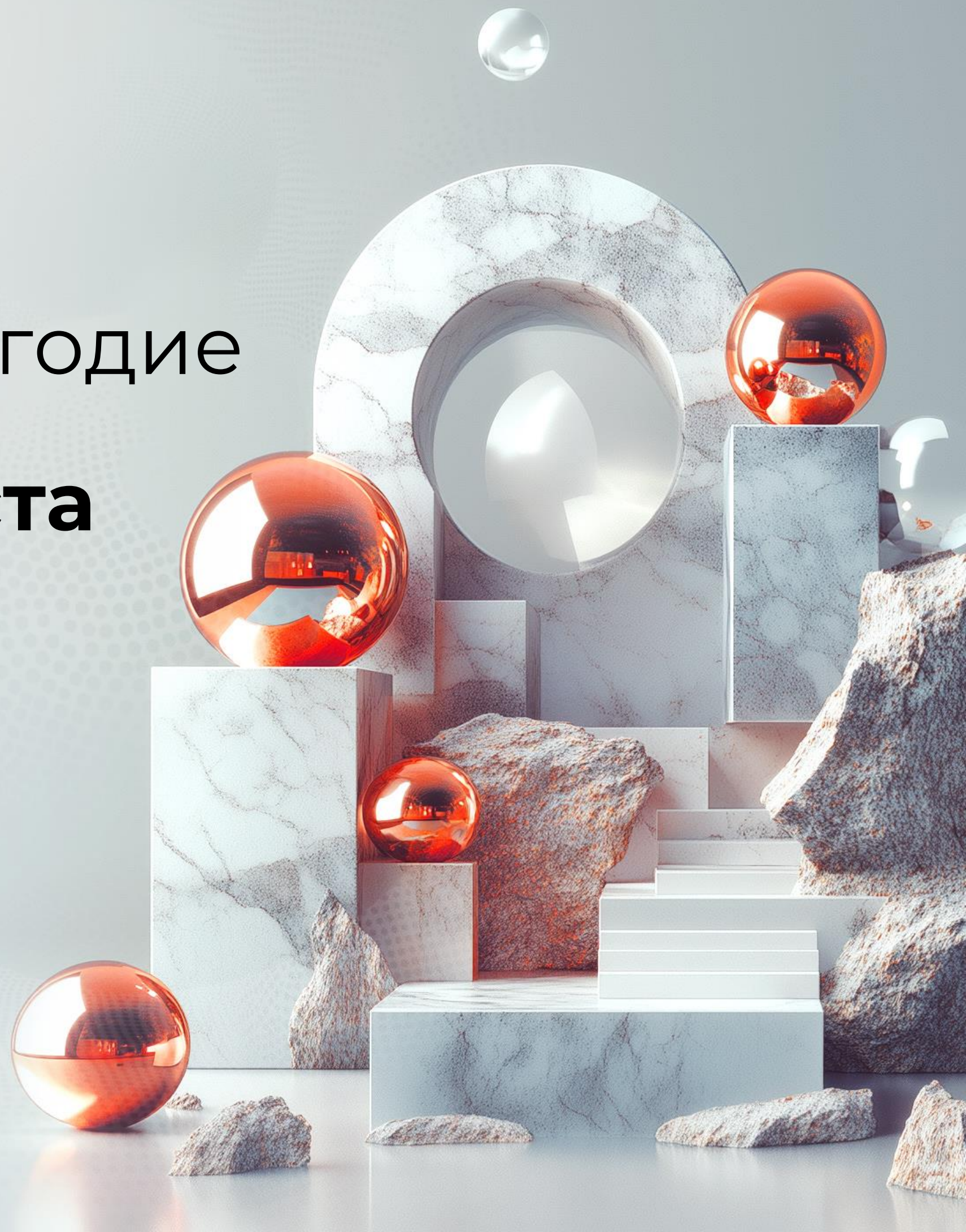


Стратегия на второе полугодие 2025 года. **Проблемы роста проявляются**



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>
04 <u>Долгосрочные тенденции в экономике</u>	14 <u>США: торговые войны и замедление экономики</u>	18 <u>КНР: Рост на 5% — план, но не прогноз</u>	21 <u>Сырьевые активы</u>	24 <u>Базовый сценарий</u>
05 <u>Модель роста экономики — 2025</u>	15 <u>Еврозона: больше стимулов</u>	19 <u>Новые рынки: тонкий баланс</u>	22 <u>Валюты</u>	25 <u>Пессимистичные сценарии</u>
06 <u>Бюджет полувоенного времени</u>	16 <u>Еврооблигации. Глобальный рынок</u>			26 <u>Оптимистичные сценарии</u>
07 <u>ЦБ РФ: догма плавающего курса рубля</u>				27 <u>Обновленный прогноз-2025</u>
08 <u>Три сценария для России в 2025 году</u>				
09 <u>Как запустить «турецкий сценарий» в России</u>				
10 <u>Российский рынок акций</u>				
11 <u>Российские облигации</u>				
12 <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](#)

Рост российской экономики в 2024 году достиг 4,1%. Это выше первых оценок, и основной вклад в рост внесла обрабатывающая промышленность, тогда как импульс со стороны сектора недвижимости и потребительского кредитования ощутимо ослаб. Так же слабо себя «чувствовала» добыча полезных ископаемых, во многом из-за низких мировых цен на сырье.

Также, очевидно, в декабре произошел скачок деловой активности, у компаний была серьезная мотивация для того, чтобы перенести работы и платежи на 2024 год, чтобы не попадать на повышение налога на прибыль и НДС. Обратной стороной этого решения стал довольно резкий спад деловой активности в начале 2025 года.

Инфляция хотя и осталась повышенной — годовое ее значение достигло 10,32% в марте, — но в апреле – мае ее траектория явно развернулась вниз. Это **даже позволило ЦБ РФ снизить ключевую ставку до 20%**.

Во многом снижению инфляции способствовал крепкий рубль. После того как инвесторы успокоились по поводу рисков тотального разрушения платежных цепочек и перестали агрессивно аккумулировать валюту, рубль начал укрепляться. **К концу мая курс оказался ниже USD/RUB 80 или CNY/RUB 11.**

Крепкий рубль, обеспечивший снижение инфляции, дает ЦБ РФ возможность снижать давление на экономику, что является позитивным фактором. Но одновременно отказ ЦБ РФ от каких-то действий по защите рубля от ослабления означает сохранение рисков появления новых проблем. Если, например, очередная смена новостного фона критически ухудшит настроения российских участников валютного рынка, это вызовет резкое ослабление рубля и новую волну инфляции. Ответить ЦБ РФ сможет только повышением ставок. А это чревато худшим вариантом «турецкого сценария».

Тем не менее риск сочетания высокой инфляции, высокой ключевой ставки и слабого рубля, похоже, стал существенно ниже. И хотя сценарий быстрого снижения ключевой ставки также, видимо, не реализуется, ситуация с точки зрения рубля и ключевой ставки все-таки развивается ближе к оптимистичному сценарию.

Что касается роста промышленного производства и ВВП, то здесь пока идем в рамках базового сценария, предполагающего серьезный сдерживающий эффект низкой безработицы и жесткой денежно-кредитной политики.

На этом фоне российский рынок облигаций будет выигрывать от снижения базовых доходностей и сужения кредитных спредов, а рынок акций — от нормализации оценок. По мультипликаторам российские акции оцениваются намного ниже, чем в среднем за последнее десятилетие.

Экономика растет, несмотря на санкции и жесткую политику ЦБ РФ

→ Модель роста — 2025

→ ЦБ РФ

Высокие темпы роста ВВП связаны с ростом промышленности

→ Рубль

→ Нефть

Оборонные расходы заменили собой инфраструктурные мегапроекты прошлых лет

→ Бюджет полувоенного времени

Неоднородная адаптация к условиям СВО

Экономика продолжает адаптироваться к режиму СВО: несмотря на санкционное давление, растет и промышленность, и сектор услуг. Внешняя торговля перестраивалась под новые условия, хотя экспортные секторы, особенно добыча полезных ископаемых, оказались в сложной ситуации.

Локомотивом остается обрабатывающая промышленность. Здесь и оборонный заказ, и импортозамещение. Восстановление новых территорий также повышает совокупный спрос на продукцию обрабатывающей промышленности, хотя сами территории пока не отражаются в официальной статистике Росстата. В уязвимом положении находится строительство, потребительское кредитование, компании с высокой долговой нагрузкой.

ЦБ РФ следует крайне жесткой политике (несмотря на снижение ключевой ставки до 20% в июне), обосновывая это перегревом экономики. При этом игнорирование новых реалий, критически снижающих эффективность трансмиссионных механизмов, создает риски для экономики.

ВВП и промышленное производство



Структурный фискальный стимул

Дефицит бюджета по итогам 2025 года ожидается в пределах 1,7% ВВП, что больше начальных проектировок (0,5%) из-за снижения нефтегазовых доходов. Последние пострадали от сочетания снижения цен на нефть и крепкого рубля. Фактический показатель будет зависеть от ситуации в экономике (здесь пока все хорошо, ненефтегазовые доходы выше ожиданий) и расходов на СВО (здесь хуже, надежды на быстрое завершение пока не оправдываются). Доля оборонных расходов федерального бюджета в 2025 году запланирована в пределах 32,5%.

Увеличение оборонного заказа предполагает наличие или ожидание ввода в строй производственных мощностей, способных его выполнить. Производства вооружения, припасы, оборудование. Отсюда рост производства военной продукции и смежных отраслей.

⇒ Поддержка обрабатывающей промышленности

⇒ Рост квалификации рабочей силы и долгосрочного роста

⇒ Дефицит может резко вырасти при сильном охлаждении экономики, что увеличит риск резкого ослабления рубля

Бремя торгового профицита

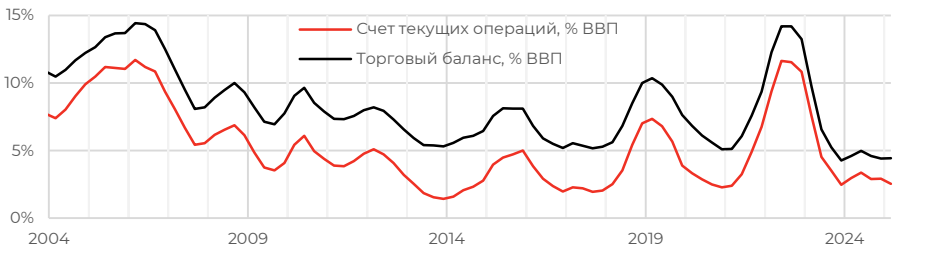
Россия сохраняет большие объемы экспорта и торгового профицита (USD 39,2 млрд за 4 мес. 2025 г.) и профицит по счету текущих операций (USD 21,0 млрд за 4 мес. 2025 г.), которые по размерам вполне сопоставимы со значениями до СВО.

Профицит счета текущих операций — обратная сторона дефицита финансового счета (USD 14,1 млрд) и неидентифицируемых чистых оттоков (USD 14,7 млрд по статье «чистые ошибки и пропуски»). Эти статьи включают в себя экспортные доходы, осевшие на иностранных счетах, рост дебиторской задолженности и другие видимые и скрытые оттоки денег из России.

Постоянный торговый профицит сокращает потенциал инвестиций, потребления и госрасходов, так как стоимость потребляемых товаров и услуг стабильно ниже стоимости произведенных. Это своего рода «налог» на российскую экономику в пользу торговых партнеров. Поэтому укрепление рубля, при всех негативных краткосрочных эффектах, высвобождает ресурсы, необходимые для долгосрочного роста.

Впрочем, риски ослабления рубля остаются высокими из-за фактора доходов бюджета, а также необходимости поддерживать высокие объемы экспорта нефти и газа в силу геополитических соображений.

Торговый баланс и счет текущих операций

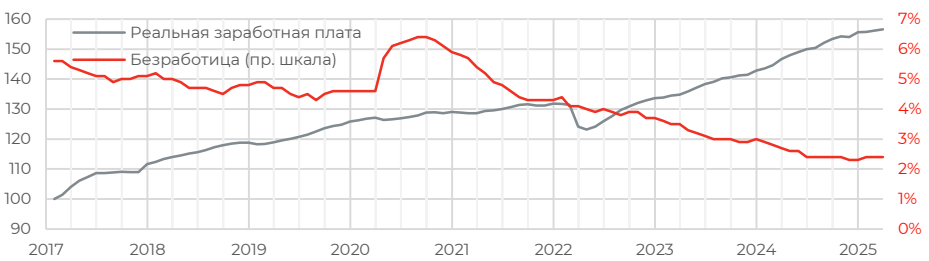


Замедление роста заработных плат

Безработица в России держится в пределах 2,3% — минимум за всю постсоветскую историю. Во многих регионах безработица ниже 1,5%. Тем не менее в начале года рост реальных заработных плат резко замедлился до 5,2% (по итогам 2 месяцев). Это вместе со слабым ростом финансовых результатов компаний (+4,2% в 1-м кв.) говорит о том, что финансовое состояние компаний не позволяет им активно конкурировать за трудовые ресурсы.

