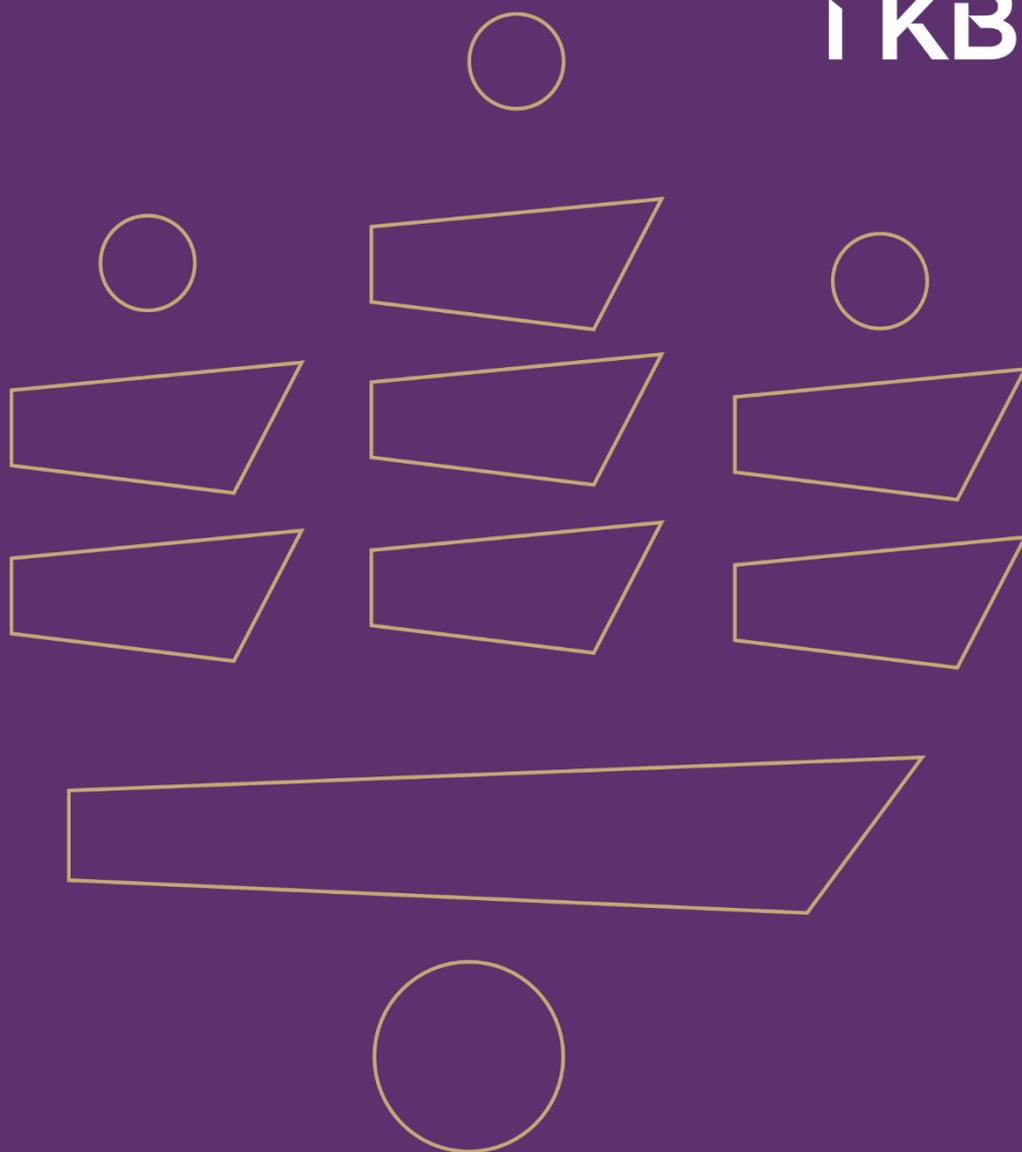


ТКВІР



ИНВЕСТИЦИОННАЯ СТРАТЕГИЯ 2025

tkbip.ru



Итоги 2024 года



Закончился сложный, но интересный 2024 год. Инвестиционная команда ТКБ Инвестмент Партнерс подводит итоги года и размышляет относительно перспектив 2025 г.

Прошедший год, на наш взгляд, выдался очень насыщенным на события как локального, так и геополитического характера. Вследствие этого горизонт планирования зачастую сводился к нескольким дням.

Волатильность правила балом на российском рынке и лишь немногие активы показали положительные результаты в терминах реальной доходности.

По итогам года имеем массу накопленного негатива, который уже учитывается в ценах большинства российских активов:

- рост ключевой ставки и доходностей на рынке облигаций до рекордных исторических уровней;
- всплеск инфляции на фоне бюджетного и кредитного импульсов;
- рост дефицита бюджета сверх плановых цифр;

- девальвация рубля;
- максимум санкционного давления на РФ;
- рост налогов на бизнес и население;
- дестабилизация ситуации на Ближнем Востоке;
- потенциальный риск торговых войн после избрания нового Президента США.

Чего ожидать от 2025 года?

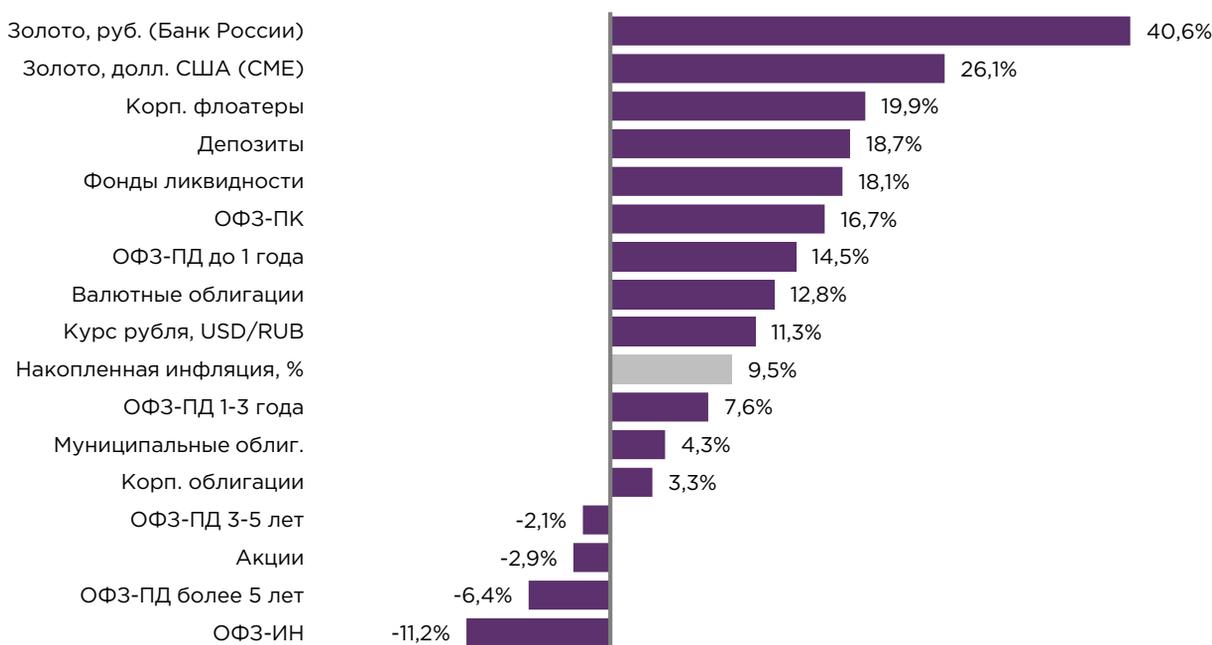
Мы с умеренным и осторожным оптимизмом смотрим в будущее и считаем, что рыночная стоимость многих активов сейчас выглядит очень привлекательно по сравнению с их фундаментальной оценкой.

Стоит ли начинать формировать портфель сейчас и за счет каких активов, а также чего ждать от 2025 года, мы постарались отразить в инвестиционной стратегии, которая представлена ниже.

Как и ранее, предлагаем для рассмотрения несколько сценариев развития событий и нашу вероятностную оценку их реализации с неким предположением относительно будущей динамики фондового рынка по классам активов.

В течение большей части 2024 года фондовый рынок РФ находился под давлением, а приток средств в такие защитные инструменты, как фонды денежного рынка и банковские депозиты, только увеличивался.

Доходность выше инфляции показали инструменты денежного рынка - фонды денежного рынка и депозиты, облигации с переменным купоном, а также золото и валюта.



Итоги 2024 года

Пересмотр денежно-кредитной политики ЦБ РФ

В течение 2024 года прогнозы Банка России относительно состояния российской экономики претерпели значительные изменения. В начале года прогноз инфляции ЦБ РФ на 2024 находился в диапазоне 4%–4,5%, исходя из ожиданий, что жесткая денежно-кредитная политика, применяемая с середины 2023 г., сможет быстро охладить экономику и снизить ценовое давление. Однако на фоне мобилизации экономики и роста расходов бюджета в основном на оборонные статьи, а также в ответ на жесткие

геополитические стрессы (еще в 2022–23 годах государственные расходы создали внушительный бюджетный импульс, который привел к активному росту бизнес-активности и производства по широкому кругу отраслей), в течение года инфляция устойчиво росла, что потребовало корректировки первоначальных прогнозов и вынудило ЦБ РФ проводить ультражесткую политику с повышением ключевой ставки на 5 п.п. в течение года (с 16% до 21% годовых).

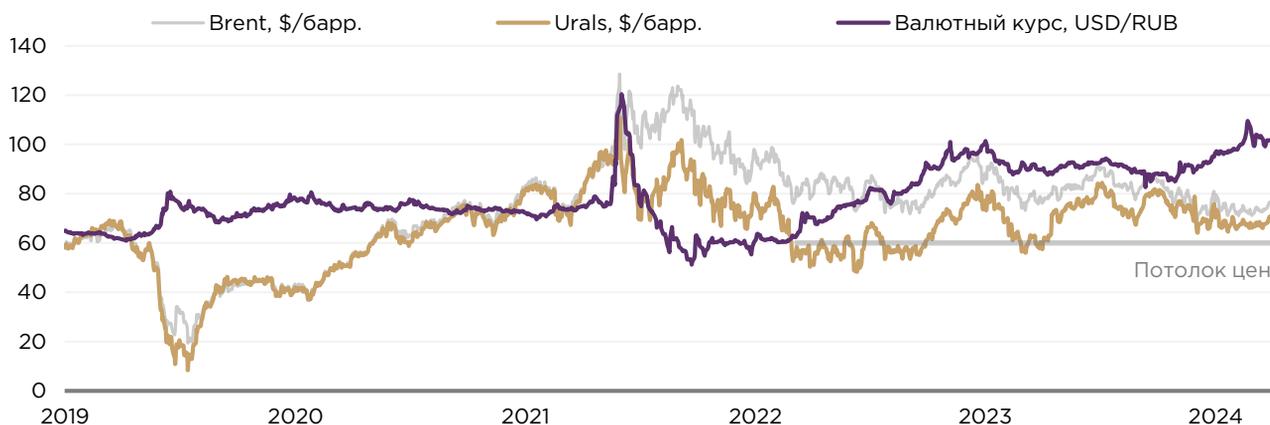


*Обновление среднесрочного прогноза Банка России

Девальвация рубля

В течение 2024 года цены на нефть оставались относительно стабильными на уровне 70–80 долл. за баррель в связи с геополитической напряженностью на Ближнем Востоке и продлением ограничений объемов добычи со стороны ОПЕК+. Это, в свою очередь, способствовало некоторой стабилизации и даже укреплению курса рубля.

Однако, начиная с конца 3 кв. 2024 г., произошла девальвация рубля, вызванная увеличением стоимостного объема импорта во 2П2024 года, а также введенными санкциями против финансового сектора РФ, на фоне которых возникли дополнительные сложности с поступлением валютной выручки от экспорта на рынок.

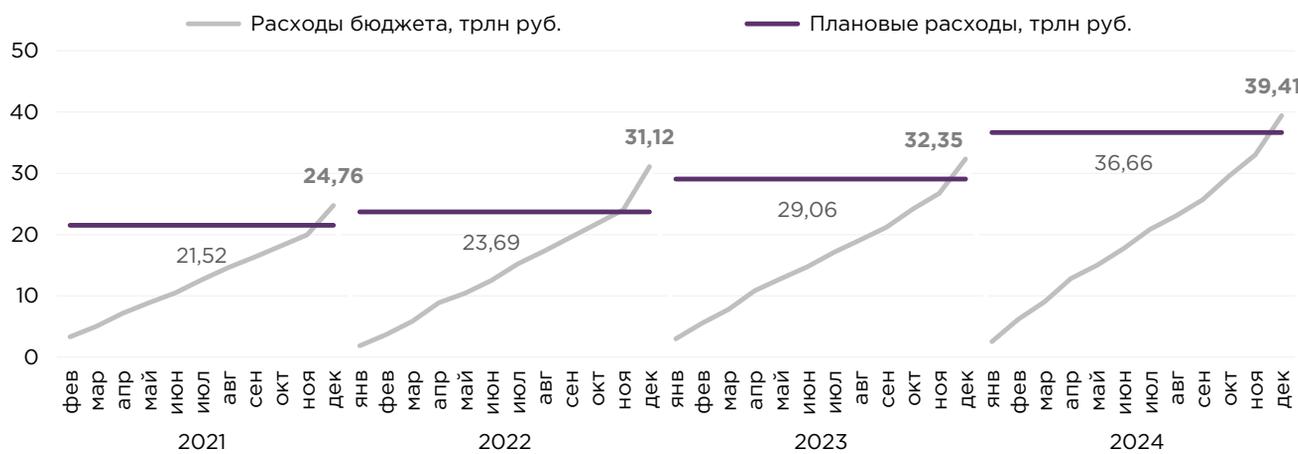


Итоги 2024 года

Рост расходов бюджета РФ

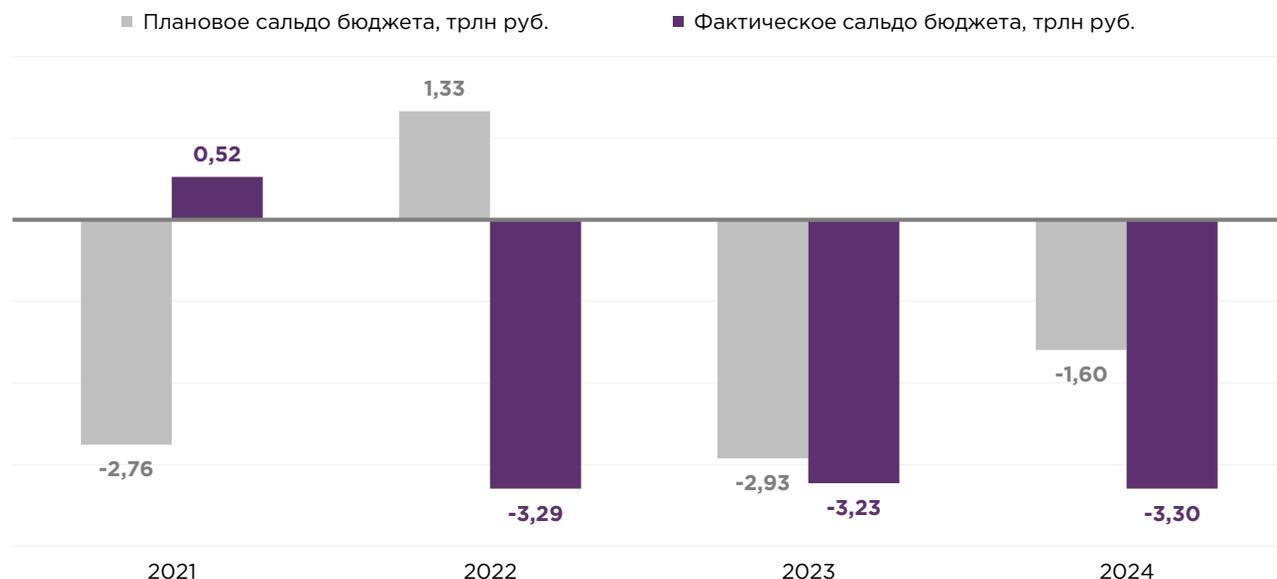
Сильный рынок нефти, минимальный дисконт российской марки нефти к Brent, а также девальвация рубля способствовали увеличению доходов бюджета Российской Федерации. Однако расходы в течение года также оставались значительными и по результатам 2024 года

превысили плановые показатели. Крайне неприятным сюрпризом стала объявленная корректировка расходов бюджета 2024 г. в сторону увеличения сверх плановых в 4 кв. 2024 г.



Дефицит бюджета РФ в 2024 году, составивший 3,3 трлн рублей, внес и еще будет вносить в ближайшее время дополнительный вклад в сложившийся тренд по инфляции. По нашей оценке, бюджетный стимул транслируется

в дополнительные 3 п.п. к инфляции. Пересмотр расходов бюджета в 4 кв. 2024 вместе с ослаблением рубля потребовали еще большей жесткости со стороны ЦБ РФ.



Итоги 2024 года

Рост кредитования

Импульс, сформированный повышенными расходами бюджета, а также геополитическая ситуация способствовали максимальной или околорекордной мобилизации экономики. Это, в свою очередь, выливалось в рост потребительского спроса и рост кредитования как со стороны населения, так и со стороны компаний, которые активно привлекали кредитный ресурс на цели рефинансирования, потребления, для усиления рыночных позиций в оставленных иностранными компаниями нишах, привлечения новых трудовых ресурсов и расширения производства.

