

Взгляд на рынки капитала

Март 2025 г.



01	Инвестиционное заключение	3
02	Глобальные инвестиционные темы	5
03	Российская экономика	10
04	Валюты	16
05	Рублевые и валютные облигации	19
06	Российские акции	23

1 Инвестиционное заключение

- > В США фокус сместился с инфляции на ослабление экономической активности. Ожидаемые налоговые льготы могут оказать поддержку экономике. Ждем от ФРС двух снижений ставок в 2025 г. суммарно на 50 бп, первое из которых вероятно в июне. Считаем, что доходности 10-летних казначейских облигаций США могут остаться в диапазоне 4,25-4,50% годовых.
- > Власти Китая в 2025 г., вероятно, запустят меры фискального стимулирования экономики, чтобы нивелировать эффекты от торговых пошлин. Могут быть задействованы инструменты ДКП и смягчены нормы резервирования для банков. Это должно обеспечить стабильный рост ВВП в 5%. Ожидаем, что юань до конца 2025 г. будет торговаться вблизи 7,3 относительно доллара.
- > Наш прогноз средней цены золота в 2025 г. по-прежнему составляет 2900 долл./унц. Мы ждем сильной динамики котировок благодаря стабильным притокам золота в резервы центробанков и покупкам металла ETF-фондами в ожидании смягчения монетарной политики мировых ЦБ.
- > Мы снижаем ожидания по ценам на нефть в 2025 г. на фоне решения ОПЕК+ увеличить добычу начиная с апреля – до конца года рост предложения может составить 1,2 млн барр./сут. По нашим прогнозам, средняя цена Brent в 2025 г. составит 71 долл./барр., российской нефти – 60 долл./барр.
- > Признаков снижения экономической активности в России в ее спросовой части пока не видно, ситуация на рынке труда остается напряженной. С точки зрения макроэкономики пока нет поводов торопиться со снижением ключевой ставки. Наш прогноз инфляции на конец 2025 г. составляет 8-9% г/г, что выше целевых уровней.
- > Расходы бюджетной системы РФ выросли структурно на 3-4% ВВП относительно исторических значений. Необходимости сокращать расходы бюджета нет, так как найдены устойчивые структурные источники доходов за счет повышения цены отсечки в рамках бюджетного правила и налоговой реформы.
- > Рост кредитования в России существенно замедлился с ноября 2024 г., но пока это в значительной степени связано с активными расходами бюджета. По мнению ЦБ, вывод об устойчивости замедления роста кредитования можно будет сделать по итогам данных за март-апрель.
- > Аппетит банков к выдаче кредитов ограничивается макропруденциальным регулированием, правительство сдерживает рост кредитования госкомпаний – при прочих равных, это может позволить ЦБ смягчить риторику. Наш базовый сценарий предполагает снижение КС до 19% к концу 2025 г.
- > Дополнительным дезинфляционным фактором может стать укрепление рубля, если оно окажется устойчивым. Фундаментальные макрофакторы говорят о том, что рубль крепче среднесрочной равновесных уровней. Ждем планомерного ослабления до 95-100 руб. за доллар к концу 2025 г.

Инвестиционные предпочтения*

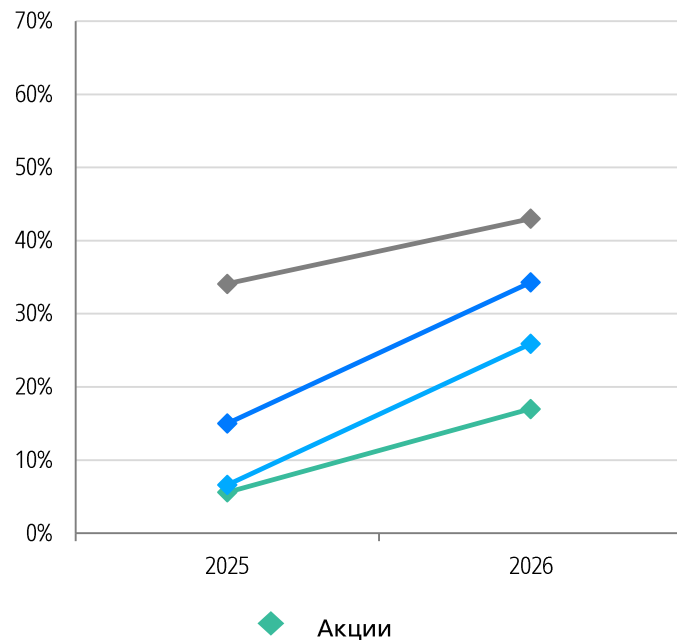
Позднее в этом году вероятно смягчение монетарной политики. Предпочитаем увеличивать срочность портфелей облигаций, а также фиксировать высокую доходность в качественных выпусках. Выделяем отдельные акции с высоким потенциалом роста. Для валютной диверсификации предпочитаем квазивалютные облигации.

- > Рассматриваем **ПОКУПКУ (+)** акций внутренне-ориентированных секторов и цветной металлургии на фоне привлекательной оценки, а также дивидендные акции в нефтегазовом секторе.
- > Мы предпочитаем **ПОКУПАТЬ (+)** длинные ОФЗ, планомерно сокращая позицию в фондах денежного рынка. Навес ОФЗ на аукционах обеспечивает дополнительную ликвидность для наращивания позиций.
- > Сохраняется возможность для **ПОКУПКИ (+)** качественных корпоративных облигаций 1-го и 2-го эшелонов на вторичных торгах и при размещении с доходностью 19-24% годовых до погашения через 1-2 года – выше ставки по депозитам.
- > Видим оптимальный момент для **ПОКУПКИ (+)** валютных облигаций после укрепления рубля в безопасной российской инфраструктуре. Интерес представляют близкие к двузначным доходности квазивалютных облигаций на первичном рынке.

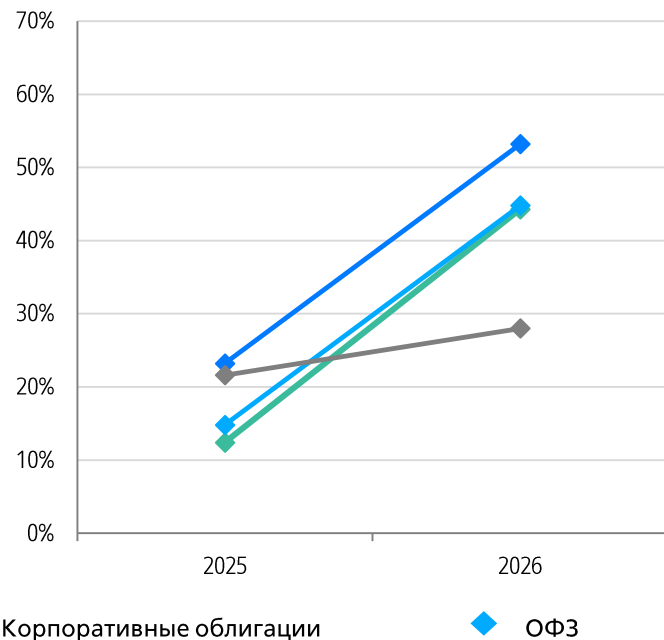
Ожидаемые доходности активов* в разных сценариях

Источники: оценки и расчеты аналитиков
*Индикативная полная накопленная доходность (широкий рынок)

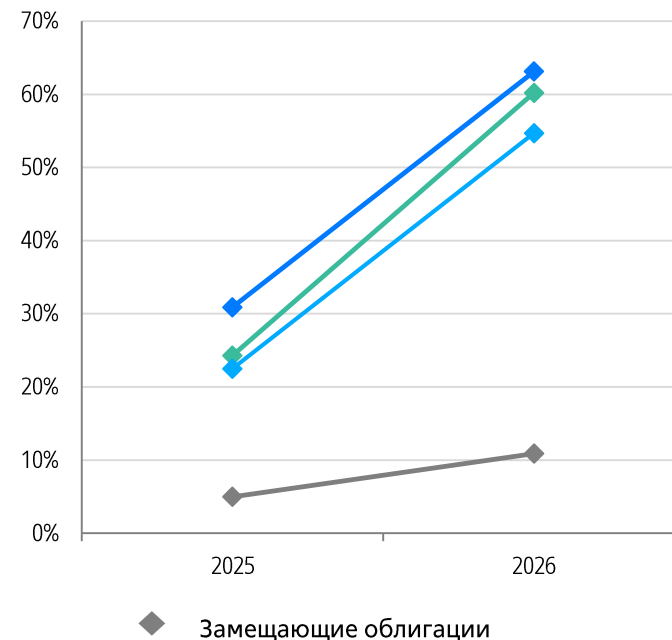
Негативный сценарий



Базовый сценарий



Позитивный сценарий



ОСНОВНЫЕ ДОПУЩЕНИЯ	Сценарии на 2025 г.			Сценарии на 2026 г.		
	Негатив.	Базовый	Позитив.	Негатив.	Базовый	Позитив.
Цена на нефть, долл./барр., сред.	45,0	60,0	70,0	43,0	57,0	67,0
USDRUB, сред. за год	102,0	94,0	88,5	113,5	102,4	87,3
USDRUB, на конец периода	109,5	99,0	85,0	117,0	104,4	90,0
Ключевая ставка, % на конец периода	21,0	19,0	14,0	17,0	11,0	9,0

взгляд на рынки капитала

2

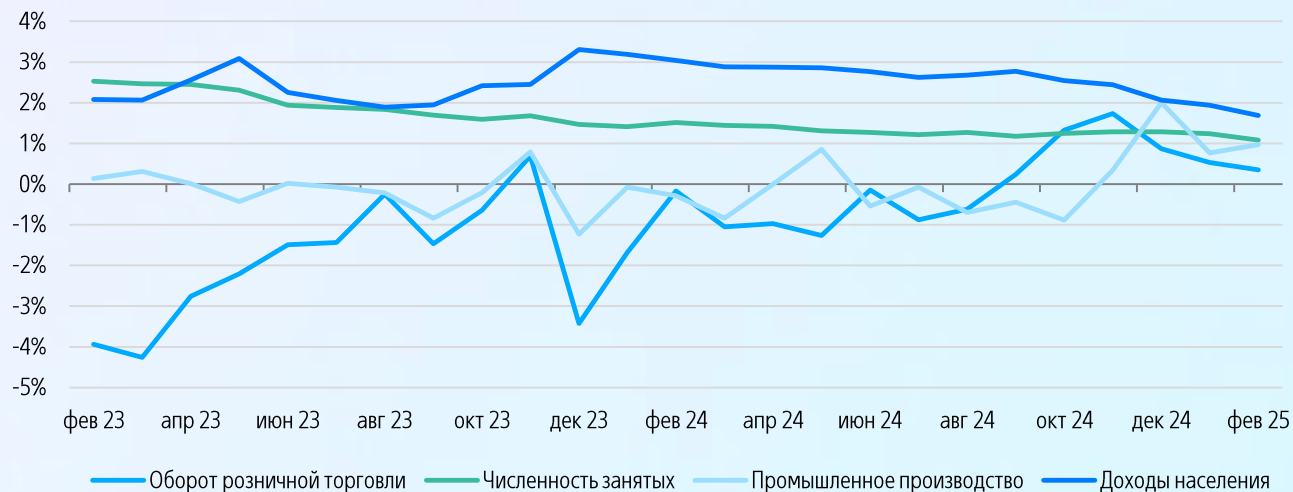
Глобальные инвестиционные темы



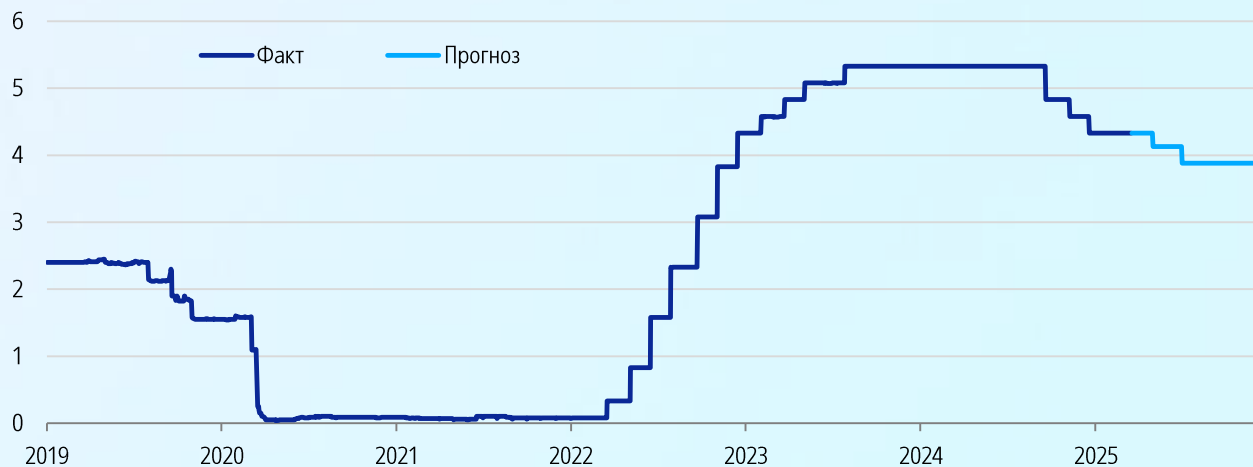
Ослабление экономической активности, вероятно, является временным

