

ИНВЕСТИЦИОННАЯ СТРАТЕГИЯ на 2025

Ждём перемен

В стратегии учтены экспертные оценки аналитических центров группы «Альфа»: корпоративного и розничного инвестиционных бизнесов Альфа-Банка, А-Клуба, УК «Альфа-Капитал», инвестиционного подразделения «АльфаСтрахование-Жизнь».



Стратегия 2025. Надежды на разворот	3	Сектора в 2025.	
Главное. Инвестиции в 2025 году	4	Взгляд нейтральный и негативный	15
Экономика. Борьба с инфляцией и перегревом	5	Рынок облигаций. Фиксированные купоны ..	16
Экономика. Ждём снижения ключевой ставки	6	Рынок облигаций. Плавающие купоны	17
Рынок акций. Ожидания на 2025	7	Рынок облигаций. Замещающие и квазивалютные облигации	18
Рынок акций. Пока ещё дешево	8	Рынок нефти. Навес предложения от ОПЕК+	19
Рынок акций. Растёт отложенный спрос	9	Золото. Рост ещё не закончился	20
Рынок акций. Фавориты на 2025 год	10–11	Недвижимость. Склады — самый интересный сегмент	21
Рынок акций. Долг — главный критерий	12	Распределение активов. Куда инвестировать	22
Рынок акций. Дивиденды в 2025 году	13		
Сектора в 2025. Взгляд позитивный	14		

Стратегия 2025. Надежды на разворот

2024 год запомнится инвесторам рекордными процентными ставками, которые в очередной раз изменили парадигму на фондовом рынке. Заметно выросла привлекательность самых консервативных инструментов — депозитов, фондов денежного рынка и т. д. Акции и облигации оказались под давлением, и зарабатывать на них стало сложнее. Однако мы ждём, что в 2025 году ситуация начнёт меняться в обратную сторону — и самые большие шансы обыграть рынок будут у тех, кто в пессимистичной среде, ещё накануне роста, найдёт удачные точки входа. Говоря кратко: мы верим, что 2025 год будет лучше предыдущего.

Ключевые тренды

Высокие ставки: конец цикла близок

- Предпринятые Банком России шаги по ужесточению денежно-кредитной политики в 2025 году дадут накопленный эффект и остановят ускорившуюся инфляцию. На рынке акций и облигаций это неизбежно приведёт к смене настроений инвесторов.
- Рынок всегда живёт ожиданиями — поэтому мы считаем, что рост Индекса МосБиржи и облигаций начнётся ещё до того, как ЦБ даст чёткий сигнал о завершении цикла повышения ключевой ставки.
- К концу 2025 года проявится эффект отложенного спроса: инвесторы будут перекладывать средства из консервативных инструментов в акции и длинные облигации.

Геополитика: осторожный оптимизм

- Фактор геополитики в 2025 году может оказаться даже более важным для рынка акций и облигаций, чем денежно-кредитная политика.
- После смены президента США неопределённость всё ещё остаётся высокой, поэтому в I полугодии на фондовом рынке сохранится сильная волатильность.
- Общий сентимент на год можно охарактеризовать как осторожный оптимизм. Отметим, что российская экономика уже показала способность уверенно адаптироваться к сложным внешним условиям.

Кредитная угроза сохраняется

- Несмотря на то, что в 2025 году мы ждём завершение цикла роста ставок, ситуация для закредитованных компаний не улучшится.
- Поэтому мы предлагаем держаться подальше от компаний с кредитными рисками. На рынке облигаций это касается эмитентов с невысоким кредитным рейтингом, на рынке акций — компаний, у которых высокая долговая нагрузка.

Акции дешёвы, но только пока

- Российский рынок акций из-за высоких ставок опустился на уровни, которые были в разгар распродаж во время предыдущих кризисов.
- Цены акций пока не учитывают достаточно вероятные сценарии уменьшения геополитической напряжённости или существенного замедления инфляции.
- Фундаментальная оценка компаний сейчас крайне низкая. Пора выбирать наиболее перспективные бумаги.

Главное. Инвестиции в 2025 году

Взгляд аналитиков Альфа-Инвестиций на перспективы различных рынков и инвестиционных инструментов

- **Индекс МосБиржи.** К концу 2025 года мы ждём роста индекса до уровня 3150–3350 п.
- Дивидендная доходность Индекса МосБиржи (с учётом весов акций в индексе) в 2025 году составит 9,6–10%, а совокупная доходность Индекса от роста котировок акций и дивидендов: 32,2–40,4%.
- Три основных фактора, от которых будут зависеть перспективы рынка акций — траектория инфляции и ключевой ставки, а также геополитика.
- **Акции-фавориты:**

Сектор	Финансовый	Нефтяной	IT	Прочие
Акции	• Сбербанк-ао	• ЛУКОЙЛ	• Яндекс	• Интер РАО
	• Т-Технологии	• Роснефть	• Хэдхантер	• ИКС 5
	• Совкомбанк	• Газпром нефть		• Полюс
- **IPO.** Благоприятная конъюнктура для проведения IPO может сложиться ближе к II полугодию. Когда Индекс МосБиржи будет расти, вновь появится очередь из компаний, стремящихся разместить акций.
- **Курс рубля.** Средний курс рубля к доллару в течение 2025 года составит около 105 ₽/\$, к юаню — 14 ₽/¥. К концу 2025 года ждём доллар в районе 110 ₽, ¥ — около 14,7 ₽.
- **Облигации в рублях.** Ожидаем, что Индекс ОФЗ достигнет дна на рубеже IV квартала 2024 и I квартала 2025 года. Больше всего вырастут в 2025 году длинные облигации. В течение года будет происходить переток инвестиций из флоатеров в бумаги с фиксированной доходностью.

- **Замещающие и квазивалютные облигации** остаются наиболее интересным инструментом для валютной диверсификации портфеля. В 2024 году были замещены все еврооблигации, и объём рынка на время сильно увеличился. Часть выпусков в 2025 году будет погашена, навес предложения постепенно исчезнет, и это позитивно скажется на ценах.
- **Рынок нефти.** Ожидаем незначительное снижение средней цены барреля Brent относительно уровня 2024 года. Большую часть времени котировки могут провести в коридоре \$60–75. Это комфортные уровни для компаний нефтяного сектора.
- **Золото.** Рассчитываем на рост и обновление исторических максимумов в 2025 году. Ждём подъём цены до уровня \$2850–3000 за тройскую унцию.
- **Рынок недвижимости.** Рост цен на жилую недвижимость на первичном и вторичном рынках будет ниже уровня рублёвой инфляции. Цены между этими сегментами продолжат сближаться из-за сокращения льготных ипотечных программ. Хорошие перспективы — у коммерческой складской недвижимости.

Прогноз на конец 2025

Индекс МосБиржи	Нефть Brent	Валюта	Ставка ЦБ, %	Доходность 10-летних ОФЗ
3150–3350 п.	\$65 за баррель	¥/₽: 14,7 \$/₽: 110	20%	14,5–15%

Ситуация на конец 2024 года

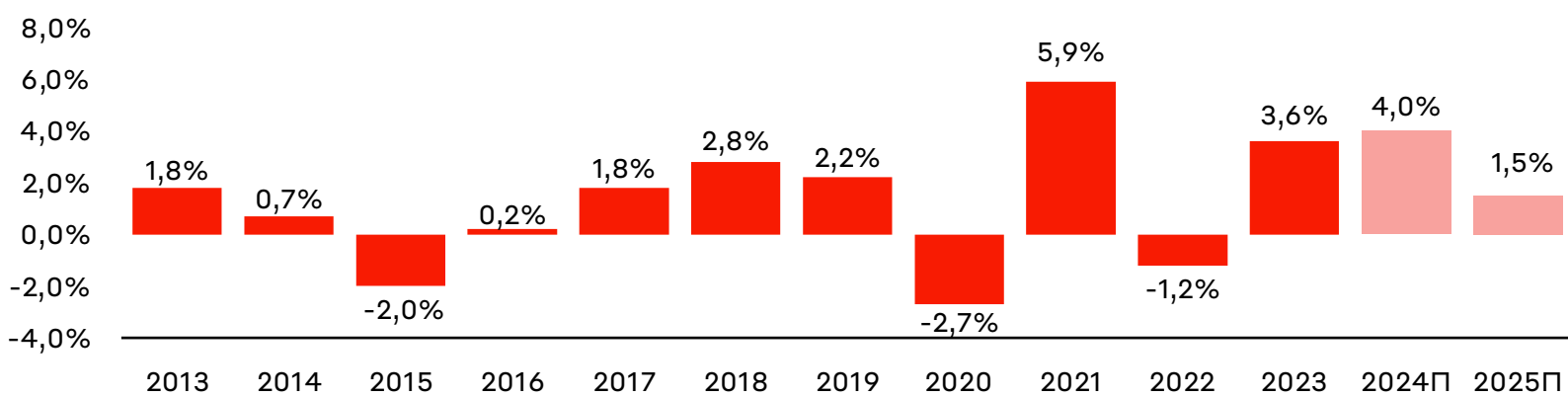
Прогноз на 2025 год

Рост экономики

По итогам 2024 года рост ВВП РФ ускорился до 4%. На этом фоне проявился значительный положительный разрыв выпуска в экономике. Это состояние называют «перегревом»: рост внутреннего спроса превышает возможности расширения предложения. В то же время безработица обновляет исторические минимумы, также ограничивая возможности увеличения предложения, а зарплаты продолжают расти.

Положительный разрыв выпуска будет постепенно сокращаться под влиянием жёсткой денежно-кредитной политики (ДКП) Банка России. Рост ВВП по итогам года снизится до 1,5%. Сильнее всего просядет строительный сектор. Также возможно умеренное снижение физических объёмов экспорта в нефтегазовом секторе, металлургии и добыче угля.

Динамика ВВП РФ, год к году %

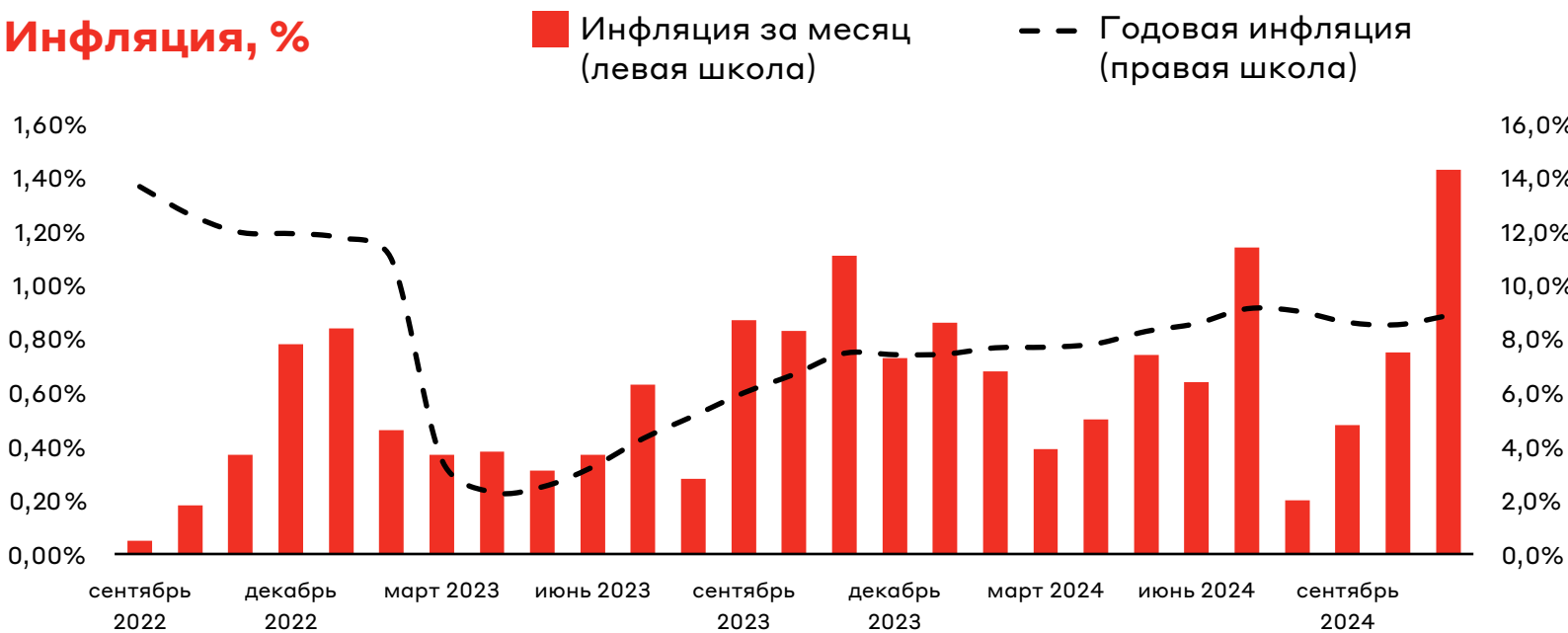


Инфляция

В течение 2024 года реализовалась большая часть проинфляционных рисков, и уровень инфляции существенно превысил таргет Банка России (4%). В IV квартале инфляция обошла предварительные прогнозы ЦБ и по итогам года приблизилась к 10%. Явных признаков её замедления пока не видно. Высокий внутренний спрос поддерживался ростом доходов граждан и предприятий, а также бюджетными стимулами. Бизнес продолжил наращивать заимствования, несмотря на высокие процентные ставки. Инфляционные ожидания населения и предприятий пока не снижаются.

Повышение ключевой ставки сказывается на инфляции с временным лагом, и эффект от прошедшего ужесточения ДКП в II полугодии 2024 года ещё не полностью проявился. Вместе с дальнейшим сокращением объёмов кредитования ожидаем в течение 2025 года постепенное замедление текущей инфляции. При этом достигнуть цели в 4–4,5% будет сложно из-за жёстких условий на рынке труда и потенциального роста госрасходов. В консервативном сценарии ждём инфляцию на уровне 6%.