До определенного момента рост объемов кредитования, формируемый в том числе растущими инфляционными ожиданиями, способствовал отклонению национальной экономики от тренда сбалансированного роста, что, в свою очередь, способствовало ускорению инфляции. Проблему усугубляло наличие масштабных программ льготного кредитования: в сфере ипотечного кредитования для физических лиц и льготных кредитов для корпоративного сектора в стратегически важных отраслях. В связи с этим предприятия стали менее чувствительны к росту процентной ставки, что затрудняло снижение спроса в экономике.

В результате это дисконтировало эффект от повышения ключевой ставки и препятствовало достижению цели по инфляции. Розничное кредитование начало замедляться лишь после отмены льгот летом 2024 года, в то время как корпоративное кредитование стало демонстрировать замедление только к декабрю, после еще большего ужесточения через применения макропруденциальных мер со стороны ЦБ РФ, когда ставки по кредитам для первоклассных заемщиков стали достигать уровней маржи к ставке ЦБ РФ в диапазоне 5-7% годовых.



Рост заработных плат и рекордная занятость

Рост экономики сопровождался соответствующим ростом спроса на рабочую силу, что создало дефицит на рынке труда и рост конкуренции среди компаний за соискателей.

С одной стороны, данная ситуация привела к улучшению условий труда, повышению заработных плат, располагаемых доходов населения и к дальнейшему росту потребительской активности.

С другой стороны, недостаток кадров и рост стоимости труда стали серьезно ограничивать возможности предприятий по дальнейшему расширению производства и привели к росту производственных издержек.

В итоге, благодаря высокому потребительскому спросу производители смогли переложить свои издержки на конечного потребителя, а экономический импульс стал перерастать в инфляционный всплеск.

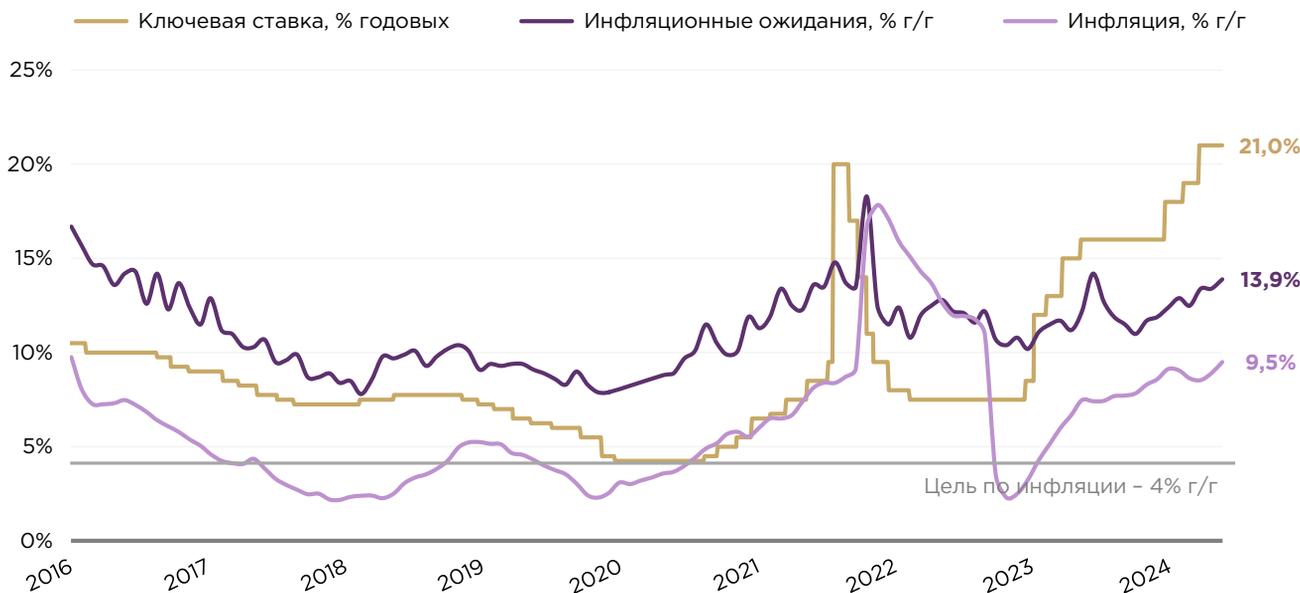


Итоги 2024 года

Рост инфляции

В течении 2024 года устойчиво повышалась базовая инфляция, росли инфляционные ожидания как населения, так и бизнеса, что также усиливало эффект инерции роста цен.

ЦБ РФ не был готов к такому развороту событий и был вынужден прибегнуть к решительным мерам в части дальнейшего ужесточения денежно-кредитной политики.



Рост ключевой ставки в совокупности с макропруденциальными мерами ЦБ РФ привел к существенному росту стоимости долга и расширению кредитных спредов для всех заемщиков. Требования банков существенно ужесточились, что, в свою очередь, привело к еще более сложным условиям на рынке кредитных ресурсов. Доступ к рефинансированию существующего долга доступен уже не всем. Таким образом, началось накопление кредитных рисков в экономике.

Несмотря на рекордный уровень ставки, инфляция пока не демонстрирует устойчивого замедления. Кроме того, экономические власти и участники рынка стали активно пересматривать

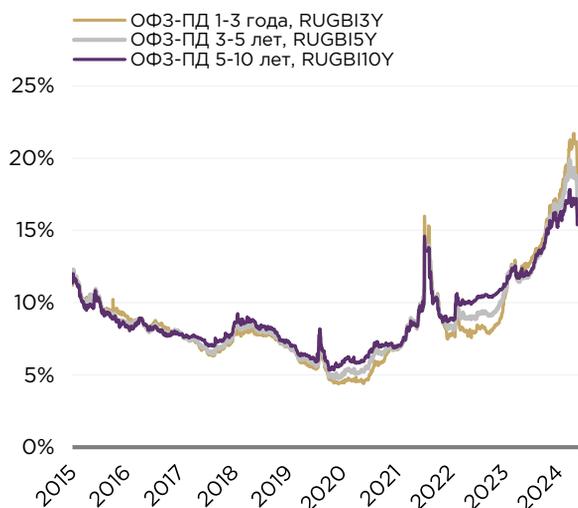
свои прогнозы. Минэкономразвития сообщил о необходимости пересмотра прогнозов на 2025 год, которые были объявлены в ноябре. В частности, изменения коснутся ожидаемой инфляции, которая остается выше запланированного уровня. По данным обновленного в декабре макроэкономического опроса Банка России, аналитики существенно повысили свои прогнозы по инфляции на 2025-26 гг. Для сравнения, прогноз инфляции на декабрь 2024 года был повышен с 7,7% до 9,2% г/г, а прогноз средней инфляции на 2025 год — с 6,5% до 8,2%. Таким образом, инфляционные риски сохраняются и, вероятно, частично переходят с нами в 2025 год.

Итоги 2024 года

Состояние фондового рынка

Ужесточение ДКП вследствие ускорения инфляции оказало сильное давление на котировки фондового рынка, спровоцировав рост доходностей долговых инструментов, которые обновили исторические максимумы в этом году. В течении года индекс гособлигаций

RGBI обновил минимумы 2022 года и снизился почти на 12%. При этом рост ключевой ставки ЦБ РФ повысил привлекательность фондов денежного рынка и депозитов. На этом фоне произошел переход капитала с фондового рынка в денежный.



Рынок акций также находился под давлением. Коррекция в акциях началась в мае и продолжилась до конца года. Ключевым драйвером стал ряд инвестиционных рисков, спровоцированных макроэкономической конъюнктурой, сложившейся в течении года:

- **Перегрев экономики**

Дефицит трудовых ресурсов, высокий спрос и стимулирующая политика привели к росту цен и инфляции, что вынудило Банк России ужесточить денежно-кредитную политику. На этом фоне произошел рост процентных ставок, который снизил привлекательность акций и повысил долговую нагрузку компаний.

- **Санкции**

Ограничения, введенные в течение года, оказывали давление на финансовый сектор, экспорт и импорт, что также усиливало инфляцию и негативно влияло на рынок акций.

- **Навес предложения от нерезидентов**

В течении года на фоне окончания срока действия лицензии OFAC происходила активная продажа ценных бумаг со стороны нерезидентов.

- **Дополнительная налоговая нагрузка**

С 2025 года ставка налога на прибыль для компаний пересмотрена в сторону увеличения с 20 до 25%.



Стратегия на 2025 год. Резюме

Геополитическая (первичные и вторичные санкции, давление на экспортные потоки и трансграничные расчеты, торговые войны) и макроэкономическая (бюджетный дефицит, курс рубля, инфляция, процентные ставки) ситуации будут продолжать определять движение на рынках капитала в 2025 году.

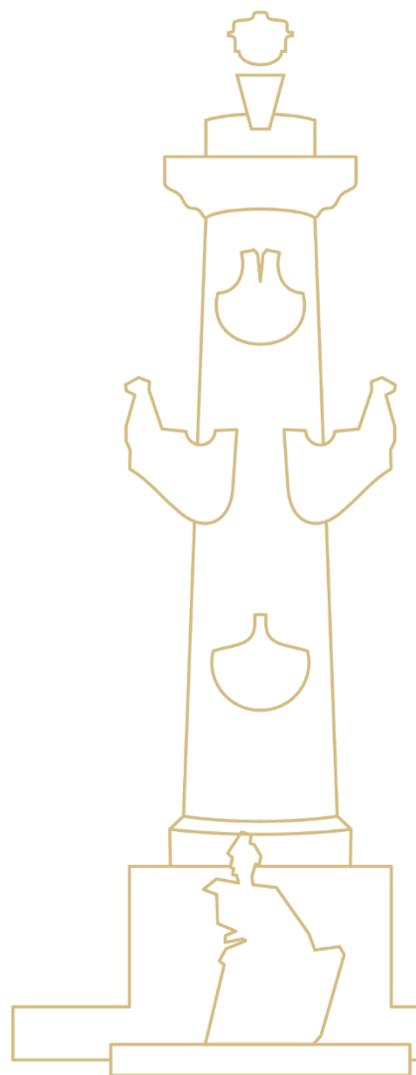
Негативные факторы, скорее всего, будут превалировать в первой половине года, а улучшение ситуации можно ожидать ближе к концу 2 кв. 2025 года, начиная с летнего дивидендного сезона на рынке акций.

Мы ожидаем увидеть ослабление рубля в 2025 году во всех сценариях (различия будут лишь в масштабе ослабления рубля), а также умеренно-жесткие ДКУ в течение большей части года.

Краткое резюме

- 1) Результаты выборов президента в США, а также существенно участвовавшие разговоры о возможном скором начале переговорного процесса увеличивают шансы на ослабление геополитической напряженности и санкционного режима. Процесс вряд ли будет быстрым – осязаемые результаты следует ожидать, скорее, не ранее второй половины 2025 года.
- 2) Инфляция сложится выше прогнозов ЦБ РФ и Правительства. Наш базовый прогноз – 7-8% на конец 2025 года.
- 3) Пик ужесточения ДКП, вероятно, придется на декабрь 2024 – февраль 2025, после чего процентные ставки останутся на этих уровнях продолжительное время. Мы не ожидаем начала цикла смягчения раньше 3 кв. 2025 года в базовом сценарии.
- 4) Давление на рубль продолжится практически во всех сценариях. Мы ожидаем мягкую девальвацию в пределах 10-15% (до 105-115 руб./долл.) к концу 2025 года в базовом сценарии.
- 5) Приток ликвидности (в виде дивидендов, а также перетоков из фондов ликвидности и депозитов), вероятно, придется на вторую половину года и будет в основном зависеть от траектории ключевой ставки ЦБ РФ.

Тактика и выбор стратегии на 2025 год: сохраняем фокус на защитных и валютных инструментах (замещающие облигации, валюта, золото) в 1П2025 года с постепенным наращиванием риска (акции, длинные ОФЗ) и увеличением аллокации в рублевые инструменты ближе к концу лета 2025 года, в случае подтверждения реализации базового / оптимистичного сценариев.



Стратегия на 2025 год. Резюме

Акции

Учитывая совокупность факторов и ожидания по смягчению ДКП, рынок акций на уровнях закрытия конца 2024 года выглядит очень привлекательно. Однако динамика рынка в 1П2025 года может быть разнонаправленной, характеризующейся высокой волатильностью. Начиная со 2П2025 года ожидаем переход к полноценному восстановлению рынка.

Наш прогноз по индексу Мосбиржи на конец 2025 г. составляет 3350+ пунктов (+25%).

Акции каких компаний мы выбираем?

- **Качественных экспортеров**, наименее подверженных риску дальнейшего расширения санкций – ставка на ослабление рубля – преимущественно акции нефтяных компаний, отдельных металлургов и золотодобытчиков.
- **Дивидендные истории** с доходностью выше альтернативных инструментов (ориентир – 10-летние ОФЗ) – высокие дивиденды являются ключевым фактором инвестиционной привлекательности российских акций. Мы выбираем компании с длительной, стабильной историей дивидендных выплат и хорошо прогнозируемыми будущими денежными потоками.
- **Быстрорастущие компании**, участвующие в трансформации экономики и выстраивании технологического суверенитета страны – компании, которые способны показывать быстрый и прибыльный рост, эффективно занимая ниши ушедших иностранных игроков, лидеры в своих сегментах.
- **Опциональность на потенциальное урегулирование / завершение СВО** – компании, которые больше всего пострадали от санкций, могут также показать большее восстановление в случае их снятия.
- **Компании с чистой денежной позицией** и способностью комфортно переключать инфляцию на конечного потребителя – бенефициары сохранения относительно высоких процентных ставок длительное время.

Акции каких компаний мы сейчас избегаем?

- **Компании с высокой или плохо контролируемой долговой нагрузкой** – отсекаем компании с соотношением чистого долга к EBITDA выше 2.0x, высоким соотношением плавающих процентных ставок в структуре долга, смотрим на уровень покрытия процентных расходов операционной прибылью.
- С осторожностью смотрим на **акции большинства банков и девелоперов** – избегаем риска существенного ухудшения кредитного качества на фоне сохраняющихся высоких процентных ставок.

Стратегия на 2025 год. Резюме

Золото

Мы продолжаем позитивно оценивать перспективы золота в 2025 году, однако считаем, что динамика роста цен на золото будет более сдержанной, чем в 2024 году.

Инфляция в США постепенно подходит к цели в 2%, при этом рынок труда показывает довольно слабую динамику. Эти факторы свидетельствуют в пользу дальнейшего снижения ставки ФРС, что, в свою очередь, будет обеспечивать дополнительные притоки в золото со стороны

золотых ETF. Однако экономические планы Дональда Трампа могут краткосрочно приводить к ускорению инфляции, что может стать риском для замедления цикла снижения процентных ставок и вызвать некоторое давление на цену золота.

Кроме того, учитывая наши прогнозы по ослаблению рубля во всех сценариях, золото может стать защитным активом от девальвации.

Долговой рынок

Тактически на ближайшее полугодие будем отдавать предпочтение инструментам денежного рынка – короткие депозиты, фонды денежного рынка, ОФЗ флоатеры. Для хеджирования рисков ослабления рубля также видим целесообразность покупки валютных активов, в т.ч. замещающих облигаций. К концу 2 кв. 2025 года будем

принимать решение о перераспределении аллокации из защитных активов в пользу увеличения рыночного риска по рублевым долговым инструментам, прежде всего ОФЗ срочностью более 5 лет, соотношение риска и доходности по которым выглядят очень привлекательно.

Стратегия на 2025 год. Сценарии

При построении макроэкономических прогнозов на 2025 год и, соответственно, при выборе активов в портфель, мы отталкиваемся от различных сценариев развития геополитической и, как следствие, экономической ситуации.

Огромную неопределенность привносят напряженность на Ближнем Востоке и ситуация с Тайванем, которые могут кардинально изменить ход сценариев, однако, затруднительно оценить вероятность реализации данного геополитического риска.