- Мы ожидаем роста ВВП США на уровне 0,8% г/г в 1п25 и отсутствия рецессии. Давление на экономику оказывают сокращения численности персонала в госсекторе и неопределенность вокруг импортных пошлин.
- Для экономического роста важны сроки утверждения налоговых льгот. Если они будут согласованы к началу лета, то во 2п25 рост ВВП может восстановиться примерно до 2,2% г/г. Если это произойдет к концу лета, то во 2-м полугодии рост может не превысить 1,9% г/г.
- Потребительский спрос в США в январе-феврале 2025 г. оставался слабым. Впрочем, благодаря снижению процентных ставок и за счет налоговых льгот рынок труда, вероятно, стабилизируется во 2-м полугодии.
- Под влиянием сезонных факторов базовая инфляция в 1 кв 2025 г., вероятно, осталась повышенной. Вместе с тем слабый рост занятости и розничных продаж, снижение цен на нефть будут способствовать замедлению инфляции в ближайшие месяцы.
- Федрезерв после снижения ставок в прошлом году до 4,25-4,50% взял паузу в цикле смягчения в январе и марте этого года. Ожидаем от ФРС двух снижений ставок в 2025 г. суммарно на 50 бп – первый шаг наиболее вероятен в июне.
- Прогнозируем доходности 10-летних гособлигаций США в диапазоне 4,25-4,50% годовых, на конец 2025 г. – 4,4%.

Большая четверка макроэкономических индикаторов



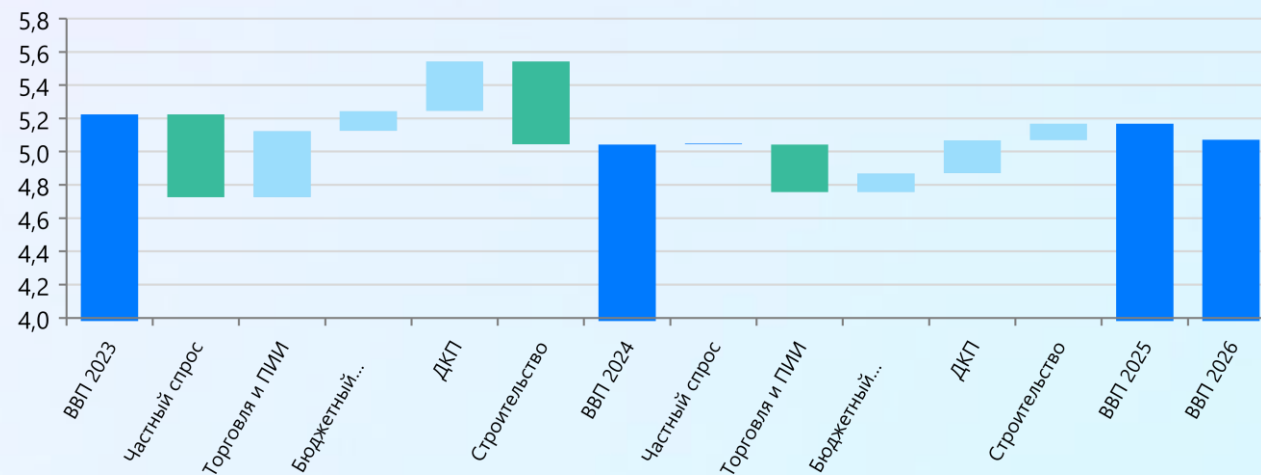
Ставка ФРС США, % годовых



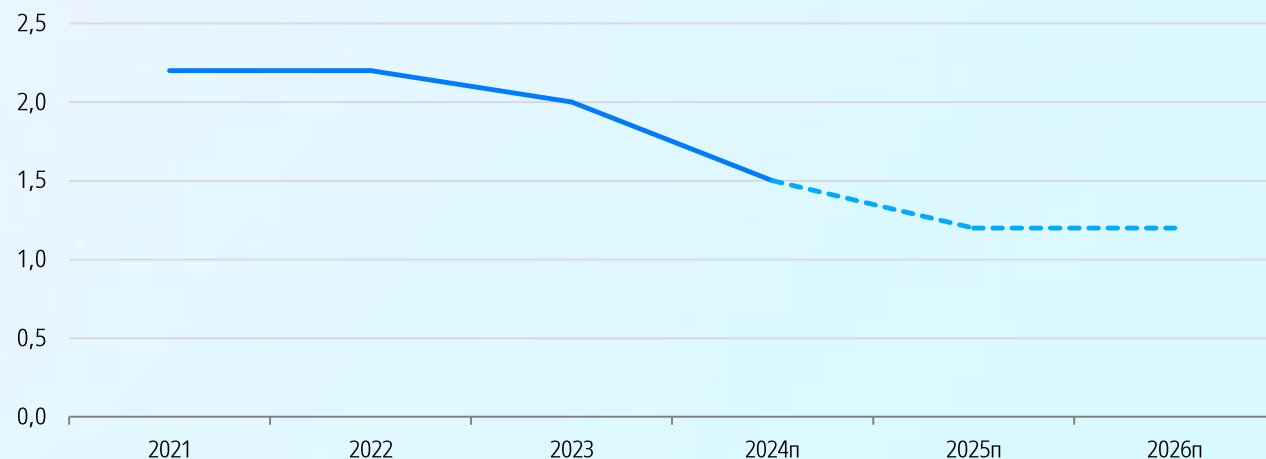
ВВП достигнет целевого роста в 5% за счет фискальных мер поддержки

- Основным негативным фактором для ВВП Китая в 2025-2026 гг., вероятно, станут сложности во внешней торговле. Ожидаем, что власти КНР примут фискальные меры поддержания внутреннего потребления, нивелировав негативные эффекты во внешней торговле. Это должно обеспечить стабильный рост ВВП на уровне 5%.
- Дефляция, наблюдаемая в Китае с начала 2025 г. на фоне снижения цен на продукты питания, скорее всего, временная. Повышение зарплат и социальные трансферты для малообеспеченных групп населения поддержат потребительские расходы. Мы сохраняем прогноз инфляции на 2025 г. на уровне 0,4%.
- Ждем в 2025 г. снижения ставки 7-дневного репо на 30 бп, до 1,2%. Доходности 5-летних гособлигаций до конца этого года, вероятно, будут колебаться вблизи текущих уровней в 1,6-1,7% годовых. Более длинные выпуски могут снизиться в доходности на 10 бп.
- В январе этого года глава Народного банка Китая заявил, что регулятор будет использовать инструменты ДКП для поддержания уровня ликвидности. Мы ожидаем, что к середине 2025 г. норматив обязательного резервирования будет снижен для банков еще на 100 бп, что высвободит дополнительно около 2 трлн юаней ликвидности.
- Продажи нового жилья в квадратных метрах сократились на 3,4% г/г в январе-феврале 2025 г. Цены на жилье на первичном и вторичном рынках в Китае продолжили снижаться. Рынок недвижимости, похоже, еще не достиг долгожданного дна.

Динамика составляющих ВВП Китая, %



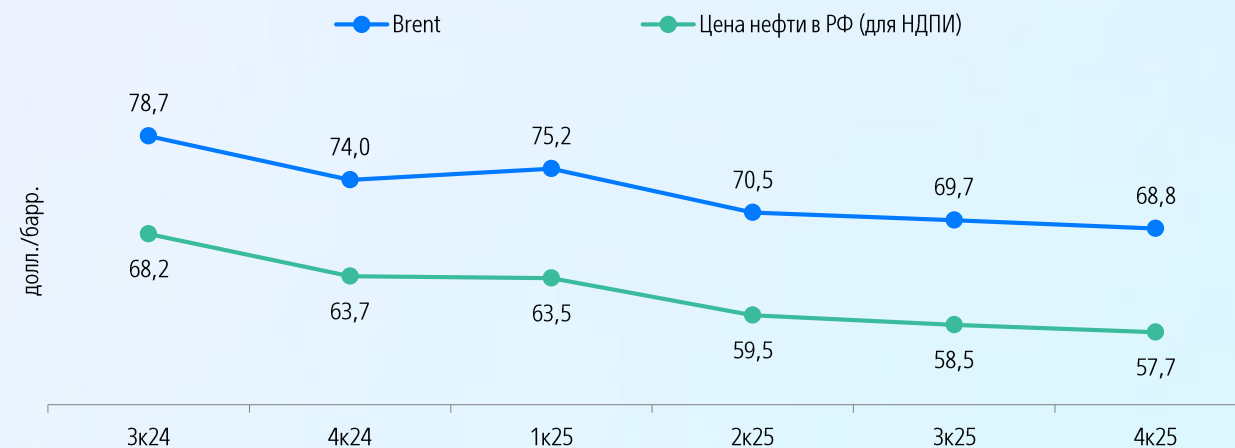
Ставка 7-дневного обратного РЕПО, %



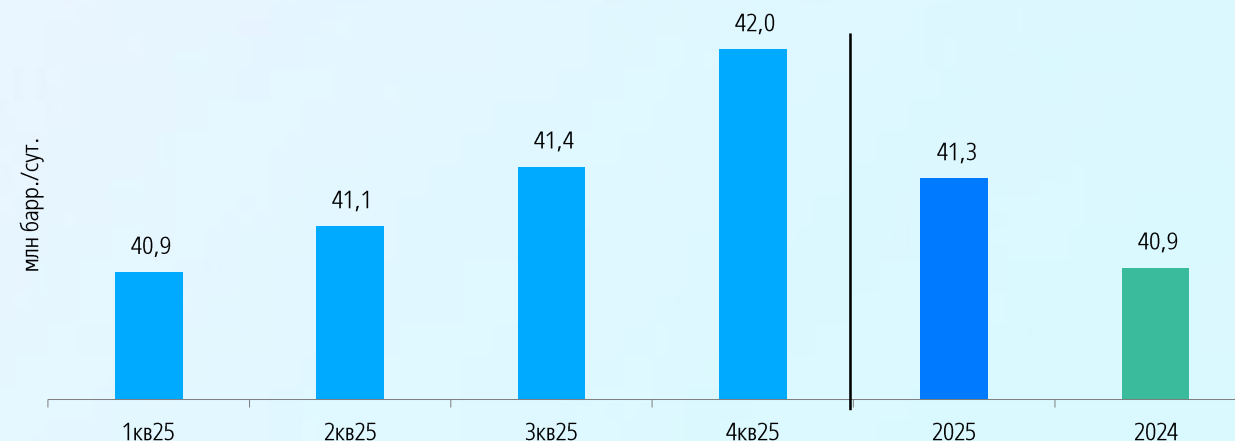
ОПЕК+ планирует смягчение ограничений с апреля 2025 г.

- Мы закладываем в нашу оценку снижение средней цены нефти Brent с 79,9 долл./барр. в 2024 г. до 71,0 долл./барр. в 2025 г., так как ожидаем смягчения ограничений со стороны ОПЕК+ и роста мирового предложения.
- ОПЕК+ подтвердила свои намерения увеличить добычу начиная с апреля 2025 г. Снятие добровольных ограничений предполагает повышение добычи на 1,234 млн барр./сут. к декабрю относительно марта. Однако мы полагаем, что ОПЕК+ продолжит отслеживать баланс рынка, и ежемесячное увеличение будет зависеть от роста спроса.
- С учетом компенсаций за предыдущие нарушения квот общий объем добычи ОПЕК+ в 2025 г. может вырасти в годовом сопоставлении на 0,461 млн барр./сут.
- Цена российской нефти сокращается, и мы закладываем ее дальнейшее падение вслед за Brent до 60 долл./барр. в среднем в 2025 г.