Инфляция, %



Курс рубля

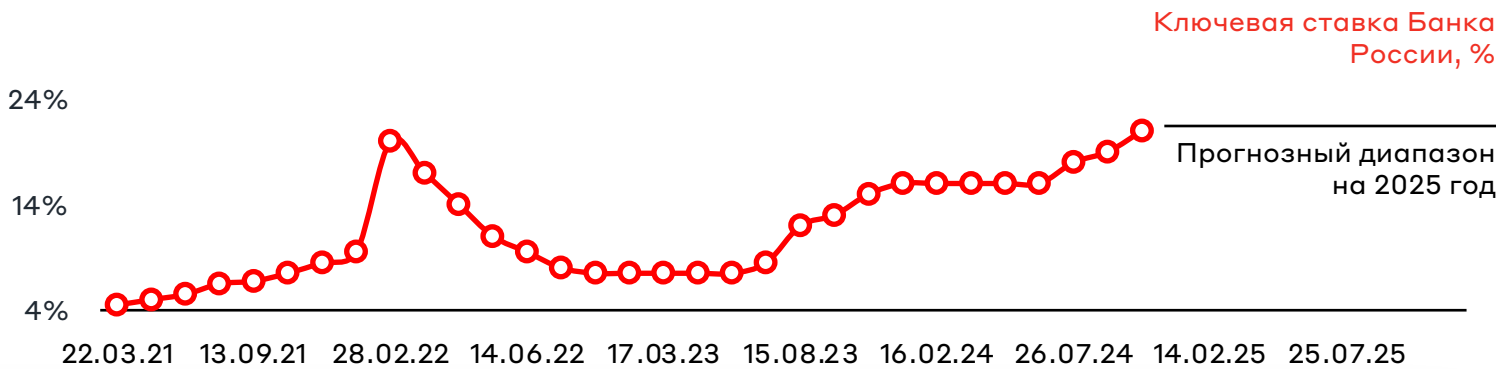
В II полугодии 2024 года рубль слабел. В ноябре среднемесячные курсы доллара и юаня достигли исторических максимумов (без учёта февраля — марта 2022 года). Ключевая причина связана не с торговым балансом (соотношением экспорта и импорта), а с инфраструктурными факторами. В условиях внешних ограничений компании вынуждены перестраивать систему трансграничных платежей. Волну девальвации в декабре удалось приостановить.

Ухудшение платёжного баланса (рост импорта и снижение экспорта) будет оказывать давление на рубль в 2025 году и ограничит потенциал его укрепления. Но в то же время жёсткая ДКП позволит удержать курс от существенного снижения. Средний курс рубля к доллару в 2025 году составит около 105 ₽/\$, к юаню — 14 ₽/¥. **К концу 2025 года ждём доллар в районе 110 ₽, юань — около 14,7 ₽.**

Экономика. Ждём снижения ключевой ставки



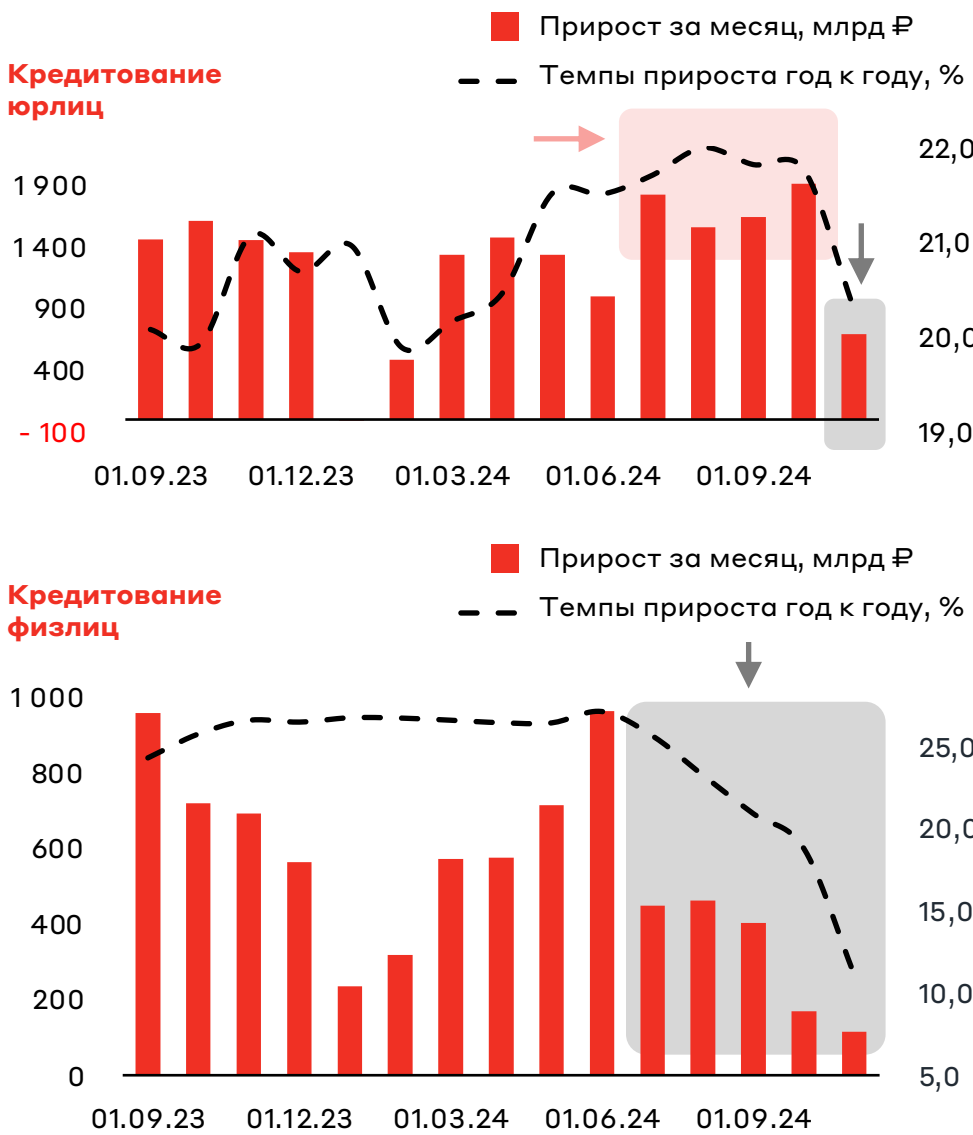
В 2025 году может начаться цикл снижения ключевой ставки — и это будет основным фактором для восстановления рынков акций и облигаций. По прогнозу ЦБ РФ, средняя ключевая ставка в 2025 году составит 17–20%. Мы ожидаем, что ключевая ставка достигнет пика в I квартале 2025 года и стабилизируется на этом уровне до середины года. В базовом сценарии снижение ставки начнётся лишь в II полугодии, прогноз уровня ставки на конец года — 20%.



Важные индикаторы оценки траектории ключевой ставки

Корпоративное кредитование

- В II полугодии 2024 года устойчиво замедлялось только кредитование физлиц. В корпоративном сегменте ежемесячные темпы роста оставались повышенными, несмотря на подъём ключевой ставки.
- На наш взгляд, уже в конце 2024 года спрос на кредиты со стороны бизнеса сократится. Эффект от прошедшего в II полугодии 2024 ужесточения денежно-кредитных условий (ДКУ) накапливается медленно и сказывается на предпринимательской активности с временным лагом. В ноябре 2024 года уже начался тренд на снижение корпоративного кредитования, вероятно, он продолжится, и это снизит инфляционное давление.



Инфляционные ожидания населения и предприятий

- Высокие инфляционные ожидания усиливают инерцию устойчивой инфляции и снижают эффективность жёстких ДКУ, уменьшают стимулы к сбережению и способствуют росту расходов граждан и предприятий.
- Однако в начале 2025 года может наступить переломный момент: беспрецедентно жёсткие ДКУ приведут к смене тренда. Разница между доходностью к погашению 1-летней ОФЗ и уровнем инфляционных ожиданий достигла самого высокого уровня в истории 8,9% против среднего значения 3,2% в период 2017–2023 годов. В такой ситуации растёт склонность к сбережению, а значит, начнётся охлаждение спроса и постепенное снижение темпов инфляции. Тогда в I–II кварталах инфляционные ожидания населения могут перестать расти и даже начать снижаться.



Но! Быстрого снижения ключевой ставки, как это было в 2015 и 2022 годах, на этот раз не будет. Этому мешает проинфляционная ситуация на рынке труда. Безработица остаётся на историческом минимуме, а значит, зарплаты продолжают быстро расти — по нашим ожиданиям, темпами 12%, то есть выше инфляции. Сдержать смягчение ДКП также может риск дополнительных бюджетных расходов, сверх утверждённых на 2025 год.

Рынок акций. Ожидания на 2025 год

A

- В базовом сценарии ожидаем роста Индекса МосБиржи к концу 2025 года до диапазона 3150–3350 п. Дивидендная доходность Индекса МосБиржи (с учётом весов акций в индексе) в 2025 году составит 9,6–10%, а совокупная доходность от роста котировок и выплаты дивидендов: **32,2–40,4%***.
- Перспективы рынка акций на 2025 год сильно зависят от геополитической ситуации. Этот фактор может оказаться даже более важным, чем денежно-кредитная политика. При создании стратегии мы исходили из сценария, что обстановка не изменится ни в худшую, ни в лучшую сторону.
- Но практически при любом сценарии портфель из выбранных нами акций-фаворитов (слайд 9), на наш взгляд, может выглядеть лучше рынка, в том числе даже в случае сохранения ультравысоких процентных ставок на более длительный период, чем сейчас ожидают инвесторы.

Ключевые факторы

- **Жёсткая ДКП**
Главной причиной снижения Индекса МосБиржи в 2024 году стали высокие рублёвые процентные ставки. Облигации, фонды денежного рынка и депозиты оттягивали на себя средства инвесторов, которые могли бы пойти на покупку акций. Высокие ставки также давят на маржинальность бизнеса, и финансовые результаты многих компаний Индекса МосБиржи в I–II кварталах 2025 года ухудшатся или их рост замедлится. Это в меньшей степени касается экспортёров сырья, чьи доходы связаны с ценами на внешних рынках.
- **Высокий долг = высокий риск**
Акции почти всех эмитентов, перегруженных долгом, в II полугодии 2024 выглядели хуже Индекса МосБиржи. Ждём продолжения этой тенденции в I полугодии 2025 года, поэтому предпочитаем акции компаний с низким долгом или чистой денежной позицией, которая приносит процентные доходы.
- **Процентные ставки и инфляция**
Динамика рынка акций сейчас зависит от того, каких процентных ставок ждут инвесторы. Мы полагаем, что по мере замедления инфляции частные инвесторы будут возвращать капитал на рынок акций, и он развернётся к росту, не дожидаясь снижения ключевой ставки. Смена настроений может произойти в II–III кварталах.
- **Геополитика**
Ключевой фактор неопределённости, способный сильно влиять на динамику российского фондового рынка и настроения инвесторов. Ждём существенного роста волатильности в I квартале после инаугурации президента США.
- **Рост налоговой нагрузки**
В 2025 году налог на прибыль компаний увеличивается с 20 до 25%. А для большинства эмитентов, имевших льготную ставку 0% (в основном это IT-компании), налог вырастет до 5%. Чистая прибыль эмитентов снизится в среднем на 6,2%, сократив совокупную базу для дивидендов.