Эскалация (негативный)	Status quo (базовый)	Урегулирование (позитивный)
Вероятность реализации		
20%	60%	20%

Предпосылки и допущения

- | | | |
|---|---|---|
| <ul style="list-style-type: none"> Расширение санкционного давления Банковский сектор – дальнейшее ограничение трансграничных платежей Экспорт – ограничения на морские перевозки, снижение потолка по реализации нефти РФ с \$60 до \$40, новые сектора / компании под санкциями Полный отказ Европы от любого российского экспорта, включая газ с переключением на углеводороды США Торговая война США – Китай – ОПЕК+ усиливает давление на цены на нефть | <ul style="list-style-type: none"> Точечное расширение санкций Вторичные санкции Экспорт – ограничения на теневой флот, новые сектора / компании под санкциями Торговая война США – Китай – ОПЕК+ усиливает давление на цены на нефть | <ul style="list-style-type: none"> Отмена части санкций Снятие ограничений на трансграничные платежи Вывод ключевого экспорта из под части санкций (например, отмена потолка цен по нефти) Потенциальная разморозка резервов РФ Торговая война США – Китай – ОПЕК+ усиливает давление на цены на нефть |
|---|---|---|

Последствия для экономики

- | | | |
|--|--|--|
| <ul style="list-style-type: none"> Расширение дисконта на нефть марки Urals по отношению к Brent с 10-12 \$/барр. до 25-30 \$/барр. Падение цены на Brent до 65-70 \$/барр. за счет наращивания добычи со стороны США и развязывания полноценной торговой войны Сокращение притока валюты в страну из-за снижения объемов и стоимости экспорта Рост бюджетных расходов на финансирование продолжения СВО Расширение дефицита бюджета до 6-7 трлн руб. Сильная девальвация рубля до уровней 130 руб./долл. и выше Рост налоговой нагрузки на население и бизнес Дальнейший перегрев рынка труда Разгон инфляции до двузначных значений Дальнейшее ужесточение ДКП со стороны ЦБ РФ Падение ВВП на фоне сокращения потребления и инвестиций | <ul style="list-style-type: none"> Дисконт на нефть марки Urals по отношению к Brent сохраняется на уровне 10-12 \$/барр. Падение цены на Brent до 65-70 \$/барр. за счет наращивания добычи со стороны США и развязывания полноценной торговой войны Умеренная девальвация рубля до уровней 110-115 руб./долл. Бюджетные расходы на финансирование продолжения СВО остаются стабильными или умеренно растут Рынок труда умеренно охлаждается за счет снижения инвестиционной активности Инфляция превышает прогнозы ЦБ и Правительства, но остается в пределах однозначных значений Замедление роста ВВП до < 1% ДКП остается жесткой с умеренным смягчением в конце 2025 года. Пик по ключевой ставке – декабрь 2024 – февраль 2025 | <ul style="list-style-type: none"> Дисконт на нефть марки Urals по отношению к Brent сокращается до уровня 0-5 \$/барр. Падение цены на Brent до 65-70 \$/барр. за счет наращивания добычи со стороны США и развязывания полноценной торговой войны Умеренная девальвация рубля до уровней 100-110 руб./долл. Бюджет балансируется на уровне плановых цифр 2025-2027 годов Рынок труда плавно нормализуется (возвращение с СВО, приток/возврат релакантов, снижение спроса со стороны ВПК) Инфляция нормализуется на уровне 6-6.5% или ниже (рост выпуска, удешевление импорта) Пик ключевой ставки в декабре 2024 года с последующей более резкой нормализацией к концу 2025 года Рост ВВП в рамках потенциала или чуть выше (+1,5%-2,5%) |
|--|--|--|

Стратегия на 2025 год. Сценарии

Эскалация (негативный)	Status quo (базовый)	Урегулирование (позитивный)
Вероятность реализации 20%	60%	20%
Последствия для рынка		
<ul style="list-style-type: none"> ▪ Массовые дефолты и банкротства в гражданском секторе экономики ▪ Рост доходностей ОФЗ срочностью 5 и более лет выше 20% годовых ▪ Начало нормализации ДКП не ранее 2026 года ▪ Рост спроса на защитные инструменты - золото / валюту / инструменты денежного рынка 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Точечные дефолты и банкротства в гражданском секторе экономики ▪ Доходности ОФЗ срочностью 5 и более лет 17%+ в течение 1П25 с умеренным снижением до 14-15% к концу 2025 г. ▪ Начало нормализации ДКП не ранее 3 кв. 2025 г. ▪ Ключевая ставка 17-18% годовых к концу 2025 г. ▪ Рост спроса на защитные инструменты - золото / валюту / инструменты денежного рынка в 1П2025 г. с постепенным уходом в рисковые активы ближе к концу года 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Единичные дефолты и банкротства в гражданском секторе экономики ▪ Снижение доходностей ОФЗ срочностью 5 и более лет до 12,5-13% годовых к концу 2025 г. ▪ Начало нормализации ДКП со снижением ключевой ставки до 15-16% к концу 2025, начиная с 2 кв. 2025 г. ▪ Полноценный рост спроса на рисковые активы – акции / длинные ОФЗ, начиная с 2 кв. 2025 г.
Инструменты в портфеле		
<ul style="list-style-type: none"> ▪ Замещающие облигации ▪ Валюта - преимущественно доллар США (фьючерсы) ▪ Золото 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Замещающие облигации, валюта - преимущественно доллар США (фьючерсы), золото в 1П25 г. ▪ Постепенное наращивание позиции в акциях с конца 2К25 г. ▪ Покупка длинных ОФЗ и корпоративных облигаций, начиная с 3 кв. 2025 г. 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Замещающие облигации, валюта преимущественно доллар США (фьючерсы), золото с умеренным весом в портфеле в 1 кв. 2025 г. ▪ Агрессивное наращивание позиции в акциях и длинных ОФЗ с 2 кв. 2025 г.

Стратегия на 2025 год. Макроэкономика

Основные макроэкономические показатели в различных сценариях

	2024	2025		
		Эскалация	Status quo	Урегулирование
Дефицит бюджета, млрд руб.	3 079	6 860	2 682	1 028
Дефицит бюджета, % ВВП	1,6%	3,3%	1,3%	0,5%
СТО, млрд долл.	64	62	67	66
Торговый баланс, млрд долл.	132	141	132	106
Экспорт	429	372	425	445
Импорт	-297	-231	-293	-339
Финансовый счет, млрд долл.	-65	-65	-65	-40
Безработица, %	2,3%	2,1%	2,5%	3,5%
Brent, \$/барр.	80,1	70,0	70,0	70,0
Urals, \$/барр.	68,1	40,0	60,0	67,5
USD/RUB средний за год	93,1	135	105	100
Рост реального ВВП, %	4,0%	-1,9%	0,8%	2,2%
Потребление	7,0%	-7,0%	2,5%	5,5%
Инвестиции	8,0%	-10,0%	-5,0%	6,0%
Инфляция на конец года, %	9,5%	13,5%	7,5%	6,0%
Ключевая ставка ЦБ на конец года, %	21,0%	30,0%	18,0%	16,0%

Среди ключевых рисков для экономики и бюджета РФ во всех сценариях мы отмечаем риски волатильности и снижения цен на нефть. Приход к власти Трампа, по нашим оценкам, приведет к укреплению доллара и обострению торговой войны с Китаем и странами ОПЕК+.

В этом случае давление на экономику КНР усилится, а спрос и цены на сырье – снизятся. В США, напротив, можно ожидать роста производства и отмены экспортных ограничений.

Анализ чувствительности основных макропоказателей к среднегодовой цене Urals

	2024	2025										
		80	75	70	65	60 (Б)	55	50	45	40	35	30
Urals, \$/барр.	68,1											
Рост реального ВВП, %	4,0%	1,9%	1,5%	1,2%	1,0%	0,8%	0,3%	-0,3%	-0,9%	-1,6%	-2,4%	-3,4%
СТО, млрд руб.	64	66	67	66	66	67	61	62	64	67	67	69
Торговый баланс, млрд долл.	132	135	136	134	133	132	128	128	130	132	132	133
Экспорт	429	476	464	451	437	425	413	400	387	374	362	349
Импорт	-297	341	329	317	304	293	285	272	257	243	230	216
Финанс. счет, млрд долл.	-65	-65	-65	-65	-65	-65	-65	-65	-65	-65	-65	-65
Дефицит бюджета, млрд руб.	3 079	31	644	1 376	2 029	2 682	3 769	4 579	5 370	6 244	7 201	8 189
Дефицит бюджета, % ВВП	1,6%	0,0%	0,3%	0,6%	1,0%	1,3%	1,8%	2,2%	2,6%	3,1%	3,6%	4,1%
Инфляция на конец года, %	9,5%	5,8%	6,0%	6,3%	7,0%	7,5%	8,0%	9,0%	10,0%	11,0%	12,0%	14,0%
Инфляция средняя за год, %	8,4%	7,8%	7,9%	8,0%	8,4%	8,6%	8,9%	9,4%	9,9%	10,4%	10,9%	11,9%
КС ЦБ РФ на конец года, %	21,0%	16,0%	16,5%	17,0%	17,5%	18,0%	20,0%	21,0%	22,0%	23,0%	24,0%	26,0%
USD/RUB средний за год	93,1	90	93	97	101	105	110	116	122	128	134	141

Стратегия на 2025 год. Макроэкономика

Платежный баланс и курс рубля

Основным фактором ценообразования курса остается динамика показателей внешней торговли.

По нашим оценкам, профицит по счету текущих операций в 2025 году составит порядка \$67 млрд (на уровне долгосрочных средних исторических значений), поэтому мы не ожидаем увидеть дефицит валютной ликвидности в базовом сценарии.

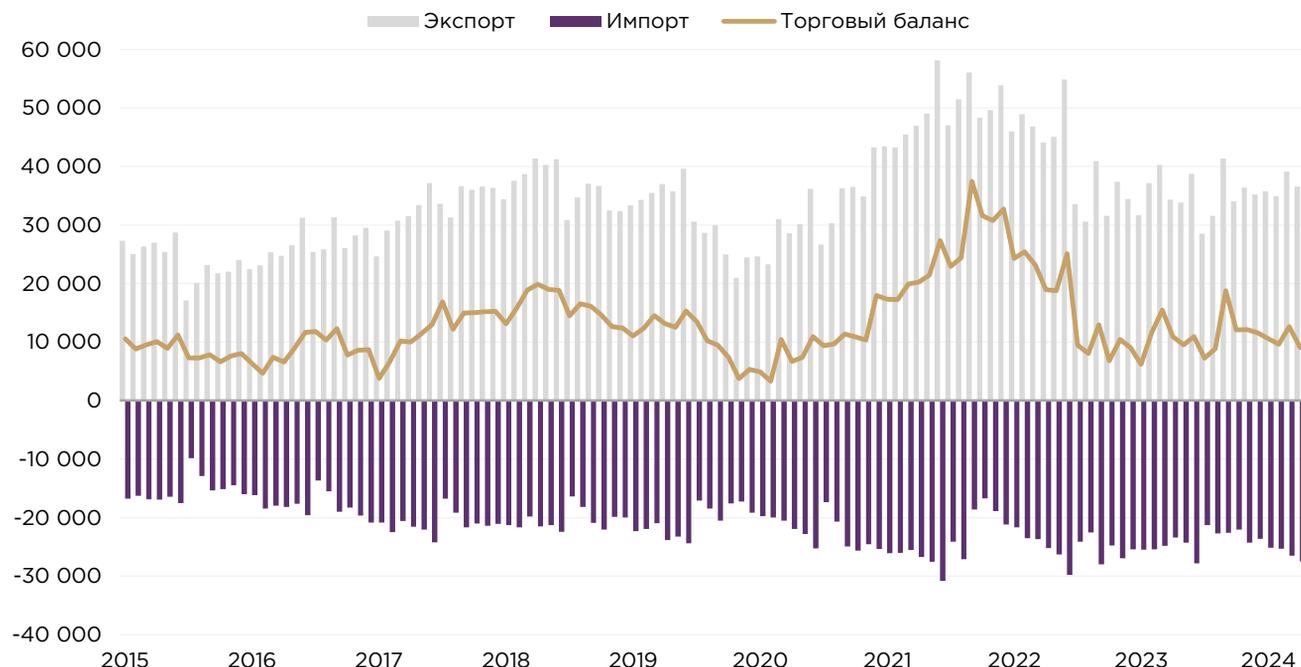
Однако после целого ряда введенных санкций рынок функционирует нестабильно, что периодически приводит к избыточной волатильности ввиду снизившейся ликвидности и прозрачности ценообразования. Также все менее прозрачной становится ритмичность и размер продажи валютной выручки экспортерами, что во

многом объясняет резкую краткосрочную волатильность курса рубля.

Цены на нефть и объемы экспорта стабильны на протяжении всего 2П2024 года. В ноябре - декабре импорт сезонно растет. Ужесточение санкций и добавление новых банков в SDN-лист в конце ноября усложнило для экспортеров репатриацию валютной выручки. В результате волатильность рубля усилилась, а Банк России был вынужден приостановить операции по покупке юаней в рамках бюджетного правила.

Вероятно, при неизменности санкционного режима эта особенность функционирования валютного рынка сохранится и в 2025 году.

Торговый баланс, млн долл.



Стратегия на 2025 год. Макроэкономика

Федеральный бюджет

На 2025 год федеральный бюджет сверстан с нулевым первичным дефицитом, что потенциально снижает величину бюджетного импульса до нуля. При этом Правительство РФ планирует перейти к накоплению ресурсов в ФНБ. Этот план, на наш взгляд, выглядит очень амбициозно.

Учитывая низкую бюджетную дисциплину последних лет, можно скорее ожидать превышения расходов относительно плана в этом году.

Мы закладываем более агрессивный рост расходов на национальную оборону, а также выше затраты на обслуживание долга из-за роста доли долга по плавающим ставкам (сейчас их уже около половины портфеля) и более высокой траектории процентных ставок, по сравнению с заложеной в бюджет. Также у нас более скромные оценки нефтегазовых доходов за счет меньшей прогнозной цены Urals в среднем по году по сравнению с заложеной в бюджет.

Показатель, млрд руб.	2023	2024П	Проект бюджета			Оценка ТКВІР		
			2025Б	2026Б	2027Б	2025О	2026О	2027О
Доходы федерального бюджета, всего	29 124	36 301	40 296	41 841	43 154	39 858	42 868	46 043
Нефтегазовые	8 823	11 304	10 936	10 564	9 766	10 628	11 350	12 492
Ненефтегазовые	20 302	24 997	29 360	31 277	33 388	29 230	31 518	33 551
Расходы бюджета, всего	32 364	39 380	41 470	44 022	45 916	42 540	45 597	47 998
Общегосударственные вопросы	2 320	2 400	2 514	3 048	2 930	2 500	3 050	3 000
Национальная оборона	8 504	12 500	13 491	12 798	13 069	14 000	14 000	14 280
Нацбезопасность и правохрана	3 230	3 360	3 460	3 565	3 745	3 500	3 675	3 859
Национальная экономика	4 130	4 150	4 355	4 787	4 712	4 355	4 800	4 900
ЖКХ	860	820	1 800	1 443	1 276	1 800	1 440	1 300
Охрана Окружающей Среды	350	480	914	1 278	1 534	920	1 380	1 540
Образование	1 460	1 540	1 577	1 682	1 754	1 570	1 700	1 760
Культура, Кинематография	210	220	233	285	290	235	300	310
Здравоохранение	1 570	1 620	1 864	1 862	1 918	1 870	1 900	1 950
Социальная Политика	6 490	7 900	6 492	7 191	7 249	6 500	7 200	7 500
Физическая культура и спорт	70	70	67	68	68	70	70	70
СМИ	120	110	137	97	97	140	100	100
Обслуживание Госдолга	1 520	2 550	3 182	3 475	3 594	3 700	3 482	3 729
МБТ общего характера и прочие	1 530	1 660	1 383	2 444	3 681	1 380	2 500	3 700
Дефицит (-) / профицит (+) бюджета	-3 240	-3 079	-1 173	-2 181	-2 761	-2 682	-2 729	-1 954
% ВВП	-1,9%	-1,6%	-0,5%	-0,9%	-1,1%	-1,3%	-1,2%	-0,8%
Первичный дефицит	-1 720	-529	2 008	1 294	833	1 018	753	1 775
% ВВП	-1,0%	-0,3%	0,5%	0,4%	0,4%	0,5%	0,3%	0,7%
Вводные параметры								
Urals, \$/барр.	63,0	68,1	69,7	66,0	65,5	60,0	60,0	60,0
USD/RUB, средний за год	85,6	93,1	96,5	100,0	103,2	105,0	112,0	118,7

Стратегия на 2025 год. Макроэкономика

Дефицита бюджета и источники финансирования

Последовательное повышение ключевой ставки ЦБ РФ и негативные ожидания инвесторов существенно осложнили задачу Минфина по исполнению программы заимствований. К концу ноября 2024 года ведомству удалось исполнить ее лишь на 54%, выпустив бумаг на сумму 2,3 трлн руб. по номиналу. В результате в декабре Минфин активизировал эмиссию бумаг с плавающей процентной ставкой по аналогии с тем, как это было в 2020 и 2022 годах, разместив два выпуска с плавающим купоном по 1 трлн руб. каждый, тем самым досрочно выполнив годовой план заимствований (4,303 трлн руб.). Всего в 2024 году Минфин разместил ОФЗ на 4,37 трлн руб. по номиналу.

В бюджете на 2025 год объем чистого привлечения на внутреннем рынке путем выпуска гос. долга запланирован на уровне 3,365 трлн руб., валовые внутренние заимствования с учетом погашений (1,416 трлн руб.) в 2025 году составят 4,781 трлн руб. При выполнении плана эта сумма станет максимальной с 2020 года. На тот момент, во время пандемии, ведомство заняло у инвесторов рекордный за всю историю российского рынка государственных облигаций объем — 5,3 трлн руб.

Минфин в 2025 году при размещении ОФЗ планирует отдавать предпочтение долгосрочным (10 лет+) бумагам с постоянным купонным

доходом (ОФЗ-ПД), но будет учитывать ситуацию на рынке и стараться не давить на него объемами и премиями. По словам представителей Минфина, если предложение длинных бумаг с фиксированной доходностью не будет находить спроса на рынке и будет вредить кривой доходности вторичного рынка, то ведомство будет выполнять свою задачу другими инструментами, в основном через заимствования во флоатерах. Соответственно, в этой части стратегии Минфина ничего не поменяется по сравнению со стратегией, применяемой в 2024 году.

По нашим оценкам, дефицит по итогам 2025 года сложится выше, чем предусматривает проект, поэтому потенциальный объем заимствований может быть еще больше. Рациональным решением в данной ситуации выглядит не пополнять в этом году ФНБ, а направить эти средства напрямую на финансирование дефицита.

Если процентные ставки в РФ будут двигаться вниз в течение 2025 года, это позволит сформировать значительный спрос на ОФЗ в длинной части кривой, что даст Минфину не только выполнить программу заимствований в полном объеме, но и улучшит структуру долга, снизив долю бумаг с плавающей процентной ставкой.