Изменение цены на Brent и налоговой цены нефти в России



Текущий план по увеличению добычи ОПЕК+



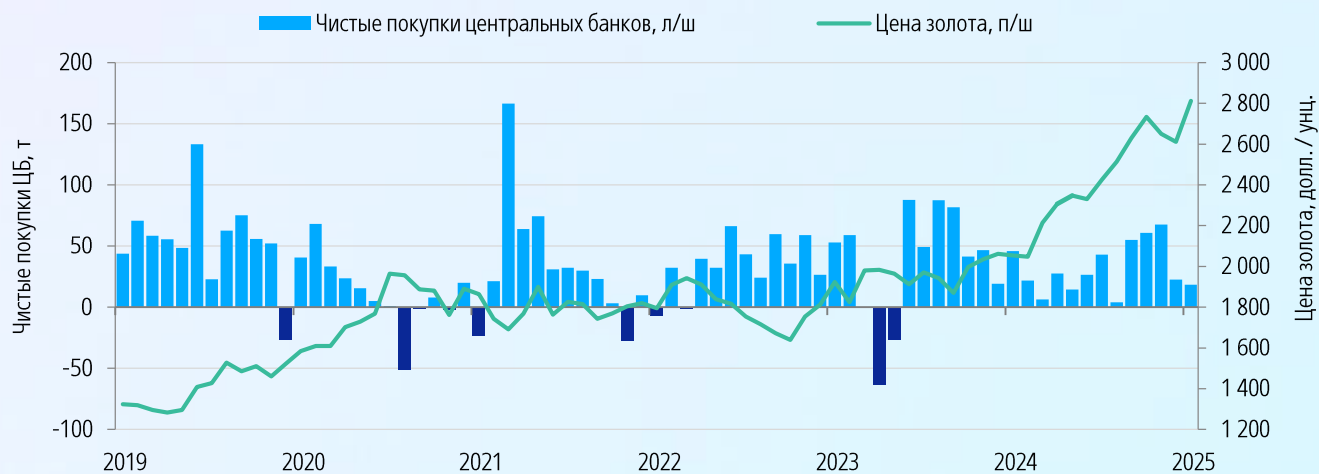
Золото

Источники: Аналитические информационные агентства, оценки и расчеты аналитиков
*AISC 90-ого перцентиля

Наш прогноз остается 2900 долл./унц.
в среднем в 2025 г.

- В 1к25 цена золота превышала фундаментально обоснованный уровень в 2400–2500 долл./унц.
- Затраты 10% наименее прибыльных производителей (AISC 90-ого перцентиля), по нашим оценкам, на конец 2024 г. составляли 2000–2100 долл./унц. Исторически цены на золото превышают маржинальные затраты на 10-15%.
- На краткосрочном горизонте мы ждем дальнейшего укрепления золота, так как риски в глобальной экономике и потоки в золоте остаются смещены в позитивную для драгоценного металла сторону:
 - > Продолжается цикл снижения процентных ставок в США, ЕС и Китае – инвестиции в золото становятся привлекательнее в сравнении с депозитами и облигациями;
 - > С мая 2024 г. мировые ETF после 11 месяцев чистых продаж вернулись к покупкам золота на фоне снижения процентных ставок – с мая 2024 г. по январь 2025 г. они закупили 174 т, что составляет около 5% аннуализированного мирового спроса на золото;
 - > Многие мировые центробанки продолжают наращивать объем золота в резервах по мере ухода от доллара;
 - > Геополитические риски.
- Золото – это актив с валютной экспозицией в российской инфраструктуре, который подходит для диверсификации портфеля, выступая в качестве страховки на случай ослабления рубля.

Покупки золота мировыми центробанками



Рост производственных затрат золотодобытчиков





3

взгляд на рынки капитала

Российская экономика

Макроэкономический прогноз на 2025 год

Российская экономика остается в состоянии перегрева. Основные ограничения – со стороны предложения: это дефициты рабочей силы, логистика и расчеты. Постепенно экономика должна замедляться, в том числе благодаря жесткой ДКП и возвращению к бюджетному правилу.

Прогноз макроэкономических показателей в 2025 г.				Сценарии на 2025 г.			Консенсус
КЛЮЧЕВЫЕ ПОКАЗАТЕЛИ	2023	2024	2025П	Негатив.	Базовый	Позитив.	2025П
ВВП, % г/г	4,1	4,1	1,7	0,5	1,7	2,0	1,7
Промпроизводство, % г/г	4,3	4,6	2,8	1,5	2,8	2,2	
Потребление домохозяйств, % г/г	7,5	5,5	2,3	0,5	2,3	2,1	
ЦЕНЫ	2023	2024	2025П	Негатив.	Базовый	Позитив.	2025П
ИПЦ, % сред. за год	5,9	8,4	9,7	10,3	9,7	8,9	9,4
ИПЦ, % г/г	7,4	9,5	8,5	9,9	8,5	6,0	7,0
ФИСКАЛЬНАЯ И ДЕНЕЖНАЯ ПОЛИТИКА	2023	2024	2025П	Негатив.	Базовый	Позитив.	2025П
Ключевая ставка, % на конец периода	16,0	21,0	19,0	21,0	19,0	14,0	
Баланс бюджета, % ВВП	-1,9	-1,7	-1,5	-2,4	-1,5	-0,5	
ОБМЕННЫЙ КУРС РУБЛЯ И ТОРГОВЛЯ	2023	2024	2025П	Негатив.	Базовый	Позитив.	2025П
USDRUB, сред. за год	84,7	92,4	94,0	102,0	94,0	88,5	98,5
USDRUB, на конец периода	89,7	101,7	99,0	109,5	99,0	85,0	
CNYRUB, сред. за год	11,9	12,7	13,0	14,1	13,0	12,2	
CNYRUB, на конец периода	12,6	13,4	13,6	15,0	13,6	11,6	
Счет текущих операций, млрд долл.	51	64	40	23	40	61	
ДОПУЩЕНИЯ	2023	2024	2025П	Негатив.	Базовый	Позитив.	2025П
Цена на российскую нефть, долл./барр., сред.	63	68	60	45	60	70	65
Вероятность сценария, %				25	40	35	

Реальный сектор экономики

Источники: Росстат, оценки и расчеты аналитиков

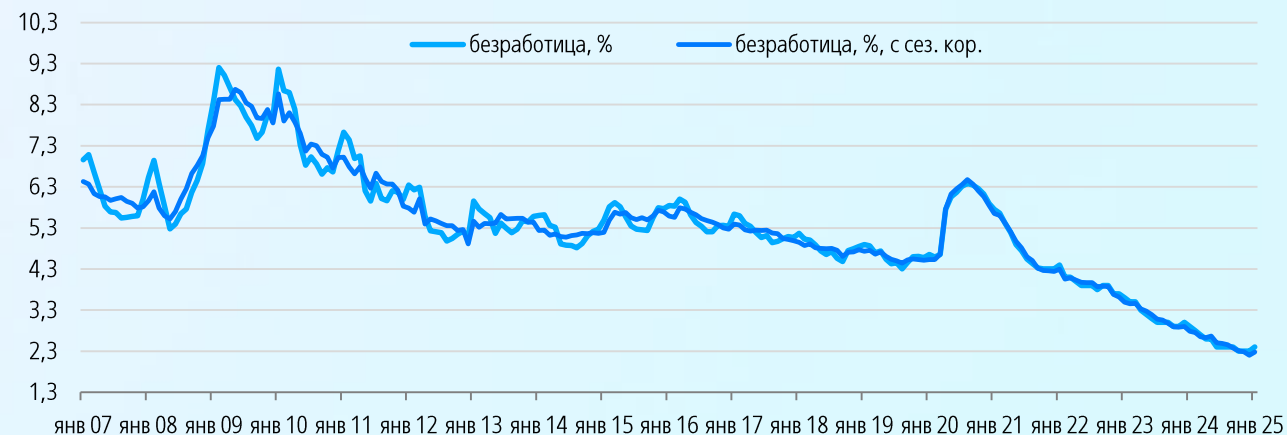
Экономика остается в состоянии перегрева – предложение не успевает за спросом

- ВВП России в 2023 и 2024 гг. прибавлял по 4,1% в год. Рост экономики должен постепенно замедлиться под влиянием жесткой ДКП и на фоне возвращения к бюджетному правилу, но рецессии нет ни в одном публичном макропрогнозе. Мы ждем, что по итогам текущего года рост ВВП составит 1,5-2%.
- Экономика остается выше сбалансированной траектории. Недостаточность предложения для удовлетворения спроса приводит к проинфляционному давлению. В начале года снижение экономической активности наблюдалось в секторах, ориентированных на экспорт.
- Основным ограничением для российской экономики остаются дефициты на рынке труда. Метрики напряженности рынка близки к историческим максимумам. На дефициты количества труда реагируют его цены: зарплаты устойчиво растут максимальными с 2008 г. темпами.
- Напряженный рынок труда и рост зарплат – одни из факторов поддержки потребительского спроса, который продолжает расти опережающими темпами.

Декомпозиция выпуска базовых секторов, % г/г



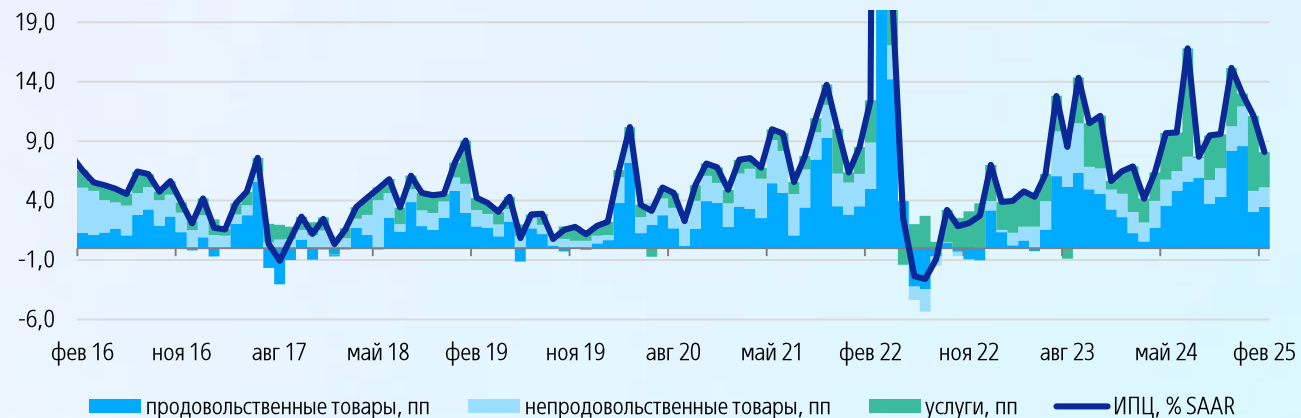
Безработица на исторических минимумах



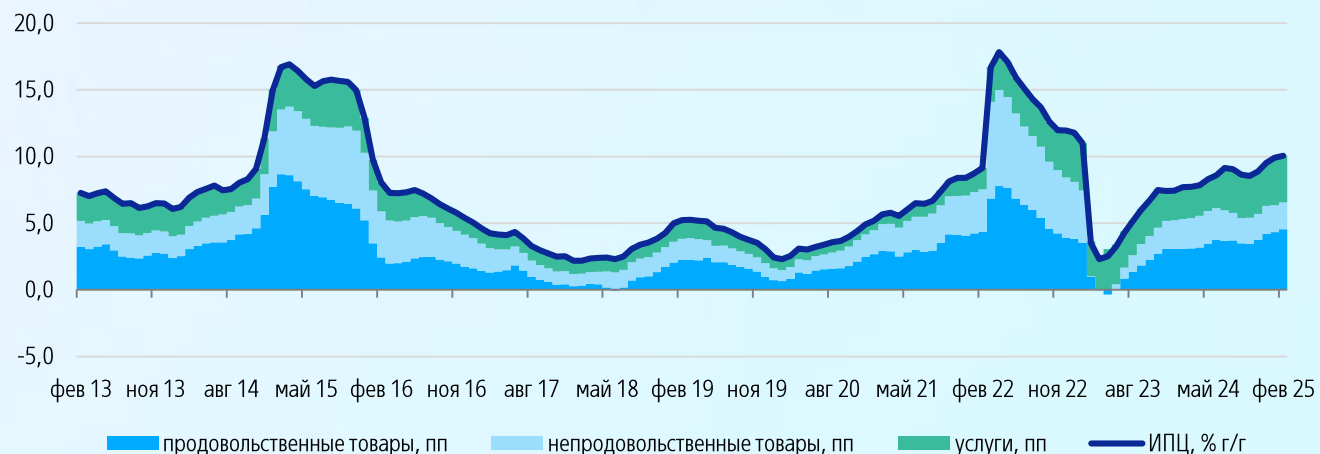
Инфляция остается выше цели на прогнозном горизонте

- Наш прогноз на конец текущего года составляет 8-9% г/г. Обновленный в феврале прогноз ЦБ равен 7-8% г/г. По нашим оценкам, инфляция останется выше цели и в 2026 г.
- Текущие темпы инфляции в 1к25 снизились – во многом благодаря укреплению рубля и развороту динамики в волатильной категории плодоовощной продукции. Инфляционное давление в нерегулируемых услугах (самая устойчивая мера инфляции) остается стабильно повышенным – на локальных максимумах с весны 2022 г.
- Рынок труда остается напряженным, сохраняются эффекты от бюджетного импульса – и это продолжает оказывать проинфляционное давление. Дополнительные факторы – индексация тарифов на ЖКУ и ж/д перевозки, утильсбора на автомобили, проблемы с урожаем. Инфляционные ожидания экономических агентов, хотя и снизились в феврале-марте, остались выше уровней, которые соответствовали бы целевой инфляции.
- В числе дезинфляционных рисков – устойчивое улучшение условий внешней торговли (например, в связи с изменениями в геополитике), а также снижение спроса по мере влияния жесткой ДКП на экономику и более быстрое замедление роста кредитования.