Стратегия выбора акций

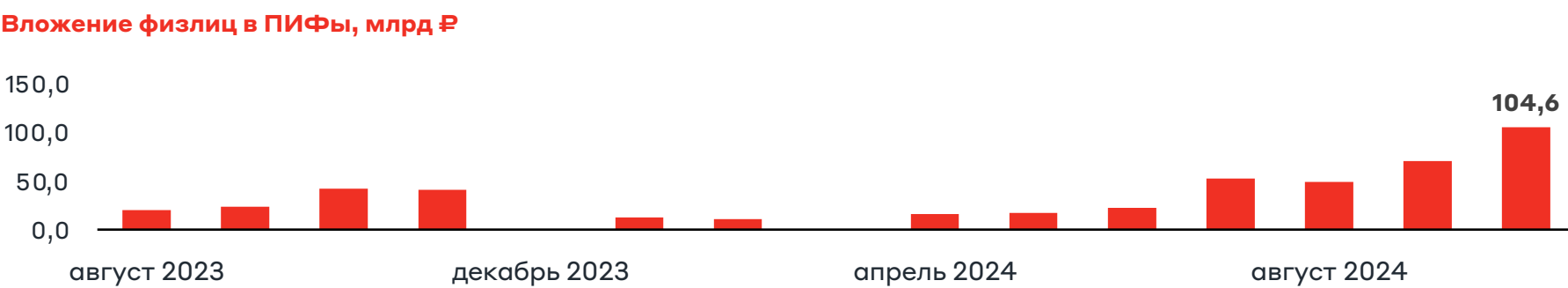
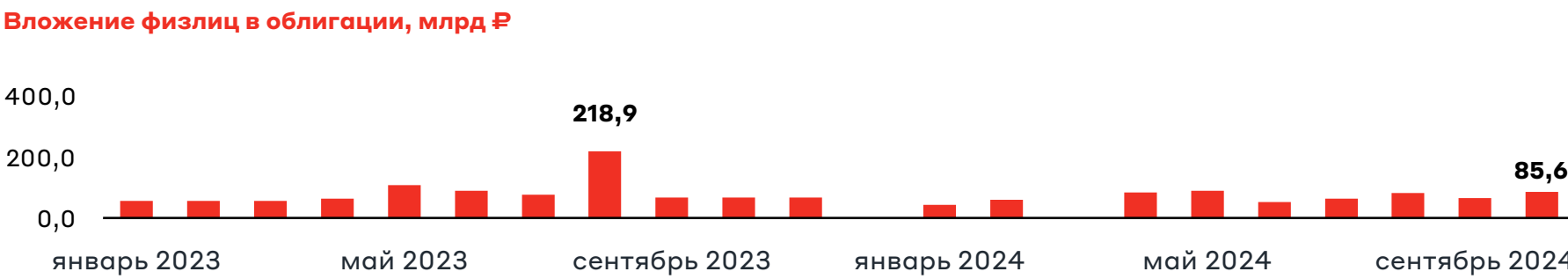
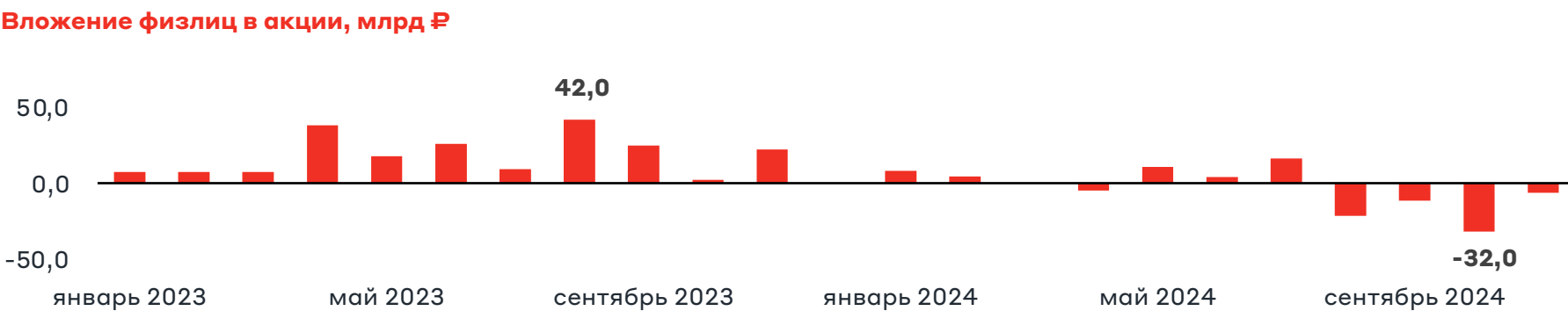
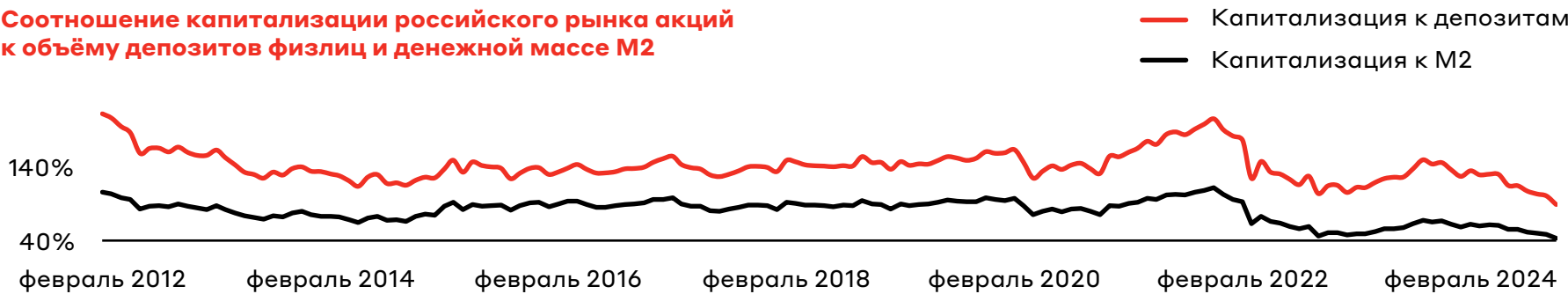
- Компании с низким долгом или кэшем на балансе лучше эмитентов с высоким долгом. Выбираем бумаги с низкой чувствительностью к высоким ставкам.
- Ликвидные голубые фишки в среднем лучше акций второго и третьего эшелона.
- Снизить валютный риск портфеля можно путём баланса (~50/50) между акциями экспортёров с устойчивой бизнес-моделью и компаний, ориентированных на внутренний рынок.
- Большинство акций компаний, у которых одновременно низкие дивиденды (менее 10%) и невысокие темпы роста бизнеса, будут неинтересны в течение всего 2025 года.

Рынок акций. Пока ещё дешево



Российский рынок акций к концу 2024 года оказался на уровне, привлекательном для долгосрочных покупок. Об этом свидетельствуют ориентиры.

- **Индекс МосБиржи** с учётом накопленной инфляции на конец 2024 года находится: На 10–15% ниже минимальных значений, которые были на пике распродаж из-за коронавируса в 2020 году. На уровне средних значений марта–октября 2022 года, когда была экстремально высокая неопределённость по поводу перспектив экономики РФ.
- **Дивидендная доходность** некоторых ликвидных акций в следующие 12 месяцев — более 14%. При реинвестировании дивидендов доходность будет сопоставима с текущей доходностью длинных облигаций (16–17%).
- **Мультипликатор P/E** по акциям Индекса МосБиржи составляет 3,7х — это на 38% ниже среднего значения за последние 11 лет, с 2013 года. Такой дисконт избыточен даже с учётом высоких процентных ставок. Ставки упадут в 2025–2026 годах, а рынок акций постепенно вернётся к среднеисторическим значениям P/E. Кроме того, купленные в ожидании роста котировок акции будут приносить инвесторам дивиденды.
- Соотношение рыночной капитализации всех акций на Московской бирже и средств на вкладах физлиц к декабрю 2024 года достигло 0,89 — это рекордно низкий уровень в современной истории. Чтобы коэффициент вернулся к средним значениям 2012–2023 годов (1,45), капитализация рынка акций должна вырасти на 60%.
- Если соотнести рыночную капитализацию с денежной массой и с ВВП, то и здесь рынок акций окажется на многолетних минимумах.
- Московская биржа четыре месяца подряд фиксирует отток средств инвесторов из акций и приток в облигации и фонды денежного рынка. На рынке акций сейчас негативный сентимент и нет перегрева. Депрессивные периоды рынка исторически выгодны для долгосрочных покупок. Они приносят большую доходность, чем формирование портфеля в периоды эйфории и уверенности в росте.

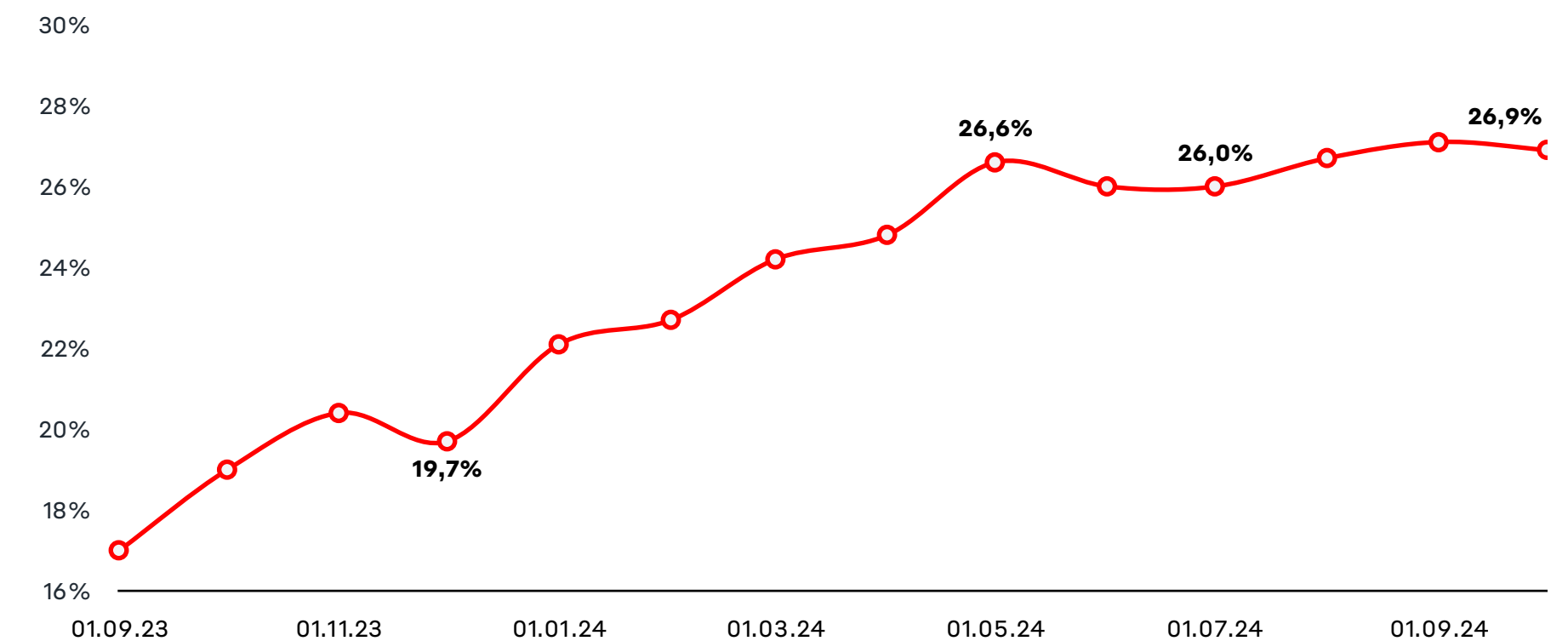


Рынок акций. Растёт отложенный спрос

- К ноябрю банковские вклады физических лиц достигли 53 трлн ₽. Годовые темпы роста с мая держатся на аномально высоких уровнях, более 25%. Причины — высокие процентные ставки и увеличение доходов населения.
- Выросла популярность биржевых фондов денежного рынка, чья доходность близка к уровню ключевой ставки. С начала года к 1 декабря активы четырёх таких крупнейших БПИФов выросли более чем в 3 раза, с 225 до 706 млрд ₽. Пять месяцев темпы прироста держатся выше 10% (месяц к месяцу). И почти на 90% этот прирост обеспечен именно поступлением новых денег. Количество физлиц, инвестирующих в БПИФы денежного рынка, превысило 1 млн человек.
- Средства в БПИФах денежного рынка — это самый «близкий» капитал к рынку акций. Яркий пример: в ноябре 2024 года после подведения итогов выборов в США наблюдались оттоки из фондов, а на рынке акций была волна роста. Это подтверждает, что в таких БПИФах очень много капитала, готового быстро перетечь в другие активы при появлении повода. Одним из таких поводов в середине 2025 года может стать начало цикла снижения ключевой ставки или нормализация геополитической ситуации.

- Мы считаем, что позитивное влияние будущего снижения ключевой ставки ЦБ на динамику акций будет усилено перетоком части средств из фондов денежного рынка, и в более отдалённой перспективе (2026 год) — с депозитов.
- Объём БПИФов денежного рынка и депозитов сейчас настолько большой в абсолютном выражении, что даже незначительное перераспределение средств в акции вызовет заметный рост котировок.