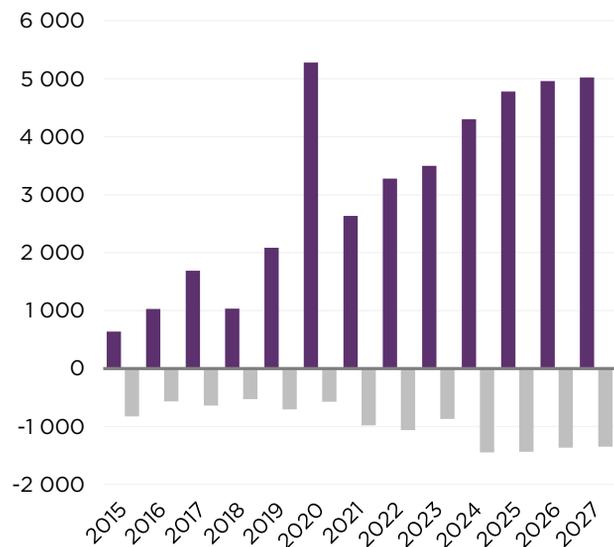
млрд руб.	Проект бюджета			Оценка ТКВІР		
	2025Б	2026Б	2027Б	2025О	2026О	2027О
Дефицит (-) / профицит (+) бюджета	-1 173	-2 181	-2 761	-2 682	-2 729	-1 954
% ВВП	-0,5%	-0,9%	-1,1%	-1,3%	-1,2%	-0,8%
Источники финансирования дефицита	2025Б	2026Б	2027Б	2025О	2026О	2027О
ФНБ использование (+) / пополнение (-)	-1 813	-1 227	-651	-1 504	-1 227	-651
Внутренние займы	3 257	3 537	3 626	4 457	4 085	2 819
Бюджетные кредиты	141	155	153	141	155	153
Государственные кредиты	-336	-223	-335	-336	-223	-335
Приватизация	6	6	26	6	6	26
Прочее	-81	-67	-58	-81	-67	-58
Итого	1 173	2 181	2 761	2 682	2 729	1 954

Стратегия на 2025 год. Макроэкономика

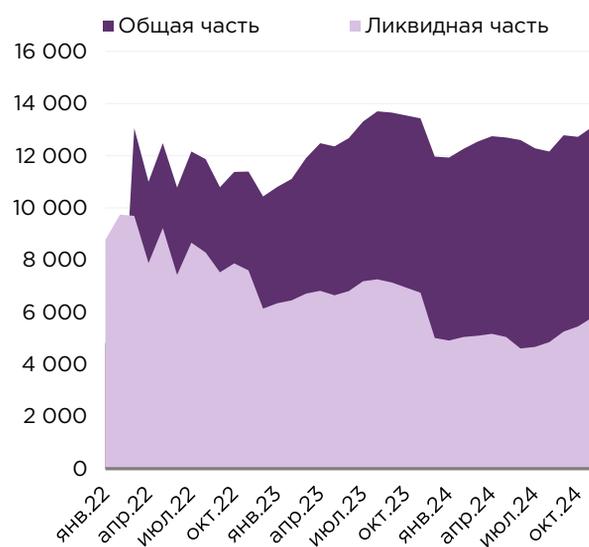
Структура гос. долга РФ

Год погашения	По видам долговых обязательств, млрд руб.							Итого
	ОФЗ-ПК	ОФЗ-ПД	ОФЗ-н	ОФЗ-ИН	ОФЗ-АД	ГСО-ФПС	ГСО-ППС	
2025	390	962	2		30		54	1 437
2026	605	733			30			1 367
2027	485	822					40	1 347
2028	410	850		387				1 647
2029	620	1 198						1 818
2030	927	450		307				1 685
2031	428	1 234						1 662
2032	541	750		331				1 622
2033	1 000	350		251				1 601
2034	1 190	1 100			9			2 299
2035	744	496			17			1 257
2036		587			9			595
2037	655							655
2038		750						750
2039		410						410
2040		135						135
2041		500						500
2042								0
2043								0
2044		213						213
Итого	7 996	11 538	2	1 276	93	0	94	20 999

Привлечение и погашение ОФЗ, млрд руб.



Фонд национального благосостояния, млрд руб.



Стратегия на 2025 год. Макроэкономика

В сценарии «эскалации» Минфину будет сложно закрыть дефицит бюджета одними внутренними заимствованиями, что, на наш взгляд, предполагает использование комбинации возможных решений:

- Дальнейший рост налоговой нагрузки на население и бизнес, включая различные разовые налоги (по аналогии с введением налога на сверхприбыль в 2023 году).
- Частичное сокращение расходной части бюджета (наиболее очевидными претендентами представляются социальные и экономические статьи).
- Дополнительное использование средств ликвидной части ФНБ (5,8 трлн руб. на конец ноября 2024 года).

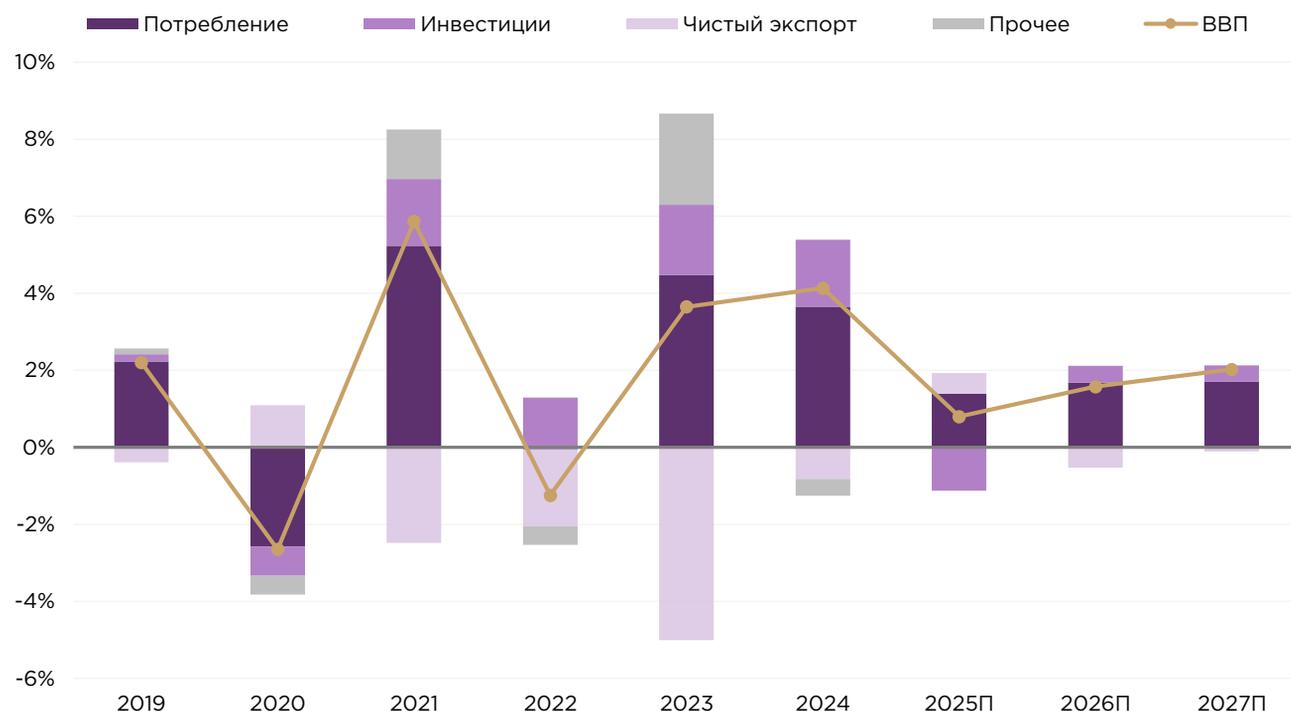
Валовый внутренний продукт

Высокие процентные ставки начинают оказывать негативное влияние как на инвестиционную активность предприятий (многие компании заявляют о том, что реализация новых проектов отложена, а также о снижении текущих программ капитальных затрат), так и на поведение потребителей (мы видим их активный переход на сберегательную модель, сопровождающуюся рекордным приростом объема депозитов в банковской системе). С учетом высокой базы 2024 года (мы оцениваем рост ВВП по году на уровне 4,0%) и действия указанных факторов, существенное замедление темпов роста ВВП в 2025 году видится базовым сценарием.

По нашим оценкам, рост экономики в 2025 году составит 0,8%.

Если начнет реализовываться негативный сценарий – темпы роста экономики будут уходить в отрицательную зону – правительство, скорее всего, перейдет на стимулирующие меры как по линии бюджета (через рост бюджетных расходов), так и за счет относительно мягкой монетарной политики (через снижение ключевой ставки ЦБ).

Динамика реального ВВП, %



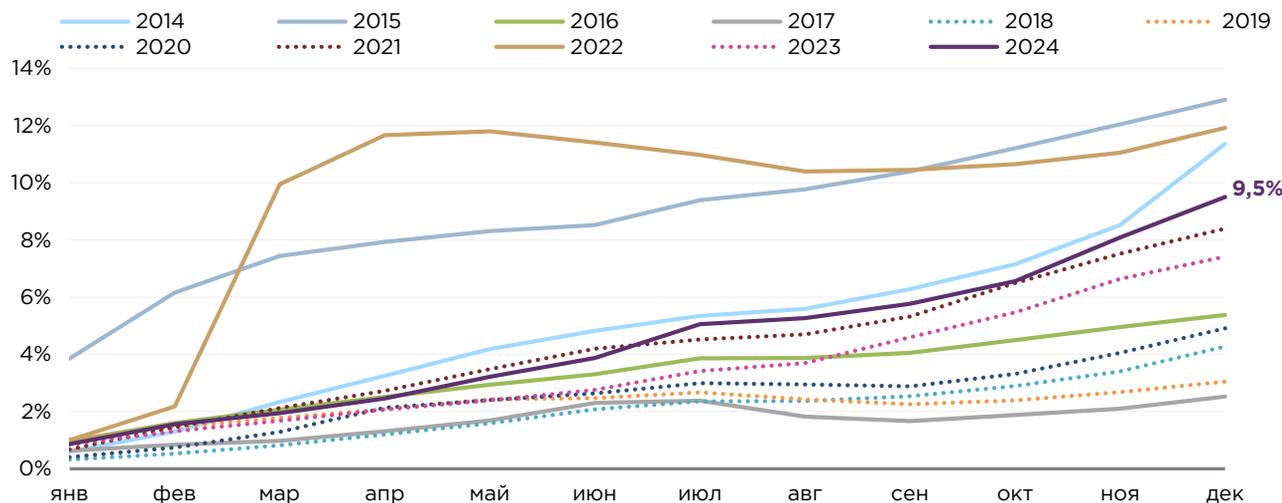
Стратегия на 2025 год. Макроэкономика

Инфляция и денежно-кредитная политика ЦБ РФ

Банк России неожиданно для всех оставил ключевую ставку без изменений (на уровне 21%) на последнем в 2024 году заседании Совета директоров, в то время как рынок ждал повышения на 200 б.п. до 23%. Это решение не стыковалось с набором оперативной статистики на конец ноября и той коммуникацией, которую ЦБ РФ выстраивал с рынком последние 1,5 года:

- **Инфляция уверенно вышла за пределы прогнозного диапазона ЦБ РФ**, текущие темпы инфляции существенно ускорились в ноябре и первые две недели декабря, в том числе, в устойчивых компонентах.

Накопленная инфляция, %

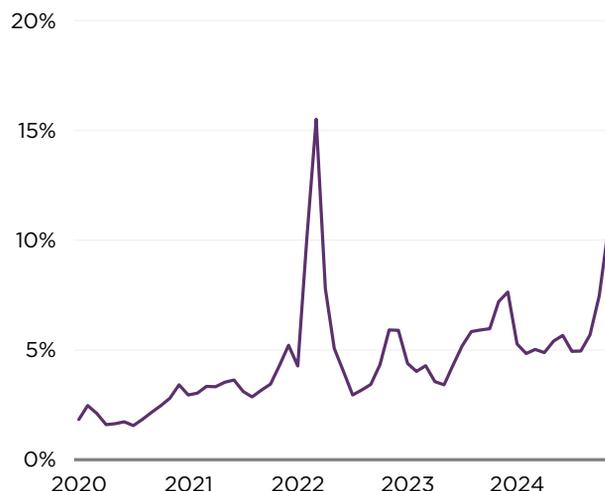


- **Инфляционные ожидания населения продолжили расти** (максимум с декабря 2023 года). Ценовые ожидания предприятий вновь повысились и достигли максимума с апреля 2022 года.

Инфляционные ожидания населения, %



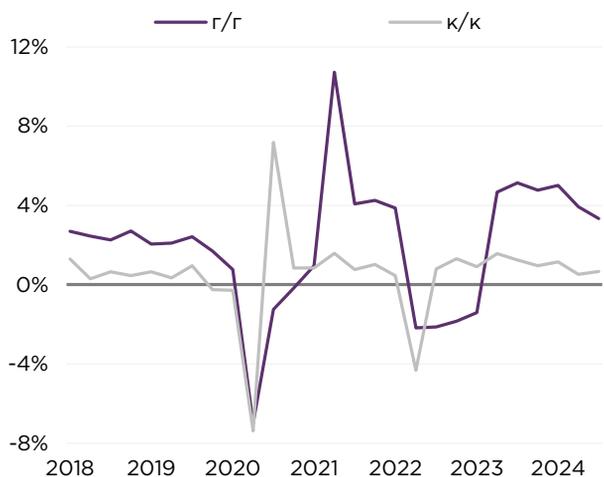
Ценовые ожидания предприятий на 3 мес. вперед, %



Стратегия на 2025 год. Макроэкономика

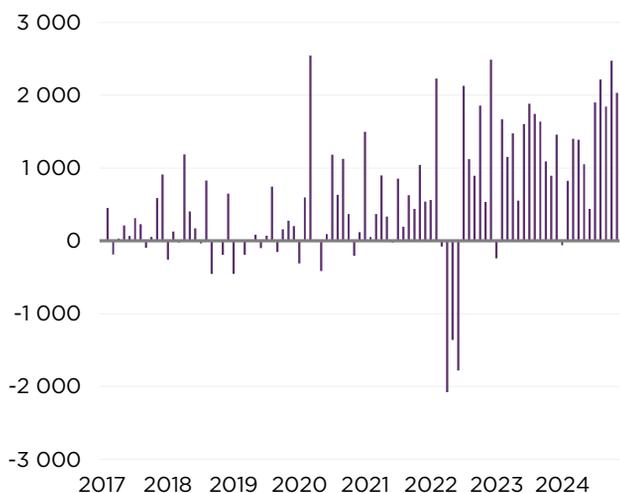
- **Темпы роста ВВП (с устранением сезонности) ускорились к 3 кв. 2024 года.** Рост к/к составил около 0,7%, что несколько выше потенциальных темпов роста экономики (1,5-2,5%). Это значит, что разрыв выпуска (перегрев экономики), скорее всего, не сокращался.

Изменение ВВП с искл. сезонности, %

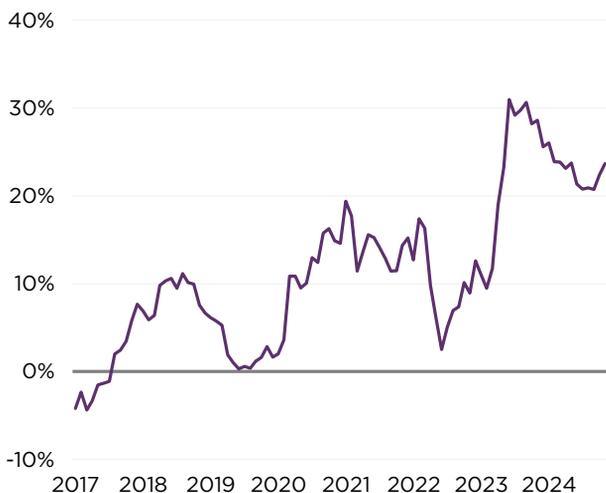


- **Курс рубля существенно девальвировался** с середины ноября (хотя девальвация носила скорее временный технический характер, связанный с новым санкционным давлением), что традиционно является сильным проинфляционным фактором.
- С другой стороны, **незначительно охладилась динамика кредитования** (в первую очередь в розничном сегменте). Динамика кредитования была практически единственным умеренно дезинфляционным фактором среди всего набора экономических показателей, находящихся на радаре ЦБ РФ.

Корпоративное кредитование, прирост м/м, млрд руб.

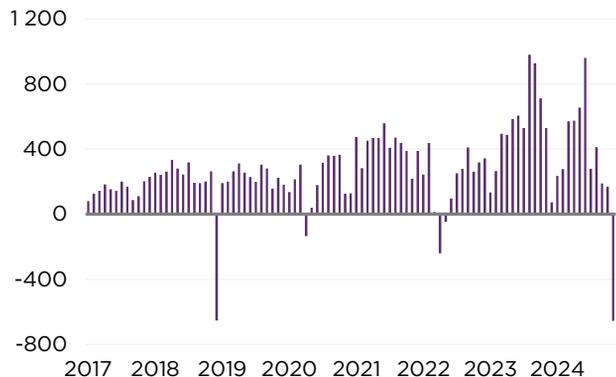


Корпоративное кредитование, изменение г/г, %

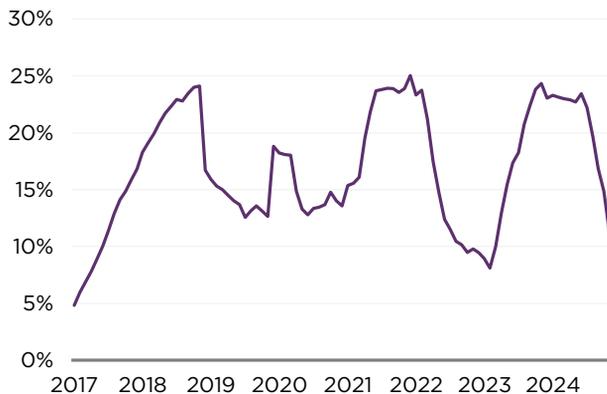


Стратегия на 2025 год. Макроэкономика

Розничное кредитование, прирост м/м, млрд руб.



Розничное кредитование, изменение г/г, %



Для оценки жесткости ДКП и последующих действий ЦБ РФ мы сравнили референсные значения для формирования сигнала по изменению ключевой ставки ЦБ РФ и текущие тренды наблюдаемых показателей.