Декомпозиция текущих сезонно-скорректированных темпов инфляции



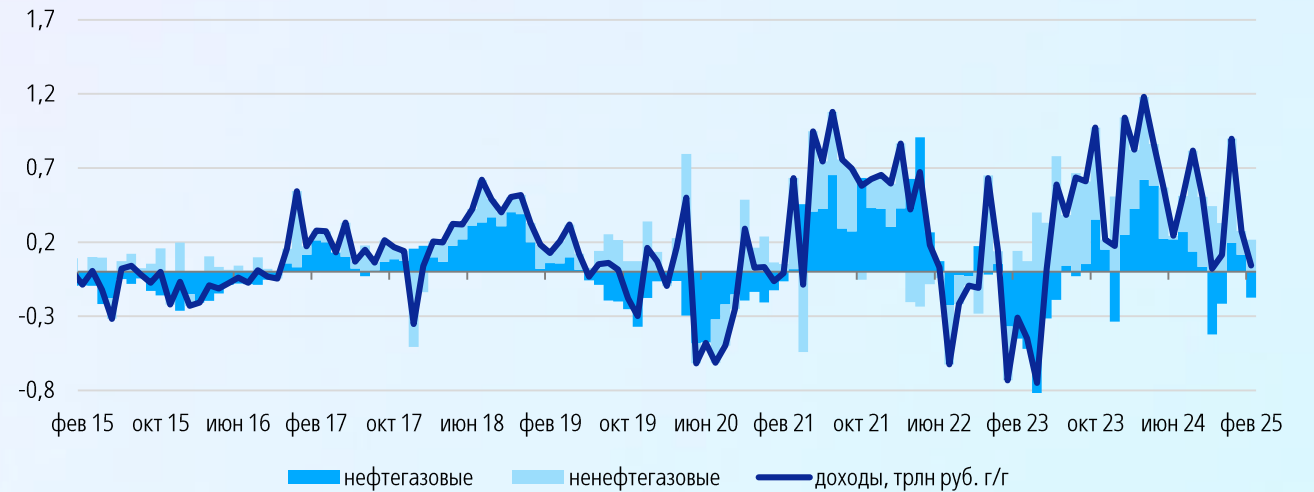
Декомпозиция годовой инфляции, % г/г



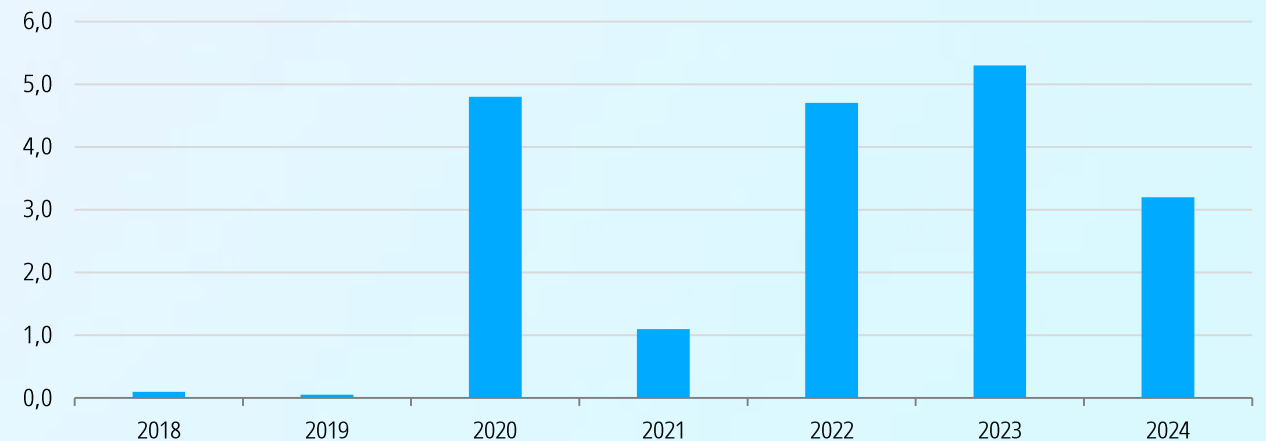
Найдены новые структурные источники доходов

- Расходы бюджетной системы структурно выросли на 3-4% ВВП относительно исторических значений. Необходимости сокращать расходы бюджета нет, так как найдены устойчивые структурные источники доходов. Часть структурного прироста расходов обеспечивается за счет повышения цены отсечки в рамках бюджетного правила, часть – за счет налоговой реформы.
- В 2025 г. Минфин планирует вернуться к структурной сбалансированности бюджета, то есть бюджетная политика будет более консервативной.
- Ненефтегазовые доходы обеспечиваются ростом экономической активности. Нефтегазовые зависят от цен и объемов добычи российской нефти.
- В бюджетные проектные заложена цена на российскую нефть около 70 долл./барр. в 2025 г. В случае отклонения фактической цены от прогнозной выпадающие нефтегазовые доходы компенсируются за счет ФНБ.
- Если курс USDRUB отклонится от среднего значения в 96,5, заложенного в бюджетных проектных на 2025 г., то в логике бюджетного правила отклонение нефтегазовых доходов компенсируется за счет изменения объема заимствований.
- Дополнительным источником бюджетного импульса становятся инвестиции из ФНБ (на 2025-2027 гг. в бюджетных проектных на эти цели предусмотрено 2,4 трлн руб.).

Доходы федерального бюджета, трлн руб. г/г



Бюджетный импульс экономике, % ВВП



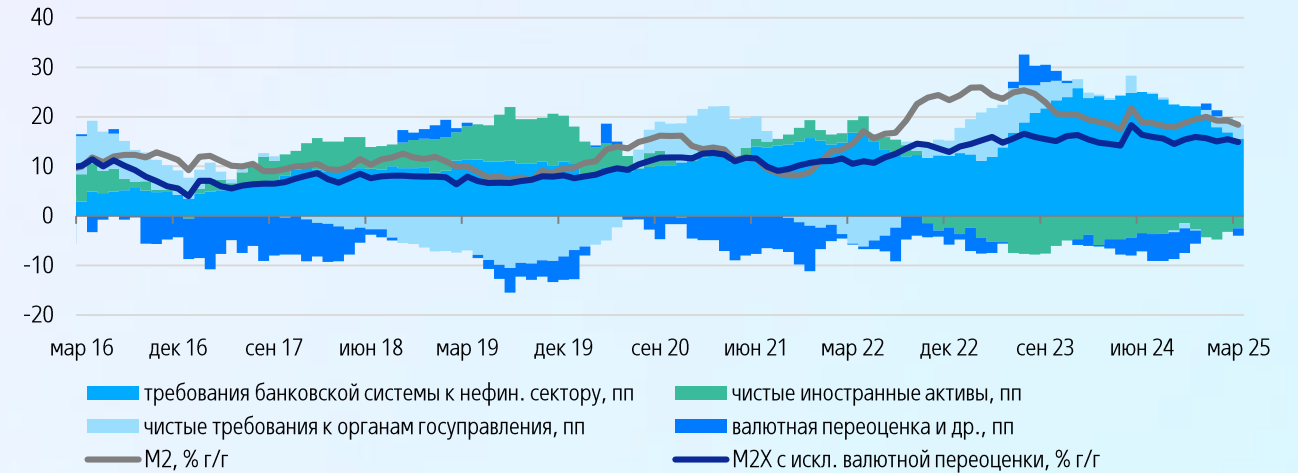
Денежно-кредитная политика

Источники: Банк России, оценки и расчеты аналитиков

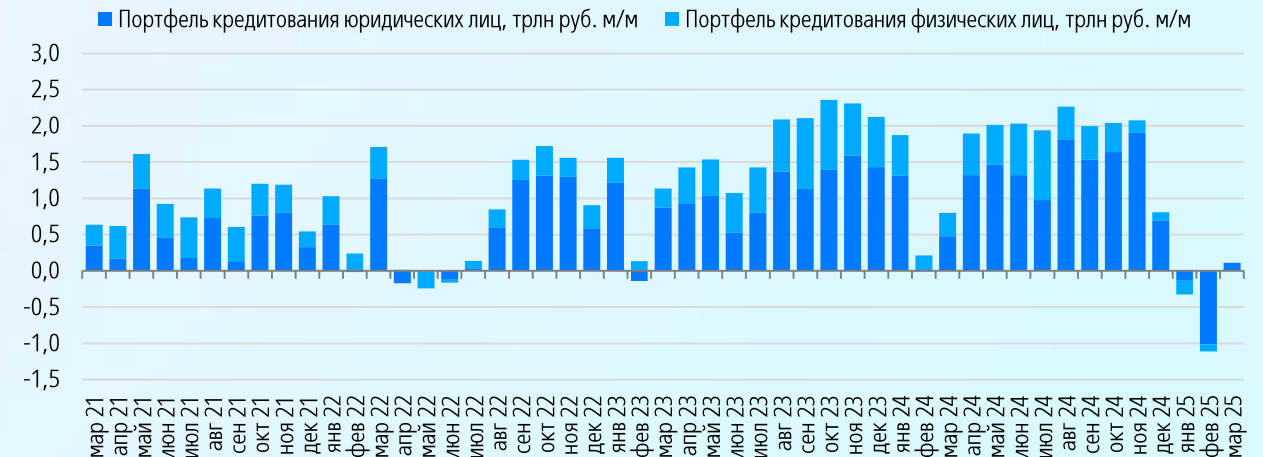
В ожидании замедления роста денежных агрегатов

- После ускорения текущей инфляции со 2к24 ЦБ возобновил цикл повышения КС, которая достигла 21,00% и остается на этом уровне.
- В нашем базовом сценарии ключевая ставка останется на уровне 21,00% продолжительное время, а к концу текущего года может снизиться до 19,00%.
- В логике ЦБ необходимой предпосылкой для замедления инфляции является замедление роста денежных агрегатов. Пока они продолжают расти высокими темпами, несмотря на замедление роста кредитования – в начале года этому способствовали активные расходы бюджета.
- Выводы об устойчивости замедления роста кредитования позволят сделать данные за 2к25. Признаков снижения экономической активности в ее спросовой части пока нет, а рынок труда остается напряженным.
- У ДКП есть союзники в замедлении динамики денежных агрегатов и последующем замедлении инфляции. Аппетит банков к выдаче кредитов ограничивается макропруденциальным регулированием, а правительство работает над ограничением кредитования госкомпаний. Эти факторы, при прочих равных, могут позволить ЦБ быть более мягким.
- Дополнительным дезинфляционным фактором может стать укрепление рубля – в том случае, если оно окажется устойчивым.

Темпы роста денежных агрегатов остаются повышенными...