Темпы прироста депозитов физлиц по месяцам, % год к году



Активы четырёх крупнейших БПИФов Денежного рынка, млрд ₽



По мнению аналитиков Альфа-Инвестиций, эти акции могут опережать Индекс МосБиржи

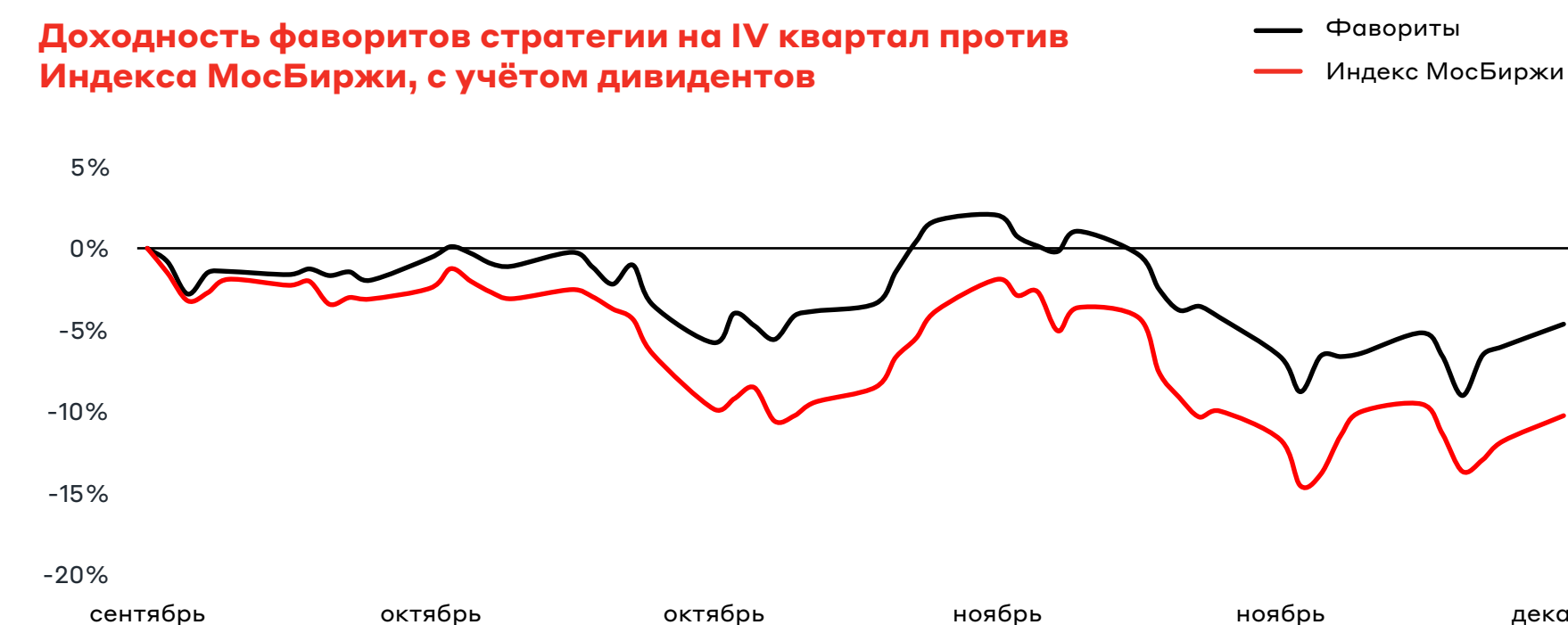
Сектор	Финансовый	Нефтегазовый	IT	Прочие
Акции	- Сбербанк-ао - Т-Технологии - Совкомбанк	- ЛУКОЙЛ - Роснефть - Газпром нефть	- Яндекс - Хэдхантер	- Интер РАО - ИКС 5 - Полюс
	Сбербанк. Самая популярная у частных инвесторов акция. Банк устойчив в период растущих ставок и сохраняет высокую рентабельность. Ждём рост чистой прибыли на 5–10% по итогам 2025 года. Дивиденды увеличатся до 35–36 ₺ на акцию. За II полугодие 2024 года котировки снизились на 30%, мультипликатор P/E на уровне 3,3х предполагает дисконт около 40% к среднему значению цены акций за пять лет. Т-Технологии. Несмотря на высокие ставки и ужесточение регулирования кредитования, в 2024 году банк сумел увеличить чистую прибыль более чем на 30%. Оценка по мультипликатору P/B сейчас вблизи исторического минимума. Банк вернулся к дивидендам после редомициляции и планирует ежеквартально выплачивать акционерам до 30% чистой прибыли. После присоединения Росбанка компания войдёт в топ-5 банков по объёму средств населения и размеру кредитного портфеля физлиц. Менеджмент ожидает показатель ROE на высоком для сектора уровне (более 30%). Совкомбанк. Несмотря на рост ставок и негативную динамику фондового рынка (у банка большой портфель ценных бумаг), прибыль растёт от квартала к кварталу. Рост кредитного портфеля в корпоративном сегменте и в рознице благодаря покупке Хоум Банка, позволит Совкомбанку увеличить прибыль, когда денежно-кредитная политика начнёт смягчаться. В базовом сценарии это произойдёт в II полугодии 2025 года, и мы ждём, что акции банка будут расти опережающими темпами. При этом в I–II кварталах бумаги могут быть на уровне Индекса МосБиржи. ЛУКОЙЛ. Вторая по популярности акция у частных инвесторов. Одна из самых дешёвых компаний в нефтяном секторе, её финансовые результаты устойчивы благодаря стабильным ценам на нефть и ослаблению рубля. У компании есть запас свободной ликвидности в валюте, отсутствует долг. Свободный денежный поток предполагает дивидендную доходность свыше 14% в течение 2025 года. Роснефть. При стабильных нефтяных ценах дивидендная доходность на горизонте 12 месяцев может превысить 14% — рекордный уровень для компании. Это поддержит интерес инвесторов к бумагам. Благодаря крупному проекту «Восток Ойл» у Роснефти лучшие в отрасли перспективы значительного увеличения добычи по мере смягчения ограничений ОПЕК+. Акции больше других защищены от сильного падения, так как при существенных снижениях котировок компания проводит байбэк — так было в II полугодии 2024 года. Газпром нефть. Цена акций снижается с конца 2023 года и теперь находится на привлекательном уровне. При этом финансовые результаты компании стабильно улучшаются. Целевой уровень дивидендов — не менее 50% от чистой прибыли, но в последнее время компания выплачивает больше. Её дивиденды являются важным источником средств для контролирующего акционера — Газпрома, у которого высокий долг и обширная инвест-программа. Дивидендная доходность в следующие 12 месяцев в базовом сценарии превысит 15%.			

- **Яндекс.** Ключевой игрок в отрасли IT с устойчивой бизнес-моделью и привлекательной фундаментальной оценкой. Акции регулярно входят в топ-10 по обороту торгов. Финансовые показатели компании стабильно опережают ожидания аналитиков. За 2024 год выручка вырастет на 38–40% год к году при показателе EBITDA на уровне 170–175 млрд ₽. После выделения российского бизнеса в новую компанию его операционная эффективность растёт за счёт выбытия низкомаржинальных сегментов. Компания начала платить дивиденды и обещает делать это каждое полугодие.
- **Хэдхантер.** Финансовые показатели стабильно растут. Основной драйвер — острая нехватка кадров на рынке труда, которая сохранится в течение 2025 года. При этом количество платящих клиентов и средняя выручка с них увеличиваются. После завершения редомициляции компания выплатила специальный дивиденд из накопленной денежной позиции с доходностью 21%. После дивидендной отсечки акции упали, и цена стала привлекательной для покупки. Компания намерена направлять на дивиденды от 60% чистой прибыли. Следующая выплата будет по итогам 2025 года. Котировки также поддержит байбэк, который продлится до октября 2025 года.
- **Интер РАО.** Компании выгодны высокие ставки, так как её запас ликвидности превышает 488 млрд ₽ (денежные средства + краткосрочные инвестиции). За 9 месяцев 2024 года она заработала 60 млрд ₽ только на процентах. В 2025 году дивиденд может составить 44,5–45 копеек на акцию, что по текущим ценам соответствует доходности около 11–12%. Это рекордно высокая доходность для этого эмитента, ведь распределяется лишь 25% прибыли.
- **Полюс.** Цена золота недалеко от исторических максимумов и, по нашим прогнозам, продолжит рост. Это позволит компании постепенно сокращать долг. В секторе мало акций, с помощью которых инвесторы могут заработать на росте цен драгметаллов, и Полюс — наиболее интересный вариант. Низкая себестоимость производства и ослабление рубля позитивны для финансовых результатов. В декабре 2024 года Полюс возобновил распределение дивидендов, теперь можно рассчитывать на регулярные выплаты в будущем. Долгосрочный рост добычи золота обеспечит проект Сухой Лог.
- **ИКС 5.** Торги акциями были приостановлены из-за редомициляции и могут возобновиться в начале 2025 года. ИКС 5 лидирует в отрасли, и её финансовые и операционные показатели растут быстрее сектора. С 2022 года компания значительно сократила долговую нагрузку. Вскоре после начала торгов ждём возобновление выплат дивидендов. При существенных просадках из-за навеса продавцов акции будут интересны для покупок.

Результат предыдущего прогноза

- В стратегии на IV квартал 2024 года мы прогнозировали, что голубые фишки будут выглядеть в среднем лучше акций второго и третьего эшелонов. Так и произошло. За три месяца с учётом дивидендов Индекс голубых фишек упал на 9,6%, а Индекс средней и малой капитализации — на 14,3%*.
- Также мы ожидали отставания акций компаний с высоким долгом от бумаг эмитентов с низкой долговой нагрузкой или чистой денежной позицией. Это стало основным трендом на рынке.
- Аналитики Альфа-Инвестиций выделяли 10 акций с хорошими перспективами, и они оказались лучше рынка. Портфель из этих акций с учётом дивидендов оказался на 4,6% лучше Индекса МосБиржи полной доходности (–4,7% против –10,3%)*.

Доходность фаворитов стратегии на IV квартал против Индекса МосБиржи, с учётом дивидендов



* К 09.12.24

Рынок акций. Долг — главный критерий

Прогноз роста Индекса МосБиржи до 3150–3350 п. не означает, что мы ждём подъём большинства акций в его составе. В 2025 году мы предлагаем строго делить рынок на сегменты, исходя из уровня долговой нагрузки компаний. Эмитенты с высоким долгом стали особенно непривлекательны из-за эффекта высоких ставок. Росту этих акций не поможет даже снижение ставок к концу года.

Высокий долг = высокий риск

- Размер чистого долга и его соотношение к EBITDA компаний в 2025 году останется одним из ключевых факторов для оценки привлекательности акций. Чем выше процентные ставки, тем выше разница в прибыльности компаний с долгом и без. Процентные расходы закредитованных эмитентов растут и съедают всё большую долю EBITDA. Ужесточение кредитных условий негативно влияет и на спрос. Таким образом, маржинальность оказывается под давлением с двух сторон: с одной — растут процентные расходы, с другой — есть риск сокращения доходов.
- Компании, которые в прошлом вели осторожную финансовую политику и копили кэш на балансе, получили преимущество. Их доходы увеличились за счёт процентов по депозитам. Эти эмитенты могут не только заработать большие прибыли сейчас, но и потеснить на рынке закредитованных игроков.
- Акции компаний с высоким долгом: **АФК Система, Газпром, Делимобиль, РусГидро, М.видео, Мечел, МТС, Ростелеком, Самолёт, Сегежа, ТМК.**
- Ликвидные акции эмитентов со значительным запасом кэша: **Сургутнефтегаз оо и ап, Интер РАО, Транснефть ап, ЛУКОЙЛ, Юнипро.** Высокие ставки выгодны Московской бирже, которая получает процентный доход по остаткам на счетах клиентов. Почти без долга (ниже 0,5х): **Газпром нефть, Татнефть, НОВАТЭК, АЛРОСА, Яндекс, Астра, ЦИАН, МД Медикал Групп.**
- За 11 месяцев 2024 года портфель из акций компаний с высоким долгом (8 бумаг) был хуже рынка и потерял почти 40%, в то время как аналогичный портфель акций компаний без долга (7 бумаг) вырос на 8,9%.

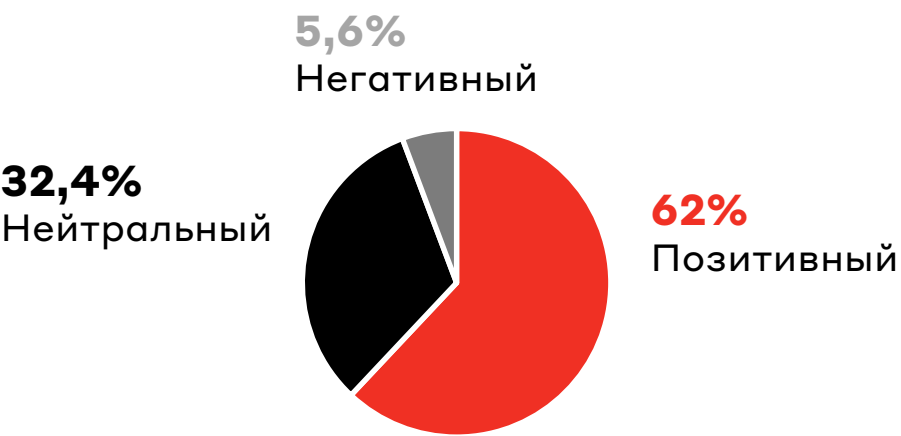
Нужны высокие дивиденды или рост бизнеса

Мы не ждём опережающей динамики от большинства акций, у которых одновременно невысоки дивидендная доходность (ниже 10%) и темпы роста бизнеса. Спрос инвесторов на такие бумаги в ближайшие кварталы может быть низким, пока не увеличится их дисконт к акциям компаний с высокими дивидендами и темпами роста. Например, это АФК Система, Ростелеком, РусГидро, Распадская, ФСК-Россети.

- Акции компаний с низким долгом будут лучше рынка в течение всего 2025 года. Расчёт на восстановление котировок закредитованных эмитентов вместе с началом цикла снижения ключевой ставки в 2025 году считаем неоправданно рискованной стратегией.
- Большинство компаний с невысокими дивидендами и темпами роста бизнеса неинтересны.

На 64% акций Индекса МосБиржи у нас нейтральный или негативный взгляд, мы не ждём от них роста выше уровня безрисковой ставки (доходность 1-летней ОФЗ — 22,3%). Но вес бумаг, на которые у нас позитивный взгляд, составляет 62% в индексе. Это в основном наиболее крупные голубые фишки нефтяного и финансового секторов.

Взгляд на акции в 2025 году с учётом их веса в Индексе МосБиржи



Динамика акций в 2024 году, %



Источник: Альфа-Инвестиции

Рынок акций. Дивиденды в 2025 году



Для частных инвесторов одним из важнейших критериев при выборе акций являются дивиденды. Мы полагаем, что большие дивиденды особенно важны при высоких процентных ставках — ведь они позволяют реинвестировать выплаты с высокой доходностью. В 2025 году дивидендная доходность Индекса МосБиржи составит порядка 9,6–10%, но не все эмитенты из Индекса будут делить прибыль с акционерами, и не на все дивидендные акции мы смотрим позитивно.

Высокие дивиденды и позитивный взгляд на акции

- **Банк Санкт-Петербург.** Банк уверенно проходит период высоких ставок. Чистая прибыль в 2025 году может быть близкой к результату 2024 года (50 млрд ₽). При выплате 50% от неё акционерам дивидендная доходность составит 17%.
- **Сбербанк.** Дивиденды за 2025 год могут составить 35–36 ₽ на акцию при распределении 50% чистой прибыли. Доходность 15–15,5%.
- **Газпром нефть.** Компания способна увеличить долю чистой прибыли, направляемой на дивиденды, в интересах материнской компании Газпром. Дивидендная доходность в следующие 12 месяцев в базовом сценарии превысит 15%.
- **Татнефть.** Компания распределяет дивиденды три раза в год. По нашим оценкам, в следующие 12 месяцев доходность может составить около 13–15%.
- **ЛУКОЙЛ.** Свободный денежный поток предполагает дивидендную доходность выше 14% в следующие 12 месяцев.

Высокие дивиденды и нейтральный взгляд на акции

- **МТС.** Самая стабильная дивидендная акция последних лет. Дивидендная политика предполагает выплату от 35 ₽ на акцию, что по текущей цене соответствует доходности 20%. Однако с учётом высокого долга компании и удорожания его обслуживания нельзя исключать временное снижение размера выплат.
- **Транснефть ап.** В 2025 году налог на прибыль компании вырастет до 40%. Это ограничит её возможность увеличивать дивиденды, даже при условии роста чистой прибыли. Но по итогам 2024 года дивидендная доходность может достигнуть 18,5–19,5% (180–190 ₽).
- **ЦИАН.** Компания может завершить редомициляцию в 2025 году. После этого ждём выплату специальных дивидендов из накопленных средств, доходность может составить более 20%.
- **Сургутнефтегаз ап.** При курсе доллара около 100 ₽ доходность за 2024 год составит около 16–17%. Итоговый размер выплат будет зависеть от курса валюты на конец декабря.
- **Совкомфлот.** Прибыль по итогам 2024 года упадёт, но и цена акций снизилась на 40%. Так что дивидендная доходность может остаться высокой, около 13–14%.
- **МосБиржа.** Один из главных бенефициаров высокой ставки, которая приводит к увеличению процентных доходов с остатков на счетах и росту прибыли. Дивидендная доходность может составить 12–13%.