На дату декабрьского заседания Банка России пять из восьми показателей сигнализировали о необходимости дальнейшего повышения ключевой ставки, три – давали нейтральный сигнал, и ни один из показателей не сигнализировал о необходимости смягчения денежно-кредитных условий.

	Снижение ключевой ставки	Повышение ключевой ставки	Текущий тренд
Изменение ИО относительно 3М среднего	-0,19%	0,72%	0,80%
Прирост кредитования, 6М среднее, млрд руб.	-85,6	842,5	617,6
Изменение USD/RUB за последние 3М	-0,64%	1,93%	2,66%
Потребительские расходы, относительно 3М среднего	-35,46	31,61	-29,71
Изменение зарплат за последние 6М	1,23%	5,47%	6,13%
Дефицит бюджета, 12М м/м, млрд руб.	-463	-1789	-2227
Промышленное производство	-61,4	146,2	-10,2
Ценовые ожидания предприятий	12,3	19,7	26,0

Заседание ЦБ РФ в октябре 2024 года стало одним из самых жестких заседаний за последние годы с точки зрения действий регулятора и риторики, где максимально ультимативно было заявлено о решительности в намерениях продолжать бороться с инфляцией через дальнейшее ужесточение ДКУ. Поэтому на декабрьском заседании, на наш взгляд, повышение ключевой ставки ЦБ на 100-200 б.п. (до 22-23% годовых) выглядело бы логичным компромиссом, балансирующим широкий спектр разнородных факторов, влияющих на будущую инфляцию.

В результате декабрьское заседание стало полной противоположностью октябрьского – ЦБ РФ дал рынку два самых мягких сигнала за последние два года, обосновывая это тем, что нужно искать баланс между жесткостью ДКП и потенциальным

ущербом для экономики. Повышение ставки на следующем заседании в феврале теперь не является базовым сценарием.

Своим решением ЦБ РФ, по сути, сломал коммуникационный канал с рынком, который выстраивал последние 1,5 года. Это создает существенные риски нарушения работы трансмиссионного механизма ДКП и поведения экономических агентов. Данное решение выглядит для нас скорее политическим, чем экономическим. Вероятно, Правительство вместе с Банком России решили искать альтернативные механизмы и инструменты для борьбы с инфляцией, помимо ключевой ставки. Ожидаем, что ЦБ РФ придется заново выстраивать коммуникационный канал с рынком на будущих заседаниях.

Стратегия на 2025 год. Макроэкономика

Уровень инфляции на 2025 год

Инфляция снижается медленно, а инфляционное давление остается повышенным, инфляционные ожидания продолжают расти. На ближайшем опорном заседании 14 февраля мы ожидаем от ЦБ РФ существенного пересмотра прогноза по инфляции вверх на конец 2025 года с ранее озвученных 4,5-5% с постепенным возвратом к целевым 4% к концу 2026 г.

Инфляция на конец 2024 года достигла 9,5% (против октябрьского прогноза ЦБ РФ в 8-8,5%), а на конец 2025 года может составить 7,5-8% (против текущего прогноза ЦБ РФ в 4,5-5%) ввиду следующих факторов:

- **Масштаб бюджетного стимула остается высоким.** Расходы бюджета в конце 2024 года повысили дополнительно на 1,4 трлн руб., что транслируется в дефицит 3,3 трлн руб. по итогам всего года. Масштаб бюджетного стимула в текущем году не сильно отличается от масштаба стимула 2022–2023 годов, то есть остается крайне высоким и продолжительным для российской экономики. Это вносит существенный вклад в инфляцию в 2025 году (как минимум, в первой его половине). По грубым оценкам, каждый дополнительный 1 трлн руб. дефицита бюджета транслируется в дополнительный 1 п.п. инфляции. Таким образом, «незадекларированный» рост дефицита бюджета добавит около 1,5-2% к базовому прогнозу ЦБ по инфляции в 2025 году.
- Учитывая низкую бюджетную дисциплину последних лет, мы ожидаем **превышения расходов относительно плана в этом году**, что создает дополнительные риски по инфляции. По нашим оценкам, дефицит бюджета составит 2,7 трлн руб. по сравнению с 1,2 трлн руб., заложенными в бюджет.
- **Сокращение дефицита бюджета** в 2025 году происходит не за счет консолидации расходов, а **за счет повышения налоговой нагрузки** (нетто +2,6 трлн руб.), что также будет иметь некоторый проинфляционный эффект из-за перераспределения прибылей компаний и доходов от групп населения с высокой нормой сбережения в пользу текущего потребления (деньги бюджетникам и задействованным в ОПК).
- Негативный сюрприз от **повышения практически всех тарифов для населения** в этом году существенно выше плана, текущей инфляции и долгосрочного таргета. Повышение тарифов ЖКХ на 12%, в два раза больше изначальных планов, добавит дополнительно около 0,5 п.п. в инфляцию в 2025 году.
- Правительство предложило **существенно проиндексировать зарплаты бюджетникам** социальной сферы. В 2025 году их зарплаты должны поднять на 13,2%, в 2026 году – на 10,2%, в 2027 году – на 8,3%. В прошлом году зарплаты бюджетных работников социальной сферы проиндексировали на 9,8%. По данным Росстата, в первом полугодии 2024 года в России насчитывалось 5,2 млн человек, которые трудятся в бюджетных учреждениях социального сектора.
- В 2025 году также произойдет **индексация МРОТ на 16,5%** до 22 440 руб. Это поможет дополнительно повысить зарплаты порядка 4 млн работников (по оценкам правительства). Помимо зарплат, размер МРОТ также влияет на размер выплат по различным пособиям и страховым взносам.
- **Курс рубля существенно ослаб** в последние недели 2024 года. По нашим оценкам, каждые 10% девальвации приводят к росту инфляции на 1-1,5%.
- **Месячный рост цен с коррекцией на сезонность остается высоким**, в том числе в устойчивых компонентах.

Стратегия на 2025 год. Макроэкономика

Наше уравнение по инфляции на 2025 год

Текущая оценка ЦБ (4,5%) + 1,0-1,5% за счет превышения расходов бюджета + 0,5% за счет опережающего роста тарифов + 1,0-1,5% за счет большей девальвации рубля = **7,0-8,0%** (на конец 2025 года).

Мы используем середину данного диапазона (7,5%) в качестве нашего базового прогноза по уровню инфляции на конец 2025 года.

Прогноз траектории ключевой ставки ЦБ РФ

Наша модель по прогнозированию изменения ключевой ставки продолжает давать сильный сигнал на продолжение ужесточения ДКП (в декабре – самый сильный сигнал с конца 2023 года), что согласовывалось с мнением консенсуса перед прошедшим заседанием ЦБ РФ. Мы ожидали повышения ключевой ставки на 200 б.п. до 23%. ЦБ РФ решил взять паузу и понаблюдать за дальнейшей динамикой широкого спектра разнородных, влияющих на будущую инфляцию факторов.

Мы смоделировали, как могла бы развиваться динамика отслеживаемых нами и ЦБ РФ показателей в 2025 году в разных описанных нами выше сценариях (см стр. 11-12), исходя из текущих наблюдаемых трендов.

По нашим оценкам, в базовом сценарии Банк России может получить первые сигналы о возможности снижения ключевой ставки не ранее

2 кв. 2025 года. История прошлых решений ЦБ РФ по переключению ДКП с жесткой на мягкую (или наоборот) показывает, что Регулятор обычно ждет подтверждающих сигналов в течение нескольких месяцев подряд, чтобы принять решение об изменении ключевой ставки. Поэтому, по нашим оценкам, первое снижение ключевой ставки в базовом сценарии произойдет не раньше, чем на одном из летних заседаний Банка России. В сценарии «урегулирования» ЦБ РФ может действовать более оперативно и среагировать снижением ставки уже на заседании в апреле. Мы не видим возможности для ЦБ РФ снизить ключевую ставку в сценарии эскалации – наоборот, раскручивание инфляционно-девальвационной спирали в данном случае должно будет привести к существенно большей жесткости со стороны ДКП. В негативном сценарии мы видим ключевую ставку на уровне 30% к концу 2025 года.

Прогноз траектории ключевой ставки ЦБ РФ. Сценарий «Status quo» (базовый)



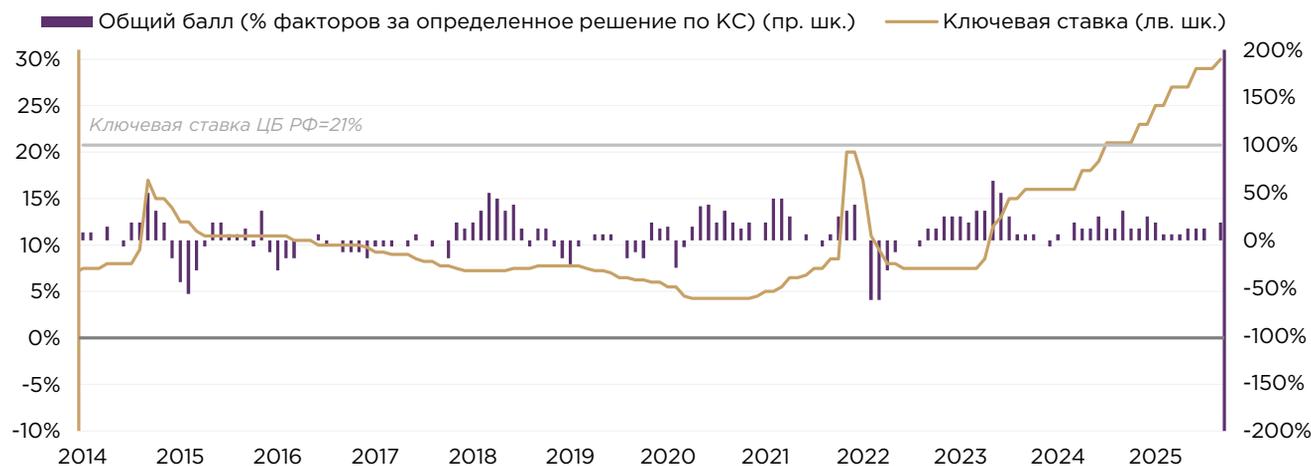
*Положительный общий балл интерпретируется как сигнал к повышению ключевой ставки, отрицательный – как сигнал к ее снижению.

Стратегия на 2025 год. Макроэкономика

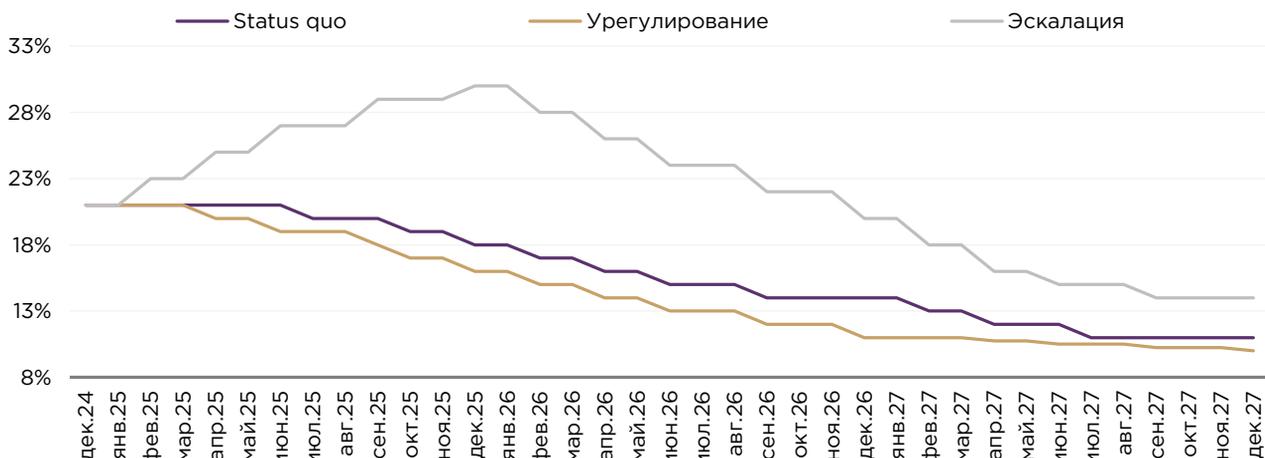
Прогноз траектории ключевой ставки ЦБ РФ. Сценарий «Урегулирование» (позитивный)



Прогноз траектории ключевой ставки ЦБ РФ. Сценарий «Эскалация» (негативный)



Сценарный прогноз ключевой ставки ЦБ РФ



Стратегия на 2025 год. **Акции**

Ликвидность рынка акций

Потоки ликвидности в 2025 году продолжат зависеть от следующих факторов:

- траектория ключевой ставки ЦБ РФ, которая будет влиять на перетоки средств из фондов денежного рынка и депозитов;
- дивидендные выплаты;
- завершение редомициляции оставшихся квазироссийских компаний и размер потенциального навеса после возобновления торгов на МосБирже;
- количество новых IPO/SPO.

Краткое резюме

- 1) В 2024 году **был выплачен рекордный размер дивидендов за всю историю** — 4,6 трлн руб., что на 44% больше, чем в 2023 году (3,2 трлн руб.). Из них на миноритарных акционеров пришлось около 1,5 трлн руб., а на доступный free-float - порядка 616 млрд руб.
- 2) Мы ожидаем, что в 2025 году дивидендный поток снизится на 2,5% по сравнению с 2024 годом и составит около 4,56 трлн руб. При этом **дивиденды на доступный free-float вырастут** (за счет роста коэффициента доступности) и составят порядка 644 млрд руб. (на 4,5% больше, чем в 2024 году).
- 3) Пять компаний должны по плану завершить редомициляцию в Россию в этом году. По нашим оценкам, **совокупный навес** (то, что было выкуплено во внешнем контуре с дисконтом и переведено в НРД) **составит около 124 млрд руб.**
- 4) В 2025 году **ожидается около 15 новых IPO** в зависимости от рыночных условий: каждое в среднем на 10 млрд руб., **суммарно порядка 150 млрд руб.**
- 5) В течение 2024 года был огромный приток ликвидности в фонды денежного рынка — почти 1 трлн руб. Мы **ожидаем активный переток этих средств обратно на рынок акций и облигаций** по мере смягчения ДКП со стороны ЦБ РФ.
- 6) С момента начала цикла ужесточения ДКП в июле 2023 года **физические лица принесли рекордную сумму на депозиты — 16 трлн руб.** Это примерно столько же, сколько банковская система сформировала за всю предыдущую историю, объем депозитной базы удвоился за 2 года. По мере снижения процентных ставок мы ожидаем частичного перетока данной ликвидности, в том числе на фондовый рынок.

Агрегированная картина, по нашим оценкам, выглядит так:

Потоки ликвидности	млрд руб.
Притоки	858
Органический приток	100
Дивиденды	274
Фонды денежного рынка (ФДР)	245
Депозиты	239
Оттоки (навес)	-274
Редомициляция	-124
Новые IPO	-150
Итого нетто-приток	584
Средний дневной объем торгов, млрд руб.	150
# дневных объемов торгов	3,9
Free-float Mcap (доступный), млрд руб.	6 823
% от free-float Mcap	8,6%

Стратегия на 2025 год. **Акции**

Основные притоки ликвидности на рынок, вероятно, будут существенно смещены на вторую половину года, что будет коррелировать с более выраженным переходом ЦБ РФ к циклу снижения процентных ставок.

Мы ожидаем увидеть нетто-притоки на рынке акций, начиная с летнего дивидендного сезона, с ускорением к концу года на фоне выхода из депозитов:

Потоки ликвидности

<i>млрд руб.</i>	Янв	Фев	Мар	Апр	Май	Июн	Июл	Авг	Сен	Окт	Ноя	Дек
Органический приток	8	8	8	8	8	8	8	8	8	8	8	8
Дивиденды	17	0	0	0	0	74	68	29	0	0	25	59
ФДР	0	0	0	0	0	0	0	0	25	49	74	98
Депозиты	0	0	0	0	0	0	0	0	24	48	72	96
Редомициляция	-55	-1	-7	0	0	-2	0	0	-59	0	0	0
ИРО	0	-21	-21	-21	-21	-21	0	0	-21	0	0	-21
Итого	-30	-14	-20	-13	-13	59	76	37	-23	105	179	240

Дивиденды

В 2024 году дивиденды заплатили 126 компаний, что является рекордным количеством за всю историю рынка. Мы ждем сохранения их количества в 2025 году. Общий размер выплаченных дивидендов – 4,67 трлн руб., на долю миноритарных акционеров пришлось 1,5 трлн руб., из них на доступный free-float – 616 млрд руб.

В 2025 году, по нашим оценкам, общий объем дивидендных выплат снизится на 2,5% до 4,56 трлн руб. На долю миноритарных акционеров придется 1,56 трлн руб., из которых 644 млрд руб. – на доступный free-float, что на 4% больше, чем в 2024 году. Частично падение дивидендов в этом году объясняется повышением ставки налога на прибыль (повлияет на все компании, у которых дивидендная политика завязана на чистую прибыль).