...несмотря на замедление кредитования





4

взгляд на рынки капитала

Валюты

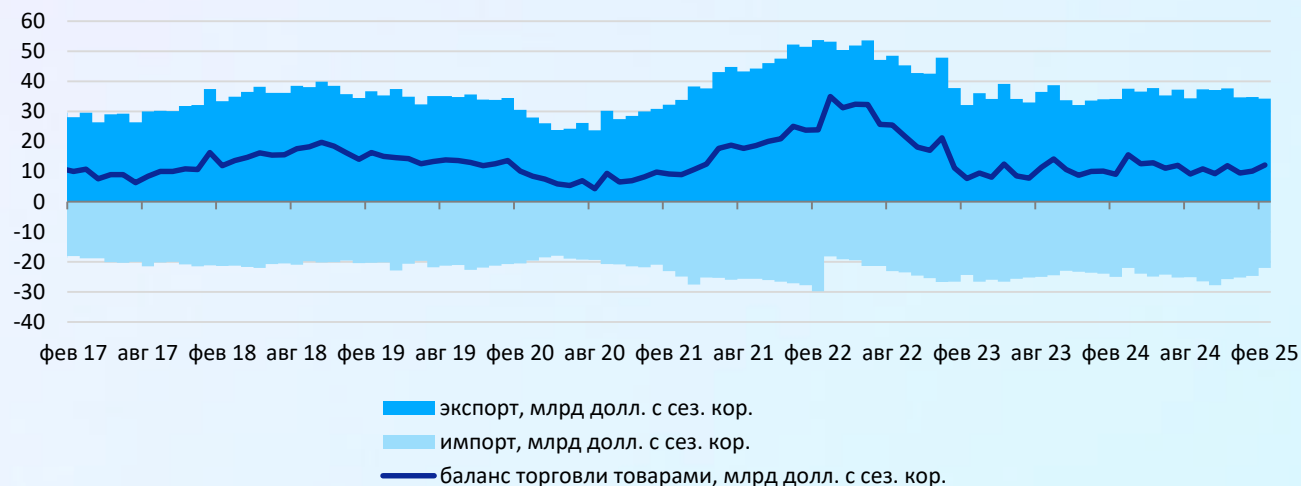
Обменный курс рубля

Источники: Банк России, ФТС, оценки и расчеты аналитиков

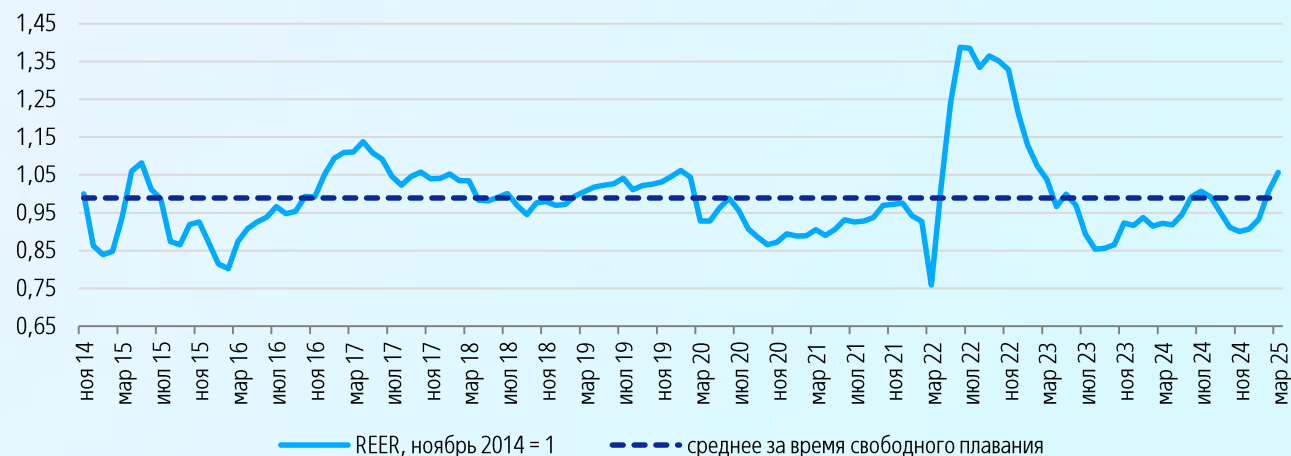
Курс рубля на среднесрочном горизонте определяется торговыми потоками

- В терминах реального эффективного обменного курса рубль сейчас заметно крепче своих среднеисторических уровней. Динамика доступных показателей платежного баланса (в части как торгового, так и финансового счета) не объясняет текущее укрепление.
- Торговые профициты хоть и расширились, но в целом не так широки, чтобы объяснять столь существенное укрепление. Дополнительному локальному расширению профицитов могли способствовать китайские праздники, которые в этом году пришлось на первую половину февраля, – в это время отгрузки товаров из Китая традиционно становятся менее интенсивными.
- В начале 2025 г. более активным стал рублевый кэрри трейд, что с высокой вероятностью имело воздействие на курс. Факторы, связанные с геополитикой, находятся за пределами макропрогнозируемости и не могут быть оцифрованы через публично доступную статистику.
- Фундаментальные факторы говорят в пользу ослабления рубля в сторону диапазона 95-100 руб. за доллар к концу 2025 г., что является нашим базовым сценарием.

Торговля товарами с сезонной корректировкой



Реальный эффективный обменный курс



Китайский юань

Источники: Аналитические информационные агентства, Мосбиржа, оценки и расчеты аналитиков
*Официальный курс ЦБ РФ

Ждем юань вблизи 7,3 относительно доллара – у верхней границы многолетнего диапазона

- На фоне общего укрепления доллара в начале 2025 г. курс USDCNY достигал отметки 7,36. Таким образом, пара краткосрочно выходила за пределы 8-летнего диапазона 6,3-7,3.
- В предыдущие годы Народный банк Китая старался не допускать ослабления юаня до уровня выше ключевой отметки в 7,3 и смог отстоять этот уровень в этот раз – курс вернулся к 7,25.
- Курс юаня остается на слабых уровнях, у верхней границы диапазона USDCNY, в том числе на фоне введенных в США пошлин на товары из КНР – это компенсирует китайским производителям потери в ценовой конкурентоспособности из-за пошлин.
- Мы полагаем, что объявленные правительством Китая меры по стимулированию потребления смогут поддержать экономический рост в стране и доходности госдолга, что в конечном счете поддержит курс юаня. Полагаем, что курс будет оставаться у верхней границы многолетнего диапазона – ждем пару USD/CNY на отметке 7,3 до конца 2025 г.
- В условиях ограниченной волатильности USDCNY курс CNYRUB является почти полным аналогом USDRUB. Некоторая разница в динамике проявляется при колебаниях курса юаня к доллару. Прогнозируем пару CNYRUB на уровне 13,0 в среднем за 2025 г. и 13,6 на конец года.

Динамика индекса доллара DXY и пары USDCNY



Сравнительная динамика пары USDRUB и CNYRUB*





5

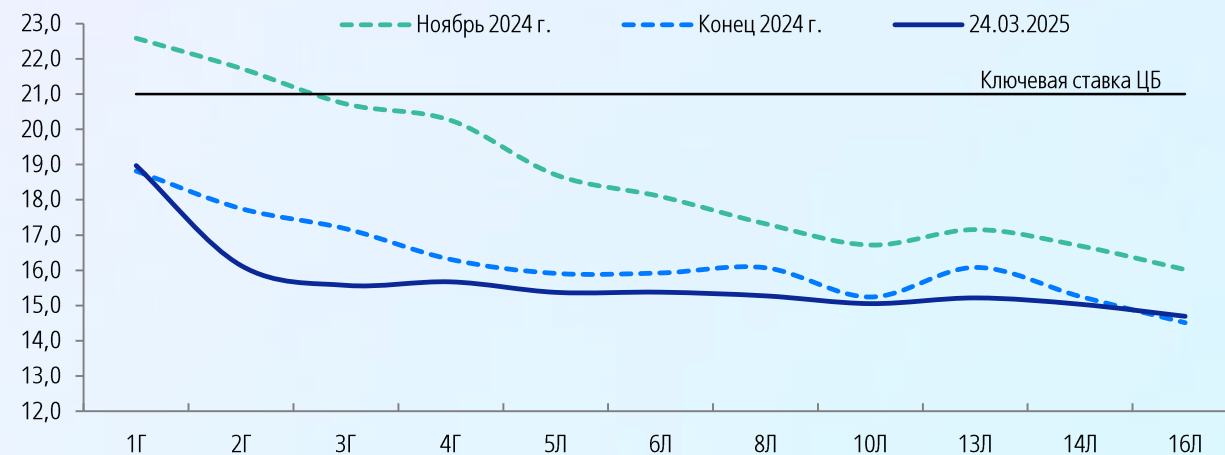
взгляд на рынки капитала

Рублевые и валютные облигации

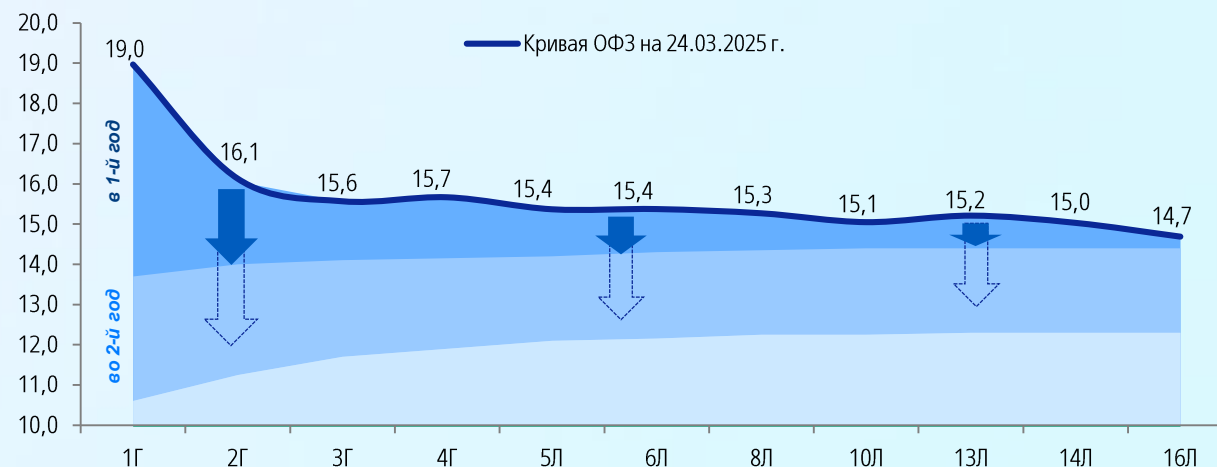
Целесообразно увеличивать долю длинных ОФЗ в портфеле

- Доходности ОФЗ отступили от пиковых уровней конца ноября – начала декабря 2024 г., когда участники рынка ожидали дополнительного повышения ключевой ставки ЦБ на 200 бп, до 23%.
- С того момента доходности ОФЗ снизились на 150-600 бп к текущим уровням 16-15% годовых (ОФЗ 2-10 лет). При этом отрицательный наклон кривой уменьшился с -500 бп до -100 бп (спред ОФЗ 2-10 лет).
- При текущем уровне ключевой ставки ЦБ в 21% ближний сегмент кривой ОФЗ выглядит переоцененным. В длинном сегменте на горизонте от 1 года видим высокий нереализованный потенциал роста котировок – достаточный, чтобы компенсировать возможные колебания на рынке.
- В базовом сценарии ждем снижения ключевой ставки ЦБ до 19% к концу 2025 г. Целесообразно увеличивать позиции в длинных ОФЗ, сокращая долю в инструментах денежного рынка и с плавающим купоном.
- Навес предложения длинных ОФЗ на аукционах Минфина будет сдерживать рост цен в этом сегменте бумаг. Напомним, в 2025 г. общий план заимствований – 4,78 трлн руб., годовая программа в 1к25 реализована на 22%.
- Однако этот навес предоставит дополнительную ликвидность рынку госдолга – можно использовать для перехода в длинные ОФЗ с премией по доходности ко вторичному рынку.