Чтобы получать дивиденды и зарабатывать на росте акций, не обязательно выбирать бумаги самостоятельно. [Подключите стратегию «Дивидендные Акции»](#) — профессиональный управляющий будет искать лучшие компании с самыми высокими дивидендами и добавлять в ваш портфель.

Взгляд на сектора в 2025 ^A

- ↑ Нефтегазовый
- ↑ IT
- ↑ Банки и финансы
- ↑ Золотодобыча
- ↑ Потребительский сектор
- ↑ Цветная металлургия
- ↑ Химия и нефтехимия
- Транспорт
- Чёрная металлургия
- Телекоммуникации
- Электроэнергетика
- ↓ Строительство



Сектора в 2025 году. Взгляд позитивный

Сектор	Комментарий	Могут быть лучше сектора*
Нефтегазовый	- Мы ожидаем умеренного снижения средних цен на нефть в 2025 году, но для экспортёров эти потери компенсирует более низкий, чем в 2024 году, курс рубля. Свободный денежный поток (FCF) компаний останется на высоком уровне. - Отрасль с самыми низкими мультипликаторами P/E и EV/EBITDA. Кроме того, у акций нефтяного сектора самая высокая средняя дивидендная доходность на рынке. - Сохраняем нейтральный взгляд на газовые компании НОВАТЭК и Газпром, так как экспортные ограничения мешают развитию их бизнеса.	- ЛУКОЙЛ - Роснефть - Газпром нефть
IT	- Финансовые показатели большинства компаний сектора быстро растут, и это оправдывает их высокие мультипликаторы. Государство поддерживает отрасль с помощью льгот по налогу на прибыль и социальным взносам. - Самая популярная акция сектора у частных инвесторов — Яндекс. После разделения бизнеса и регистрации в РФ компания начала платить дивиденды. Мультипликаторы — одни из самых низких в секторе. - Хэдхантер не имеет долга, платит высокие дивиденды, объявил байбэк. Бизнес компании выигрывает от дефицита рабочей силы. - Аренадата — ведущий игрок растущего рынка СУБД (систем управления базами данных) со ставкой на импортозамещение. Не имеет долга.	- Яндекс - Хэдхантер - Аренадата
Банки и финансы	- В 2025 году прибыль сектора сократится из-за спада кредитования. Но мы ожидаем, что финансовые результаты крупнейших банков будут устойчивы. - Сбербанк стабильно наращивает прибыль и обеспечит рекордно высокую дивидендную доходность. Акции останутся самыми популярными у частных инвесторов. Вероятное замедление роста процентных доходов будет компенсировано ростом комиссионных. - Финансовый холдинг Т-Технологии сохранит высокие темпы роста бизнеса, получит синергию от присоединения Росбанка и будет выплачивать ежеквартальные дивиденды. Оценка по мультипликатору P/B сейчас минимальная в истории. - Рост кредитного портфеля Совкомбанка в корпоративном сегменте и в рознице благодаря покупке Хоум Банка позволит увеличить прибыль при развороте денежно-кредитной политики.	- Сбербанк - Т-Технологии - Совкомбанк
Золотодобыча	- Прибыль компаний сектора в 2025 году вырастет благодаря высоким ценам на золото и понижению среднего курса рубля. - Полюс — крупнейшая компания сектора с рекордно высокой рентабельностью. Компания снижает долговую нагрузку и вернулась к распределению дивидендов.	Полюс
Потребительский	- Сектор диверсифицирован: есть как крупные компании с отличными перспективами роста (ИКС 5, Лента, МД Медикал Груп), так и компании с высоким долгом (М.видео, Делимобиль). В 2025 году ожидаем постепенного охлаждения потребительской активности из-за повышения процентных ставок. - В начале года возобновятся торги акциями ИКС 5 после перерегистрации компании в РФ. Это будет самая ликвидная бумага сектора, и из-за навеса продавцов появится возможность купить её по привлекательной цене. - Лента в 2024 году существенно улучшила операционные результаты, в том числе за счёт успешных M&A сделок. Компания активно растёт, в 2025 году возможна выплата первых дивидендов.	- ИКС 5 - Лента
Цветная металлургия	- Ценовая конъюнктура в II полугодии 2024 года несколько улучшилась. В 2025 году ожидаем умеренного роста цен на корзину металлов, и дополнительной выгоды для экспортёров от ослабления рубля. - У крупнейших компаний сектора Норникеля и РУСАЛа значительная часть долга номинирована в валюте. Рефинансирование за рубежом по низким ставкам затруднено, а кредитование по рублёвым ставкам приведёт к росту процентных расходов. - Норникель может выплатить дивиденды, но дивидендная доходность будет ниже среднерыночной.	—
Химия и нефтехимия	- Ожидаем, что мировые цены на основные удобрения продолжат восстанавливаться, а ослабление рубля в конце 2024 года положительно отразится на финансовых результатах компаний. - Сложившаяся конъюнктура располагает к снижению долговой нагрузки ФосАгро. - Нижнекамскнефтехим (НКНХ) активно наращивает производство, имеет стабильные денежные потоки, цена акций привлекательна. Недостаток — невысокая ликвидность обыкновенных и привилегированных акций.	- ФосАгро - НКНХ

* Акции, которые могут показать динамику лучше отраслевого индекса в 2025 году

Сектора в 2025 году. Взгляд нейтральный и негативный

A

Сектор	Комментарий	Могут быть лучше сектора*
Транспорт Нейтральный взгляд	- Сектор представлен на МосБирже лишь тремя крупными компаниями: Аэрофлот, Совкомфлот и НМТП. - Лучше других компаний сектора выглядит Аэрофлот. Финансовые и операционные результаты улучшаются. По итогам 2024 года компания получит чистую прибыль впервые с 2019 года. Появятся шансы на распределение дивидендов.	Аэрофлот
Чёрная металлургия Нейтральный взгляд	- Акции сектора исторически воспринимаются инвесторами в качестве дивидендных бумаг, но из-за снижения финансовых результатов не ожидаем высоких выплат в 2025 году. - Не ждём значительного роста внутренних цен на сталь. Спрос снижается из-за высокой ключевой ставки и замедления строительного сектора. - Северсталь фокусируется на инвестпрограмме. ММК сильнее остальных страдает из-за ухудшения ситуации на внутреннем рынке и также реализует обширную инвестпрограмму. Дивидендная доходность НЛМК могла бы быть высокой из-за отсутствия чистого долга, но компания не делится планами.	Северсталь
Телекоммуникации Нейтральный взгляд	- Не ожидаем большого спроса на акции сектора, учитывая зрелость отрасли и невысокие темпы роста бизнеса. - У МТС высокий долг, и стоимость его обслуживания будет увеличиваться. Выплата высоких дивидендов (план — 35 ₽) ещё сильнее усугубит ситуацию. Так что не исключаем, что компания пересмотрит стратегию и сократит выплаты. - Оценка Ростелекома справедлива. IPO его дочерних компаний откладывается до улучшения конъюнктуры на рынке акций (конец 2025 года или 2026 год).	—
Электроэнергетика Нейтральный взгляд	- Высокие ставки сделали сектор малопривлекательным для инвесторов, средняя дивидендная доходность — низкая, темпы роста бизнеса — тоже. - Сумма денежных средств на балансе Интер РАО превышает половину её капитализации, поэтому компания получает высокие процентные доходы на фоне роста ставок. Акции остаются самыми недооценёнными в секторе. Аналогичная ситуация в Юнипро, но компания под госуправлением и пока не платит дивиденды.	Интер РАО
Строительство Негативный взгляд	- Высокие ипотечные ставки и отмена льготных программ снизили интерес инвесторов к сектору, который показал худший результат в 2024 году. - В 2025 году ставки останутся высокими, что будет мешать спросу на жилую недвижимость. Высоких дивидендов от акций сектора не ждём.	—

*Акции, которые могут показать динамику лучше отраслевого индекса в 2025 году

Рынок облигаций. Фиксированные купоны

- В ожидании пика ключевой ставки.** Реальные ставки в рублях, учитывающие инфляцию, превышают 12% — на текущий момент это рекордное значение среди крупных экономик мира. Сопоставимые примеры в истории других стран показывают, что такого уровня хватало, чтобы в итоге замедлить инфляцию. Катализатором для прекращения ужесточения ДКП может быть дальнейшее замедление потребительского и корпоративного кредитования. При этом ЦБ, вероятно, не будет торопиться со снижением ключевой ставки, предпочитая убедиться в устойчивости дезинфляционной тенденции. Однако спрос на средние и длинные облигации вырастет заранее, при первых признаках снижения инфляции. Это должно поддержать цены облигаций с фиксированным купоном.
- Процентный риск трансформируется в кредитный.** Высокие процентные расходы и проблемы с рефинансированием значительно повышают кредитный риск корпоративных заёмщиков. Премии за риск (G-спреды) по облигациям достигли рекордных уровней, из-за чего для некоторых отраслей и отдельных компаний новый кредит стал в принципе недоступен. Инвестиции в корпоративные облигации требуют широкой диверсификации с фокусом на компании с низкой либо умеренной долговой нагрузкой. Мы не рекомендуем инвестировать в долговые обязательства эмитентов с кредитным рейтингом BB- и ниже.

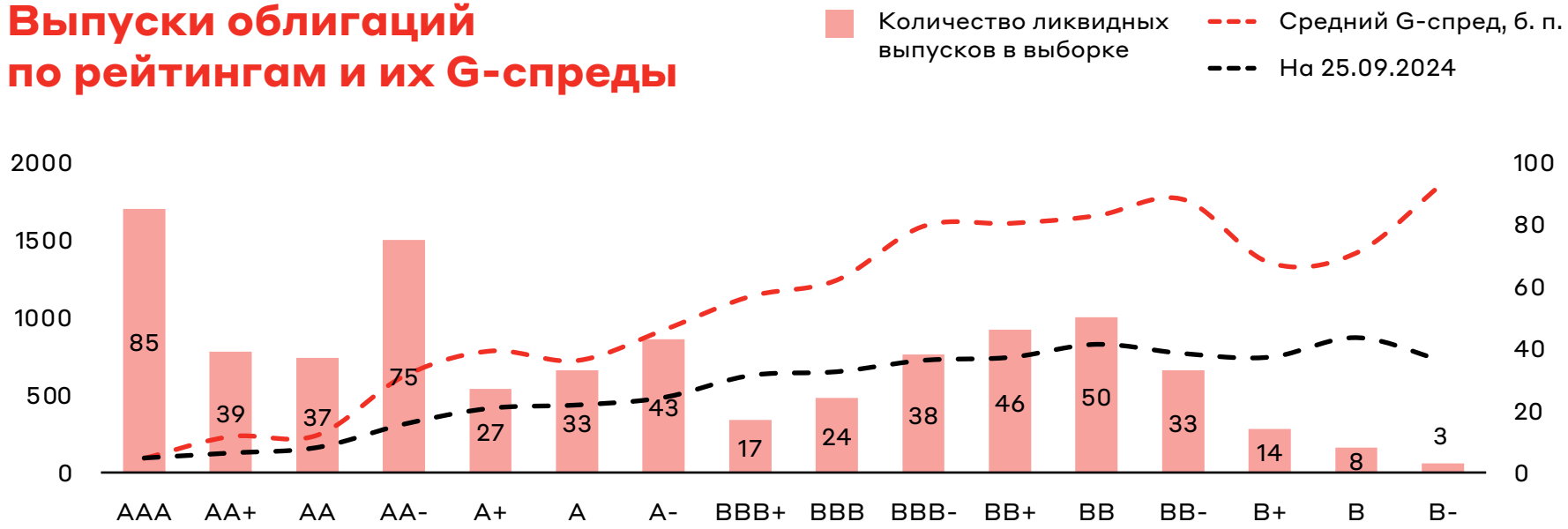
Взгляд на облигации

- ОФЗ.** Привлекательность длинных бумаг ограничена прогнозными темпами снижения ключевой ставки и высокими доходностями по корпоративным бондам. По нашей оценке, при сценарии снижения доходностей длинных ОФЗ на 2–3 п. п. к концу 2025 года доход по ним составит до 37% (подробности в таблице). Этот класс активов подойдёт инвесторам, которые ждут разворота в монетарной политике в 2025 году и/или предпочитают избегать кредитного риска.
- Корпоративные облигации.** Фокус на эмитентов с небольшим долгом в рейтинговых категориях от BBB и выше. Из-за высоких кредитных рисков нужна более широкая диверсификация, чем обычно. Большое значение приобретает ликвидность — возможность оперативно продать выпуск, ставший проблемным.