⇒ Охлаждение экономики замедлило рост заработных плат

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

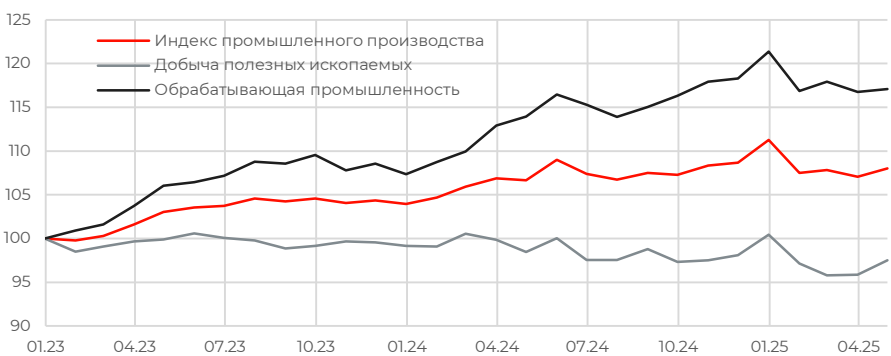
Обрабатывающая промышленность

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, причем и 2024 год прошел без замедления.

В начале 2025 года рост замедлился. Жесткая политика ЦБ РФ все-таки запустила охлаждение экономики. Тем не менее обрабатывающая промышленность выглядит лучше добывающей, находящейся под давлением крепкого рубля и низких цен на нефть.

⇒ **Инерция 2023–2024 гг. обеспечит сохранение роста**

Обрабатывающая и добывающая промышленность



Обрабатывающая промышленность растет быстрее других сегментов, но и здесь рост затухает из-за высоких ставок

Бум промышленной недвижимости

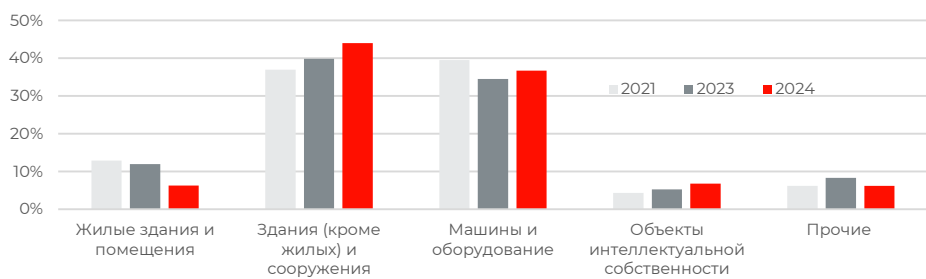
Оживление промышленности довольно быстро столкнулось с проблемой дефицита площадок для размещения производства. Значительная часть промышленных объектов за последние 30 лет была перепрофилирована или перестроена под офисы, жилье и пр. На фоне возросшего спроса увеличились и объемы строительства коммерческой недвижимости.

Большие объемы инвестиций и строительства не только частично компенсируют спад жилищного строительства, но и делают возможным сохранение роста в обрабатывающей промышленности.

⇒ **Долгосрочный рост обрабатывающей промышленности**

⇒ **Снижение стоимости аренды производственных площадей**

Структура инвестиций



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

Рост производительности труда

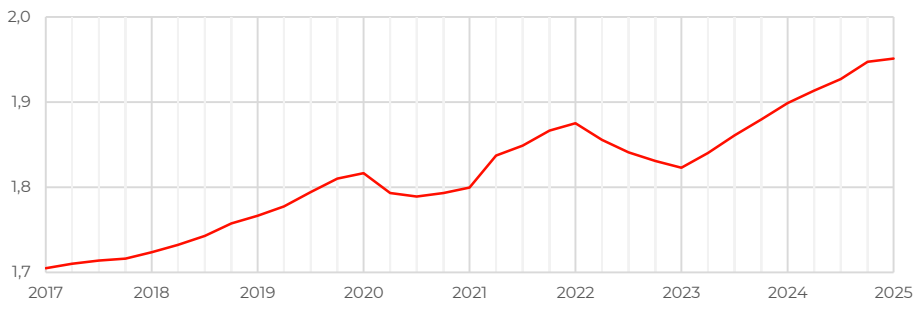
В 2022 году спад промышленного производства был обусловлен сворачиванием производства автомобилей, бытовой техники и других товаров иностранными компаниями. Это были административные решения, а не результат проблем в экономике. Подобное было в 2020 году из-за карантинных ограничений.

Если в 2022 и 2023 годах рост промышленного производства во многом был обеспечен обороной, то во второй половине 2023 года налицо был рост и в «гражданских» сегментах, в том числе в автопроме и производстве бытовой техники. Эта тенденция должна сохраниться и в 2025 году.

⇒ **Сохранение роста ВВП без увеличения занятости**

⇒ **Реакция ЦБ РФ на быстрый рост ВВП — жесткая ДКП**

Индекс ВВП на одного занятого



На первом этапе роста экономики производство растет за счет роста использования труда. Инвестиции со временем увеличивают производительность труда и снижают потребность в рабочей силе даже при росте выпуска

→ [ЦБ РФ](#)

Замедление роста производительности труда в 1-м кв. 2025 г. — сигнал охлаждения экономики, которая по этому показателю еще не вышла на траекторию 2017–2021 гг.

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. Сдерживающим фактором и источником риска является жесткая политика ЦБ РФ. Компании сокращают инвестиционные программы и сталкиваются с неплатежами (когда пени ниже, чем ставка по депозитам).

→ [Прогноз](#)

Консервативный бюджет, низкий долг

После дефолта 1998 года по государственным долговым обязательствам российское правительство следует консервативной бюджетной политике. В благоприятные периоды поддерживается профицит бюджета, накапливаются резервы, которые экономно расходуются в неблагоприятные периоды.

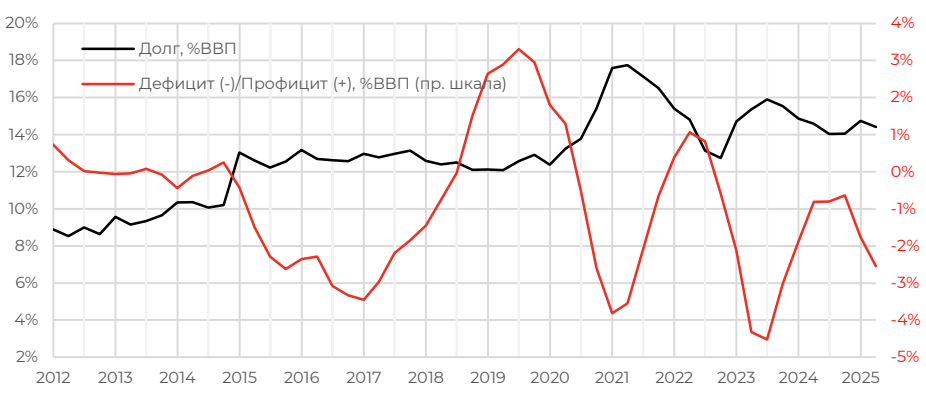
Результат — низкая суверенная долговая нагрузка (14,5% ВВП на конец 2024 г.), причем основной объем — это внутренний долг (82%).

→ [Цены на нефть](#)

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

⇒ **Фискальный стимул при спаде экономики**

Дефицит бюджета и госдолг (% ВВП)



У России одни из лучших суверенных кредитных метрик 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 отчасти верно, но только в той части, что бюджет на фоне роста ВВП оставался дефицитным вместо обычного накопления резервов.

По критерию отношения расходов бюджета к ВВП значимого фискального стимула не было. Доходы и расходы федерального бюджета держатся около 20% ВВП, дефицит в 2025 году ожидается в пределах 1,7% ВВП — скромный показатель даже для стран, не ведущих масштабных боевых действий.

Доходы, расходы и баланс бюджета (% ВВП)



Несмотря на быстрый рост доходов и расходов бюджета в рублях, при пересчете в % ВВП они серьезно не меняются

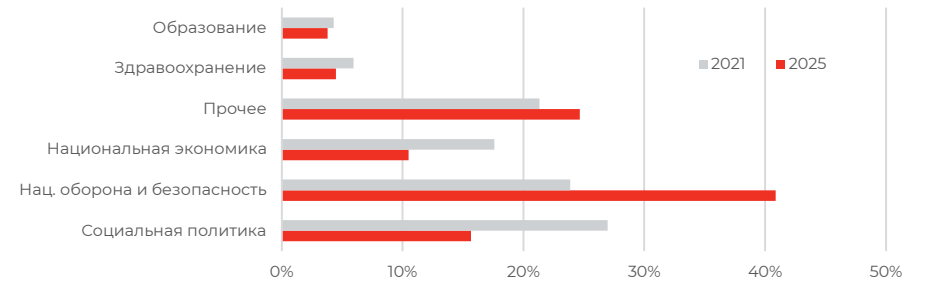
→ [Рублевые облигации](#)

Структура расходов и приоритеты

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.

Изменение структуры расходов имеет проинфляционный эффект. Повышение спроса и рост заработных плат в узком круге специальностей (в том числе военных) повышает зарплатные ожидания и в других сегментах, подстегивает совокупный спрос.

Изменение структуры расходов бюджета



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

Нефтегазовые доходы все еще важны

Повышение налога на прибыль до 25% и рост «верхних» ставок НДС, а также рост несырьевой экономики обеспечили в 1-м кв. 2025 года опережающий рост нефтегазовых доходов (+10,6% г/г), во многом компенсировавший снижение нефтегазовых доходов (-9,8% г/г) из-за крепкого рубля и падения цен на нефть.

→ [Нефть](#)

Тем не менее рост дефицита до 2,17 трлн рублей в 1-м кв. 2025 года относительно прошлого года (1,88 трлн рублей) говорит о том, что правительство будет менее свободно в увеличении расходов, что скажется на снижении инфляции. С другой стороны, есть и мотивация ослабить рубль для увеличения доходов — это источник валютного и инфляционного риска для 2-й половины года.

→ [Три сценария — 2025](#)

⇒ **Сохранение рисков ослабления рубля и инфляции, особенно при резком увеличении расходов**

⇒ **Ускорение снижения доли нефтегазовых доходов, адаптация финансовой системы к низким экспортным доходам**

→ [Рубль](#)

Доля нефтегазовых доходов в федеральном бюджете



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

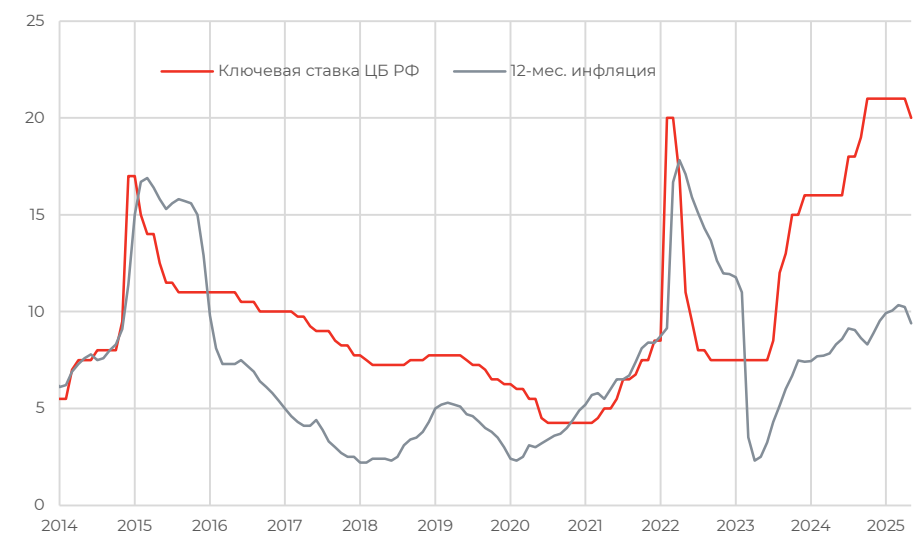
Вынужденная жесткая политика ЦБ РФ

С 2014 года ЦБ РФ болезненно воспринимает высокую инфляцию и действует жестко и решительно в части монетарной политики. В 2015–2016 годах сочетание плавающего курса рубля и жесткой монетарной политики обеспечили достижение целей по инфляции. В этот рецепт твердо уверовал и ЦБ РФ, и участники рынка.

Из-за уверенности в способности ЦБ РФ быстро остановить рост инфляции многие восприняли повышение ставки в 2023 году как кратковременное. Но ни 15%, ни 20% по ключевой ставке инфляцию не снизили, наоборот, к концу года рост цен начал разгоняться. Успехов ЦБ РФ не добился и в 2024 году. И только в 2-м кв. 2025 года начали появляться первые признаки снижения инфляции.

Причина низкой эффективности действий ЦБ РФ не только в том, что компании не спешили реагировать на высокие ставки, **но и в сломанном трансмиссионном механизме.**

Инфляция в РФ и ключевая ставка ЦБ РФ



Снижение ключевой ставки до 20% сохранило рекордный дифференциал между ставкой и инфляцией, политика ЦБ РФ остается сверхжесткой

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

→ [Рубль](#)

Опыт инфляционного таргетирования

При детальном рассмотрении эпизодов повышения ставки после 2014 года 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 сбило волну ослабления рубля, запустило обратный процесс его укрепления. В итоге инфляция замедлилась.
- 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. К росту цен привело ослабление рубля на 30% в 2020 году. Затем началась СВО, и противостояние ЦБ РФ и инфляции оказалось незаконченным.
- 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.** Рубль на этот раз слабел при высокой ставке, и ослабление рубля оказалось сильнее фактора ключевой ставки.

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

⇒ **Сохранение высоких инфляционных и валютных рисков.**

Прогноз

Пока ситуация развивается по оптимистичному сценарию. ЦБ РФ не препятствует укреплению рубля, например, через смягчение контроля движения капитала, правительство не пересматривает нормативы продажи выручки. Укрепление рубля уже сказывается на активности экспортеров, снижает цены на импортируемые и экспортируемые товары. Если курс продолжит укрепляться к **USD/RUB 70**, инфляция может довольно быстро замедлиться **до 6%**, а ЦБ РФ сможет активно снижать ключевую ставку. Она может опуститься **до 13% к концу года**. Рост ВВП из-за смягчения эффекта ставки составит порядка **2,5%** несмотря на слабое начало года.