Стратегия на 2025 год. **Акции**

Значимые изменения в распределении дивидендов:

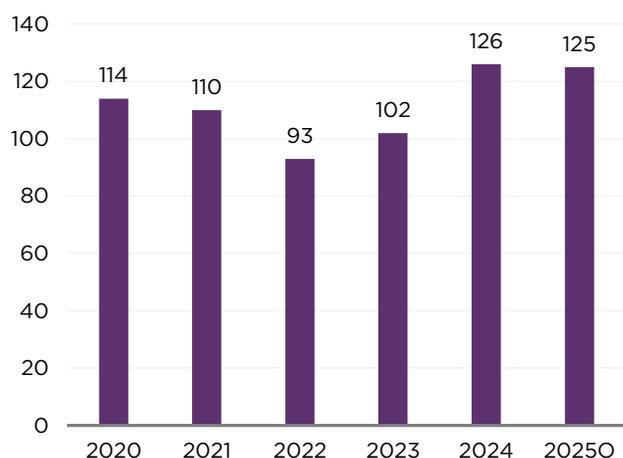
- Рекордные дивиденды Сбербанка: +60 млрд руб.
- Возобновление дивидендов X5 Retail Group: +180 млрд руб.
- Снижение выплат в M&M секторе: -353 млрд руб. (существенное ухудшение рыночной конъюнктуры у сталеваров, разовые высокие дивиденды у ПАО «Полюс» и ПАО «Ашинский метзавод» в 2024 году не повторятся в 2025 году).
- Снижение выплат у газовых компаний: -72 млрд руб. Дивиденды ПАО «НОВАТЭК» упадут на фоне ухудшения финансовых показателей.

Интригой для рынка опять станет решение ПАО «Газпром» о выплате дивидендов по итогам 2024 года.

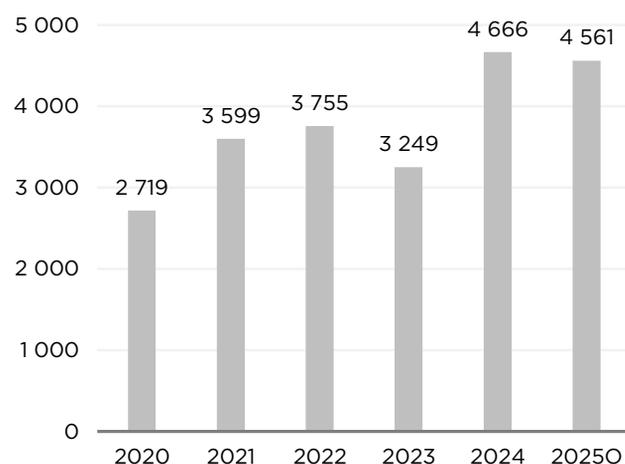
Мы не ждем дивидендов от газового гиганта в 2025 году, также в свой бюджет их не закладывает и Минфин. Главная проблема с возобновлением дивидендных выплат Газпромом заключается в кардинальном отставании величины свободного денежного потока от величины чистой прибыли. Тем не менее, мы не исключаем, что может быть принято

половинчатое решение и Газпром заплатит минимальный дивиденд, чтобы частично возместить бюджету выпадание 600 млрд руб. НДС, который отменен с 2025 года. В данном сценарии мы бы ожидали увидеть дивиденд на уровне 8,5 руб./акция по примеру выплат в 2016-2018 годах (около 200 млрд руб. в абсолютном выражении).

Количество компаний, выплачивающих дивиденды



Выплаченные дивиденды, млрд руб.



Стратегия на 2025 год. Акции

Распределение дивидендных выплат по секторам

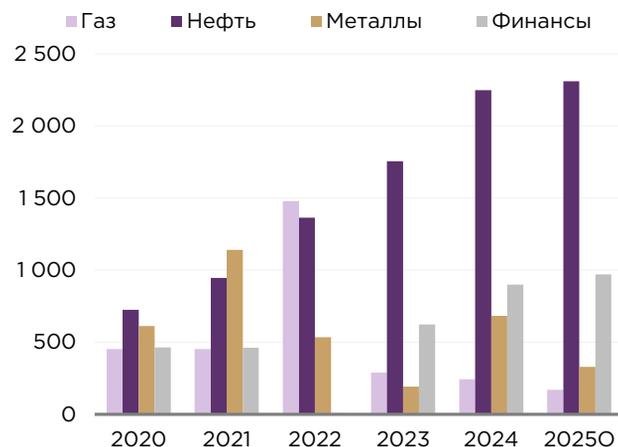
Дивиденды по получателям, млрд руб.



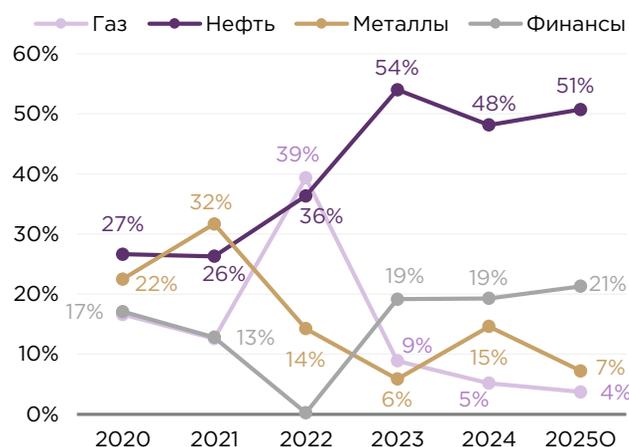
Дивиденды по получателям, %



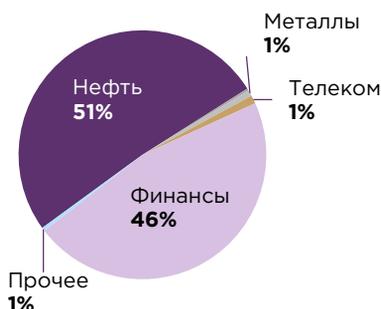
Дивиденды по секторам, млрд руб.



Дивиденды по секторам, %



Дивиденды государства (федерального бюджета) в отсутствие Газпрома в основном состоят из дивидендов Сбербанка, Роснефти и Транснефти.

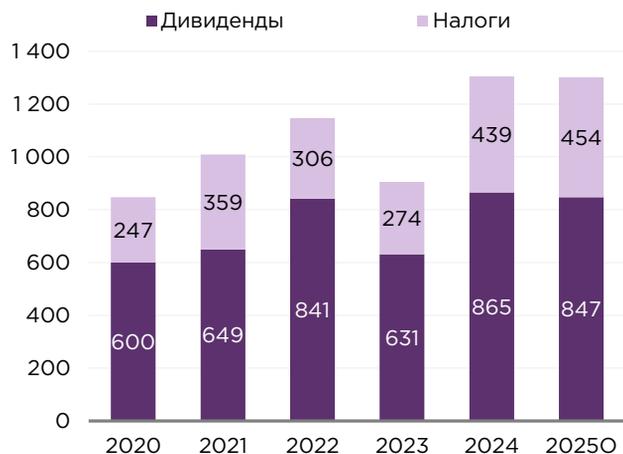


Помимо дивидендов, бюджет также получит поступления от повышенных налогов с выплаченных дивидендов - для физических лиц ставка налога вырастет с 13% до 15%:

	2020	2021	2022	2023	2024	2025O
Доход государства, млрд руб.	848	1 008	1 147	905	1 304	1 301
Дивиденды	600	649	841	631	865	847
Налоги	247	359	306	274	439	454

Стратегия на 2025 год. Акции

Доходы бюджета, млрд руб.



Налоги по плательщикам, млрд руб.



По нашим оценкам, за счет частичного реинвестирования полученных дивидендов (мы закладываем 50%) рынок акций получит около 273 млрд руб. дополнительной ликвидности в 2025 году, что сопоставимо с двумя дневными оборотами торгов.

Ликвидность, млрд руб.	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Дивиденды gross	997	1 252	1 401	1 057	1 521	1 563
Налог на дивиденды	130	163	182	137	198	234
Дивиденды net	867	1 089	1 219	920	1 323	1 329
Доступные дивиденды gross	997	1 252	577	409	616	643
Налог на доступные дивиденды	130	163	75	53	80	96
Доступные дивиденды net	867	1 089	502	356	536	547
Выплаты на счета типа "С"	0	0	717	564	787	782
% от всех дивидендов net	0%	0%	59%	61%	59%	59%
Доступные дивиденды net	867	1 089	502	356	536	547
reinvestment rate, % [оценка ТКВІР]	50%	50%	50%	50%	50%	50%
Приток ликвидности	434	545	251	178	268	273
Средний дневной объем торгов, млрд руб.	120	115	36	100	110	150
количество дневных объемов	3,6	4,7	7,0	1,8	2,4	1,8
Free-float (доступный) Мсар						6 823
% от free-float Мсар						4%

Стратегия на 2025 год. **Акции**

Основные выплаты будут сконцентрированы во 2 и 3 кварталах, в основном в период июнь-июль, а также в январе и декабре, где традиционно много платят компании нефтяного сектора.

млрд руб.	1 кв. 25	2 кв. 25	3 кв. 25	4 кв. 25
Итого дивиденды	468	1 269	1 682	1 169
Газ	0	85	0	85
Нефть	415	14	1 152	724
Химия	0	0	18	0
Удобрения	0	37	33	62
Металлы	0	141	169	19
Телеком	0	60	22	0
Энергетика	0	8	72	0
Стройка	0	0	8	0
Потребительский сектор	42	17	113	142
Финансы	0	894	21	55
Интернет	9	13	37	78
Прочее	2	1	36	4

По нашим оценкам, **дивидендная доходность индекса МосБиржи (IMOEX) в 2025 году составит около 9%**.

Тикер	Вес в IMOEX	Цена акции, руб.	Дивиденд на акцию 2025O, руб.	Дивидендная доходность 2025O	Вклад в див. доходность индекса
AFKS	0,47%	14,1	0,0	0,0%	0,0%
AFLT	0,76%	56,0	0,0	0,0%	0,0%
ALRS	0,90%	52,3	2,7	5,2%	0,0%
ASTR	0,29%	472,0	22,1	4,7%	0,0%
BSPB	0,42%	333,0	54,1	16,3%	0,1%
CBOM	0,88%	10,0	0,0	0,0%	0,0%
CHMF	1,50%	1 140,0	60,0	5,3%	0,1%
ENPG	0,29%	314,9	0,0	0,0%	0,0%
FEES	0,28%	0,1	0,0	0,0%	0,0%
FLOT	0,42%	91,9	10,5	11,5%	0,0%
GAZP	12,10%	119,5	0,0	0,0%	0,0%
GMKN	3,51%	104,8	0,0	0,0%	0,0%
HEAD	1,20%	3 530,0	397,6	11,3%	0,1%
HYDR	0,23%	0,5	0,0	0,0%	0,0%
IRAO	1,49%	3,7	0,4	10,3%	0,2%
LEAS	0,17%	630,0	48,2	7,7%	0,0%
LKOH	14,30%	6 930,0	1 122,0	16,2%	2,3%
MAGN	0,79%	34,5	2,5	7,2%	0,1%
MGNT	0,96%	4 969,0	800,0	16,1%	0,2%
MOEX	1,42%	189,0	22,0	11,6%	0,2%
MSNG	0,28%	2,3	0,2	7,7%	0,0%
MTLR	0,17%	92,4	0,0	0,0%	0,0%
MTLRP	0,11%	97,2	0,0	0,0%	0,0%

Стратегия на 2025 год. Акции

Тикер	Вес в ИМОЕХ	Цена акции, руб.	Дивиденд на акцию 2025О, руб.	Дивидендная доходность 2025О	Вклад в див. доходность индекса
MTSS	1,08%	191,0	35,0	18,3%	0,2%
NLMK	1,43%	133,0	19,1	14,3%	0,2%
NVTK	4,08%	935,0	55,7	6,0%	0,2%
PHOR	0,72%	6 264,0	849,4	13,6%	0,1%
PIKK	1,10%	463,0	0,0	0,0%	0,0%
PLZL	2,85%	13 924,0	1 171,6	8,4%	0,2%
POSI	0,52%	2 007,0	128,9	6,4%	0,0%
ROSN	4,58%	574,0	60,0	10,5%	0,5%
RTKM	0,67%	58,7	6,5	11,1%	0,1%
RUAL	1,09%	33,3	0,0	0,0%	0,0%
SBER	13,41%	263,0	36,0	13,7%	1,8%
SBERP	2,59%	263,0	36,0	13,7%	0,4%
SELG	0,18%	41,1	5,0	12,3%	0,0%
SMLT	0,08%	990,0	0,0	0,0%	0,0%
SNGS	2,56%	24,0	0,8	3,3%	0,1%
SNGSP	2,77%	57,7	12,3	21,3%	0,6%
SVCB	0,49%	14,0	0,8	5,7%	0,0%
T	3,50%	2 622,0	125,0	4,8%	0,2%
TATN	6,03%	632,0	90,0	14,2%	0,9%
TATNP	1,12%	631,0	90,0	14,3%	0,2%
TRNFP	0,41%	1 040,0	140,0	13,5%	0,1%
UGLD	0,31%	0,8	0,0	0,0%	0,0%
UPRO	0,24%	1,8	0,0	0,0%	0,0%
VKCO	0,43%	291,4	0,0	0,0%	0,0%
VTBR	1,15%	73,6	0,0	0,0%	0,0%
YDEX	3,69%	3 785,0	150,0	4,0%	0,1%
Итого ИМОЕХ					9,1%

Топ-20 дивидендных историй 2025 года [оценка TKBIP]

Компания	Тикер	Цена акции, руб.	# акций, млн	Мсар, млрд руб.	Дивиденд в 2025, млрд руб.	Дивиденд в 2025, руб./акция	Дивидендная доходность, %
X5 Retail Group	FIVE	2 290	272	622	180	663	28,9%
ЦИАН	CIAN	499	70	35	8,5	122	24,5%
Сургут преф	SNGSP	57	7 702	439	95	12	21,6%
MTC	MTSS	191	1 679	320	59	35	18,4%
ТГК-14	TGKN	0,0068	1 357 946	9,2	1,5	0,0011	16,3%
Банк «Санкт-Петербург»	BSPB	332	462	153	25	54	16,3%
Магнит	MGNT	4 914	102	501	82	800	16,3%
ЛУКОЙЛ	LKOH	6 935	693	4 805	777	1 122	16,2%
НЛМК	NLMK	132	5 993	790	126	21	15,9%
Россети Центр	MRKC	0,4702	42 218	20	2,9	0,0687	14,6%
Татнефть преф	TATNP	623	148	92	13	90	14,4%
Татнефть	TATN	625	2 179	1 362	196	90	14,4%
Мордовэнергосбыт	MRSB	0,7060	1 345	0,9	0,136	0,1010	14,3%
Газпром нефть	SIBN	602	4 741	2 852	403	85	14,1%
Сбербанк	SBER	263	21 587	5 677	777	36	13,7%
Сбербанк преф	SBERP	263	1 000	263	36	36	13,7%
Фосагро	PHOR	6 237	130	808	110	849	13,6%
Транснефть преф	TRNFP	1 042	155	162	22	140	13,4%
Куйбышевазот преф	KAZTP	462	3,7	1,7	0,222	60	13,0%
Башнефть преф	BANEP	1 159	30	35	4,4	149	12,9%

Стратегия на 2025 год. **Акции**

Карта редомициляции квазироссийских компаний

Тикер	AGRO	CIAN	ETLN	FIVE	OZON	EVVZ	OKEY
Добровольная редомициляция	-	+	+	-	+	-	-
Принудительная редомициляция (через список ЭЗО)	+	-	-	+	-	-	-
Текущий статус	Окончание сбора заявок на распределение акций ПАО «Русагро» от зарубежных держателей	Зарегистрирована компания ЦИАН зарегистрировала холдинговую компанию «ЦИАН ТЕХНОЛОДЖИ ЛТД» в Октябрьский	Акционеры Etalon Group утвердили редомициляцию с Кипра в российский САР и новое наименование МКПАО «Эталон Групп»	9 января 2025 года Мосбиржа допустила к торгам акции ПАО. Акции уже включены в первый уровень листинга	- В декабре 2024 акционеры рассмотрели вопрос о добровольной редомициляции - Выставлять оферту на выкуп акций у миноритариев в рамках процедуры редомициляции не планируется	- Evraz подпадает под критерии ЭЗО. - Санкции и наличие иностранных активов затрудняют смену юрисдикции - Менеджмент компании и акционеры не комментируют процесс редомициляции	Никакие планы не озвучивались
Ожидаемая дата завершения процесса «переезда»	Февраль-март 2025 г.	Апрель-июнь 2025 г.	Февраль-март 2025 г.	Январь 2025 г.	Июнь-сентябрь 2025 г.	-	-
Планируется ли специальный дивиденд после «переезда»	-	+	+	+	-	-	-
Планируется ли buyback после «переезда»	-	+	Нет данных	-	Нет данных	-	-

Потенциальный навес от редомициляции

Тикер	МСар заблокированного free-float, млрд руб.	% выкупленный резидентами [оценка ТКВІР]	Потенциальный навес, млрд руб.	Ожидаемая дата
AGRO	15	50%	7	Март
CIAN	4	50%	2	Июнь
ETLN	2	50%	1	Февраль
FIVE	110	50%	55	Январь
OZON	117	50%	59	Июнь-сентябрь
Итого	248	50%	124	

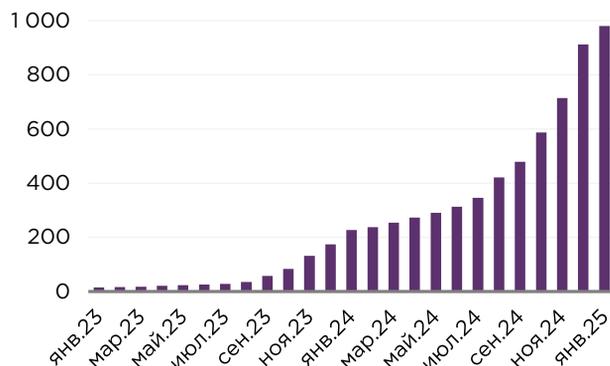
Стратегия на 2025 год. Денежный рынок

Фонды денежного рынка

Стоимость чистых активов биржевых паевых инвестиционных фондов (БПИФ) денежного рынка, обращающихся на фондовом рынке Мосбиржи, вплотную приблизилась к 1 трлн руб.