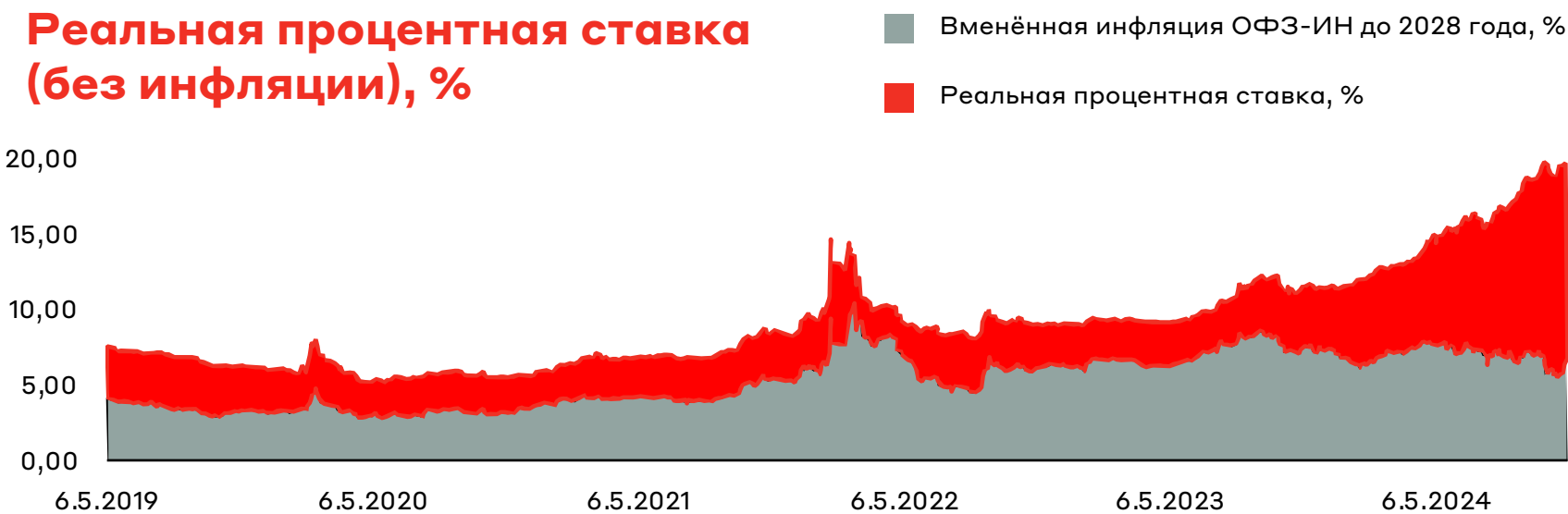
Потенциальный доход по длинным ОФЗ за 12 мес. в разных сценариях

Выпуск	Ставки по длинным облигациям через 1 год			
	15%	14%	13%	12%
ОФЗ 26248	30%	37%	44%	53%
ОФЗ 26247	30%	36%	44%	52%
ОФЗ 26243	28%	35%	42%	50%
ОФЗ 26230	24%	31%	39%	48%
ОФЗ 26240	24%	30%	38%	45%
ОФЗ 26238	20%	28%	36%	45%
ОФЗ 26233	21%	27%	34%	41%

Выпуски облигаций по рейтингам и их G-спреды



Реальная процентная ставка (без инфляции), %



Интересные выпуски облигаций

ISIN	Выпуск	Дата погашения	Доходность	Кредитный рейтинг
RU000A106E90	ОФЗ 26243	19.05.2038	17,2%	ОФЗ
RU000A108EF8	ОФЗ 26247	11.05.2039	17,4%	ОФЗ
RU000A108EH4	ОФЗ 26248	16.05.2040	17,5%	ОФЗ
RU000A105CM4	ХК Новотранс 001P-03	26.10.2027	30,7%	AA-
RU000A102GU5	НоваБев 002P БО-П04	05.12.2025	27,3%	AA
RU000A106656	ЮГК 001P-03	23.10.2025	28,1%	AA-
RU000A1099S4	Новосиб. обл. 34024	17.08.2029	27,7%	AA+
RU000A105C28	Черкизово БО-001P-05	23.10.2025	27,8%	AA

Когда ставки достигнут пика, интерес к флоатерам может снизиться

- **Флоатеры тоже могут падать.** В октябре–ноябре 2024 года цена облигаций с плавающим купоном, флоатеров, снизилась в среднем на 6% — этот класс облигаций принёс инвесторам убытки. Причина — расширение рыночного спреда доходности к ключевой ставке. Это связано с тем, что растут и кредитные риски, и стоимость привлечения средств — фондирование банков дорожает на фоне ужесточения нормативов ликвидности.
- **Конкуренция с короткими облигациями с фиксированным купоном обостряется.** В качестве консервативной инвестиции на горизонте полугода флоатеры разумно сравнивать с короткими корпоративными бондами надёжных эмитентов. И сравнение это не всегда в пользу флоатеров. Например, короткие бонды с рейтингом А-дают доходность 28%.
- **В 2025 году давление на флоатеры может сохраниться.** Но это может быть связано уже с пересмотром прогнозов ключевой ставки на ближайшие годы. Если в 2025 году начнётся устойчивое замедление инфляции, инвесторы станут массово перекладывать средства из флоатеров в облигации с фиксированным купоном.

Рекомендации для выбора флоатеров:

- **Надёжный эмитент (рейтинг АА и выше):** меньше риск дальнейшего расширения спредов.
- **Короткие (в пределах 2–2,5 лет до погашения/оферты put):** меньше подвержены риску пересмотра прогнозов средней ключевой ставки.
- **Привязка к ключевой ставке:** при улучшении конъюнктуры дисконт RUONIA к ключевой ставке может расширяться.

Интересные флоатеры

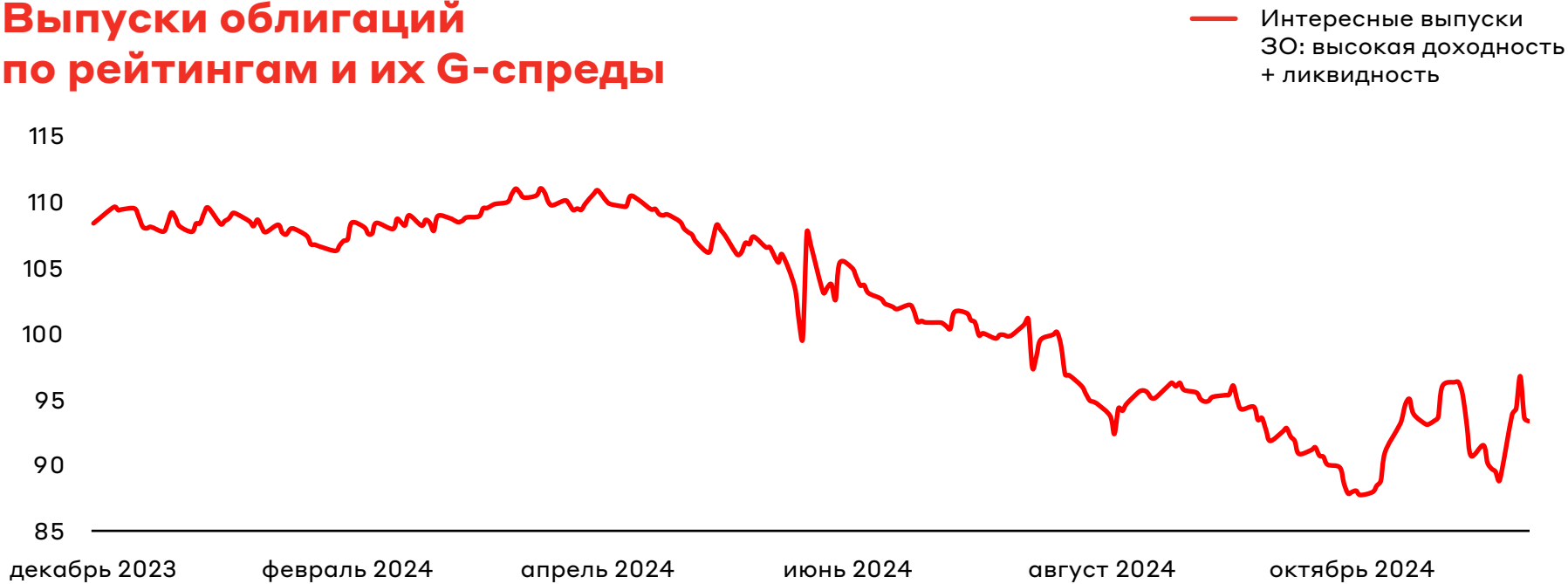
ISIN	Выпуск	Формула купона	Кредитный рейтинг
RU000A1094E5	МегаФон БО-002P-06	КС + 1,05%	AAA
RU000A1075S4	ИКС 5 ФИНАНС 003P-02	КС + 1,1%	AAA
RU000A108G05	ЕВРАЗ 003P-01	КС + 1,3%	AA+
RU000A107HG1	Газпром нефть 003P-08R	КС + 1,3%	AAA
RU000A108ZH9	Славнефть 002P-05	КС+1,4%	AA
RU000A109E71	ТрансКонтейнер П02-01	КС+1,75%	AA-
RU000A108Y86	Европлан 001P-07	КС+1,9%	AA
RU000A108Q03	Межд. банк эк. сотрудничества (МБЭС) 2P-03	КС + 2,1%	AAA

- Ценовой индекс замещающих облигаций Cbonds в 2024 году потерял около 14%. Ожидаем, что в 2025 году тренд развернётся. Цены на замещающие облигации (ЗО) будут расти, а их доходности к погашению — снижаться.
- После прекращения биржевых торгов долларом и евро замещающие облигации стали основным инструментом валютной диверсификации портфеля. Это самый простой способ получить валютную доходность.
- В декабре 2024 года Минфин РФ заместил все выпуски суверенных еврооблигаций. Мы ожидаем, что рынок не заметит навеса, и давления на котировки в 2025 году не будет. Значительная часть суверенных евробондов и так находилась в российском контуре.
- В 2025 году ожидается погашение ЗО на сумму \$4 млрд (\$1,4 млрд из них — суверенный выпуск). Ещё \$3,5 млрд могут быть погашены до конца 2025 года по офертам. Валютных инструментов сейчас мало, поэтому после погашения и частные, и институциональные инвесторы вложат полученные средства обратно в ЗО.
- Новых размещений ЗО не будет. Но на рынке могут появиться новые выпуски квазивалютных облигаций, когда валютные ставки станут снова привлекательны для эмитентов-экспортёров, как это было в мае 2024 года. Сейчас таких всего четыре: у АЛРОСА, Полюса, РУСАЛа и НОВАТЭКа.

Взгляд на замещающие и квазивалютные облигации:

- В 2025 году мы ожидаем умеренное снижение курса рубля — а значит, доход по этим бумагам может вырасти за счёт курсовой переоценки ЗО.
- В 2025 году поддержку котировкам ЗО окажет погашение части выпусков. Высвобождаемые средства будут направляться на покупку других выпусков на вторичном рынке.

Выпуски облигаций по рейтингам и их G-спреды



Интересные выпуски облигаций

Выпуск	Валюта	YTM	Погашение	ISIN
Газпром Капитал ЗО27-1-E	EUR	12,4%	17.07.2027	RU000A105RZ4
Газпром Капитал ЗО30-1-Д	USD	11,3%	25.02.2030	RU000A105SG2
ГТЛК ЗО28-Д	USD	15,0%	26.02.2028	RU000A107CX7
ГТЛК ЗО26-Д	USD	16,6%	18.02.2026	RU000A107AQ5
ГМК Норникель ЗО26-Д	USD	11,3%	27.10.2026	RU000A107C67
Россия ОВОЗ 2028	USD	9,6%	24.06.2028	RU000A10A869

Тем, кто хочет защитить свои инвестиции от девальвации рубля и получать валютную доходность, подойдёт **Стратегия «Валютный доход»**. В её портфеле замещающие облигации с высоким рейтингом надёжности. Инвесторы получают доход от валютной переоценки и купонных выплат.