При негативном сценарии рубль резко ослабнет, курс уйдет к **USD/RUB 110 и выше**. Воспрянут экспортеры, вырастут доходы бюджета и подскочат цены на торгуемые товары. **Инфляция закрепится выше 10%**, что может вынудить ЦБ РФ снова повысить ставку, вернув ее к **21%**. Это может спровоцировать рецессию, результатом которой будет еще большее давление на рубль и рост инфляции.

Базовый сценарий предполагает отскок курса рубля вверх, стабилизацию около **USD/RUB 85**, что обеспечит **снижение инфляции до 7,5%**. ЦБ РФ начнет снижение ключевой ставки, но осторожно, до конца года она составит порядка **18%**. **Рост ВВП при этом составит около 1,5%.**

Несколько эпизодов повышения ключевой ставки ЦБ РФ показывают критическую важность валютного курса в рамках трансмиссионного механизма

→ [Турецкий сценарий](#)

→ [Сценарии-2025](#)

Укрепление рубля позволяет ЦБ РФ быстрее перейти к снижению ключевой ставки, что улучшает прогноз по росту ВВП на 2025 и 2026 гг.

→ [Прогноз](#)

→ [Модель роста — 2025](#)

→ [ЦБ РФ](#)

ЦБ РФ, принимая решения по ставке, действует «по фактической погоде». Быстрый спад экономической активности может привести к быстрому снижению ключевой ставки

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 фактор валютного курса начнет влиять на инфляцию? Изменит ли ЦБ РФ отношение к валютному курсу?
3. Когда и насколько сильно начнет проявляться эффект переноса ставки в цены на конечные товары (инфляция предложения)?

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 это — спад инвестиционного и потребительского спроса, что в итоге и снижает инфляцию. Рецессия — не самоцель, а неизбежная стадия экономического цикла в рамках инфляционного таргетирования.

ЦБ РФ в 1-м кв. 2025 г., похоже, удалось спровоцировать охлаждение экономики, хотя и без роста безработицы. Число дефолтов пока очень мало. Тем не менее, если экономика начнет заходить в рецессию, ЦБ РФ придется быстро смягчать денежно-кредитную политику, так как рецессии в нынешних условиях — это еще и потеря доверия к рублю, его ослабление, следовательно, скачок инфляции.

Быстрое снижение ключевой ставки позитивно скажется на экономике во второй половине года. Причем одни компании выйдут из периода высоких ставок с большим запасом финансовых ресурсов, а другие с дырами в балансе, а значит, можно ожидать высокой M&A-активности и перетока производственных ресурсов между компаниями, то есть роста производительности труда.

Деловая активность (индексы PMI)



2. Турецкий сценарий

Основная проблема режима инфляционного таргетирования в том, что он не работает в условиях санкций. Нет единого валютного рынка (он сегментирован), свободного движения «горячих» денег в Россию и из нее. Поэтому привычка ЦБ РФ влиять на курс через ключевую ставку не приносит ожидаемого результата.

Факторы, влияющие на рубль, меняются быстро, волатильность курса запредельная, и это мощнейший проинфляционный фактор.

Еще есть риск, что высокая ключевая ставка подстегнет инфляцию через рост издержек. Хотя, по оценке ЦБ РФ, процентные расходы — это менее 3% себестоимости, при рентабельности 15% процентные платежи составляют 20% прибыли. И эти 20% откусываются на каждой стадии цепочки создания стоимости, добавляя по чуть-чуть на каждом этапе к конечной цене.

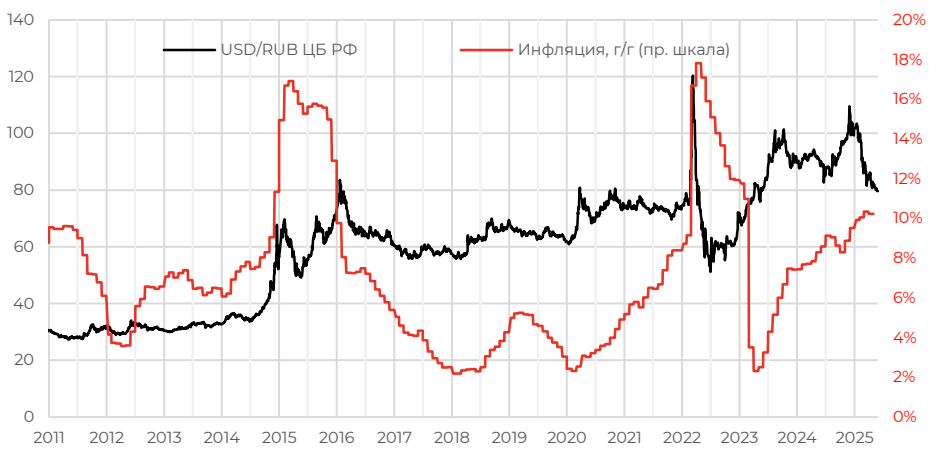
Если при этом всем начинается резкое ослабление рубля, инфляция ускорится, ЦБ РФ придется повышать ставку. Экономика будет охлаждаться, но инфляционное давление из-за роста издержек спадать не будет. И здесь может возникнуть обратная связь: спад экономики подорвет доверие к рублю, его ослабление приведет к росту инфляции и еще большему ужесточению политики ЦБ РФ.

3. Крепкий рубль

Стабильный и при этом крепкий рубль — необходимое условие снижения инфляции. Хотя ЦБ РФ по-прежнему на словах отказывается от идеи контроля валютного курса, он должен понимать, что при резком ослаблении рубля задача снижения инфляции становится невыполнимой. Кроме того, крепкий рубль, через давление на экспортеров и компании, конкурирующие с импортом, является **механизмом охлаждения экономики**. Так что ЦБ РФ не должен как минимум препятствовать крепкому рублю.

И это проблема, так как укрепление рубля происходит после длительного периода высоких ставок, которые подорвали финансовое состояние компаний, вызвали рост издержек. Поэтому **«цена» снижения инфляции за счет крепкого рубля может оказаться очень высокой** в терминах спада ВВП и роста безработицы.

Инфляция и курс рубля



Резистентность инфляции — результат слабости трансмиссионных механизмов

Устойчивое ослабление рубля не позволит снизить инфляцию повышением ставки

→ [Турецкий сценарий](#)

→ [Рубль](#)

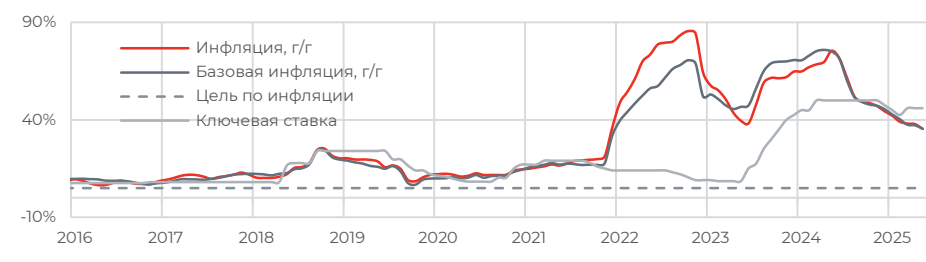
Позднее включение контроля курса рубля может привести к негативным последствиям для экономики

Все случаи снижения инфляции с 2014 года требовали стабилизации, а еще лучше укрепления рубля

Страх перед «турецким сценарием»

ЦБ РФ, несмотря на неспособность высокой ставки быстро победить инфляцию и на критику в свой адрес, продолжает следовать сверхжесткой денежно-кредитной политике. Главный аргумент регулятора звучит примерно как: «Иначе будет как в Турции». Имеется в виду резкий рост инфляции, девальвация рубля и туманные перспективы, и все из-за слишком мягкой ДКП.

Инфляция и ставки, Турция



«Эрдоганомика» — результат трудного выбора

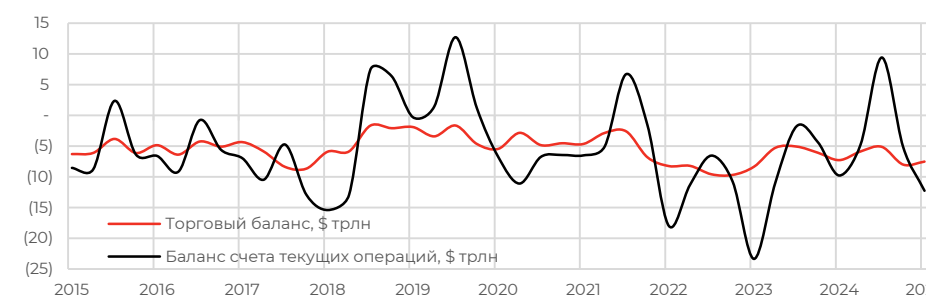
Ситуация в Турции имеет несколько важных предпосылок:

- Долгий период отрицательных реальных ставок, разогревший экономику, вместе с хроническим торговым дефицитом, вызвавшим зависимость от внешнего финансирования, создал условия для быстрого обесценения лиры. Последовавшее удорожание импорта подстегнуло инфляцию (достигала 85% в октябре 2022 года). Доверие к регулятору упало до минимума.
- Долларизация финансовой системы Турции (30% активов и 60% пассивов номинированы в иностранной валюте) серьезно снижает эффективность изменения ставок в турецких лирах.
- Зависимость экономики от импорта, в т. ч. энергоносителей. Как результат — инфляционный шок из-за скачка мировых цен на сырье, особенно после начала СВО.

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.

Тем не менее ЦБ Турции все же пытается взять ситуацию под контроль: ставка 46%, инфляция снизилась до 38%. Но здесь вопрос, заслуга ли это ЦБ или результат снижения цен на нефть, выправившего торговый баланс.

Торговый баланс и счет текущих операций Турции



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.

- Сильное влияние курса национальной валюты на цены,** следовательно, высокие инфляционные риски, связанные с курсом.
- Приоритет роста экономики.** Турции нужно трудоустроить массу представителей молодого активного населения, России — обеспечивать рост выпуска оборонной продукции, проводить импортозамещение.
- 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

Чем Россия не Турция

Хотя внешне ситуация могла показаться схожей, есть нюансы:

- Очень низкая безработица (2,3%),** быстрый рост экономики (4,1% в 2024 году). Есть признаки перегрева экономики, нет жесткого выбора между стимулированием роста и замедлением инфляции. Слабый рубль нежелателен, так как он разогревает экономику (рост экспорта, снижение спроса на импорт).
- 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, **принципиально отличие России — огромный профицит счета текущих операций.** Это дает возможность держать рубль крепким за счет ограничений на движение капитала, не расходуя резервы.
- Разное влияние ключевой ставки на валютный курс.** В России ставка не может быстро влиять на курс рубля, так как «мост» движения спекулятивного капитала закрыт. Невозможен ни быстрый отток, ни приток денег на валютный рынок вслед за изменением разницы в ставках в России и за рубежом.
- 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, как если печатать деньги для финансирования расходов бюджета. А это проинфляционный риск.

Турецкий сценарий в России сейчас возможен только в усеченном варианте «слабый рубль + высокая инфляция». В полном формате, включающем в себя ускорение роста экономики, он невозможен из-за уже низкой безработицы, ограничивающей возможности роста экономики.

Для запуска «турецкого сценария» может оказаться достаточно сильного ослабления рубля и излишне резкой ответной реакции ЦБ РФ в виде повышения ключевой ставки, которое вызовет спад экономики и падение доверия к рублю, его ослабление и инфляционную волну.

Последствия девальвации лиры — главный урок для России

→ [Догма плавающего курса рубля](#)

Высокая ключевая ставка ЦБ РФ если и влияет на курс рубля, то очень медленно, несопоставимо с тем, что было до СВО

→ [Три сценария — 2025](#)

Скачок инфляции в Турции был вызван ростом цен импорта (нефти и газа), что вызывало ослабление лиры и рост цен импорта. При этом у ЦБ Турции не было резервов, препятствовать ослаблению было нечем

Выбирая между низкой инфляцией и ростом экономики, Турция выбрала второе. В 2022 и 2023 гг. рост ВВП был выше 5%, безработица снижалась

→ [Нефть](#)

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

Новые риски

Волатильность на российском рынке акций резко возросла в начале года из-за высокой чувствительности к геополитике. Инвесторы начали закладывать в цены возможное урегулирование конфликта РФ и Украины и хотя бы частичное снятие санкций. Этого «эмоционального топлива» хватило, чтобы вернуть IMOEX на уровень выше 3 300 пунктов. Однако закрепить результат не удалось — рынок растерял рост и вернулся к уровням начала года вследствие следующих факторов:

- отсутствия существенного прогресса в переговорах;
- отказа ряда крупных эмитентов от выплаты дивидендов;
- укрепления рубля и снижения сырьевых цен — негатив для экспортеров.