Среднедневной объем торгов фондами денежного рынка к концу 2024 года вырос более чем в 10 раз по сравнению с началом года и составил более 10 млрд руб.

СЧА ФДР, млрд руб.

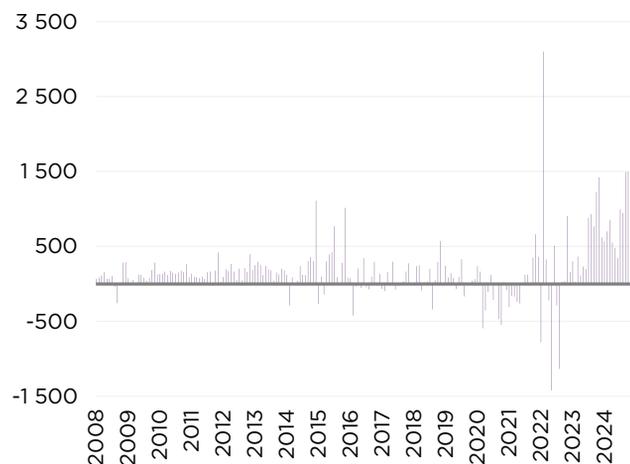


Депозиты

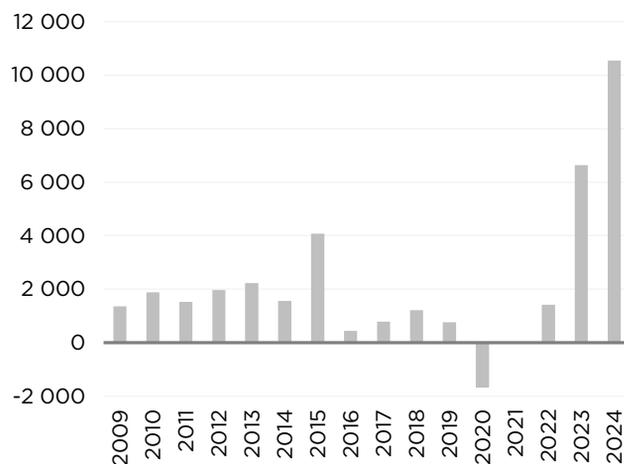
За последние 2 года физические лица принесли на депозиты около 16 трлн руб., примерно столько же, сколько за всю историю, тем самым практически удвоив объем депозитов в банковской системе. Из этой суммы около 10 трлн руб. пришлось непосредственно на 2024 год.

Аналогично ФДР, депозиты начали стремительно расти с июля-августа 2023 года.

Прирост депозитов м/м, млрд руб.



Прирост депозитов г/г, млрд руб.

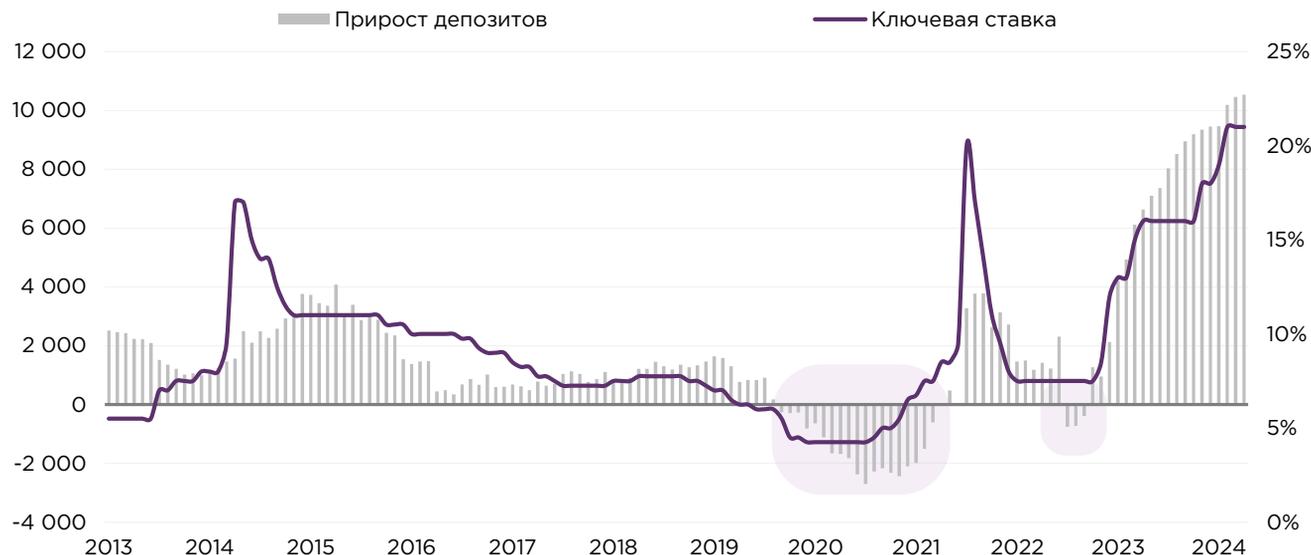


Похожую картину мы видели в предыдущий цикл повышения ставки ЦБ РФ в 2014-2015 годах.

По мере перехода ЦБ РФ к циклу снижения ключевой ставки наблюдается либо околонулевой прирост депозитов, либо их отток, как это было в 2020-2021 годах. Основная масса депозитов начнет заканчиваться в период август-декабрь 2025 года (суммарно около 7 трлн руб.), что должно наложиться на уже более низкую ставку ЦБ РФ и, соответственно, более низкие ставки по вкладам.

Стратегия на 2025 год. Денежный рынок

Прирост депозитов скользящим окном (12 мес.), млрд руб.



Сумма в 7 трлн руб., размещённая на депозитах за последние полгода, сопоставима с капитализацией всего доступного free-float акций на МосБирже.

Сколько из этих депозитов может потенциально перетечь на рынок акций?

Если отталкиваться от динамики, которая наблюдалась в период низких процентных ставок (2П2020 г. – 1П2021 г.), чистый отток депозитов из системы составил около 15% от всей депозитной базы по системе.

С одной стороны, снижение ключевой ставки в текущий ожидаемый цикл смягчения, скорее всего, будет плавным и растянутым во времени. С другой стороны, доля «спекулятивных» депозитов сейчас гораздо выше, чем в 2019-2020 гг., поэтому можно ожидать более резкий переток в альтернативные инструменты при снижении процентных ставок.

В 2025 году процесс перетока средств с депозитов, по нашим оценкам, только начнется, а основной эффект придется уже на 2026 год.

Потенциальный переток депозитов, млрд руб.

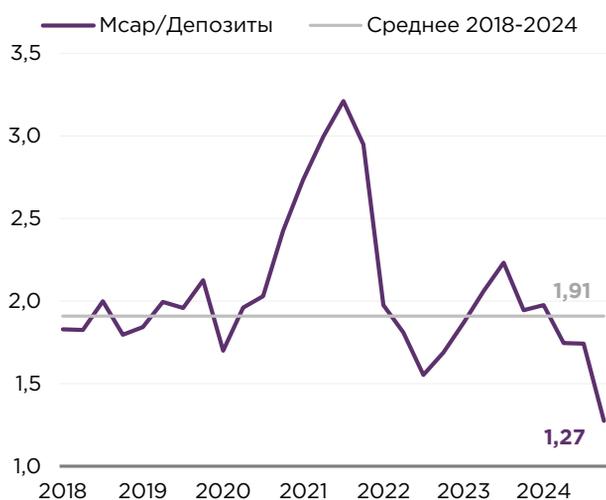
Общий объем розничных депозитов на конец 2024 г.	39 834
<i>% оттока в период низких ставок [оценка ТКВІР]</i>	15%
Нетто отток депозитов	5 975
<i>доля оттока приходящаяся на 2025 год [оценка ТКВІР]</i>	20%
Нетто отток депозитов 20250	1 195
<i>% перетока на рынок акций [оценка ТКВІР]</i>	20%
Приток ликвидности на рынок акций 20250	239

Стратегия на 2025 год. Денежный рынок

Альтернативно можно сравнить соотношение капитализации рынка акций к размеру всей розничной депозитной базы. Исторически оно составляло около 2,0x с отдельными выносами наверх (как, например, в пост-ковидное восстановление) или вниз (после начала СВО во 2 и 3 кв. 2022 года). Текущее соотношение – минимальное за все время и составляет всего 1,27x (дисконт 35% относительно среднего уровня). По нашим оценкам, данное соотношение

должно восстановиться до среднего исторического уровня по мере снижения ставок, перетока депозитов в альтернативные источники инвестиций и восстановления рынка акций. Движение будет взаимным: если предположить, что рынок акций восстанавливается до уровня середины 2024 года, а соотношение капитализации к депозитам нормализуется, то **отток депозитов должен составить около 5,3 трлн руб.**

Капитализация / Депозиты



Потенциальный переток депозитов, млрд руб.

Текущая капитализация	50 753
Восстановление рынка акций, % [оценка ТКВІР]	30%
Соотношение капитализация / депозиты	1,91
Целевой размер депозитов	34 574
Текущий размер депозитов	39 834
Потенциальный нетто отток депозитов	5 261

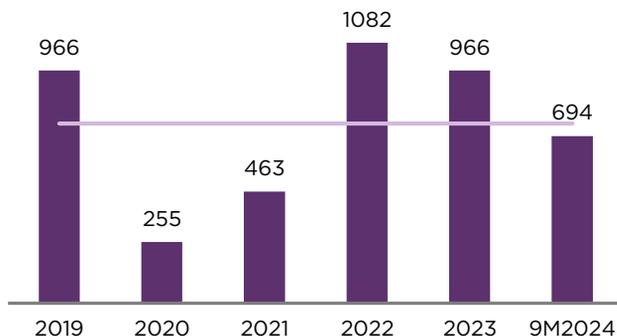
Стратегия на 2025 год. Золото

Среди всех классов активов в 2024 году золото показало один из лучших результатов по доходности (без учета криптовалют). За год цена на золото увеличилась на 26% в долларовом выражении, примерно такую же доходность показал американский индекс S&P 500.

Фундаментальные факторы для роста золота остаются прежними:

1) Центральные банки продолжают активно покупать золото, хотя темпы покупок в 2024 году несколько снизились по сравнению с рекордными данными в 2022 и 2023 годах: 1 082 тонн и 966 тонн соответственно. Несмотря на это, за 9 месяцев 2024 года ЦБ купили примерно такое же количество золота, как в среднем покупали за 5 предыдущих лет (694 тонны за 9 месяцев 2024 против 746 тонн - 5-ти летняя средняя), что указывает на продолжающийся тренд роста спроса на золото.

Объем покупок золота мировыми ЦБ, тонны



Из структуры спроса видно, что центральные банки в 2024 году продолжали наращивать долю в общем спросе на золото по мере сокращения долларовых резервов. В последние годы на фоне снижения доверия к резервным валютам существенно выросли закупки со стороны центральных банков. Наибольший интерес к золоту как к резервному металлу проявляют Турция, Польша, Бразилия, Казахстан, Россия и Китай. С 2010 года Китай более чем вдвое увеличил резервы в золоте (до 2,2 тыс. тонн), а Россия — почти в три раза (до 2,3 тыс. тонн).

В настоящее время спрос со стороны центральных банков составляет примерно 20%, а **основной спрос на золото по-прежнему формируется со стороны производителей ювелирных украшений.**

Спрос на золото, тонны

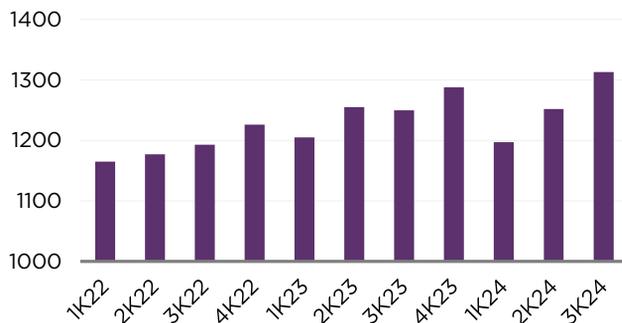


Стратегия на 2025 год. Золото

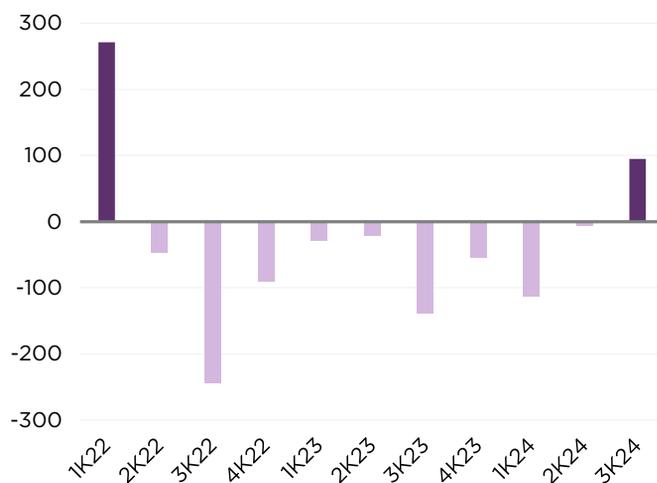
Общемировой спрос на золото продолжает бить рекорды. В 3 квартале 2024 года он составил 1 313 тонн, что является абсолютным рекордом как с точки зрения физического объема, так и в денежном выражении (более 100 млрд долларов США). Основной прирост спроса обеспечивали золотые ETF на фоне снижения процентных ставок.

2) Смягчение денежно-кредитных условий ФРС США. Исторически существовала обратная корреляция между ценами на золото и реальной доходностью. В качестве индикатора реальной доходности рассматривают 10-летний Treasury Inflation-Protected Securities (TIPS) (в России ОФЗ ИН – облигации с индексируемым номиналом на уровень инфляции). По мере смягчения денежно-кредитной политики и снижения процентных ставок в США, Европе и Китае в 2024 году реальная доходность TIPS снижается и золото становится более привлекательным альтернативным безрисковым активом. Данный факт хорошо находит отражение в нетто-покупках со стороны золотых ETF. В 3 квартале ФРС впервые снизила ставку с 2020 года сразу на 50 б.п., за этот же период нетто-покупки золотых ETF составили 95 тонн впервые с 1 квартала 2022 года (до этого периода наблюдались нетто-продажи). В ноябре и декабре 2024 года ФРС снизила ставку суммарно еще на 50 базисных пунктов, поэтому в ближайшей перспективе мы ожидаем, что нетто-покупки золотых ETF могут продолжиться.

Мировой спрос на золото, тонны



Нетто покупки/продажи золота ETF, тонны



3) Геополитические риски. Вооруженные конфликты в Восточной Европе и на Ближнем Востоке вынуждают инвесторов прибегать к покупке защитных активов, в том числе золота.

Стратегия на 2025 год. Золото

Прогноз на 2025 год

Мы продолжаем позитивно смотреть на золото в 2025 году, однако считаем, что динамика роста цен будет более сдержанной, чем в 2024 году.

Инфляция в США постепенно подходит к цели в 2%, при этом рынок труда показывает довольно слабую динамику. Эти факторы свидетельствуют в пользу дальнейшего снижения ставки ФРС, что, в свою очередь, будет обеспечивать дополнительные притоки в золото со стороны ETF. При этом экономические планы Дональда Трампа могут способствовать ускорению инфляции, что может стать риском для замедления цикла снижения процентных ставок и вызвать некоторое давление на цену золота.

На декабрьском заседании Федеральная резервная система США представила новые прогнозы. ФРС пересмотрела свои ожидания по инфляции на конец 2024 года, увеличив прогноз с 2,3% до 2,4%, а на 2025 год – с 2,1% до 2,5%. К тому же аналитики теперь ожидают только 2 снижения ключевой ставки ФРС США вместо 4 ранее, что будет приводить к более сдержанным темпам роста цен на золото.

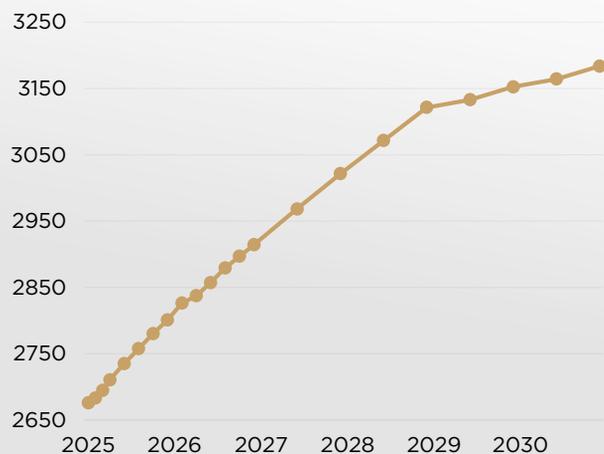
Несмотря на то, что цена на золото исторически растет при снижении ставок ФРС в долгосрочной перспективе, оно используется в качестве страховки от инфляции. Это делает данный

инструмент уникальным в своем роде, который, с одной стороны, защищает инвестора от накопленной инфляции, а с другой – является хорошей альтернативой безрисковой инвестиции в случае снижения реальной доходности.

На приведенном ниже графике представлен индекс накопленной инфляции и индекс полной доходности цены на золото, начиная с 2000 года.



Форвардная кривая фьючерсов на золото, долл. США



Мы ожидаем, что по мере снижения ставки ФРС золото может приблизиться к отметке 2 800 \$ - 3 000 \$ за тройскую унцию. Кроме того, существуют геополитические риски усиления конфликта на Ближнем Востоке, что может быть еще одним фактором в пользу золота.

Исходя из динамики фьючерсов на золото, рынок прогнозирует дальнейший рост цен на металл. На горизонте 12 месяцев ожидается рост до 2800 \$ за тройскую унцию, а на горизонте 24 месяцев цена может достичь 3000 \$.

В базовом сценарии мы ожидаем ослабление рубля до 110 рублей за доллар. Таким образом, позиция в золоте, помимо роста цен на драгметалл, может частично защитить портфель от девальвации.

