

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 разные 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 — не только ход СВО, но и то, что будет после. Понятно, что на быстрое улучшение отношений или снятие санкций рассчитывать даже в самых благоприятных сценариях не приходится, но окончание боевых действий открывает возможности для ускоренного развития и интеграции новых территорий. Если же произойдет разрастание конфликта, втягивание новых сторон в качестве непосредственных участников, то от России потребуется увеличение материальных и людских ресурсов для СВО со всеми вытекающими последствиями.

Отдельный вопрос для России — необходимость изменения экономической модели. Отток капитала и зависимость бюджета от экспортных доходов вынуждают поддерживать постоянный торговый профицит. Альтернативная модель с опорой на внутреннее производство требует контроля движения капитала, снижения объемов сырьевого экспорта и повышения «несырьевых» налогов. Все это будет болезненно восприниматься рынком, несмотря на улучшение долгосрочных перспектив роста экономики.

Для глобальной экономики основной вопрос — это сценарий циклического спада (рецессии) в Европе, замедление роста экономики США, инфляционные риски, связанные с торговой войной (угрозами повышения торговых тарифов Д. Трампом). Есть беспокойство относительно китайской экономики — ее долгосрочное замедление может быть негативно воспринято инвесторами. Также оно может оказаться отражением крайне неприятных внутренних процессов.

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 экономик 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 исчерпания потенциала «догоняющего» роста и изменений в демографической ситуации. Европа же продолжит тянуть бремя санкций, расплачиваясь промышленностью.

Риски торговых войн со стороны США, связанные с приходом новой администрации, реализуются очень ограниченно, они не окажут значимого влияния на мировую экономику в 2025 году. При этом ее постепенная фрагментация — фактор, снижающий ее чувствительность к локальным проблемам отдельных стран/регионов.

- **Позитивная динамика рынка акций**
- **Снижение доходностей на рынке еврооблигаций**
- **Возможны рецессии в отдельных регионах (Европа, отдельные страны Южной Америки и т. п.)**

### 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, включая Россию.

Такая конфигурация позволила сохранить спрос на российский экспорт, переориентировавшийся с Европы на азиатские рынки. Упрощается задача восстановления производственных цепочек, включающих импортные компоненты, пусть и благодаря параллельному импорту. Внешняя торговля нивелировала просадку российской экономики и способствовала быстрому началу восстановительного роста.

Отношения США и Китая имеют очень мало шансов на кардинальное улучшение. Это вопрос и Тайваня, и островов в Китайском море, и вопросы торговли (риск возобновления торговой войны после инаугурации Д. Трампа). Для глобальной экономики это источник дополнительного риска, а для России — возможность развивать отношения с Китаем.

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.

- **Увеличение объема взаимной торговли России и Китая**
- **Низкие риски новых внешнеэкономических шоков для России**

### 3. Продолжение СВО

Даже если военная операция внезапно закончится, это никак не улучшит отношений с соседями. Армия будет восполнять запасы техники, имущества и боеприпасов, поддерживая оборонный заказ. Производство военной продукции будет тянуть за собой смежные отрасли. Также серьезный вклад в промышленного производства внесет развитие новых территорий и их интеграция в российскую экономику.

Тем не менее рост оборонной промышленности означает давление на производство потребительских товаров. Избежать инфляции в этих условиях можно, например, через высокие ставки ЦБ РФ для стимулирования сбережений, рост налоговой нагрузки, ограничение потребительского кредитования, увеличение импорта через укрепление рубля. Кроме того, так как СВО также предполагает минимизацию экономических рисков, бюджет будет по возможности консервативным.

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

- **Локомотив — промышленное производство**
- **Слабый, но стабильный рубль, стимулирующий импортозамещение, поддерживающий нефтегазовые доходы бюджета**

### 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. Огромный потенциал рост российских активов

Коррекция российских активов в 2024 году имела массу причин: повышение налогов с 2025 года, ужесточение политики ЦБ РФ в ответ на устойчивую инфляцию, неуверенная динамика цен на нефть, снизивших оценку компаний. Еще высокие ставки по депозитам и инструментам денежного рынка оттянули на себя часть инвестиционных потоков.

Тем не менее низкая оценка акций (по мультипликаторам) и высокие доходности облигаций — залог хороших результатов на среднем и длинном горизонтах инвестирования. Особенно при благоприятном сценарии (резкое снижение ставок).

- **Рост российского рынка акций**
- **Стабильные цены на облигации**

[→ Китай](#)[→ США](#)[→ Европа](#)[→ Пост-2025](#)[→ Три сценария — 2025](#)[→ Сырьевые рынки](#)[→ Российские акции](#)[→ Российские облигации](#)

## Многообразие 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 и Европы

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**

### 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 и других странах вне ОПЕК+, которые в этом случае снова начнут отбирать у ОПЕК+ значительную долю рынка.