Индекс МосБиржи в сравнении с индексом стран с развивающейся экономикой

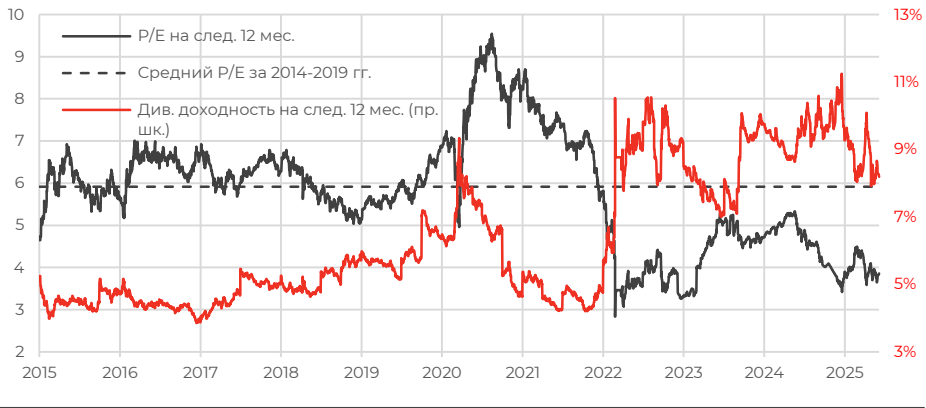


Индексу МосБиржи не удалось закрепить февральский рост

Снова мегадешевая оценка

Форвардный мультипликатор P/E (отношение цены к прибыли компаний) индекса МосБиржи вырос до 4,1х, что все еще ниже среднего значения 2014–2019 годов в 5,9х. Это сохраняет потенциал роста котировок на 40–50% на горизонте одного-двух лет. Потенциальная дивидендная доходность сузилась до 8%, на следующие два года показатель составит 7–9%. Основная доля дивидендных выплат, полагаем, придется на банковский сектор, тогда как сырьевые и экспортно-ориентированные компании будут придерживаться консервативной политики.

P/E и дивидендная доходность индекса МосБиржи



Снижение цен на акции не сопровождалось сопоставимым снижением прогнозов по прибылям и дивидендов. Оценка относительно будущих доходов снизилась

Факторы роста и риски снижения

Разворот рынка к росту возможен уже за счет роста ожиданий дальнейшего снижения ключевой ставки. Сценарий деэскалации или завершения СВО был бы наиболее благоприятным для российского рынка, но в обозримой перспективе исход переговоров мало предсказуем, а его вариации очень многообразны.

Из реалистичных возможных факторов роста можно выделить:

- дальнейшее смягчение монетарной политики;
- переток средств с депозитов на фондовый рынок;
- новые IPO по адекватным оценкам;
- улучшение геополитической ситуации.

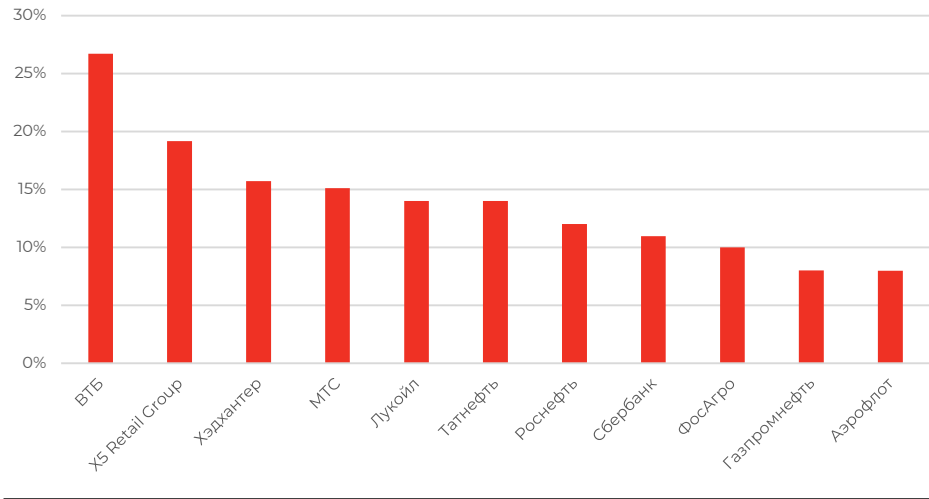
Негативными рисками для рынка остаются:

- 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.

→ [Нефть](#)

→ [Три сценария — 2025](#)

Ожидаемая див. доходность российских акций



Лидерство по дивидендной доходности захватывают банки и компании, ориентированные на внутренний спрос, вытесняя сырьевые компании, страдающие от низких цен на нефть при крепком рубле

Прогноз-2025

При базовом сценарии индекс МосБиржи отыграет часть потерь 2024 года, достигнув отметки **3 400 пунктов (+25% с учетом дивидендов)**. Основной фактор роста — низкие мультипликаторы, высокая дивидендная доходность, начало цикла снижения ключевой ставки.

При негативном сценарии инвесторам стоит готовиться к продолжению коррекции и снижению стоимости портфелей в среднем **на 10%** в случае новых внешних или внутренних экономических шоков.

При благоприятном сценарии российский рынок вернется обновит максимумы после СВО, уйдет к 4000 пунктам, что с учетом дивидендов даст **около 45%**.

→ [Прогноз](#)

В сценарии роста ставок денежный рынок лучше депозитов

ЦБ РФ

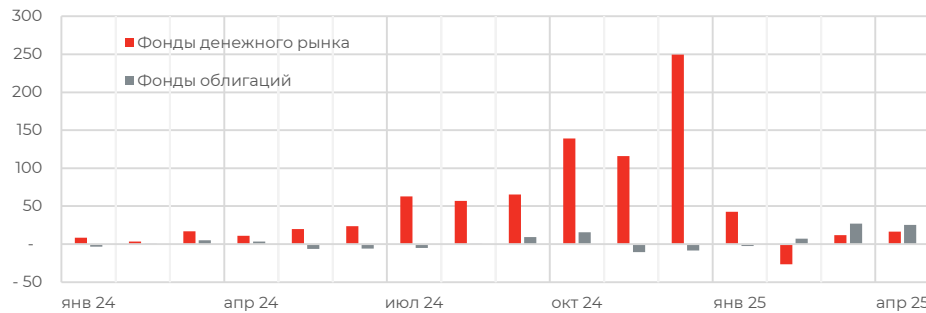
Притоки в фонды денежного рынка

Высокая текущая доходность, отсутствие просадок, снижение ставок по депозитам — все это поддерживает спрос на инструменты денежного рынка, в том числе паевые фонды.

Впрочем, с начала года приток средств в такие фонды замедлился. Инвесторы перенесли внимание на фонды облигаций, так как ставка, по мнению большинства, вышла на плато. Это связано с состоянием экономики, не позволяющим ЦБ РФ ужесточать денежно-кредитную политику. Каждый признак охлаждения экономики увеличивает притоки в фонды рыночных инструментов.

Не стоит ожидать массового исхода из фондов денежного рынка. Инвесторы «распробовали» их удобство и повышенную доходность, следующую за ключевой ставкой.

Чистые притоки в денежные и облигационные фонды, млрд рублей

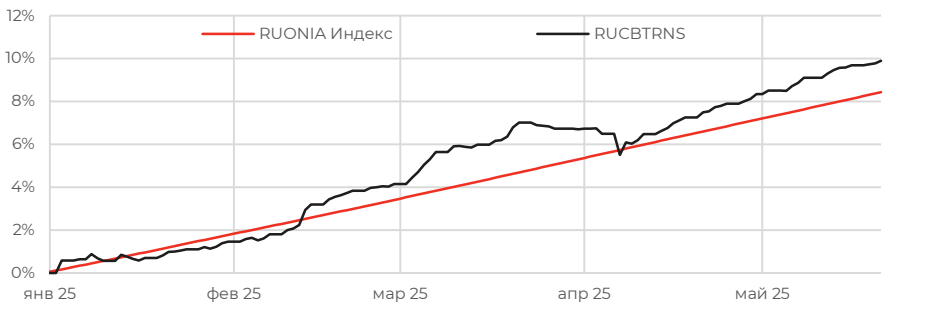


ОФЗ для терпеливых

Импульс, полученный долговым рынком в конце прошлого года, задал тон первому полугодю 2025 года. Сегмент корпоративных облигаций наконец-то начал опережать инструменты денежного рынка, и это при сохранении ключевой ставки на уровне 21%.

В основе роста лежит сужение кредитных спредов. Происходит это из-за того, что заемщики успешно справляются с периодом высоких ставок. Тем не менее спреды остаются повышенными из-за ужесточения банковских нормативов. А это вкупе с возвратом эмитентов на первичный рынок поддерживает доходности к погашению на высоком уровне. Возможность сформировать портфель корпоративных облигаций еще не упущена.

Индексы рынка облигаций против ставки денежного рынка



Рынок закладывает в цены ОФЗ длительный период высоких процентных ставок

Осторожный оптимизм

Позитивные для облигаций макроэкономические данные (снижение кредитования, охлаждение деловой активности, замедление инфляции в мае – июне) усилили ожидания снижения ключевой ставки. В результате за 5 мес. индекс гособлигаций RGBITR показал +7,7%. После снижения ключевой ставки в июне рост рынка продолжился.

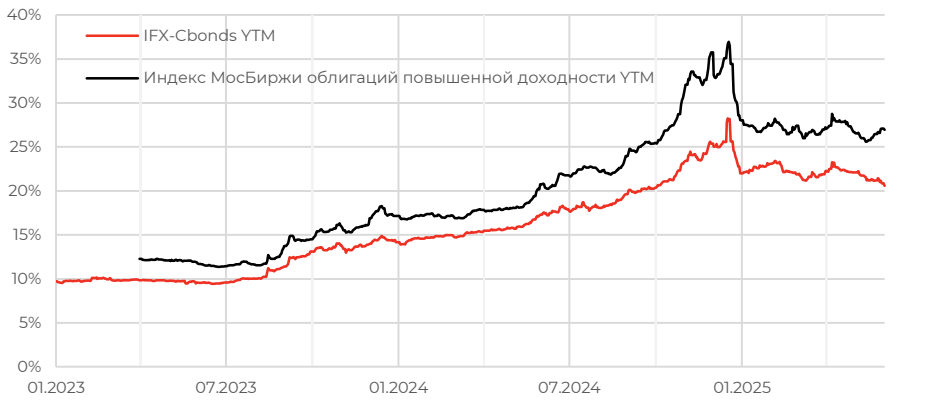
Поддержку гособлигациям оказывает сильный спрос на аукционах. С начала года Минфин уже разместил 1,8 трлн рублей (более трети плана в 4,8 трлн рублей), при этом пока ни разу не предложив флоатеры. Значит, институциональные инвесторы уже не так сильно боятся процентного риска. Позитивно, что в обновленных параметрах бюджета план по валовым заимствованиям остался неизменным, несмотря на расширение дефицита.

На котировки ОФЗ также значительно влияет геополитика. Любые новости о ходе переговорного процесса «двигают» рынок. Однако волатильность здесь заметно ниже, чем на рынке акций.

Тренд на снижение инфляции может быть сломлен, если курс рубля не удержится ниже USD/RUB 85. В случае ослабления рубля ЦБ РФ придется удерживать ставку на повышенном уровне дольше, чем сейчас закладывает рынок.

Впрочем, даже при таком риске высокие доходности к погашению ограничивают потенциал снижения стоимости портфелей рублевых облигаций. **Так что период для покупки длинных ОФЗ и корпоративных облигаций сейчас довольно благоприятный.**

Индексы доходности рынка облигаций



Рост объемов размещения в 2п. 2025 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

При базовом сценарии, предполагающем снижение ключевой ставки ЦБ РФ до конца года до 18%, за 2025 год портфели корпоративных облигаций смогут принести **порядка 25%**. При других сценариях — **от 15% до 35%**. Высокие ожидаемые результаты по сегменту обусловлены высокими текущими доходностями к погашению облигаций, а также перспективой снижения ключевой ставки.

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.

Прогноз

ЦБ РФ

Потенциально дефицитный актив

В конце 2024 года доходности в сегменте замещающих облигаций заметно выросли, доходность к погашению (YTM) соответствующего индекса Cbonds достигала 15%. Это было вызвано как боязнью навеса предложения со стороны держателей замещенных облигаций Минфина, так и ростом доходностей рублевых бумаг.

Эти риски не реализовались. Инвесторы не стали распродавать замещенные суверенные бумаги, доходности рублевых облигаций начали снижаться. Давление на рынок также снижалось по мере сокращения открытой валютной позиции банков, у них пропала острая потребность в продаже валютных активов или привлечении валютного фондирования. Поддержку оказывают и близкие к нулю ставки в CNY. Теоретически это позволяет некоторым инвесторам дешево фонтировать покупку замещающих выпусков. В итоге с начала 2025 года показатель YTM индекса замещающих облигаций опустился до 8%.

Сильное укрепление рубля — также фактор поддержки. Для большого числа инвесторов замещающие облигации — один из немногих доступных активов в иностранной валюте. И чем ниже опускается курс рубля, тем выше потенциал его обратного движения.

Снижение доходностей оживило сегмент **«незамещающих облигаций»** — облигаций, изначально выпущенных в России, но с привязкой к иностранным валютам. За неполный период 1п. 2025 г. таких облигаций размещено на 7,4 млрд \$, что больше, чем за весь 2024 г.

После ралли первой половины года потенциал дальнейшего роста котировок ограничен. Ориентироваться стоит на текущую доходность к погашению. До конца года она дает 4,5% в USD, в результате доходность по итогам всего года составит порядка 13%.