Стратегия на 2025 год. Долговой рынок

Рынок ОФЗ и денежный рынок

Несмотря на то, что дальнейшее повышение ставки в феврале 2025 года теперь не является базовым сценарием, осложнение коммуникации ЦБ и рынка, а также сохраняющаяся и, возможно, усиливающаяся жесткость ДКП в реальном выражении, на наш взгляд, будет оказывать давление на длинные ОФЗ с фиксированной ставкой и, как следствие, корпоративные облигации с дюрацией более одного года. Дополнительным фактором давления следует отметить значительный объем заимствований Минфина (более 4,7 трлн руб. в валовом выражении), с учетом предпочтения размещения длинных облигаций с фиксированной ставкой в связи с высокой долей флоатеров в общей структуре суверенного внутреннего долга.

Учитывая вышесказанное, мы планируем на горизонте 3-6 месяцев сохранять консервативное позиционирование портфеля с точки зрения рыночного риска.

Основной акцент делаем на инструментах денежного рынка (РЕПО, фонды денежного рынка, краткосрочные депозиты), а также короткие ОФЗ флоатеры, которые значительно менее чувствительны к рыночному риску и позволяют зарабатывать безрисковую доходность, близкую к уровню ключевой ставки Банка России.

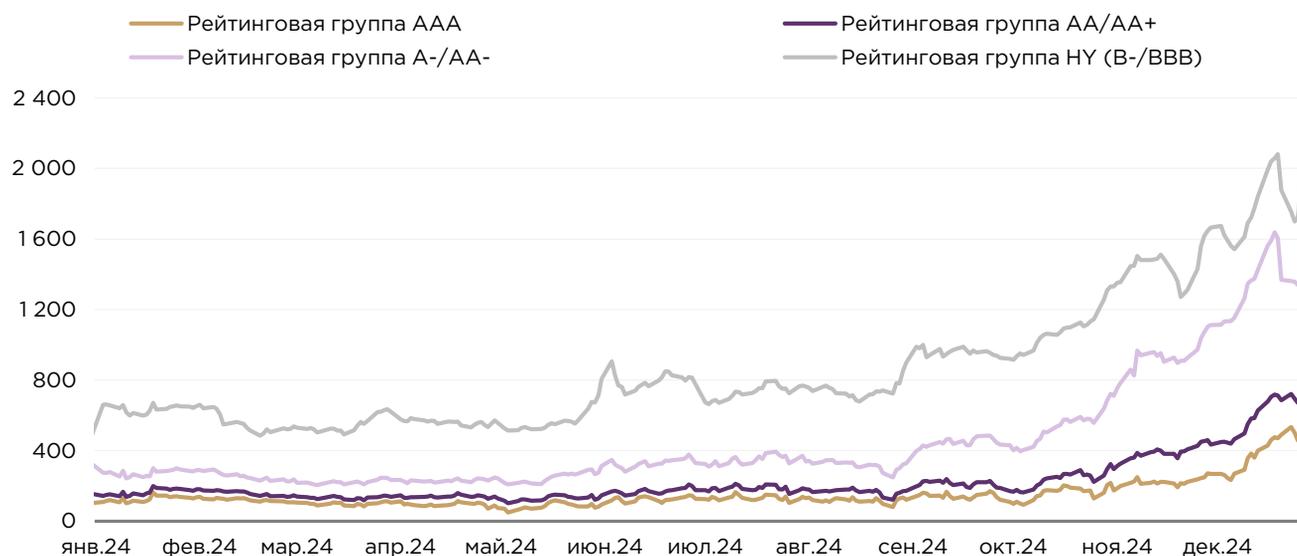
Корпоративные облигации

Во втором полугодии 2024 года наблюдался существенный рост кредитных спредов по корпоративным облигациям как с фиксированной, так и с плавающей ставкой.

Помимо кратного роста кредитных рисков, в значительной степени рост премий связан с реакцией банков на регуляторные меры повышения стоимости корпоративного кредитования и постепенной подстройкой спредов на долговом рынке к обновленной стоимости банковских кредитов.

Средние спреды банковского кредитования для наиболее надежных заемщиков до октября 2024 года составляли 2-3%, а по мере ужесточения регуляторных требований к повышению финансовой устойчивости банков, спреды к декабрю 2024 года возросли до 5-6%. С некоторым лагом это отразилось на увеличении кредитных спредов на долговом рынке и соответствующем росте доходностей.

Кредитные спреды корпоративных облигаций к КБД, б.п.



Стратегия на 2025 год. Долговой рынок

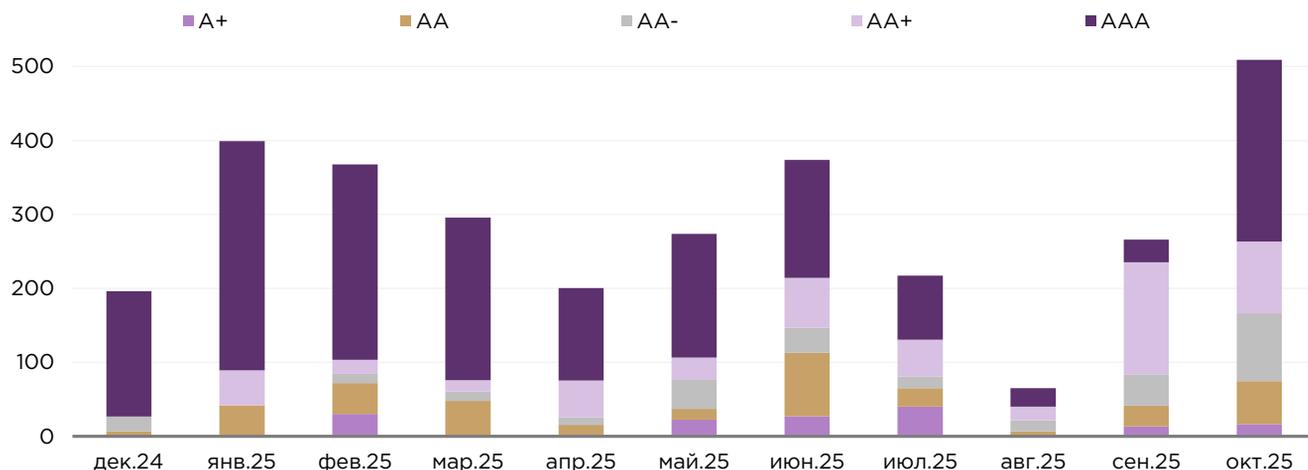
Отмечаем наибольший рост спредов в облигациях эмитентов с повышенной долговой нагрузкой и низким кредитным рейтингом. С учетом возможных затруднений для таких эмитентов к доступу к инструментам банковского рефинансирования, не исключаем возможных дефолтов на долговом рынке в 2025 году.

В связи с этим, мы планируем фокусироваться на облигациях наиболее надежных эмитентов, с достаточным запасом прочности покрытия процентных платежей операционной прибылью. Учитывая, что дефолты/реструктуризации в определенных именах приводят к расширению премий в соответствующей рейтинговой группе/отрасли в целом, мы планируем крайне точно выбирать эмитентов высшей рейтинговой группы. По нашим оценкам, текущие кредитные

спреды по таким облигациям также создают возможность зафиксировать уровни доходности, существенно превышающие среднюю ключевую ставку в нашем базовом/позитивном прогнозе на 2025 год.

Важным фактором для определения своевременного увеличения позиции в корпоративных облигациях является график погашений корпоративных бумаг в 2025 году. На период с декабря 2024 по март 2025 года приходится 40% всего объема погашений года, что, по нашему мнению, вынудит эмитентов предлагать существенную премию для рефинансирования займов на долговом рынке в условиях ограниченного банковского кредитования и потенциально повышенной волатильности инфляции в 1П2025 года.

Объем погашений корпоративных облигаций, млрд руб.



Учитывая перенасыщенность рынка корпоративных флоатеров и растущие кредитные спреды по данному классу активов, мы ожидаем, что ряд эмитентов в условиях жесткой конкуренции будет предлагать относительно короткие облигации с фиксированной ставкой. В перспективе это позволит сформировать позицию в качественных корпоративных облигациях срочностью 1-1,5 года и

зафиксировать высокую доходность к погашению на уровне 23-26% годовых. В случае дальнейшего существенного расширения кредитных спредов по корпоративным флоатерам и их приближения к уровням спредов по банковским кредитам с плавающей ставкой, целесообразно осуществлять точечные покупки коротких и качественных бумаг с целью фиксации повышенного спреда к ключевой ставке.

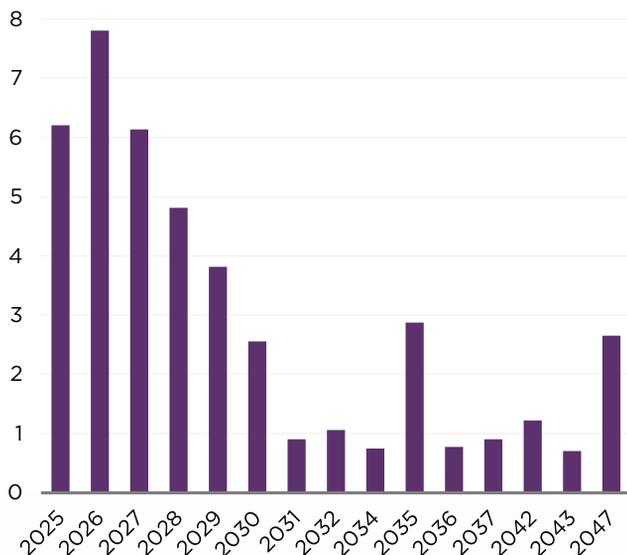
Стратегия на 2025 год. Долговой рынок

Валютные облигации

В 1П2024 года замещающие облигации российских эмитентов торговались со справедливой премией, близкой к аналогам по кредитному качеству эмитентов emerging markets.

Во 2П2024 года наблюдался существенный рост доходностей на рынке замещающих облигаций и облигаций, номинированных в юанях. Основные причины: ужесточение денежно-кредитных условий и рост рублевых ставок, существенная волатильность ставок РЕПО в CNY, риски навеса при замещении суверенных еврооблигаций РФ в декабре 2024.

График погашений/оферт замещающих облигаций в USD, EUR (в млрд долл. США)



Мы позитивно смотрим на данный класс активов, учитывая наши ожидания продолжения давления на рубль практически во всех сценариях, и планируем удержание в портфелях данных инструментов. Предпочтение отдаем валютным облигациям, номинированным в долларах США. Рассматриваем валютные облигации как защитный актив, хеджирующий риск ослабления рубля. В условиях повышенной волатильности основной фокус направлен на короткие

Доходности валютных облигаций, % годовых



На текущий момент можно предположить, что опасения по навесу при замещении суверенных еврооблигаций были излишними в связи с устойчивым спросом на данный класс активов. Это позволило доходностям суверенных замещающих облигаций стабилизироваться на уровне 9-11% годовых.

Предполагаем, что в 2025 году корреляция доходностей по замещающим облигациям с рублевыми ставками будет по-прежнему более значимой, чем зависимость доходностей замещающих облигаций и безрисковых ставок по US Treasury. Нестабильный валютный курс, непрозрачное ценообразование официального курса, сложности трансграничных расчетов, на наш взгляд, также будут влиять на ценовую волатильность замещающих облигаций. Позитивным фактором для среднесрочной динамики класса активов является ограниченная емкость и существенный объем погашений бумаг в 2025-2026 годах, что приведет к сжатию рынка и повышенному спросу на сохраняющиеся выпуски.

суверенные замещающие облигации из-за практически эквивалентной доходности в надежных корпоративных выпусках, обладающих меньшей ликвидностью.

В случае дальнейшего роста доходностей на фоне волатильности курса рубля и роста рублевых ставок, мы планируем увеличение дюрации валютных облигаций в портфеле с целью фиксации двузначной валютной доходности на горизонте до 2-3 лет.

Стратегия на 2025 год. Позиционирование

Как минимум первое полугодие 2025 года мы **планируем сохранять консервативное позиционирование** портфеля со значительным запасом прочности в виде инструментов денежного рынка и валютной составляющей, сформированной за счет валютных облигаций и золота.

Резюмируя наши предпосылки, полученные в ходе анализа и рассуждений о перспективах 2025 года, мы сформировали наше видение ожидаемой доходности по классам активов.

Прогноз доходностей

Активы	Status quo (базовый)	Эскалация (негативный)	Урегулирование (позитивный)
Ликвидные активы	19,0%	25,0%	17,5%
Корпоративные флоатеры	21,8%	28,5%	19,9%
Депозиты	20,5%	26,5%	19,0%
ОФЗ до 1 года	19,0%	25,0%	17,5%
ОФЗ 3 года	23,4%	-5,4%	30,6%
ОФЗ 5 лет	23,9%	-12,2%	32,9%
ОФЗ 7 лет	25,4%	-16,7%	35,9%
ОФЗ-ИН	20,3%	22,5%	17,5%
Корпоративные облигации	24,9%	15,3%	28,6%
Акции	31,4%	9,0%	44,0%
Валютные облигации, \$	10,6%	3,1%	13,1%
Валютные облигации, руб.	24,6%	36,1%	13,1%
Золото, \$ за унцию	2900	3200	2650
Золото, руб.	23,3%	59,4%	0,0%

К О Н Т А К Т Ы

Информационный центр
8 (800) 700-07-08

Сайт: www.tkbip.ru
Email: info@tkbip.ru

САНКТ-ПЕТЕРБУРГ

Российская Федерация, 191119,
ул. Марата, д. 69-71, лит. А

Тел.: 8 (812) 332-73-32

МОСКВА

Российская Федерация, 125047,
ул. Лесная, 5

Тел.: 8 (495) 660-32-00

ДИСКЛЕЙМЕР

Данный материал подготовлен ТКБ Инвестмент Партнерс (АО) (TKB Investment Partners (JSC)).

Этот материал может содержать данные для квалифицированных инвесторов, создан исключительно в информационных целях и не является: 1. Офертой или предложением о покупке или продаже каких-либо ценных бумаг или финансовых инструментов; 2. Информацией, на которую его получатель может полагаться в связи с каким-либо контрактом, соглашением или договором; 3. Финансовым или инвестиционным советом, консультацией или индивидуальной инвестиционной рекомендацией.

Любые мнения, включенные в настоящий материал, если прямо не указано иное, даны специалистами ТКБ Инвестмент Партнерс (АО) в указанное время и могут быть изменены без предварительного уведомления.

ТКБ Инвестмент Партнерс (АО) оставляет за собой право по своему усмотрению изменять либо не актуализировать информацию и мнения, содержащиеся в данном материале.

Данная информация не является индивидуальной инвестиционной рекомендацией, и финансовые инструменты либо сделки, упомянутые в ней, могут не соответствовать Вашему финансовому положению, цели (целям) инвестирования, допустимому риску, и (или) ожидаемой доходности. ТКБ Инвестмент Партнерс (АО) не несет ответственности за возможные убытки в случае совершения сделок либо инвестирования в финансовые инструменты, упомянутые в данной информации.

Инвесторы должны самостоятельно консультироваться со своими юридическими и налоговыми советниками в отношении любых юридических, бухгалтерских и налоговых вопросов при инвестировании в какие-либо финансовые инструменты для того, чтобы принять самостоятельное решение о соответствии таких инвестиций их собственным требованиям и о последствиях таких инвестиций.

Пожалуйста, обратите внимание на то, что различные виды инвестиций, информация о которых может содержаться в настоящем материале, обладают различной степенью риска, и могут не иметь гарантий по возврату инвестированных средств, могут быть не подходящими либо невыгодными для какого-либо конкретного клиента или потенциального клиента, либо для

конкретного инвестиционного портфеля. Принимая во внимание экономические и рыночные риски, может не быть никакой гарантии, что какая-либо инвестиционная стратегия, упомянутая в настоящем материале, достигнет своих инвестиционных целей.

Этот материал не является гарантией или обещанием будущей эффективности или доходности от инвестиционной деятельности. Результаты инвестирования в прошлом не являются гарантией таких же результатов в будущем, государство не гарантирует доходность инвестиций. Все прошлые данные имеют документальное подтверждение. Нет никаких гарантий прибыли или доходов от финансовых инструментов. На размер дохода могут повлиять, среди прочего, инвестиционные стратегии и цели финансового инструмента и существенные рыночные и экономические условия, в том числе процентные ставки и рыночные условия в целом. Различные стратегии, применяемые к финансовым инструментам, могут оказать существенное влияние на результаты, описанные в настоящем материале. Инвесторы могут не получить назад сумму, которую они первоначально инвестировали. Существует вероятность полной потери изначально инвестированной суммы.

ТКБ Инвестмент Партнерс (АО) является юридическим лицом, зарегистрированным в соответствии с законодательством Российской Федерации (ОГРН 1027809213596), адрес места нахождения: Российская Федерация, 191119, Санкт-Петербург, ул. Марата, д. 69-71, лит. А, Лицензия на осуществление деятельности по управлению инвестиционными фондами, паевыми инвестиционными фондами и негосударственными пенсионными фондами, выдана ФКЦБ России 17 июня 2002 г. за № 21-000-1-00069, срок действия Лицензии — без ограничения срока действия; Лицензия профессионального участника рынка ценных бумаг на осуществление деятельности по управлению ценными бумагами, выдана ФСФР России 11 апреля 2006 г. за № 040-09042-001000, срок действия Лицензии — без ограничения срока действия. Телефон: (812) 332-7332. До заключения договора заинтересованные лица могут ознакомиться с условиями управления активами, получить сведения о лице, осуществляющем управление активами, и иную информацию, которая должна быть представлена в соответствии с законодательством РФ, на сайте управляющего www.tkbip.ru и по телефону (812) 332-7332.