Динамика кривой доходности ОФЗ в пике цикла ужесточения ДКП, %



Оценка изменения кривой доходности ОФЗ при смягчении ДКП, %



Корпоративные облигации

*Индексы доходностей корпоративных облигаций Мосбиржи
Источники: Банк России, Мосбиржа, Cbonds, оценки и расчеты аналитиков

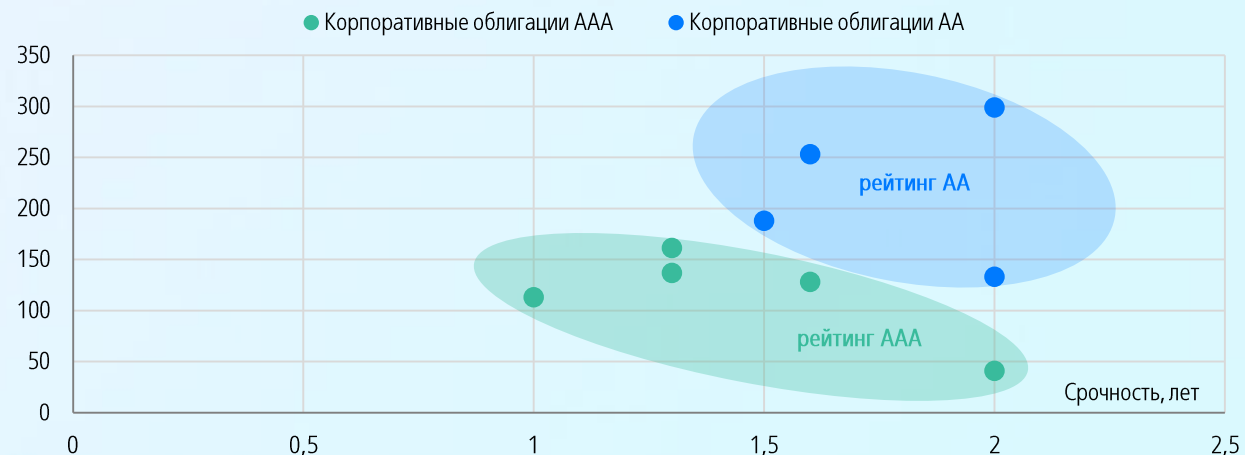
В фокусе качественные облигации сроком от 1 года с доходностью 19-24% – выше, чем по депозитам

- Сохраняется возможность зафиксировать высокую двузначную доходность 19-24% годовых в облигациях 1-го и 2-го эшелонов на срок от 1 года как на вторичных торгах, так и на первичном рынке.
- Новые размещения облигаций с рейтингами AAA / AA проходят с привлекательной премией 50-300 бп ко вторичному рынку. Ждем высокую активность на первичном рынке во 2к25, в том числе для рефинансирования: объем погашений / оферт по корпоративным облигациям AAA – 445 млрд руб., AA – 255 млрд руб.
- Внимания заслуживают пока еще редкие размещения длинных облигаций 1-го эшелона сроком 4-5 лет – это позволит надолго зафиксировать высокий купон, обеспечит большой потенциал роста котировок при снижении процентных ставок.
- Кредитные спреды облигаций с рейтингами AAA / AA удерживаются на повышенном уровне 150-500 бп в результате ужесточения банковских нормативов и удорожания кредитов, навеса первичных размещений. Ждем сужения корпоративных спредов на горизонте года, что может стать дополнительным фактором ценового роста, помимо потенциального снижения ставок.
- В жестких кредитных условиях предпочитаем избегать риски заемщиков 3-го эшелона и сегмента высокодоходных облигаций (ВДО) – переоценка кредитного риска снижает для них доступность заемных средств для рефинансирования.

Доходности корпоративных облигаций (фиксированный купон), %



Премия при размещении ко вторичному рынку (февраль-март 2025 г.), бп



Локальные облигации в валюте

Момент для входа после укрепления рубля

— высокие доходности на первичном рынке

- Наш прогноз по курсу – около 99 руб. за доллар и 13,6 руб. за юань к концу 2025 г. При текущем уровне обменного курса покупка валютных облигаций выглядит привлекательно.
- Доходности замещающих и квазивалютных облигаций в 7-9% годовых предполагают потенциал для их снижения на среднесрочном горизонте от 1 года до 3 лет.
- Повторных крупных замещений не ожидается, а на горизонте 2 лет по плану погашаются / подпадают под оферты валютные облигации почти на 30 млрд в долл. эквиваленте (1/3 от выпусков в обращении) – рынок будет сжиматься.
- Дифференциал доходностей российских валютных облигаций и еврооблигаций развивающихся стран расширенный (от 2-3 пп). При этом цикл снижения ставок в США, ЕС и Китае продолжается.
- Доходности локальных валютных облигаций в среднесрочной перспективе, вероятно, будут стремиться к однозначным уровням следом за еврооблигациями развивающихся стран.
- Интерес представляют размещения квазивалютных облигаций с премией ко вторичному рынку и доходностью 9-11% годовых в долларах и юанях (НОВАТЭК, СИБУР, Евраз, Норникель, ФосАгро) – почти сразу переоцениваются вверх по цене на вторичном рынке.
- Валютные облигации остаются оптимальным инструментом в безопасной российской инфраструктуре для страховки от девальвации рубля.

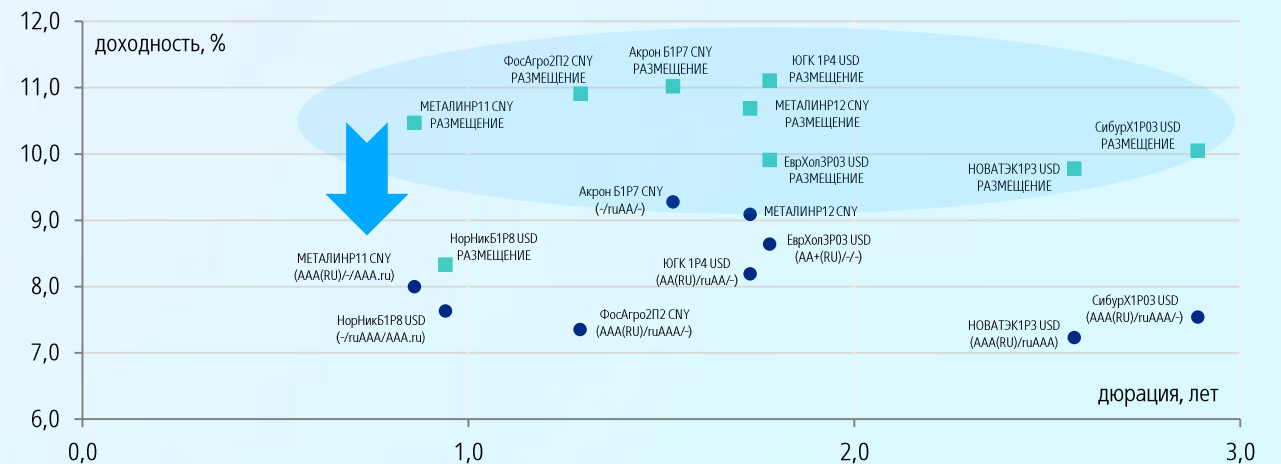
Источники: Банк России, Мосбиржа, Cbonds, оценки и расчеты аналитиков

*Доходности квазивалютных облигаций на 24.03.2025 г. – размещены в феврале-марте 2025 г.

Индексы доходностей локальных облигаций в валюте и еврооблигаций развивающихся стран (корпоративные выпуски), %



Новые квазивалютные облигации быстро переоценились на вторичном рынке*



A hand is pointing at a digital financial chart. The chart features a grid with various colored bars and lines, and is annotated with 'BUY' and 'SELL' labels. The background is a dark blue gradient with faint grid lines.

6

взгляд на рынки капитала

Российские акции

Российские акции: оценка

Источники: данные компаний, оценки и расчеты аналитиков
Расчеты на 25.03.2025 г.
*доходность 10-летних ОФЗ

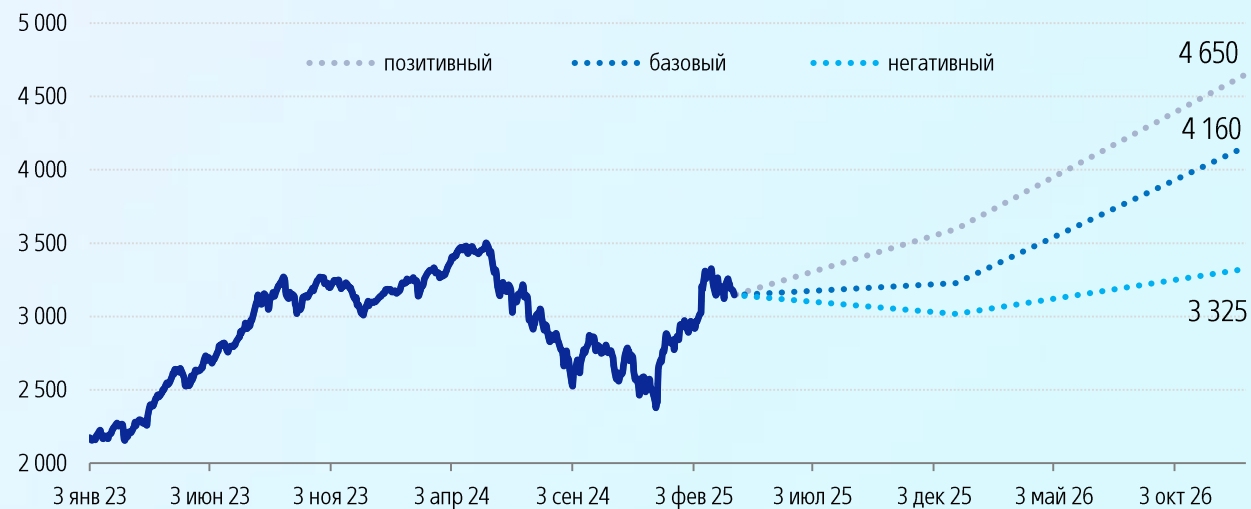
51% – совокупная доходность индекса МосБиржи до конца 2026 г.

- Прогнозный уровень индекса МосБиржи на горизонте 12 мес. – 3300 (совокупная доходность 15%). Российский рынок торгуется с мультипликатором 4,9х PE за 2025 г. против среднего значения на уровне 6,5х PE за 2014–2024 гг.
- Дивидендный сезон, снижение геополитической напряженности, возможное смягчение ДКП – драйверы роста в среднесрочной перспективе. До конца 2026 г. прогнозируемый нами уровень индекса МосБиржи составляет 4120 (совокупная доходность 51%).
- Мы выделяем акции внутренне-ориентированных секторов. Нам нравятся дивидендные акции в нефтегазовом секторе и акции цветной металлургии на фоне привлекательной оценки. При смягчении ДКП акции компаний роста и компаний с высокой долговой нагрузкой могут показать рост лучше рынка.
- Дивидендные выплаты в 2025 г. – более 4,3 трлн руб., из которых на акции в свободном обращении – больше 650 млрд руб. (около 6х среднегодневного торгового оборота за месяц).
- Риски: снижение цен на нефть, геополитическая неопределенность, сохранение жесткой ДКП, отмена дивидендных выплат или более низкие рекомендации дивидендов, дополнительные размещения акций.

Индекс МосБиржи в следующие 12 мес. в зависимости от уровня безрисковой ставки*



История и перспективы индекса МосБиржи



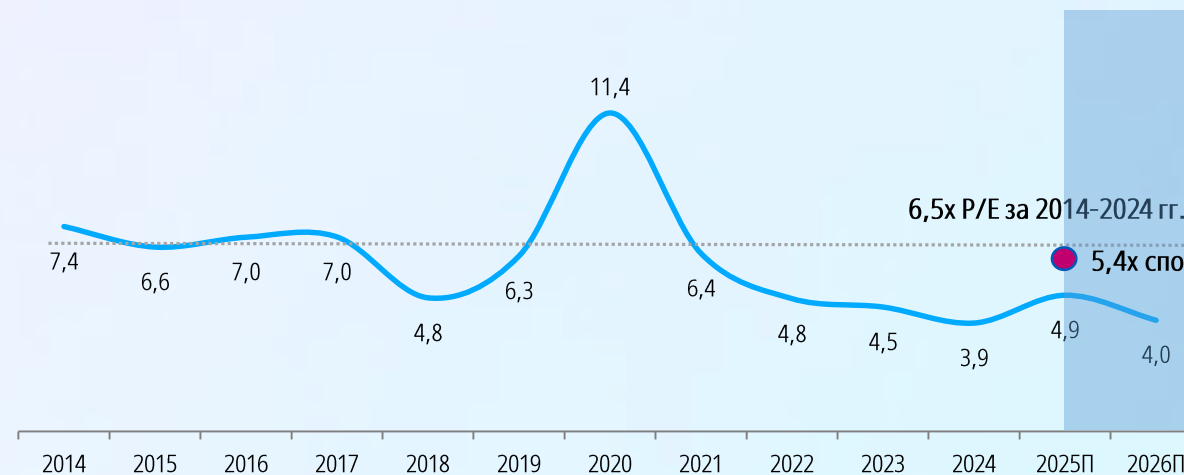
Российские акции: фавориты

Мы выделяем акции внутренне-ориентированных секторов. Нам нравятся дивидендные акции в нефтегазовом секторе и акции цветной металлургии на фоне привлекательной оценки