YTM замещающих облигаций быстро пришли в норму



Облигации в юанях

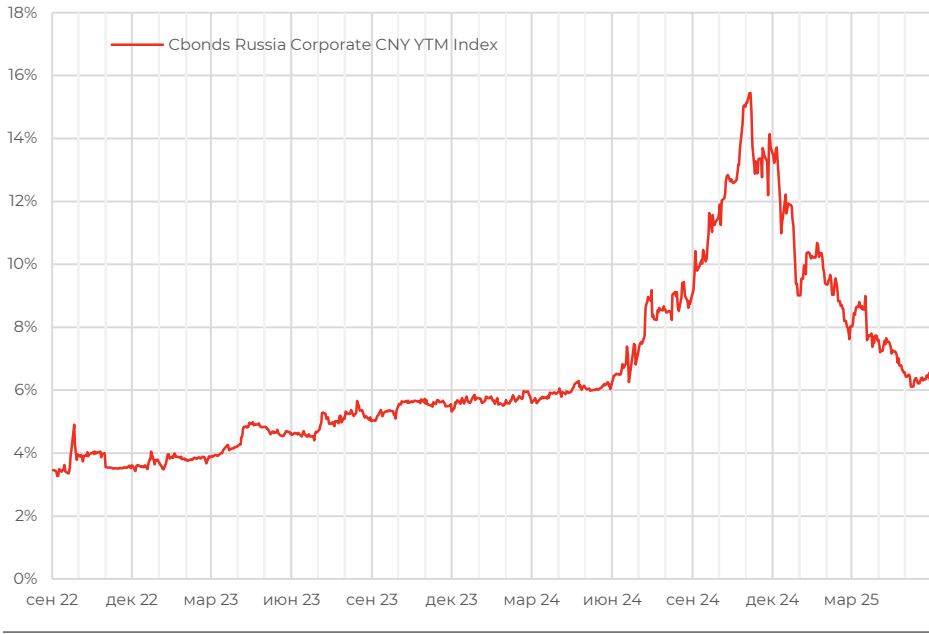
В целом динамика сегмента корпоративных юаневых облигаций повторяла динамику замещающих облигаций. Доходности начали резко падать в начале года. За пять месяцев индекс корпоративных облигаций в юанях принес инвесторам 9,5%, но текущая доходность к погашению индекса опустилась до 6,3%.

Основная причина та же — снижение рублевых доходностей. Кроме того, проблемы с юаневой ликвидностью, судя по всему, разрешились, что привело к обнулению ставок денежного рынка по юаню в России.

Рост торговли с Китаем — еще один 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 облигаций в CNY на МосБирже



Прогноз

При базовом сценарии портфели из облигаций в долларах и евро на российском рынке в 2025 году принесут порядка **13%**. Это предполагает, что доходности к концу года будут в пределах YTM 10% по соответствующему индексу Cbonds.

При позитивном сценарии возврат доходностей к уровням начала 2024 года обеспечит результат в пределах **15%**.

При неблагоприятном сценарии доходности могут немного подрасти и даже подняться выше уровней начала года (YTM 11%), но благодаря текущим доходностям к погашению сегмент все равно обеспечит по итогам года порядка **8%**.

→ [Рубль](#)

→ [Сценарии для 2025 г.](#)

→ [Юань](#)

→ [Экономика Китая](#)

Доходности облигаций в CNY обвалились вслед за доходностями облигаций в долларах и евро

→ [Прогноз](#)

Не реализовавшиеся риски распродажи суверенных замещенных облигаций привели к быстрому росту цен бумаг (падению доходностей)

Экономика и рынки акций Европы и США

Развитые рынки США и ЕС, скорее всего, сохраняют нейтральную динамику в ближайшие два года. Фондовые рынки демонстрируют устойчивость, несмотря на макроэкономические риски, а интерес инвесторов к европейским активам оживляется в стремлении диверсифицировать экспозицию портфелей.

В **США** агрессивная и хаотичная коммуникация относительно торговой политики оказала давление на настроения потребителей и бизнеса. Однако опасения рецессии не подтверждаются, а возможные фискальные стимулы могут компенсировать негативные эффекты в следующем году.

В **Европе** экономическая активность остается слабой. В условиях замедления инфляции к целевым 2% и укрепления евро это подталкивает ЕЦБ к дальнейшему смягчению политики. Германия получает поддержку от крупного фискального пакета, эффект от которого, впрочем, будет не быстрым и вряд ли ускорит рост ВВП в этом году.

14

США: торговые войны
и замедление экономики

15

Еврозона:
больше стимулов

16

Еврооблигации.
Глобальный рынок

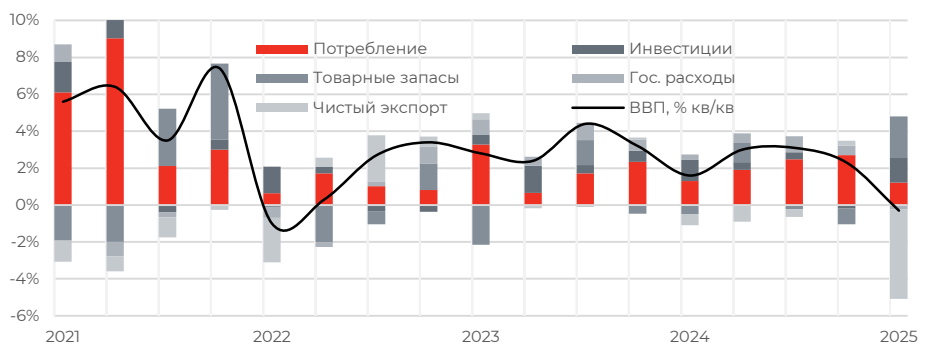
Торговые войны и фискальные стимулы

В начале года потребители и бизнес в США столкнулись с резким ростом неопределенности из-за политики президента Дональда Трампа — тарифные войны, урезание госрасходов и снижение налогов, которые грозят увеличением бюджетного дефицита, осложняют оценки перспектив экономики. Это спровоцировало скачок инфляционных ожиданий и переход к осторожной стратегии расходов. Ослабление потребления уже выразилось в снижении ВВП на 0,2% по итогам I квартала.

Новая тарифная сетка **краткосрочно ускорит инфляцию до 3% по базовому показателю расходов на личное потребление (PCE)** в II полугодии и будет сдерживать экономическую активность. **Реальный ВВП может замедлить рост до 1,5% по итогам 2025 года** после прироста на 2,8% в 2024 году. Риски для рынка труда из-за тарифной политики ограничены возможным замедлением роста заработных плат, а влияние на бизнес-инвестиции, скорее всего, начнет проявляться с 2026 года.

Но поскольку импортные пошлины снижены до умеренного уровня, риски рецессии в США на период второй половины 2025 года — начала 2027 года сейчас не превышают исторического среднего значения в 25%. В случае принятия законопроекта Big Beautiful Bill, который предполагает продление налоговых льгот, введенных в 2017 году, и расширение фискального стимула, негативный эффект пошлин на потребление и корпоративные прибыли будет частично компенсирован. **ВВП может показать более уверенные темпы роста в 2026–2027 годах — вблизи 2–2,5%.**

Декомпозиция роста реального ВВП США по компонентам



→ Еврооблигации, глобальный рынок

ФРС не будет спешить со снижением ставок из-за новых рисков роста инфляции и предыдущих ошибок в оценке инфляции

ФРС сохраняет независимость

Джером Пауэлл сохраняет жесткую позицию с учетом предыдущих ошибок в оценке и сдерживании инфляции и приближении окончания срока полномочий в мае 2026 года.

В отсутствие признаков роста безработицы и рецессии ФРС действует осторожно и, вероятно, продолжит удерживать реальную ставку на уровне 1% при инфляции в 3%. В этом году, если верить консенсус-прогнозу, ФРС может снизить ставку менее чем на 50 б. п. либо вовсе сохранить ее неизменной, отложив решение на следующий год и для нового главы ФРС.

Тем не менее ФРС смягчает ДКП, уменьшая скорость продажи казначейских облигаций с баланса регулятора с 60 млрд долл. до 40 млрд долл. в месяц.

Фокус на внутренний рынок

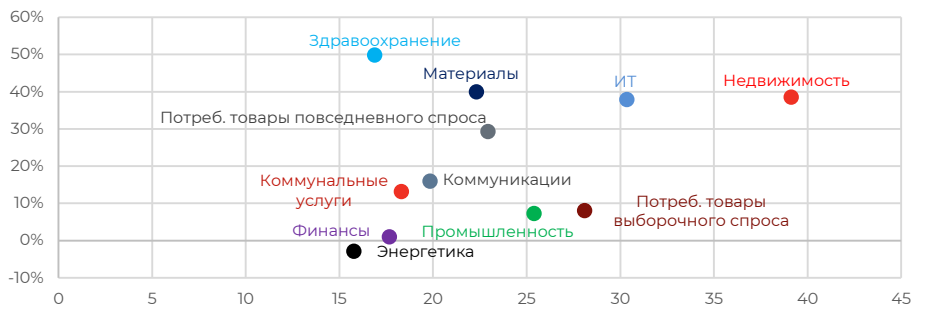
Ключевые фондовые индексы США частично отыграли потери начала весны и вернулись к уровням, которые наблюдались до объявления Белым домом новых импортных пошлин. Но в условиях агрессивной и смешанной коммуникации Белого дома инвесторы не торопятся возвращаться в бигтехи, предпочитая осторожные позиции в том числе из-за повышенных оценок IT-компаний.

Коррекция улучшила оценки широкого рынка, форвардный мультипликатор P/E индекса S&P500 опустился до 21,1х, что близко к средним значениям последних пяти лет (19,9х) и 10 лет (18,3х). Дальнейшему росту акций может способствовать большая определенность перспектив экономики, смягчение налогового режима (снижение ставки на корпоративную прибыль до 15%) и смягчение регулирования деятельности корпораций.

Команда Дональда Трампа придерживается позиции минимального государственного вмешательства в бизнес и мягкой антимонопольной политики. Это открывает больше свободы для сделок M&A. Бенефициаром может стать и финансовый сектор в случае отсрочки повышения или вовсе смягчения требований к капиталу банков (больше гибкости для расширения кредитных портфелей и политики возврата капитала акционерам).

Краткосрочно в условиях неопределенности более устойчивыми видим секторы, ориентированные на внутренний рынок, и компании с преимущественно локализованной производственной базой, в меньшей степени зависящие от международной торговли (здравоохранение и фармацевтика, промышленность, автоматизация и роботизация, коммунальные услуги, финансы).

Рост EPS против мультипликатора P/E по секторам



Фондовый рынок США частично отыграл весенние потери

Дерегулирование и смягчение налогового режима оживит сделки M&A

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

Прогноз

В базовом варианте ожидается небольшое замедление роста ВВП США, возобновление роста S&P500, достижение **6 600 пунктов (+12%)** за счет компаний за рамками «Великолепной семерки».

При негативном сценарии повышение импортных пошлин продолжится, что усилит давление на потребление и инвестиции, в этом случае рост ВВП может остановиться. ФРС ужесточит политику в ответ на ускорение инфляции, индекс S&P500 может скорректироваться на **10%, до 5 300 пунктов.**

При позитивном сценарии экономика проявит устойчивость, ускорение инфляции будет краткосрочным. На этом фоне понижение ставки ФРС и увеличение инвестиций на внутреннее производство могут подтолкнуть S&P500 к росту на **20% (достижение отметки 7 200 пунктов).**

→ Прогноз

Экономический рост в еврозоне остается слабым и очень точечным. Крупнейшие экономики на грани рецессии

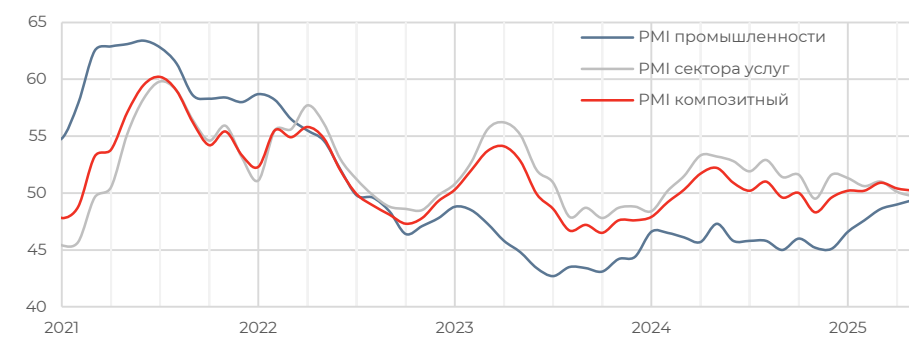
ЕЦБ не удается разогнать экономику, ослабление доллара дает больше пространства для монетарного стимулирования

Иллюзорное ускорение

Экономика еврозоны на первый взгляд выглядела неплохо в начале 2025 года. ВВП вырос на 0,3% в I квартале, это даже чуть больше, чем кварталом ранее. Ускорение — это всего лишь результат роста ВВП Ирландии на 3,2% благодаря иностранным корпорациям, зарегистрированным в стране для экономии на налогах.

ВВП Германии вырос лишь на 0,2%, Франции — на 0,1%, Италии — на 0,3%. Без Ирландии экономика еврозоны выросла на 0,2%. Равно как и кварталом ранее. Тем не менее опросные показатели указывают на некоторое оживление в промышленном секторе, хотя фактически промышленность страдает от роста цен на электроэнергию и газ.

Индексы PMI еврозоны

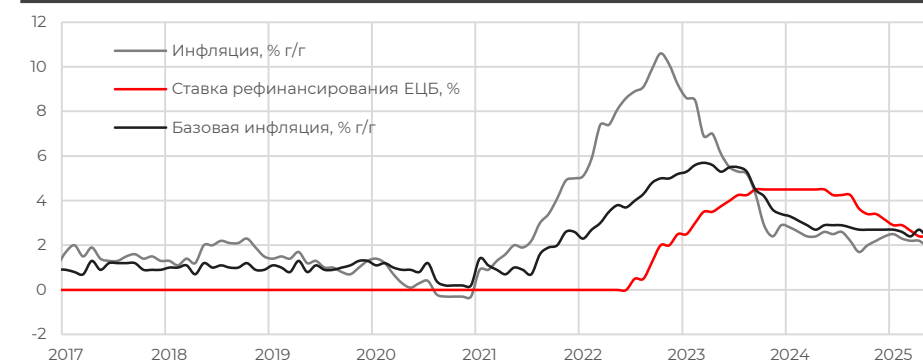


Скромные перспективы

ЕЦБ снижал депозитную ставку восемь раз с начала цикла смягчения в прошлом июне, и снижение, скорее всего, продолжится. Регулятор ухудшил оценки роста ВВП до 0,9% на текущий год и до 1,1% на 2026 год с небольшим восстановлением до 1,3% в 2027 году. Прогноз по инфляции также понижен до 2% в 2025 году, 1,6% в 2026 году и 2% в 2027 году. Укрепление евро и коррекция мировых цен на сырье будет поддерживать дезинфляционный тренд. Серьезным инфляционным риском остаются импортные пошлины США.