- **Снижение цен на нефть, давление на рубль**
- **Снижение российского рынка акций**
- **Ужесточение контроля движения капитала**

### 4. Финансово-экономический кризис в Европе

Ситуация в Европе более или менее стабилизировалась, хотя платой за это стало снижение промышленного производства, рост и без того высокого долга. Ситуацию усугубили США действиями по переводу к себе производств из Европы, есть риск повышения торговых пошлин. Все это может привести к глубокому экономическому кризису в регионе.

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

- **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, волатильности рубля, который игнорирует фактор рублевой ставки, инфляция может продолжить расти. В том числе, кстати, через перенос компаниями высокой ставки в цены на продукцию. Если это будет восприниматься ЦБ РФ как повод для ужесточения политики, инфляция может окончательно выйти из-под контроля.

Риски такого сценария усиливаются увеличением оборонных расходов, затрат на развитие новых территорий и производств, сохранением экспортной модели экономики, опоры на экспортные доходы.

- **Слабый рубль, рецессия**
- **Снижение стоимости рублевых облигаций, расширение спредов**
- **Защитный актив — акции сырьевых компаний, инструменты денежного рынка**

### 6. Неудача СВО

При неудачном течении СВО экономика РФ может оказаться под сильнейшим ударом как от 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**

[→ Экономика США](#)[→ Сырьевые рынки](#)[→ Китай](#)[→ Индия](#)[→ Валюты](#)[→ Сырьевые рынки](#)[→ Валюты](#)[→ Европа](#)[→ ЦБ РФ](#)[→ Российские акции](#)[→ Российские 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

Последние два года очень многие прогнозы серьезно недооценивали скорость структурной перестройки экономики, в частности изменения в цепочках создания стоимости, импортозамещения, запуска новых производств. В 2025 году эти тенденции сохранятся и даже могут усилиться, дав ощутимое ускорение роста ВВП, финансовых результатов компаний, снижение инфляционных рисков.

Рост потенциального ВВП и сокращение разницы с фактическим также должно ослабить инфляционное давление. Кроме того, оптимизация производственных процессов, запуск новых, менее трудозатратных производств должны снизить и давление на рынок труда.

- **Замедление инфляции, меньше ожиданий ужесточения политики центральными банками**
- **Улучшение динамики рынка 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 со стороны европейских стран и США (они уже заметны), а также некоторой разрядки в отношениях США и Китая по поводу Тайваня, торговых вопросов и интеллектуальной собственности.

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

### 3. 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.

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

### 4. 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.

- **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**

### 5. Пересмотр политики ЦБ РФ

Политика инфляционного таргетирования, а также связанный с ней плавающий курс рубля отлично себя показали в 2015–2018 годах, когда все базовые условия для этого выполнялись. К сожалению, блокировка движения капитала из-за санкций в отношении российских депозитариев, проблемы с расчетами по экспортным контрактам, вторичные санкции против торговых партнеров сделали неработающими многие постулаты существующего подхода ЦБ РФ.

Более активное влияние ЦБ РФ на курс, даже не в виде таргетирования, а просто через контроль использования валютной выручки или контроль движения капитала, не требующие использования резервов, могли бы выступить в качестве замены сломанному механизму перетока «горячих» денег в Россию и из нее вслед за изменением ключевой ставки.

Укрепление рубля, кстати, — это еще и фактор охлаждения экономики, в частности сырьевого экспорта.

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

### 6. Индийско-китайское экономическое чудо

Серьезное улучшение экономических показателей Китая и Индии могут не только привести к изменению баланса сил в мире, но и запустить ряд процессов в глобальной экономике. Среди них, например, увеличение спроса на сырьевые товары, снижение эффективности санкций в отношении России, смягчение политики ФРС и ЕЦБ, другие меры стимулирования развитых экономики с целью сократить скорость отставания.

- **Усиление ожиданий низких ставок в долларах, снижение доходностей казначейских облигаций**
- **Компрессия кредитных и суверенных спредов**
- **Волна спроса на «компании роста» на глобальных рынках**
- **Улучшение отношения инвесторов к рисковому активам**
- **Рост сырьевых цен**
- **Увеличение спроса на российские активы**

→ [Модель роста — 2025](#)

→ [Китай](#)

→ [Европа](#)

→ [Сырьевые рынки](#)

→ [Валюты](#)

→ [Сценарии-2025](#)

→ [Российские облигации](#)

→ [ЦБ РФ](#)

→ [Валюты](#)

→ [Российские акции](#)