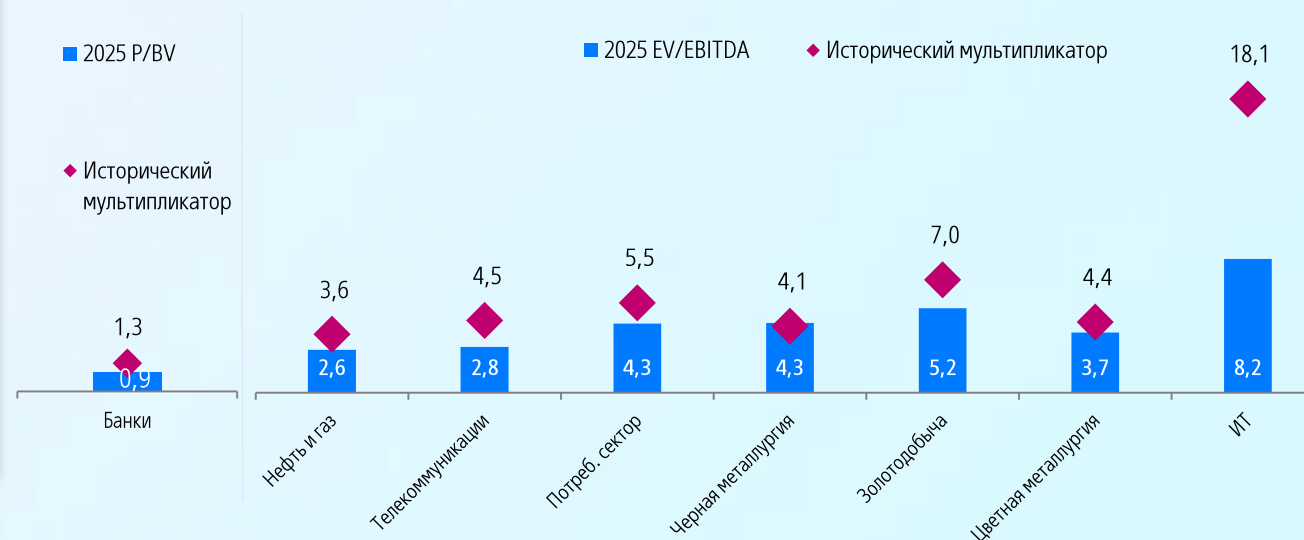
- Мы прогнозируем чистую прибыль индекса МосБиржи на уровне 695 руб. на горизонте 12 мес. после пересмотра прогноза по рублю, снижения ожиданий по ценам на нефть и пересмотра финансовых прогнозов в рамках проходящего сезона отчетности.
- Мы отдаем предпочтение внутренне-ориентированным секторам (ИТ, потребительский и финансовый секторы). В то же время нам нравятся акции компаний цветной металлургии на фоне привлекательной оценки.
- Мы выделяем дивидендные акции с двузначной доходностью на фоне предстоящего дивидендного сезона.
- В среднесрочной перспективе мы отдаем предпочтение акциям с низкой оценкой, которые будут сохранять высокие темпы роста и могут стать основными бенефициарами потенциального снижения ставок или имеют собственные катализаторы.

Источники: данные компаний, оценки и расчеты аналитиков
* для всех секторов указаны прогнозные мультипликаторы на 2025 год;
Расчеты на 25.03.2025 г.

P/E индекса МосБиржи



Медианная фундаментальная оценка* на 2025 г. по секторам



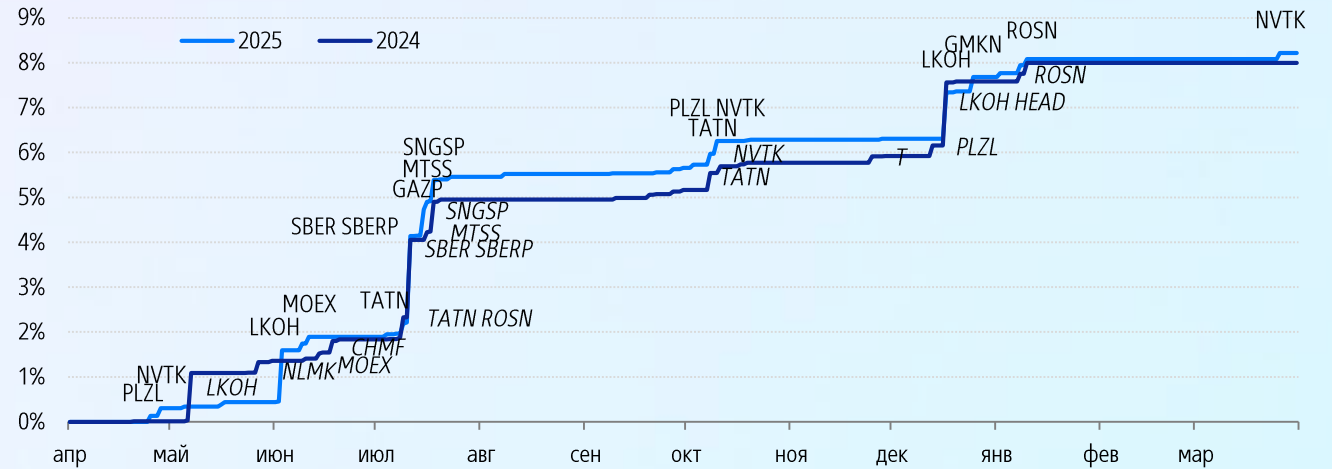
Дивиденды российских компаний

Источники: данные компаний, оценки и расчеты аналитиков
Расчеты на 25.03.2025 г.

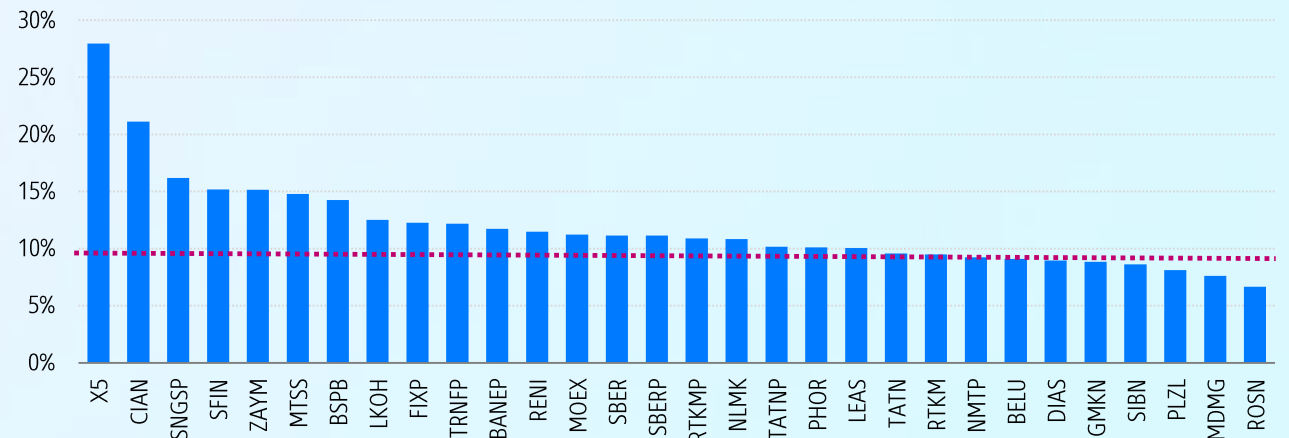
Ожидаемая дивидендная доходность российского рынка акций – 8%

- Дивидендная доходность российского рынка акций на горизонте 12 мес. находится в районе 8%, что все еще значительно ниже ставки по депозитам и доходности фондов денежного рынка.
- Высокие ставки мотивируют компании погашать долг и быть избирательными при определении размера дивидендов. У компаний с отрицательным или небольшим чистым долгом вероятность сокращения дивидендных выплат ниже.
- Акции с двузначной дивидендной доходностью могут показать динамику лучше рынка.
- Суммарный размер дивидендных выплат в 2025 г. может превысить 4,3 трлн руб., из которых на акции в свободном обращении приходится больше 650 млрд руб. (около 6х среднегодневного торгового оборота за месяц).
- Коэффициент реинвестирования дивидендов может быть выше исторического уровня (20-30%) в случае снижения геополитических рисков.

Накопленная дивидендная доходность индекса Мосбиржи к текущей цене



Дивидендная доходность российских акций на горизонте 12 мес., %



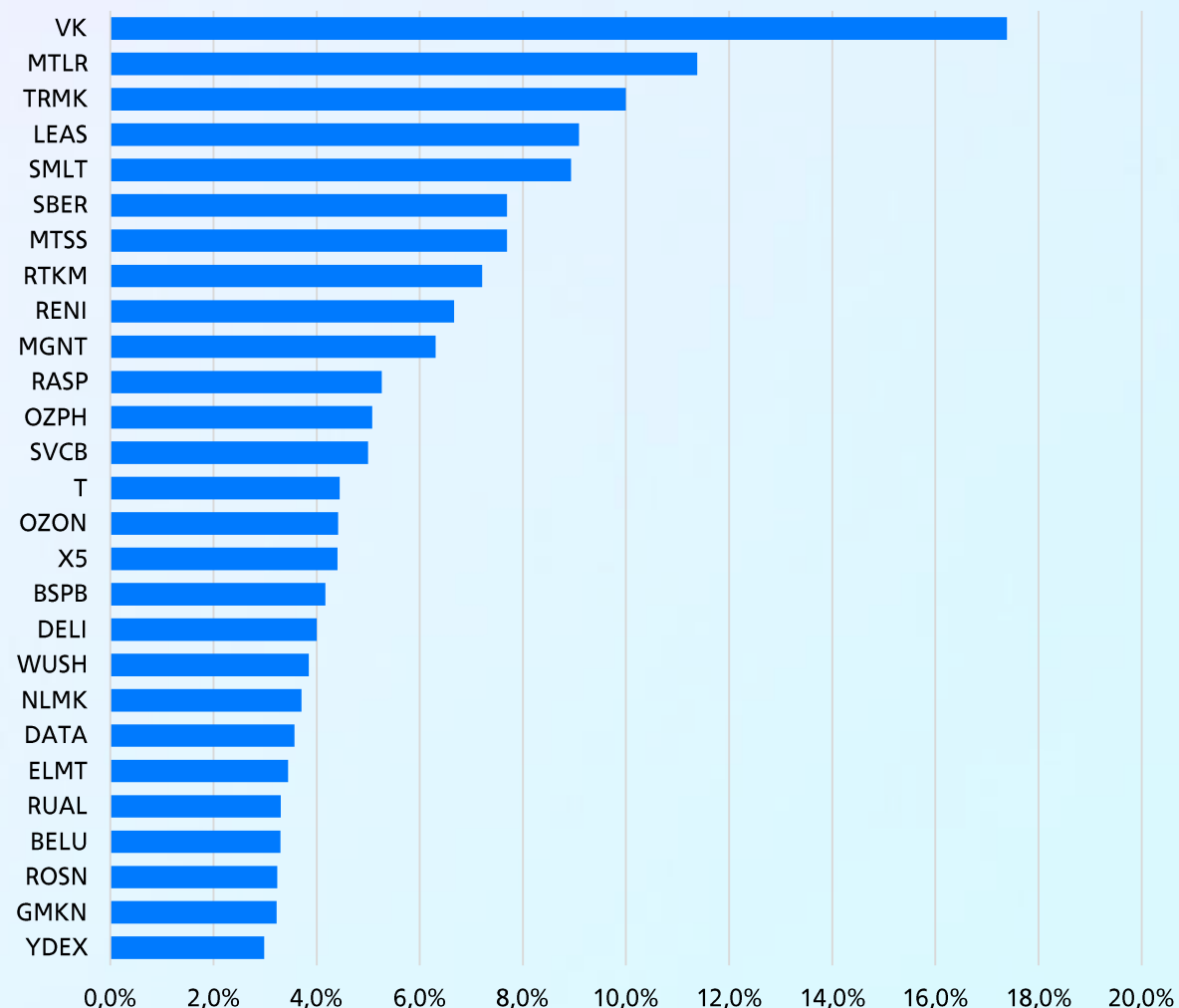
Чувствительность к ставке

Источники: данные компаний, оценки и расчеты аналитиков
Расчеты на 25.03.2025 г.