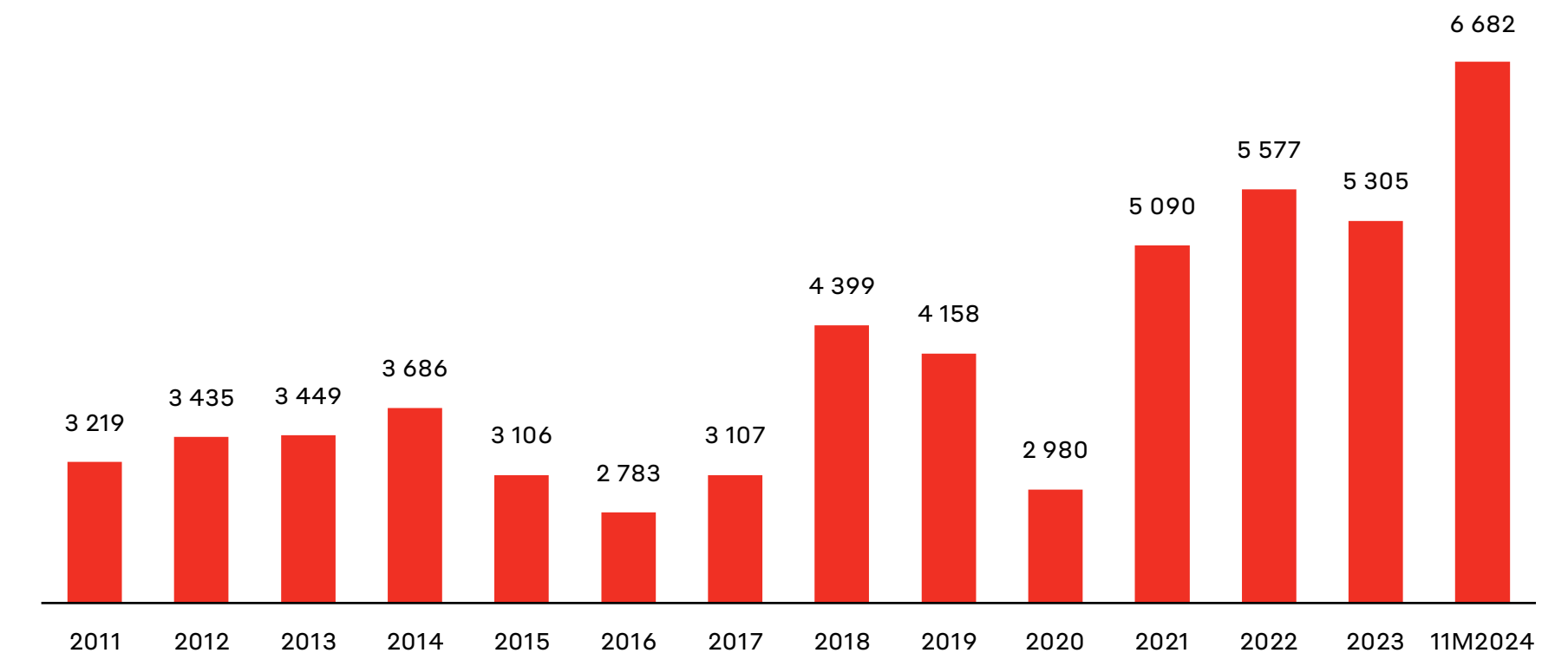
Рынок нефти. Навес предложения от ОПЕК+



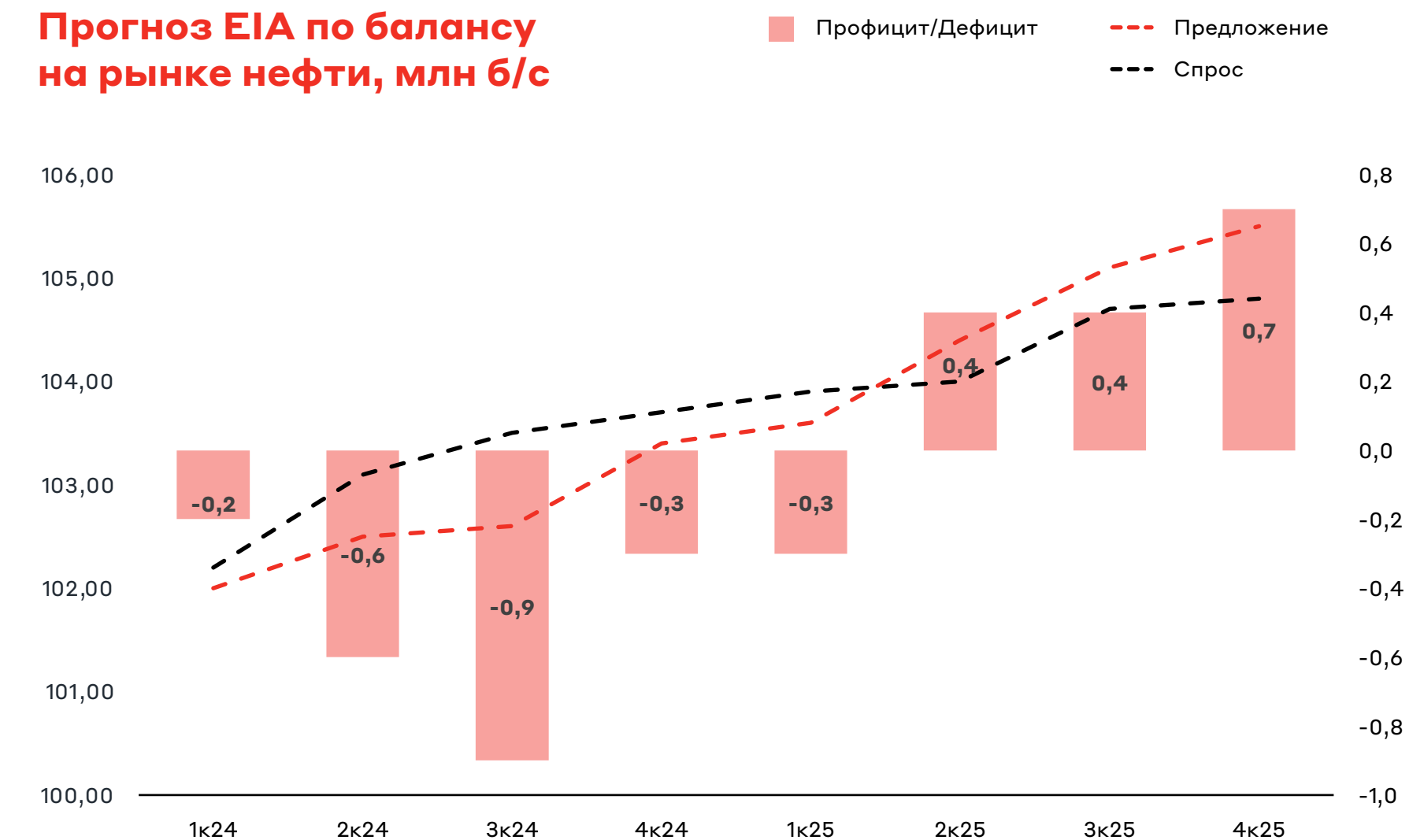
- **ОПЕК+ хочет увеличить добычу**, но пока не может этого сделать. После четырёх лет сокращений Саудовская Аравия опасается потерять долю рынка, но нарастить производство без негативного влияния на цены будет сложно. Если в 2025 году появится позитивный драйвер для цен, альянс сразу будет использовать эту возможность, чтобы нарастить добычу, сохранив уровень котировок. При этом падение цен компенсировать уже нечем — дополнительно сократить добычу будет проблематично, и вряд ли ключевые участники альянса пойдут на это.
- **Ближневосточный конфликт** может перестать поддерживать цены. Этот фактор плохо предсказуем. Не исключаем, что на горизонте 2025 года ситуация в регионе может стабилизироваться, тогда риск-премия в котировках Brent уйдёт.
- **Замедление спроса в Китае** располагает к скепсису в отношении рыночного баланса в 2025 году. Протекционистская политика Трампа может нивелировать усилия Китая по стимулированию экономики, ограничивая рост деловой активности и спроса на топливо. По оценке МЭА, профицит в 2025 году может составить 1,2 млн б/с, если сохранятся все добровольные сокращения ОПЕК+.
- **Взгляд на нефть консервативный** на горизонте 2025 года. Без обострения геополитической ситуации потенциала для значительного роста цены нет, а вот вероятность её уменьшения — есть. В базовом сценарии мы ждём умеренного снижения котировок Brent в район \$60–65 за баррель.
- **Цены на российскую Urals.** Санкционное давление последовательно ужесточается, поэтому нет причин ожидать, что дисконт Urals к Brent значительно сократится с текущих \$7–9 за баррель. Но для нефтяных компаний конъюнктура в 2025 году останется благоприятной за счёт более слабого, чем в 2024 году, рубля.

Ожидаем среднюю цену Brent в I квартале 2025 года в коридоре \$68–75 за баррель. На конец 2025 года допускаем умеренное снижение в район \$60–65 за баррель.

Средняя цена Urals, ₽ за баррель



Прогноз ЕІА по балансу на рынке нефти, млн б/с



Золото. Рост ещё не закончился

A

- **Инвестиционный спрос.** Рекордный за много лет прирост цен на золото (+53% за два года) сам по себе подталкивает инвесторов к покупке металла и поддерживает его дальнейшее удорожание. В частности, ETF (фонды), которые держат в портфелях физическое золото, с мая 2024 года каждый месяц показывают чистый приток средств, прежде всего от покупателей в США.
- **Геополитика.** Напряжённость между странами толкает инвесторов к покупке защитных инструментов, самый доступный из которых — золото. Цена металла часто реагирует на обострение региональных конфликтов. Со сменой президента США одни конфликты могут быть заморожены, другие — вспыхнуть с новой силой.
- **Снижение ставок в США.** ФРС в 2024 году перешла к мягкому монетарному циклу, снижая ключевую ставку, из-за чего падают доходности долларовых облигаций и одновременно с этим возникает избыток денежной массы, стимулирующий инфляцию. Сейчас ставка ФРС составляет 4,50–4,75% и ожидается, что к концу 2025 года она может быть в районе 3,75–4,00%. На этом фоне золото — естественный выбор всех крупных портфельных инвесторов, особенно с учётом стремительного роста госдолга США.
- **Покупки мировых ЦБ.** Центральные банки сократили покупки металла во второй половине 2024 года, в основном из-за ребалансировки портфелей. В ходе опроса World Gold Council 81% сотрудников мировых ЦБ отметили, что в течение года их организация увеличит резервы в золоте. Это 5-летний рекорд. О намерении продавать золото и сокращать резервы не сообщил никто, впервые за три последних года. В ноябре 2024 года Банк Китая уже возобновил покупки после полугодовой паузы.

В базовом сценарии ожидаем подъёма в диапазон \$2850–3000 за унцию в 2025 году.

Цена на золото, \$ за тройскую унцию



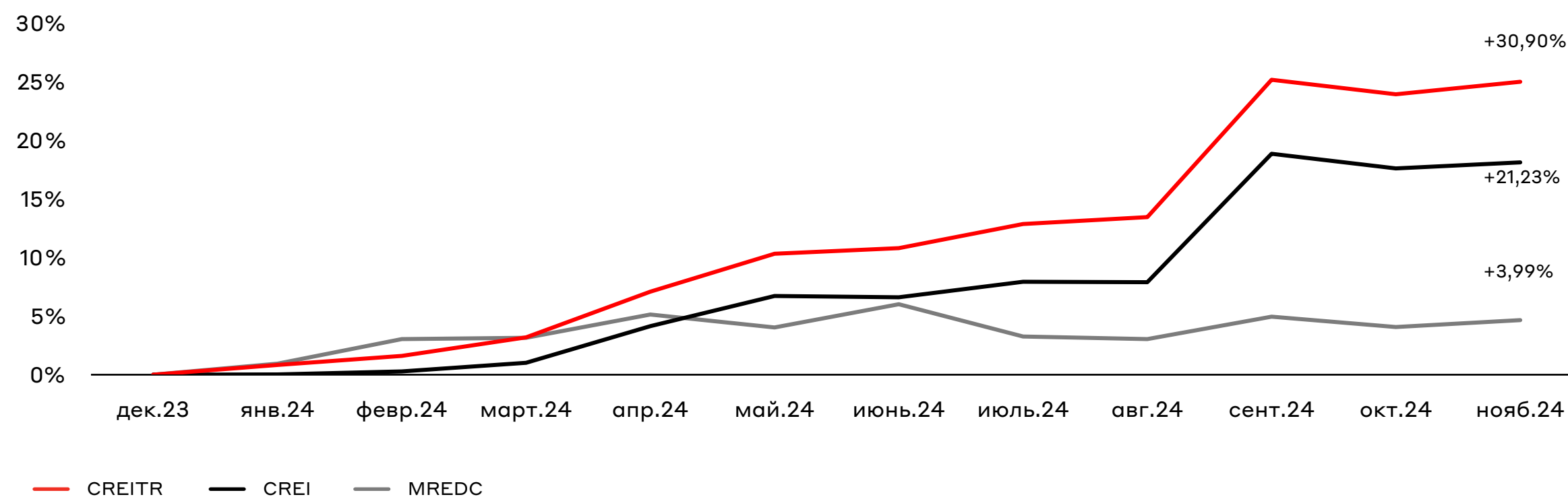
Покупка золота без рисков его физического хранения и порчи возможна через **БПИФ «Альфа-Капитал Золото»**. Цена каждого пая следует за биржевой ценой золота.

Недвижимость. Склады — самый интересный сегмент

Складская недвижимость

- Дефицит сухих, отапливаемых складов, которые могут быть использованы для управления товарными запасами, в том числе в онлайн-магазинах, сохраняется не первый год. На рынке Москвы и Подмосковья сейчас вакантны менее 1% складов класса А.
- Цены на склады растут быстрее инфляции: индекс коммерческой недвижимости Мосбиржи вырос более чем на 20% за первые 10 месяцев 2024 года. Ставки аренды растут ещё быстрее: порядка +26% за тот же период.
- Суммарная доходность инвестиций в складскую недвижимость (прирост цены + доход от сдачи в аренду) за неполный год приближается к 30% и в ближайшие несколько лет, по нашим оценкам, будет оставаться двузначной.
- Вложения в складскую недвижимость возможны через паевые фонды (ЗПИФ)*. Они позволяют купить долю в крупном объекте и получать с него платежи.

Вывод: складской сегмент сейчас гораздо перспективнее жилого.



Жилая недвижимость

- После сокращения льготных ипотечных программ рынок первичного жилья забуксовал. По предварительным данным Росстата, ввод новостроек в 2024 году снизится относительно уровней предыдущего года.
- Цена квадратного метра пока не реагирует на сокращение спроса, однако есть тенденция к стагнации. Индекс Дом.Клик (Москва) вырос с января по ноябрь 2024 года всего на 4%, индекс Дом.РФ (в среднем Россия) — на 7,4%, что ниже уровня официальной инфляции.
- Разница между стоимостью жилья на первичном (новостройки) и вторичном (покупка у физлиц) рынке остаётся аномально высокой. По данным ЦБ, в среднем по России дифференциал между ними составляет 55%. Первичный сегмент перегрет относительно свободного рынка более чем в 1,5 раза.
- На фоне высоких ставок базовых инструментов (более 20% для ОФЗ и вкладов) ставки доходности жилой недвижимости, сдаваемой в аренду (5–7% годовых для разных регионов), выглядят крайне низкими.