Рост ВВП также замедлится при ужесточении тарифных ограничений, потребление снижается из-за растущей нормы сбережений и стагнации инвестиций. Так что в II–III кварталах оживления роста ждать не стоит. За счет относительно сильного начала года рост может достичь 0,6–0,7% по итогам 2025 года. Но вот расчеты на ускорение роста 2026 и 2027 годов вряд ли оправдаются.

Инфляция в еврозоне и ставка ЕЦБ



Инфляционные риски в оценке рынка акций

EuroStoxx 50 торгуется с форвардным P/E в 15x, что ощутимо ниже оценки широкого рынка США, но предлагает дивидендную доходность на 200 б. п. выше, чем S&P500.

Европейский индекс имеет более дифференцированное распределение секторов, включая финансы с долей в 24% и промышленность с 18%. Два крупнейших сектора S&P500 — технологии (32%) и финансы (14%). В силу этого европейский и американский индексы реагируют по-разному на изменение экономических условий.

Планируемое выделение 800 млрд евро в ближайшие два года на оборону и фискальный стимул в Германии на 500 млрд евро в следующие 12 лет будет способствовать росту промышленной активности и R&D. Это сыграет в пользу европейских компаний. С другой стороны, если деньги будут выделяться в условиях высоких цен на энергоресурсы и дефицита трудовых ресурсов, результатом будет не столько рост промышленности, сколько инфляция.

На этом фоне основным фактором будущей динамики европейского рынка акций является геополитика: отношения с поставщиками ресурсов, доступ на внешние рынки и конкуренция с импортом.

Форвардные P/E европейских индексов



Прогноз

При базовом сценарии сочетание слабого роста экономики и инфляции вблизи целевых 2% будет подталкивать ЕЦБ, вероятно, к большему смягчению, чем ожидает рынок сейчас. До конца года ставки могут быть снижены **до 1,5%**. Данное снижение будет способствовать повышенному интересу к облигациям в евро, что будет способствовать поддержке европейской валюты.

При негативном сценарии замедление экономики идет быстрее, а сокращение производства в Европе начинает носить повальный характер из-за торговых ограничений. В этом случае может возникнуть уже инфляция предложения. В этом случае ЕЦБ уже не сможет снижать ставку для поддержки экономики.

Оптимистичный сценарий предполагает эффективную и быструю перестройку логистических цепочек, привлечение инвестиций в промышленность и смелые фискальные стимулы, которые усиливают эффект монетарного смягчения.

Динамика европейских активов в краткосрочной перспективе будет определяться тарифной сеткой США и фискальной политикой

→ [Валюты](#)

→ [Прогноз](#)

→ [Экономика США](#)

Год роста глобального рынка еврооблигаций

Глобальный рынок еврооблигаций продолжает расти, с начала года индекс Bloomberg EM USD Aggregate Total Return прибавил 3%. Во многом это обусловлено высокими доходностями к погашению, защищающими инвесторов от просадок. Определенную роль сыграло и снижение премии за риск.

Доходности двух-, пяти- и десятилетних казначейских облигаций в моменте снижались ниже 4% — впервые после избрания Д. Трампа. Позже они, впрочем, снова перешли к росту. Колебания цен на гособлигации США наблюдаются на фоне неизменной ставки ФРС, но переменчивых ожиданий. До конца прошлого года инфляцию замедлялась, и логично было бы продолжить снижать ставку. В этом году изменчивая внешняя политика и законодательные инициативы (см. Big Beautiful Bill) носят проинфляционный характер.

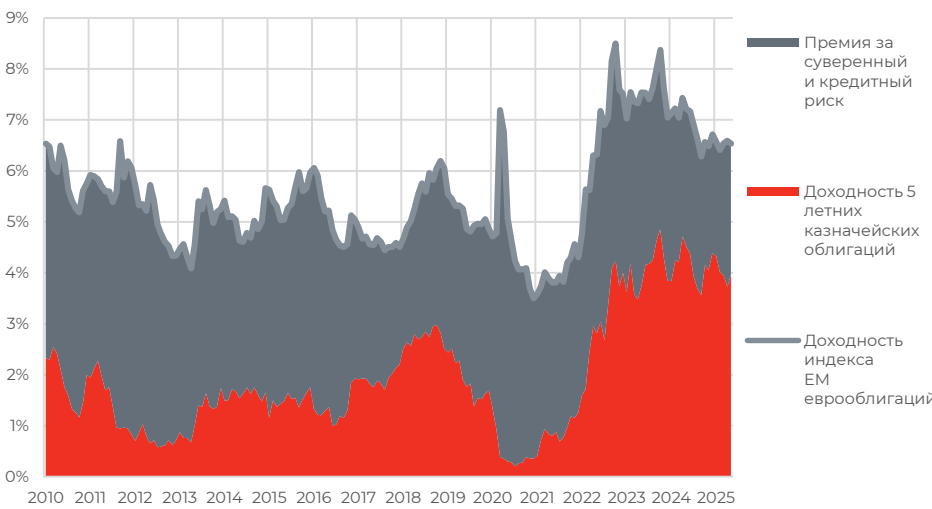
Судя по котировкам казначейских облигаций, рынок ставит на два снижения ставки ФРС по 25 б. п. Впрочем, ожидания рынка — вещь ненадежная. После первого снижения ставки в сентябре 2024 года консенсус-прогноз предполагал шесть (!) снижений ставки на протяжении 2025 года.

Премии за риск пришли в норму

Компании и рынок сумели адаптироваться к новым монетарным условиям, риск массовых дефолтов не реализовался. Риск-премии в еврооблигациях находятся на низких уровнях. Дополнительным фактором снижения риск-премий мог стать пересмотр оценок инвесторами рисков США и Европы в пользу повышения, что снизило относительные риски развивающихся рынков.

Так что дальнейший рост цен на облигации требует снижения базовых ставок и доходностей. Поэтому в **2025 году доходность еврооблигаций, скорее всего, будет скромнее, чем в прошлом году**, если только базовые доходности не упадут на фоне резкого увеличения безработицы или замедления базовой инфляции, что позволит ФРС ускорить снижение ставки.

Компоненты доходности к погашению облигаций развивающихся рынков



Стратегия в 2025 году

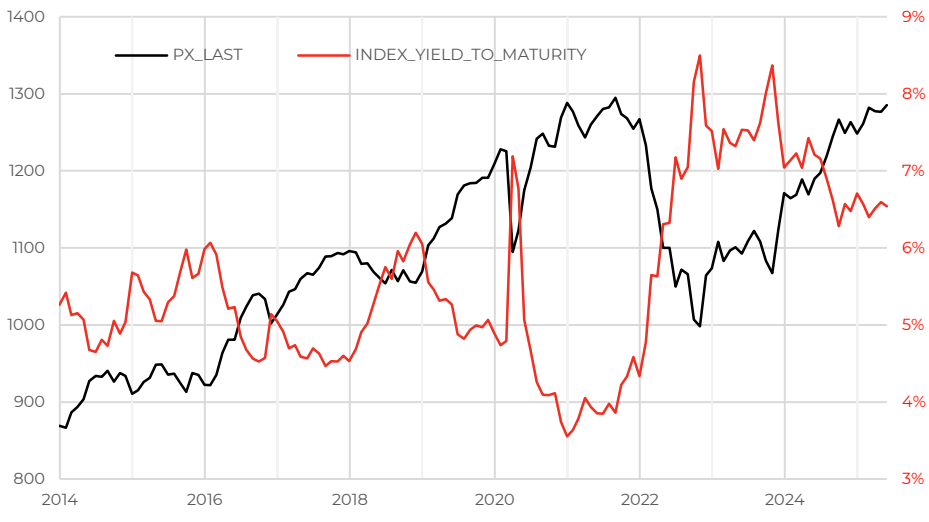
В конце 2024 года был благоприятный период для формирования портфеля из средне- и долгосрочных облигаций.

- **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](#)

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:

+9% при базовом сценарии. Предполагается снижение доходностей казначейских облигаций на 0,5 п. п. вслед за снижением ставки ФРС до конца года до **4%**;

+6% при негативном сценарии, если США усилят торговые барьеры, что приведет к росту инфляции, разогреву экономики и повышению ставки ФРС до **5%**. Также стоит ожидать увеличения премии за риск;

+12% при оптимистичном сценарии благодаря резкому снижению доходностей казначейских облигаций на фоне более серьезного, чем ожидает рынок, снижения ставки ФРС до **3,5%**

→ [Прогноз](#)

Новые рынки: Азия и БРИКС

18

КНР: Рост на 5% —
план, но не прогноз

19

Новые рынки:
тонкий баланс

Одним из ключевых драйверов для развивающихся рынков становится ослабевающий доллар. На смену коррекции приходит рост: с начала года iShares MSCI Emerging Markets ETF прибавил 8,8%. Важным драйвером для развивающихся стран по-прежнему выступает состояние экономики Китая, правительство которого приступило к более смелым шагам по стимулированию внутреннего потребления и снижению зависимости от экспорта, в особенности от торговли с США.

Интерес инвесторов к **китайскому рынку** оживляется, несмотря на нерешенные фундаментальные проблемы в экономике, включая кризис рынка недвижимости, закредитованность местных органов власти, проблему «скрытого долга» и околонулевую инфляцию. В этом году в список добавился очередной виток торговой войны с США. Видимо, оценка китайских акций уже отражает все эти риски.

Индийский рынок акций хотя и столкнулся со снижением интереса инвесторов, но выглядит все более привлекательным за счет большей устойчивости в сравнении с Китаем. У Индии лучше отношения с США, безопаснее условия для прямых иностранных инвестиций, а также нейтральная позиция по основным геополитическим вопросам, что выводит ее на периферию торговой войны и санкционных рисков. Даже события вокруг Пакистана не особо портят общую картину, являясь проявлением застарелых противоречий.

Рынок Латинской Америки в последний год находился под давлением из-за девальвации локальных валют и проблем государственного долга. Несмотря на ухудшение условий торговли с США, в ближайшие два года определяющими вопросами для инвесторов скорее будут избирательный цикл, денежно-кредитная и фискальная политика.

Экономики Персидского залива ожидаемо испытают замедление роста нефтяных доходов в условиях коррекции цен на энергоносители. Усилия по диверсификации экономик и вливанию инвестиций в инфраструктуру, которые происходили в последние годы и десятилетия, конечно, обеспечивают устойчивость ненефтяной компоненты. Но она пока не может заменить выпадающих нефтегазовых доходов.

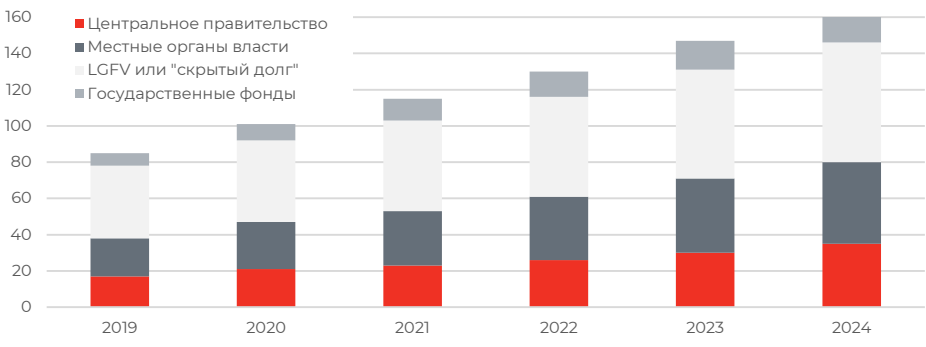
Урегулирование долга местных властей

В условиях кризиса рынка недвижимости и падения цен местные власти вдвое нарастили долг через специальный механизм финансирования местных органов власти (LGFV). LGFV аккумулируют крупнейшую долю (40%) в госдолге Китая с 45 трлн юаней в непогашенных облигациях. Накопленный через LGFV долг Пекин определяет как «скрытый», поскольку механизм использовался для обхода официальных лимитов долга. В этом году местным органам власти через этот механизм необходимо выплатить рекордные 4,65 трлн юаней.

Масштабный пакет мер поддержки на 12 трлн юаней снижает риски дефолтов. Программа распространяется на 12 провинций и муниципалитетов, обремененных долгами, и включает в себя создание чрезвычайного фонда для снижения долговой нагрузки. На этом фоне инвесторы усилили интерес к облигациям LGFV, за счет чего средняя доходность снизилась до 2,46% в I квартале — самого низкого уровня с 1999 года.

Хотя правительство стабилизировало рынок, экономика LGFV выглядит мрачно, кризис недвижимости не разрешен. Реструктуризация долга LGFV позволит переложить нагрузку на центральное правительство, но отразится в расширении бюджетного дефицита до 4%, что выше предыдущей «красной линии» в 3%.