При смягчении ДКП акции компаний роста и компаний с высокой долговой нагрузкой могут показать рост лучше рынка

- В базовом сценарии мы ожидаем начала смягчение ДКП во 2п25. По нашим расчетам, к концу года ключевая ставка будет снижена до 19%. Оптимистический сценарий предполагает снижение до 14% к концу 2025 г.
- Смягчение сигнала ЦБ будет положительно воспринято рынком, и мы можем увидеть опережающую динамику акций с высокой долговой нагрузкой и акций с высокими темпами роста (в основном в финансовом секторе и ИТ).
- При снижении безрисковой ставки на 1 п.п. прогнозный уровень индекса МосБиржи повышается на ~4,4%.
- По нашим оценкам, наибольшую чувствительность к изменению ставки имеют акции ВК, Мечел, ТМК, Европлан, МТС, Сбербанк, Ростелеком, Ренессанс страхование, Магнит, Озон Фармацевтика, Совкомбанк.
- Более мягкая риторика Банка России может ускорить приток средств физлиц на рынок акций.

Изменение целевых цен при изменении безрисковой ставки на 50 бп



Фавориты стратегии: экспортеры

	Акции	Тезис	Прогн.цена, руб.	Див.дох. 12м,%	Ожид.полн.дох.,%	2025 P/E	EV/EBITDA 2025	Дох-ть FCF 2025, %
Нефть и газ	Лукойл	Высокая дивидендная доходность и растущие процентные доходы	8 589	14.1	30	5.9	1.7	14.3
	Сургутнефтегаз прив.		67	16.2	36	3.0	отриц.	7.0
	Транснефть прив.	Привлекательная дивидендная доходность, рост прокачки нефти на фоне ослабления ограничений добычи ОПЕК+	1 440	13.4	32	3.5	1.5	22.0
Металлургия	Норникель	Низкая оценка на дне цикла. Ожидаем рост цен корзины металлов (дефицит на рынках, стимулирование экономики Китая и смягчение ДКП в США способствуют развороту цикла)	160	8.8	36	7.7	3.7	13.2
	Полюс	Привлекательная оценка (~25% дисконт к исторической оценке по EV/EBITDA), экспозиция к ценам на золото и росту добычи	2 486	8.1	39	6.8	5.3	9.3
	Русал	Рост цен на алюминий в условиях сохранения высокого промышленного спроса на алюминий и расширения дефицита металла.	70	0.0	70	3.0	3.6	17.1

Фавориты стратегии: внутренне-ориентированные сектора

	Акции	Тезис	Прогн.цена, руб.	Див.дох. 12м,%	Ожид.полн.дох., %	2025 P/E	EV/EBITDA 2025	Дох-ть FCF 2025, %
Финансовый сектор	T-Технологии	Привлекательные темпы роста с самой высокой рентабельностью капитала среди публичных банков (30% в 2025 г.)	4 589	4.7	33	5.1	1.4*	
	Европлан	Высокая чувствительность оценки к уровню процентной ставки	1 097	10.0	60	5.1	1.4*	
ИТ и медиа	Яндекс	Высокие темпы роста и привлекательная оценка	6 580	1.7	43	11.2	6.8	8.3
	Ростелеком	25% дисконт к акциям МТС по EV/EBITDA, высокая чувствительность оценки к уровню процентной ставке	96	9.3	42	18.3	2.8	28.4
Потребительский сектор	X5	Привлекательная дивидендная доходность и профиль роста (+20% темп роста в 2025 г.)	3 983	28.0	40	9.5	4.6	-2.6
	Ozon	Высокие темпы роста оборота (+30%-40% г/г), рост финтех направления (+70% г/г)	5 689	0.0	44	отриц.	0.2**	-1.7

Ограничение ответственности

Банк ВТБ (ПАО) (Банк ВТБ). Генеральная лицензия Банка России № 1000. Лицензия профессионального участника рынка ценных бумаг на осуществление брокерской деятельности № 040–06492–100000 и лицензия на осуществление депозитарной деятельности № 040-06497-000100 выданы 25.03.2003 Банком России. Банк ВТБ внесен в единый реестр инвестиционных советников 24.12.2018. Банк ВТБ является членом саморегулируемой организации " "Национальная ассоциация участников фондового рынка".

1. Настоящий документ и содержащиеся в нем сведения предназначены исключительно для информационных целей. Документ не рассматривается и не должен рассматриваться как предложение Банка ВТБ о покупке или продаже каких-либо финансовых инструментов или оказания услуг какому-либо лицу, не является офертой, публичной офертой по какому бы то ни было действующему законодательству. Предоставляемая информация не может рассматриваться в качестве гарантий или обещаний в будущем доходности вложений.

Никакие положения информации или материалов, представленных в документе, не являются и не должны рассматриваться как индивидуальные инвестиционные рекомендации и/или намерение Банка ВТБ предоставить услуги инвестиционного советника, кроме как на основании соответствующего договора, заключаемого между Банком ВТБ и клиентом. Банк ВТБ не может гарантировать, что финансовые инструменты, продукты и услуги, описанные в настоящем документе, подходят всем лицам, которые ознакомились с такими материалами, в том числе в соответствии с их инвестиционным профилем. Финансовые инструменты, продукты и услуги, упоминаемые в информационных материалах, могут быть ограничены в обороте и не предназначены для широкого круга инвесторов. Банк ВТБ не несет ответственности за финансовые или иные последствия, которые могут возникнуть в результате принятия Вами решений в отношении финансовых инструментов, продуктов и услуг, представленных в информационных материалах.

2. Прежде чем воспользоваться какой-либо услугой или приобретением финансового инструмента или инвестиционного продукта, Вы должны предварительно ознакомиться с документами, содержащими все условия заключаемого договора и/или совершаемой сделки, и самостоятельно оценить экономические риски и выгоды от услуги и/или продукта, налоговые, юридические, бухгалтерские последствия заключения сделки при пользовании конкретной услугой, или перед приобретением конкретного финансового инструмента или инвестиционного продукта, свою готовность и возможность принять такие риски. При принятии инвестиционных решений Вы не должны полагаться на мнения, изложенные в настоящих материалах, но должны провести собственный анализ финансового положения эмитента и всех рисков, связанных с инвестированием в финансовые инструменты.

Ни прошлый опыт, ни финансовый успех других лиц не гарантируют и не определяют получение таких же результатов в будущем. Стоимость или доход от любых инвестиций, упомянутых в настоящем материале могут изменяться и/или испытывать воздействие изменений общей рыночной конъюнктуры, в том числе процентных ставок, инвестор может потерять первоначальную инвестиционную сумму.

Банк ВТБ не гарантирует доходность инвестиций, инвестиционной деятельности или финансовых инструментов. До осуществления инвестиций необходимо внимательно ознакомиться с условиями и/или документами, которые регулируют порядок их осуществления. До приобретения финансовых инструментов необходимо внимательно ознакомиться с условиями их обращения.

3. Никакие финансовые инструменты, продукты или услуги, упомянутые в материале, не предлагаются к продаже и не продаются в какой-либо юрисдикции, где такая деятельность противоречила бы законодательству о ценных бумагах или другим местным законам и нормативно-правовым актам, или обязывала бы Банк ВТБ выполнить требование о регистрации в такой юрисдикции. Банк ВТБ предлагает Вам убедиться в том, что Вы имеете право инвестировать средства в упомянутые в настоящих информационных материалах финансовые инструменты, продукты или услуги. Таким образом, Банк ВТБ не может быть ни в какой форме привлечен к ответственности в случае нарушения Вами применимых к Вам в какой-либо юрисдикции запретов.

4. Банк ВТБ прилагает разумные усилия для получения информации из надежных, по его мнению, источников. Вместе с тем, Банк ВТБ не делает каких-либо заверений в отношении того, что информация или оценки, содержащиеся в представленном информационном материале, являются достоверными, точными или полными. Любые выражения мнений, оценок и прогнозов являются мнениями авторов на дату написания материала. Любая информация, представленная в настоящих информационных материалах, может быть изменена в любое время без предварительного уведомления. Любая приведенная информация и оценки не являются условиями какой-либо сделки, в том числе потенциальной.

Многие факторы могут стать причиной того, что фактические результаты будут существенно отличаться от предполагаемых результатов, содержащихся в заявлениях прогнозного характера, включая, среди прочего, такие факторы, как общие условия экономической деятельности,

конкурентная среда, изменения рыночной конъюнктуры, риски, связанные с осуществлением деятельности в Российской Федерации, а также другие риски, связанные с деятельностью Банка ВТБ.

5. На финансовые инструменты, описанные в настоящих материалах могут распространяться требования Закона от 7 мая 2013 года N 79-ФЗ "О запрете отдельным категориям лиц открывать и иметь счета (вклады), хранить наличные денежные средства и ценности в иностранных банках, расположенных за пределами территории Российской Федерации, владеть и (или) пользоваться иностранными финансовыми инструментами". Инвестору необходимо самостоятельно оценить возможность заключения сделки с иностранными финансовыми инструментами.

6. Банк ВТБ обращает внимание инвесторов, являющихся физическими лицами, на то, что на денежные средства, переданные Банку ВТБ в рамках брокерского обслуживания, не распространяется действие Федерального закона от 23.12.2003. № 177-ФЗ "О страховании вкладов физических лиц в банках Российской Федерации" и оказываемые на основании договора о брокерском обслуживании финансовые услуги не являются услугами по открытию банковских счетов и приему вкладов.

7. Банк ВТБ настоящим информирует Вас о возможном наличии конфликта интересов при предложении рассматриваемых в документе финансовых инструментов, продуктов и услуг, который может возникнуть в силу широкой диверсификации видов профессиональной деятельности Банка ВТБ и группы ВТБ на финансовых рынках, в том числе по оказанию услуг по размещению и/или организации размещения таких финансовых инструментов. При урегулировании возникающих конфликтов интересов Банк ВТБ руководствуется интересами своих клиентов.

8. Любые логотипы, иные чем логотипы Банка ВТБ если таковые приведены в отчете, используются исключительно в информационных целях, не имеют целью введение клиентов в заблуждение о характере и специфике услуг, оказываемых Банком ВТБ, или получение дополнительного преимущества за счет использования таких логотипов, равно как продвижение товаров или услуг правообладателей таких логотипов, или нанесение ущерба их деловой репутации.

9. Термины и положения, приведенные в настоящих материалах, должны толковаться исключительно в контексте соответствующих сделок и операций и/или ценных бумаг и/или финансовых инструментов и могут полностью не соответствовать значениям, определенным законодательством РФ или иным применимым законодательством.

10. Настоящие материалы предназначены для распространения только на территории Российской Федерации и не предназначены для распространения в других странах, в том числе Великобритании, странах Европейского Союза, США и Сингапуре, а также, хотя и на территории Российской Федерации, гражданам и резидентам указанных стран. Банк ВТБ не предлагает финансовые услуги и финансовые продукты гражданам и резидентам стран Европейского Союза.

11. Вся информация об условиях предоставления продуктов Банка ВТБ, в том числе о финансовых услугах, оказываемых на основании договора о брокерском обслуживании, и дополнительных услугах брокера, в том числе оказываемых за дополнительную плату, о порядке получения финансовой услуги, в том числе документах, которые должны быть предоставлены получателем финансовых услуг для ее получения, о способах и порядке изменения условий договора о брокерском обслуживании, в том числе в результате внесения брокером изменений во внутренние документы, ссылка на которые содержится в договоре о брокерском обслуживании, о тарифах, иных возможных расходах, связанных с приобретением владением и продажей финансовых инструментов, и порядке их формирования, порядке возврата денежных средств (имущества) и о структуре связанных с этим издержек, о рисках инвестирования в финансовые инструменты, о способах и адресах направления обращений (жалоб) брокеру, в саморегулируемую организацию, в орган, осуществляющий полномочия по контролю и надзору за деятельностью брокера; о способах защиты прав получателя финансовых услуг, включая информацию о наличии возможности и способах досудебного или внесудебного урегулирования спора, в том числе о претензионном порядке урегулирования спора, Вы можете получить на официальном сайте vtb.ru, а также в филиалах и дополнительных офисах Банка ВТБ. С декларацией о рисках, связанных с осуществлением операций на финансовых рынках Вы можете ознакомиться на странице официального сайта www.vtb.ru/personal/investicii/documents/ Информация актуальна на дату размещения на сайте.

Все права на представленную информацию принадлежат Банку ВТБ. Данная информация не может воспроизводиться, передаваться или распространяться без предварительного письменного разрешения Банка ВТБ.

Адрес местонахождения: 191144, г. Санкт-Петербург, Дегтярный переулок, д. 11, литер А., адреса офисов брокера можно найти по ссылке, контактный телефон: +7 (495) 739-77-99, адрес электронной почты: info@vtb.ru, адрес официального сайта в сети Интернет: vtb.ru