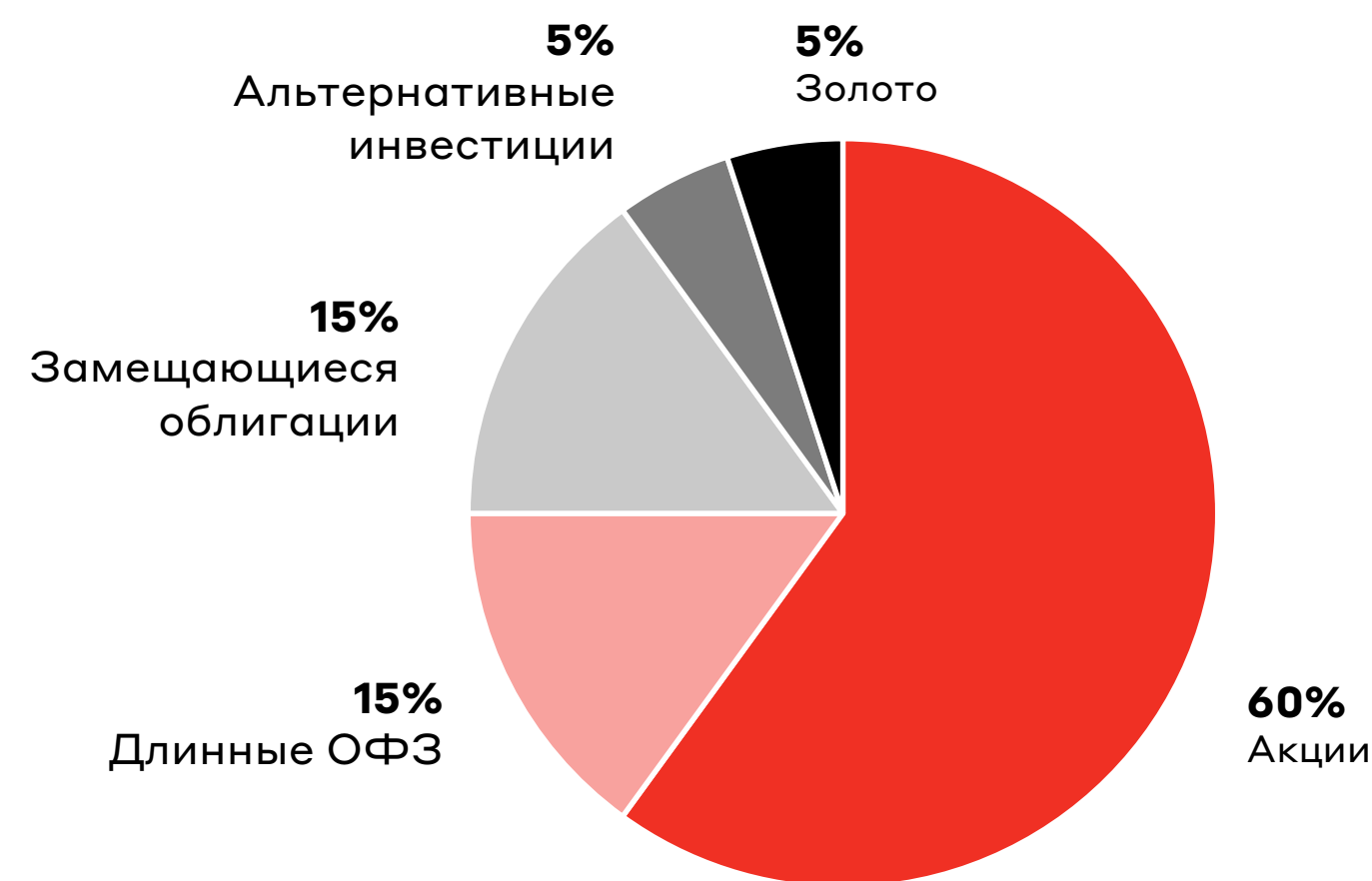
Вывод: жильё сейчас не представляет интереса для инвестиций ни с точки зрения прироста цены, ни как источник регулярного дохода.

Инструмент для инвестирования — [Стратегия «Альфа Складская недвижимость 2.0»](#). Порог входа — 55 тыс. ₽

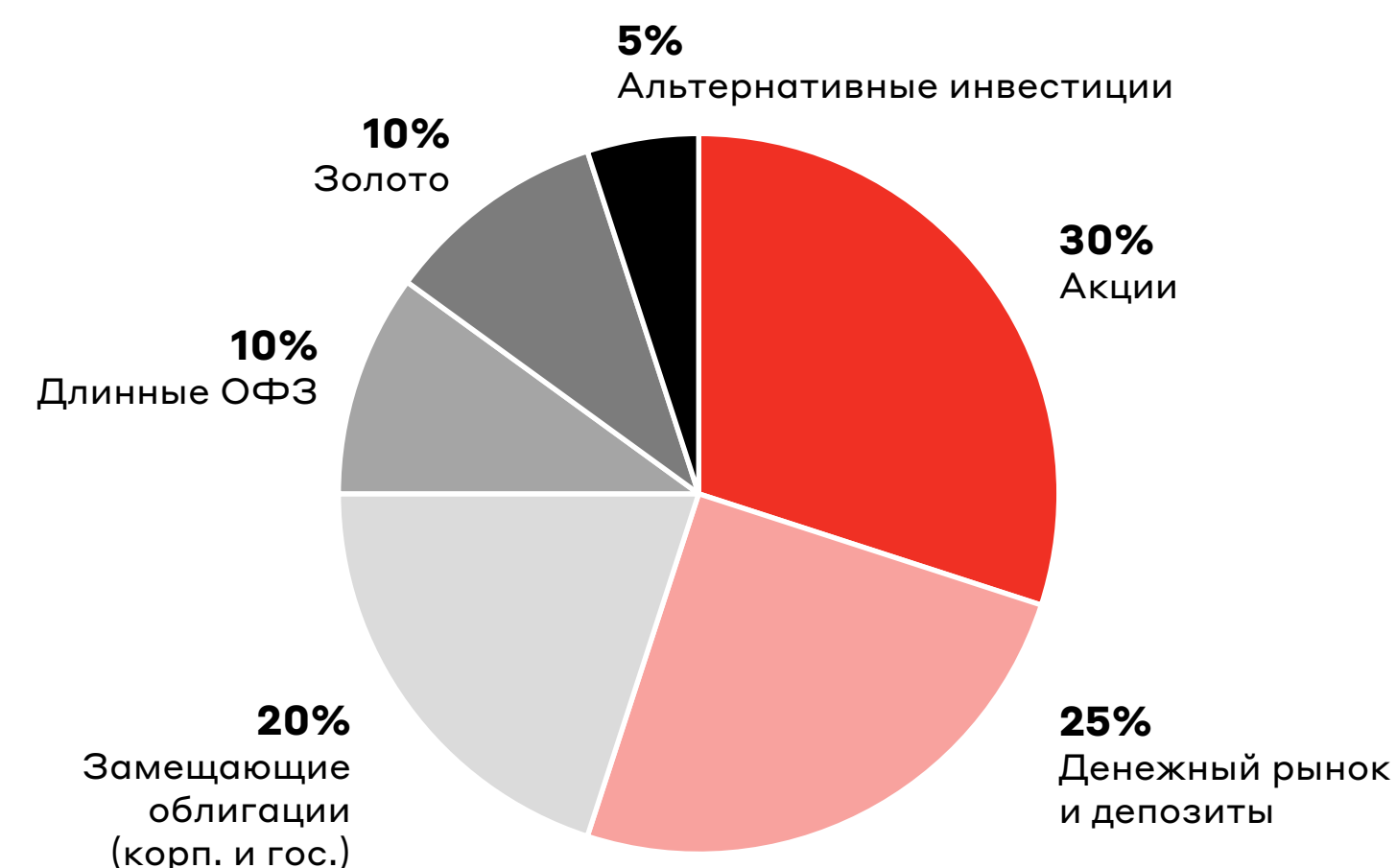
Распределение активов. Куда инвестировать

A

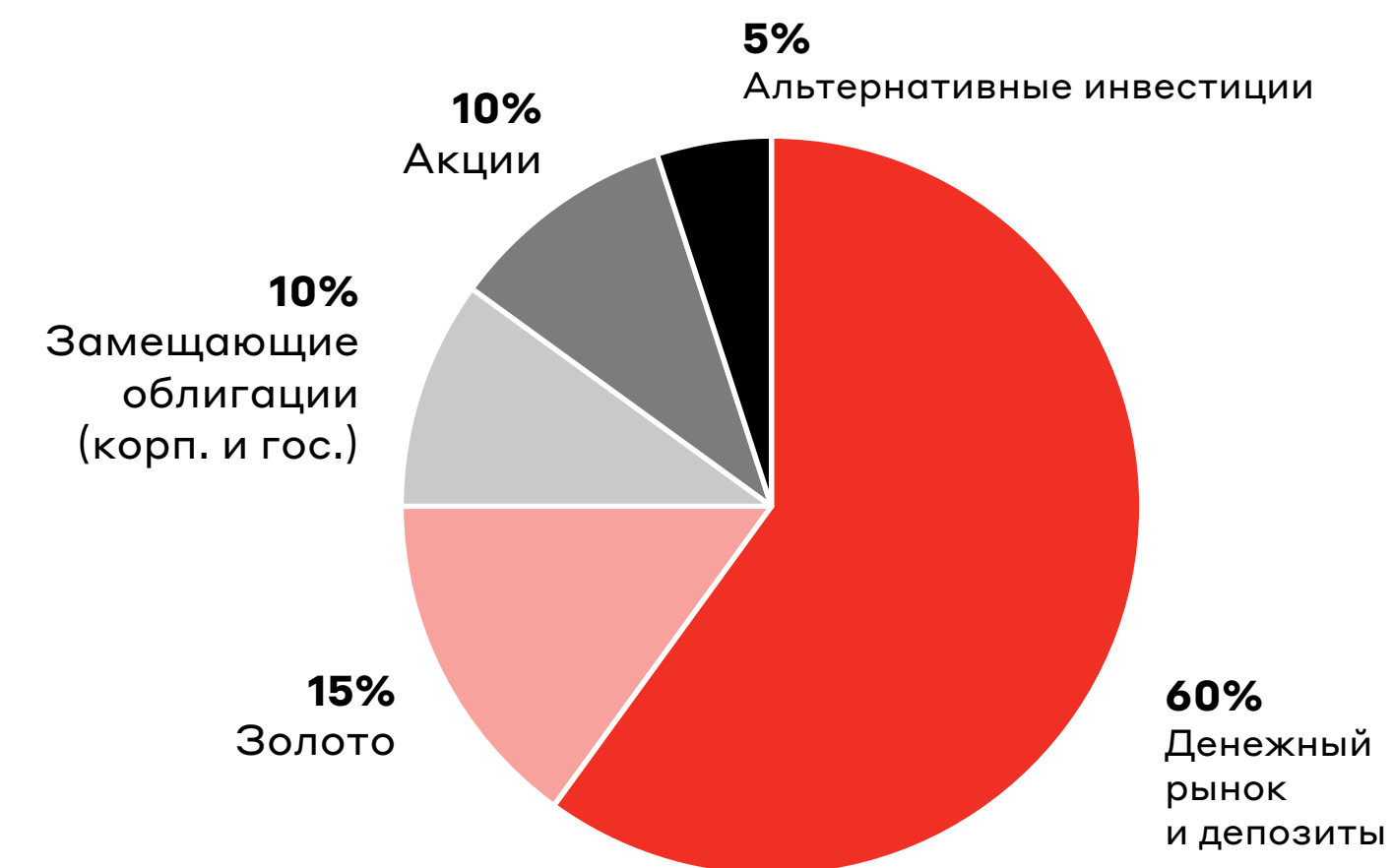
Агрессивный портфель



Сбалансированный портфель



Консервативный портфель



Об инструментах

- **Альтернативные инвестиции:** недвижимость и pre-IPO.
- **Замещающие облигации:** Замещающие облигации (корпоративные) и Облигации внутренних облигационных займов (государственные). Номинал и купоны выпусков привязаны к иностранной валюте (USD, EUR, GBP, CHF).
- **Длинные ОФЗ:** облигации федерального займа с погашением от 5–7 лет и фиксированным купоном.

- **Золото:** инструмент GLDRUB, БПИФы на золото и др.
- **Денежный рынок:** БПИФы денежного рынка (пример — АКММ).

Все опубликованные материалы распространяются в информационных целях. Мнения и суждения могут быть предназначены не для всех получателей и могут быть изменены. Информация получена из надёжных источников, но Альфа-Банк не несёт ответственности, если эта информация окажется неточной, неполной или недостоверной. Распространение опубликованных материалов не является деятельностью по инвестиционному консультированию или индивидуальной инвестиционной рекомендацией, а упомянутые финансовые инструменты и услуги могут вам не подойти.

Предоставленная информация не является побуждением к заключению сделки, прогнозом событий, инвестиционным анализом или профессиональным советом и не имеет целью рекламу. Информация о доходности является предположением.

Результаты инвестиций в прошлом не определяют результаты в будущем. Изменения курса иностранной валюты могут вызвать дополнительное уменьшение или увеличение стоимости инвестиций. Альфа-Банк не даёт гарантий или заверений и не принимает какой-либо ответственности в отношении финансовых результатов, которые могут быть получены на основании использования информации.

Инвестиции не являются банковским вкладом, не застрахованы в государственной корпорации «Агентство по страхованию вкладов» и государство не даёт никаких гарантий сохранности и возврата инвестируемых денежных средств. Инвестирование в финансовые инструменты несёт в себе риск неполучения ожидаемого дохода, потери части или даже всех инвестированных средств, расходы и возможные дополнительные потери. Основные риски: системный, рыночный (в том числе валютный, процентный, риск банкротства эмитента), риск ликвидности, кредитный риск (в том числе риск дефолта по облигациям), риск контрагента, правовой риск, операционный риск.

Альфа-Банк не является поставщиком финансовых услуг и финансовых продуктов ООО УК «Альфа-Капитал» и ООО «АльфаСтрахование-Жизнь» (компании партнёры) и не несёт ответственности за них. До приобретения финансовых услуг и финансовых продуктов компаний-партнёров внимательно ознакомьтесь с информацией и рисками, раскрытие которых требуется в соответствии с законодательством, а также иной информацией на сайте компаний-партнёров в сети Интернет.

Банк имеет договорные отношения с компаниями-партнёрами и получает или может получать от них вознаграждение. Банк предпримет все необходимые и разумные меры для разрешения конфликта интересов в пользу клиента, а также приложит все усилия по устранению неблагоприятных последствий с целью снижения риска причинения ущерба интересам клиента, руководствуясь принципом приоритета интересов клиента над своими собственными. Более подробную информацию вы можете получить в офисах Альфа-Банка, адреса которых можно посмотреть на сайте: alfabank.ru

Также вам может быть полезна декларация рисков Альфа-Инвестиций alfadirect.ru/deklaraciya и информация профессионального участника рынка ценных бумаг alfabank.ru/about/legal

Альфа-Инвестиции

A

Стратегию подготовили:

Василий Карпунин — руководитель направления информационно-аналитического контента

Антон Покатович — руководитель направления анализа финансовых рынков

Игорь Галактионов — старший инвестиционный аналитик

Анастасия Бойко — инвестиционный аналитик

Павел Гаврилов — инвестиционный аналитик

Валерий Емельянов — инвестиционный аналитик

Алексей Девятов — инвестиционный аналитик

Анна Козлова — главный инвестиционный редактор