Декомпозиция государственного долга КНР, трлн юаней



Стимулирование потребления

Национальный Банк Китая стал действовать смелее в монетарной политике в этом году, снизив ставку 7-дневного обратного РЕПО до 1,4% и смягчив условия ипотечного кредитования. Ослабление давления на юань и потенциальное понижение ставки ФРС позволяет продолжить смягчение ДКП. В ближайшие два квартала возможны дополнительные снижения ставок и норматива обязательных резервов еще на 50 б. п., что насытит рынок дополнительными 1 трлн юаней ликвидности.

Это подтверждает и тот факт, что Китай уже предпринимает шаги по переходу от экспорта к внутреннему потреблению как основному источнику роста ВВП. Однако после значительного роста кредитования и финансирования розничные продажи выросли в марте всего на 5,9%, а в апреле темпы упали до 5,1%. Без активного расширения стимулов рост потребления продолжит замедляться.

Повышение заработных плат и трансферты малообеспеченным категориям поддержат спрос, но восстановление будет медленным и умеренным. Дефляционный тренд может развернуться вспять, но по итогам 2025 года темпы роста цен составят не более 0,3–0,4%.

Торговая война 2.0?

США и Китай объявили о 90-дневной паузе в введении новых взаимных тарифов в силу. США снизят свои ставки с 145% до 30%, а Китай — с 125% до 10%. Хотя этот шаг фактически отменяет недавние повышения, тарифы, введенные в первую торговую войну, сохраняются. Текущая тарифная ставка США для Китая составляет порядка 50%, а ставка Пекина для Вашингтона — около 30%. Это снижает давление на экспорт Китая, которому приходится задействовать не прямые пути поставок.

Дальнейший прогресс в переговорах будет поэтапным. Сторонам удалось создать механизм для регулярных переговоров, который дает почву для достижения итогового соглашения. Однако потенциальные условия и сроки остаются неясными с учетом низкого доверия между странами. Наиболее спорными моментами по-прежнему будут стратегически важные секторы полупроводников и фармацевтики, в которых США стремятся ограничить технологические достижения Китая. Неопределенность усиливается и судебными процессами относительно законности повышения импортных пошлин.

Цель — 5% роста ВВП

Несмотря на все риски, китайские власти ставят цель обеспечить рост ВВП на 5%. Это не объективный прогноз, а политическая директива, достижение которой обеспечивается в том числе агрессивным вмешательством государства, если органический рост не отвечает плану. Поэтому государственные предприятия, местные органы власти и ряд частных привилегированных компаний получают «мягкие» бюджеты и доступ к льготному кредитованию.

Для преодоления кризисов такой подход оправдан, но долгосрочно не гарантирует сбалансированного роста экономики.

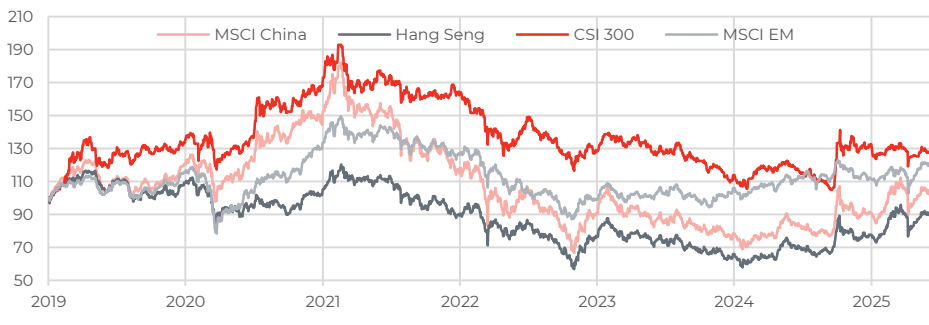
Китайские индексы ждут смены настроений

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

- в ответ на тарифную политику США правительство смелее и масштабнее стимулирует внутренний спрос и смягчает подход к бизнесу в секторе технологий, что оживляет интерес инвесторов к рынку Китая, особенно на фоне успехов ИИ-моделей DeepSeek;
- многие негативные факторы для роста экономики уже заложены в цены, а оценки ощутимо ниже в сравнении с другими развивающимися рынками.

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

Индексы китайских акций и EM



Общая средняя эффективная ставка США для всех торговых партнеров в настоящее время составляет около 15% и вряд ли опустится ниже уровня 10%, которые были обозначены министром торговли Говардом Лютником как минимально возможный

Пекин готов предоставить необходимую емкость и доступность долгового финансирования для достижения цели роста в 5%

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

→ [Индия](#)

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

Инфляция в Китае долгое время находится на низком уровне, что при относительно стабильном номинальном курсе ослабляет юань в реальном выражении. Накопленный эффект оказывает стимулирующее влияние на экспорт

Индия в наилучшей форме для рывка

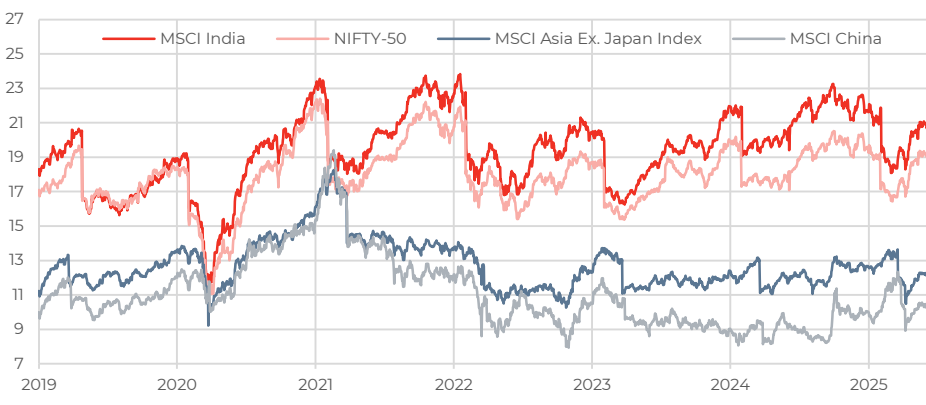
Экономика Индии с 2022 года росла на 7–7,6% в год, в 2025 году рост чуть замедлился — до 6,5%. Этот темп может поддерживаться на горизонте следующих нескольких лет. Источником роста будут налоговая и инвестиционная реформы, снижение зависимости экономики от внешнего сектора. Уже сейчас 80% роста ВВП страны определяется внутренними инвестициями, потреблением и госрасходами.

Вместе с относительно низким торговым дефицитом с США Индия слабо подвержена рисками тарифной войны 2.0.

Хотя недавняя коррекция на замедлении роста корпоративных прибылей способствовала снижению оценок, индийский рынок акций по-прежнему оценивается дороже рынков развивающихся стран. Часть рыночной премии оправдана долгосрочным потенциалом роста за счет развития сектора услуг и оживлением производства.

Интерес к индийскому рынку будет поддерживаться снижением ставки Резервного Банка Индии. Она, как ожидается, снизится на 50 б. п. и к концу года составит 5,75%. Если, конечно, инфляция не ускорится и не заставит регулятора пересмотреть планы.

Форвардный P/E азиатских индексов акций



Привлекательная альтернатива Китаю

Инвестиционная привлекательность Индии, в том числе для транснациональных корпораций в качестве альтернативы Китая для размещения производств обусловлена следующими факторами:

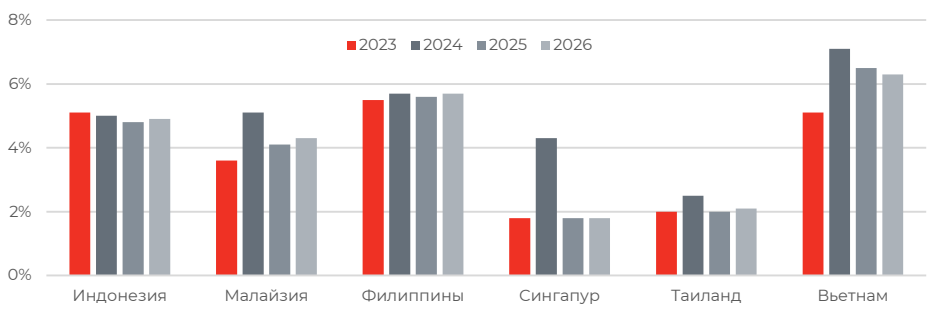
- снижение ставок центральными банками развитых стран и более сдержанные темпы смягчения ДКП в Индии, что обеспечивает повышенную доходность для иностранных инвесторов;
- ослабление ограничений на прямые иностранные инвестиции и упрощение налогового режима;
- выигрышная позиция в условиях геоэкономических разногласий: торговля со всеми сторонами конфликта и наращивание собственной производственной базы;
- «демографический дивиденд»: высокая доля трудоспособной молодежи (65% — до 35 лет), рост экономической активности женщин.

Доходы индийских компаний, кстати, растут быстрее аналогов с других развивающихся рынков.

АСЕАН

Экономический рост в большинстве стран региона будет складываться ниже тренда. При одновременно низкой инфляции регуляторы будут осторожны в смягчении ДКП. Охлаждение рынка труда и торговая неопределенность потребует фискальных стимулов и увеличения бюджетных дефицитов. Некоторые страны (Вьетнам) могут выиграть от перестройки цепочек поставок и производств в случае достижения договоренностей с США о мягком тарифном режиме. Экономики, ориентированные на экспорт (Таиланд и Малайзия), сталкиваются с коррекцией цен на товарных рынках. Ужесточение ДКП в Японии на фоне ускорения инфляции повышает привлекательность для инвесторов, ищущих доходность.

Прогноз по росту ВВП стран АСЕАН



Персидский залив

Рост экономик Персидского залива будет поддерживаться за счет ускорения добычи нефти и СПГ. Хотя денежно-кредитная политика будет смягчаться вслед за ФРС, жесткая фискальная политика будет сдерживать внутренний спрос.

Нефтяной ВВП окажется под давлением коррекции цен на нефть из-за агрессивного увеличения добычи ОПЕК+ и снижения геополитической премии в случае завершения конфликта РФ и Украины. Рост ненефтяной экономики будет подкреплён инфраструктурными проектами и другими усилиями по диверсификации источников роста ВВП.

Латинская Америка

Сохраняющаяся инфляция, ослабление локальных валют и риски государственного долга ограничивают возможности роста экономик региона. Ухудшение условий торговли с США и снижение сырьевых цен будут сдерживать рост ВВП в среднесрочной перспективе. Однако в большей степени перспективы региона в ближайшие два года будут определяться денежно-кредитной и фискальной политикой и избирательными циклами.

Сделка Аргентины с МВФ о расширенном кредитовании на сумму 20 млрд долл. сроком на 48 месяцев и отмена контроля за движением капитала повышают привлекательность для инвесторов.

Для Чили и Бразилии триггерами станут президентские выборы. Начало цикла снижения ставки Банком Бразилии, которое может прийти к концу года, восстановит интерес к активам страны.

С другой стороны, Латинская Америка может извлечь выгоду из миграции производств и перестройки цепочек поставок в условиях геополитической и торговой напряженности.

Сдвиг в международной торговле даст толчок к диверсификации цепочек поставок и усилению внутрирегиональных связей

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

→ [Сырьевые рынки](#)

→ [Европа](#)

→ [Китай](#)

Индийские акции традиционно оцениваются по относительно высоким мультипликаторам

Премия в оценке индийских активов к аналогам за последние годы выросла

Демография — ключевой фактор для быстрого роста экономики в течение продолжительного времени

Валюты и сырьевые активы

21

Сырьевые активы

22

Валюты

Валютные рынки, будучи наименее предсказуемыми, одновременно являются первым индикатором ситуации в экономике и на рынках, на которые обращают внимание инвесторы.

Сильное укрепление рубля в этом году стало сюрпризом. И хотя мы в начале года в базовом сценарии рассчитывали на снижение курса до USD/RUB 95 к концу года, все пошло по гораздо более оптимистичному сценарию. Видимо, по мере выстраивания платежной инфраструктуры взамен разрушенной санкциями конца 2024 года компании стали оставлять меньше денег на внешних счетах. Кроме того, правительство продлило действие указа об обязательной продаже валютной выручки, так что экспортерам, возможно, пришлось продавать «придержанную» выручку.

Спрос на иностранные активы, в свою очередь, продолжил снижаться, как и потребность в валюте для обслуживания и погашения внешних обязательств. Все еврооблигации были замещены.

Так что, несмотря на низкие цены на нефть, рубль смог укрепиться, чем, кстати, создал сложности для нефтегазовых компаний. При этом **перспективы роста цен на нефть выглядят туманно**, для этого страны ОПЕК+ должны вернуть себе долю рынка. А это, в свою очередь, требует снижения добычи в странах ОЭСР. Ценовая война выглядит очень вероятным сценарием.

В этом случае рублю будет сложно продолжать укрепляться. **Вероятно, курс закончит год около USD/RUB 85.** Хотя, если потребность в валюте для финансирования дефицита по финансовому счету продолжит сокращаться, рубль сможет снова всех удивить.

А вот **золото, наоборот, хорошо себя чувствует в условиях нестабильности.** Новые ценовые рекорды здесь, вероятно, не за горами.

Нефть

Хотя год начался с резкого роста стоимости нефти на фоне очередных рестрикций против России и Ирана, в апреле последовала глубокая коррекция.

Первой причиной стали импортные пошлины со стороны США, после их объявления цены на нефть рухнули до USD 60 за баррель (минус 25% с максимумов года). Новый виток торговой войны ведет к замедлению мировой экономики, а это, в свою очередь, к снижению спроса на энергоресурсы.