Показатель	Базовый прогноз	min max	Диапазон возможных значений и комментарии к сценариям
<b>СЫРЬЕВЫЕ РЫНКИ</b>			
<a href="#">Нефть Brent</a>	<b>75</b>	<b>50</b> <b>90</b>	Рецессия в развивающихся странах при росте добычи за пределами ОПЕК+ Жесткость ОПЕК+, роста потребления и слабого роста добычи за рамками ОПЕК+ из-за дефицита инвестиций
<a href="#">Золото</a>	<b>3 000</b>	<b>2 000</b> <b>3 500</b>	Улучшение настроений инвесторов на глобальных рынках, снижение спроса на защитные активы, геополитическая разрядка Рецессия в США, мягкая политика ФРС, высокие геополитические риски, падение доверия к доллару США
<b>МАКРОПОКАЗАТЕЛИ</b>			
<a href="#">Рост ВВП РФ</a>	<b>+2,0%</b>	<b>0,0%</b> <b>4,5%</b>	Резкое торможение роста из-за политики ЦБ РФ, дефицита трудовых ресурсов Импортозамещение, рост оборонной промышленности, интеграции новых территорий. Плюс эффект инвестиций — 2023–2024
<a href="#">Инфляция РФ</a>	<b>7,5%</b>	<b>6,0%</b> <b>12,0%</b>	Крепкий рубль, рост производительности труда Сохранение политики плавающего курса, рост расходов бюджета, замедление роста экономики
<a href="#">Ключевая ставка ЦБ РФ</a>	<b>18,0%</b>	<b>12,0%</b> <b>25,0%</b>	Быстрое смягчение денежно-кредитной политики на фоне ухудшения ситуации в экономике Сохранение политики плавающего курса рубля, рост ВВП, низкая безработица, резистентная инфляция
<a href="#">Ставка ФРС</a>	<b>4,0%</b>	<b>3,5%</b> <b>5,0%</b>	Снижение инфляции на фоне роста безработицы и замедления роста ВВП Рост цен из-за удорожания импорта, ускорение роста ВВП (импортозамещение), снижение безработицы
<b>РЫНОК АКЦИЙ*</b>			
<a href="#">Индекс МосБиржи</a>	<b>+15%</b>	<b>-10%</b> <b>+55%</b>	Высокая ключевая ставка ЦБ РФ в сочетании со слабым ростом экономики, кредитные события Сохранение быстрого роста экономики, укрепление рубля и снижение инфляции без роста ключевой ставки
<a href="#">S&amp;P500</a>	<b>+15%</b>	<b>-15%</b> <b>+25%</b>	Сильное ужесточение монетарной политики, инфляция из-за тарифов без ускорения роста ВВП Рост экономики США и Европы, мягкая монетарная политика относительно инфляции
<a href="#">MSCI Emerging Markets</a>	<b>+10%</b>	<b>-20%</b> <b>+20%</b>	Новые эпизоды проблем на развивающихся рынках, негативное отношение к Китаю и Индии Улучшение отношения инвесторов к Китаю, хорошие данные по другим экономикам, отскок индийского рынка
<b>РЫНОК ОБЛИГАЦИЙ*</b>			
<a href="#">Рублевые облигации</a>	<b>+28%</b>	<b>+14%</b> <b>+37%</b>	Повышение ставки ЦБ РФ в ответ на продолжение роста инфляции, недостаточное внимание ЦБ РФ к вопросу курса рубля Смягчение политики ЦБ РФ, отсутствие массовых и громких кредитных событий, рост экономики
<a href="#">Еврооблигации (внешний рынок)</a>	<b>+12%</b>	<b>+1%</b> <b>+15%</b>	Повышение ставки ФРС, расширение кредитных спредов из-за проблем на развивающихся рынках Сжатие кредитных спредов, быстрое снижение ставки ФРС и ЕЦБ
<a href="#">Еврооблигации (внутренний рынок)</a>	<b>+24%</b>	<b>+8%</b> <b>+34%</b>	Укрепление рубля, слабый спрос из-за улучшения доступа инвесторам на внешние рынки Слабый рубль, усиление контроля движения капитала, малый объем нового предложения бумаг
<b>ВАЛЮТЫ</b>			
<a href="#">Рубль/доллар</a>	<b>95</b>	<b>80</b> <b>130</b>	Пересмотр политики ЦБ РФ в отношении валютного курса, ужесточение норм продажи выручки экспортерами Проблемы с получением выручки от экспорта, проблемы в экономике, неконтролируемое усиление оттока капитала
<a href="#">Евро/доллар</a>	<b>1,0</b>	<b>0,9</b> <b>1,1</b>	Снижение торгового баланса, проблемы в экономике и ускорение оттока капитала из ЕС Жесткая политика ЕЦБ и улучшение ситуации в европейской экономике

\* 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 25 декабря 2024 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 на себя 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](http://www.alfacapital.ru).