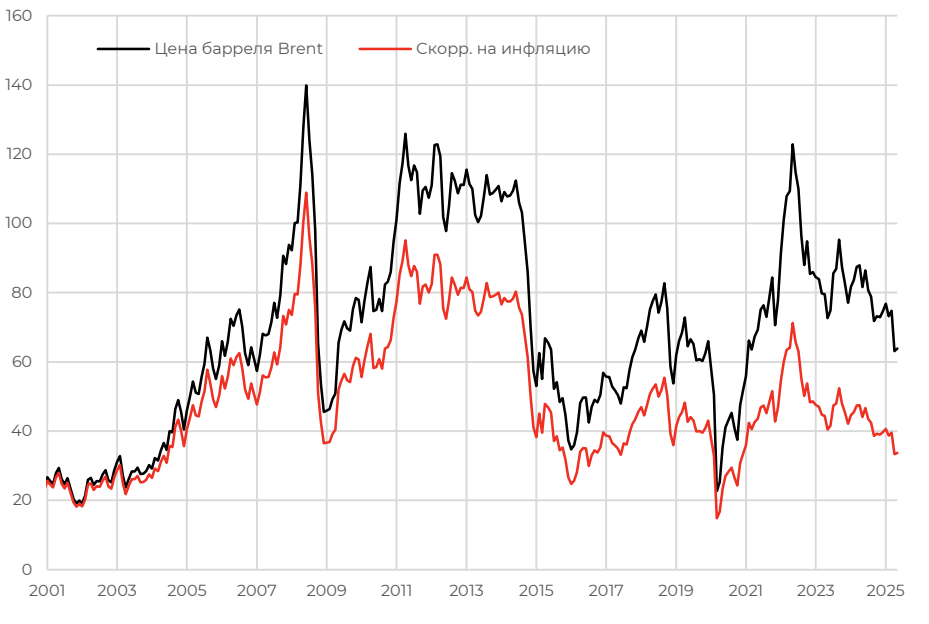
Вторая причина — рост предложения. Участники ОПЕК+ все-таки приняли решение о постепенном отказе от добровольного сокращения добычи (2,2 млн баррелей в сутки) с апреля 2025 года. Остается в силе ограничение на добычу в объеме 1,65 млн баррелей в сутки, оно действует до конца 2026 года.

Изначально планировалось наращивать добычу на 138 тысяч баррелей в сутки ежемесячно. Однако в мае и июне план возрос до 411 тысяч баррелей в сутки — и это на фоне слабой ценовой конъюнктуры. Впрочем, фактические данные расходятся с планом: по итогам апреля только страны ОПЕК сократили добычу на 200 тысяч баррелей в сутки, а реальное увеличение добычи наблюдается со стороны Казахстана и США. Саудовская Аравия и Россия пока что удерживают добычу на прошлогоднем уровне.

Судя по резкому росту планов по добыче в условиях относительно дешевой нефти, страны ОПЕК намерены вернуть себе рыночную долю, несмотря на неизбежное в этом случае падение цен. Это выглядит как серьезный шаг к ценовой войне на нефтяном рынке. Но разница в себестоимости добычи в арабских странах и странах ОЭСР не в пользу последних.

- ⇒ **Риски резкого снижения цен реализовались частично**
- ⇒ **Ограниченный потенциал роста нефтяных цен**

Рыночная цена на нефть и с поправкой на инфляцию

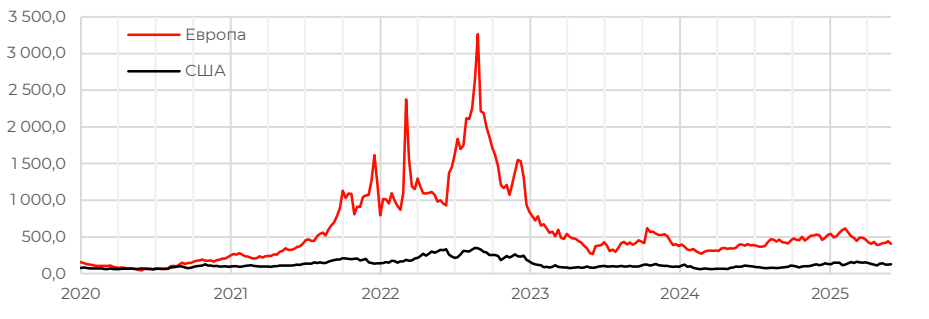


Природный газ

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, роста 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



Золото

Золото продолжило обновлять исторические рекорды, превысив в апреле отметку в 3 500 \$ за унцию. «Золотое ралли» происходит на фоне протекционистской торговой политики новой администрации США и крупных покупок центральными банками 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.

Цена на золото, USD / тройская унция



Прогноз

Базовый сценарий на 2025 год предполагает цены на нефть в пределах **65 долл. за баррель Brent**. В иных сценариях возможно как снижение до **50 долл.**, так и **рост до 85 долл. за баррель**.

Стоимость золота в 2025 году может продолжить расти и достигнуть уже **3 700 долл. за унцию**. При жесткой посадке США или экстремальных геополитических процессах золото как защитный актив может оказаться выше **4 000 долл. за унцию**. При глобальной разрядке — снизиться **до 3 000 долл. за унцию** или даже ниже.

→ [Китай](#)

→ [США](#)

→ [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

→ [ФРС](#)

Вложения в золото со стороны ETF значительно возросли на фоне увеличения спроса на защитные активы

→ [Прогноз](#)

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

→ [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

→ [Цены экспортной модели экономики](#)

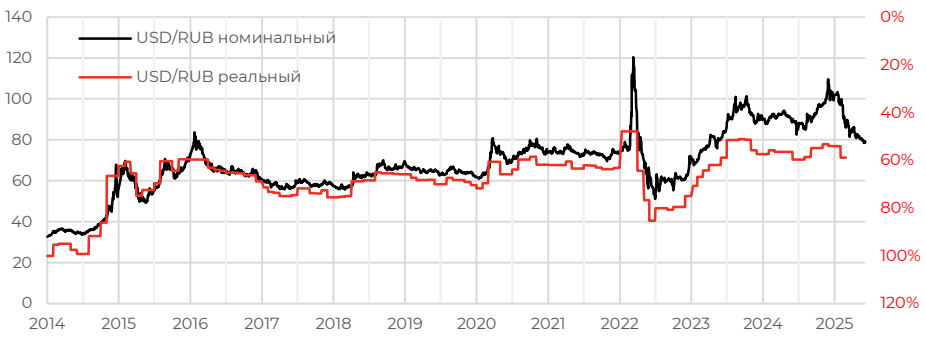
Рубль: возврат к нормальности

Резкое укрепление рубля с начала 2025 года — обратная сторона такого же резкого ослабления конца 2024 года. Тогда, напомним, под санкциями оказались все крупные банки, обслуживающие внешнюю торговлю, а также МосБиржа. 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-список всех крупных банков, обслуживавших внешнеторговые операции. 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 схемы оплаты импорта. В результате курс ушел выше USD/RUB 110.

В начале 2025 года новостной фон изменился. Начало переговоров по вариантам мирного завершения СВО, смена администрации США и, соответственно, приоритетов внешней политики способствовали развороту в рубле. Кроме того, сформировалась и инфраструктура платежей, защищенная от вторичных санкций. В результате рубль резко укрепился.

Чувствительность рубля к новостному фону сохраняется, поэтому риски резкого ослабления никуда не делись, но фундаментально рубль остается недооцененным исходя из размера торгового профицита.

USD/RUB (номинальный и реальный)



Проблемы и выгоды крепкого рубля

Крепкий рубль, с одной стороны, создает проблемы для экспортеров и усиливает конкурентные позиции импортеров на внутреннем рынке, но одновременно дает и ряд преимуществ. Во-первых, снижение стоимости импорта станков и оборудования, необходимых для запуска производств, как и снижение стоимости комплектующих, не производимых в России. Кроме того, через снижение экспорта крепкий рубль сейчас способствует еще и балансировке внешней торговли, что позволяет экономике лучше использовать имеющиеся производственные ресурсы.

Тем не менее краткосрочно крепкий рубль — это проблема, так как он оказывает сдерживающий эффект на экономическую активность. Особенно это чувствуется после длительного периода высоких ставок, подточившего финансовые ресурсы компаний.

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. Тем не менее евро выглядел на удивление бодро. Профицит счета текущих операций, а также ожидания снижения ставки ЕЦБ, увеличившие спекулятивный спрос на европейские активы, позволил евро уйти выше EUR/USD 1,15

Укрепление евро, скорее всего, будет неустойчивым и курс двинется вниз по мере усиления проблем в экономике.

EUR/USD и счет текущих операций еврозоны



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

→ [ЦБ РФ](#)

→ [Прогноз](#)

Прогноз

При базовом сценарии курс рубля к концу года будет в районе USD/RUB 85, что обеспечит достаточное сдерживающее влияние на инфляцию. Главный фактор — состояние платежной инфраструктуры и ситуация в экономике. Рецессия может обрушить рубль до USD/RUB 110 и выше, а при благоприятном сценарии он может укрепиться до USD/RUB 70 и ниже.

Курс евро до конца 2025 года, скорее всего, удержится около EUR/USD 1,15. Пока перспектива быстрого снижения ставки ЕЦБ перекрывает в глазах инвесторов риски, связанные с проблемами в экономике. Если вопросы экономики обострятся, курс снова может быстро двинуться в сторону паритета.

24

[Базовый
сценарий](#)

25

[Пессимистичные
сценарии](#)

26

[Оптимистичные
сценарии](#)

27

[Обновленный
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 комбинациям 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 при 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 болезненно воспринимается 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. 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 / переход в новую фазу

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 промышленное производство 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**
- **Стабильный рубль, стимулирующий импортозамещение**

4. Разнонаправленное движение цен на сырье

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

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

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

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

5. 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. Облигации получают поддержку от снижения ключевой ставки ЦБ РФ

- **Рост российского рынка акций**
- **Высокие результаты портфелей облигаций по итогам 2025 г.**

[→ Рост-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 ЕМ, 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 в России**

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 и 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

В 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**
- **Ралли на рынке 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, 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 рисковым 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
СЫРЬЕВЫЕ РЫНКИ			
Нефть Brent	65	50	Рецессия в развивающихся странах при росте добычи за пределами ОПЕК+
		85	Жесткость ОПЕК+, роста потребления и слабого роста добычи за рамками ОПЕК+ из-за дефицита инвестиций
Золото	3 700	3 000	Улучшение настроений инвесторов на глобальных рынках, снижение спроса на защитные активы, геополитическая разрядка
		4 000	Рецессия в США, мягкая политика ФРС, высокие геополитические риски, падение доверия к доллару США
МАКРОПОКАЗАТЕЛИ			
Рост ВВП РФ	+1,5%	0,0%	Резкое торможение роста из-за политики ЦБ РФ, дефицита трудовых ресурсов
		2,5%	Импортозамещение, рост оборонной промышленности, интеграции новых территорий. Плюс эффект инвестиций — 2023–2024
Инфляция РФ	7,5%	6,0%	Крепкий рубль, рост производительности труда
		12,0%	Сохранение политики плавающего курса, рост расходов бюджета, замедление роста экономики
Ключевая ставка ЦБ РФ	18,0%	13,0%	Охлаждение экономики, крепкий рубль
		21,0%	Ослабление рубля и ускорение инфляции, разогрев экономики фискальным стимулированием
Ставка ФРС	4,0%	3,5%	Снижение инфляции на фоне роста безработицы и замедления роста ВВП
		5,0%	Рост цен из-за удорожания импорта, ускорение роста ВВП (импортозамещение), снижение безработицы
РЫНОК АКЦИЙ**			
Индекс МосБиржи	+25%	-10%	Высокая ключевая ставка ЦБ РФ в сочетании со слабым ростом экономики, кредитные события
		+45%	Сохранение быстрого роста экономики, стабильный рубль, снижение инфляции и ключевой ставки
S&P500	+12%	-10%	Сильное ужесточение монетарной политики, инфляция из-за тарифов без ускорения роста ВВП
		+20%	Рост экономики США и Европы, мягкая монетарная политика относительно инфляции
MSCI Emerging Markets	+15%	-10%	Новые эпизоды проблем на развивающихся рынках, негативное отношение к Китаю и Индии
		+25%	Улучшение отношения инвесторов к Китаю, хорошие данные по другим экономикам, отскок индийского рынка
РЫНОК ОБЛИГАЦИЙ*			
Рублевые облигации	+25%	+15%	Повышение ставки ЦБ РФ в ответ на продолжение роста инфляции, недостаточное внимание ЦБ РФ к вопросу курса рубля
		+35%	Смягчение политики ЦБ РФ, отсутствие массовых и громких кредитных событий, рост экономики
Еврооблигации (внешний рынок)	+9%	+6%	Повышение ставки ФРС, расширение кредитных спредов из-за проблем на развивающихся рынках
		+12%	Сжатие кредитных спредов, быстрое снижение ставки ФРС и ЕЦБ
Еврооблигации (внутренний рынок)	+13%	+8%	Укрепление рубля, слабый спрос из-за улучшения доступа инвесторам на внешние рынки
		+15%	Слабый рубль, усиление контроля движения капитала, малый объем нового предложения бумаг
ВАЛЮТЫ			
Рубль/доллар	85	70	Пересмотр политики ЦБ РФ в отношении валютного курса, ужесточение норм продажи выручки экспортерами
		110	Проблемы с получением выручки от экспорта, проблемы в экономике, неконтролируемое усиление оттока капитала
Евро/доллар	1,15	1,1	Снижение торгового баланса, проблемы в экономике и ускорение оттока капитала из ЕС
		1,2	Жесткая политика ЕЦБ и улучшение ситуации в европейской экономике

* Актуальный прогноз на июнь 2025 года.
** 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 16 июня 2025 года. Использованы 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.