

# Еженедельный обзор 17.03.2025

17.03.2025

## Экономика

Судя по данным об исполнении федерального бюджета за январь-февраль 2025 г., дефицит в феврале составил 995 млрд руб. (1,706 трлн руб. в январе). Уменьшение полностью произошло из-за снижения расходов (3,7 трлн руб. против 4,3 трлн руб. в январе). Доходы практически не изменились, оставшись на уровне 2,67 трлн руб. Накопленный за два месяца года дефицит достиг 2,7 трлн руб. (1,1 трлн руб. за январь-февраль 2024 г.).

Из важных моментов мы выделяем следующие:

1) Минфин указал, что есть риск недобора по нефтегазовым доходам из-за более низких (чем в плане) цен на нефть. Впрочем, видимо, это будет частично компенсировано более высокими (чем в плане) ненефтегазовыми доходами. Напомним, что последние во многом зависят от номинальных темпов экономической активности (прокси темпы роста номинального ВВП), а в этом году, несмотря на ожидаемое сокращение реальных темпов роста, дефлятор все еще будет высок (по прогнозу МЭР, номинальный ВВП вырастет на 5,5%).

2) Высокий дефицит начала года обусловлен авансированием расходов и не повлияет на исполнение целевых параметров на этот год. Это значит, что в ближайшие месяцы бюджет в среднем будет исполняться с профицитом, так, чтобы в итоге общий дефицит за год составил ~1,2 трлн руб.

3) Совокупный объем вливаний ликвидности из-за высокого дефицита в январе-феврале 2025 г., по нашим оценкам на основе факторов ликвидности ЦБ (см. график), составил 1,8 трлн руб. Это больше, чем годом ранее (942 млрд руб. за январь-февраль 2024 г.), но заметно меньше дефицита. Эта разница указывает на то, что не стоит переоценивать проинфляционный эффект бюджетных расходов, особенно, если учесть, что львиная доля авансированных расходов, вероятно, идет не по линии социальной сферы.

4) Рисков для финансирования дефицита бюджета в этом году нет, даже с учетом возможного снижения цен на нефть. Так, несмотря на то, что ликвидная часть ФНБ находится на многолетних минимумах, с учетом ее пополнения за счет нефтегазовых допдоходов 2024 года, она превысит 4,5 трлн руб. (что будет лишь немногим ниже уровней 2024 г.). Бюджетную устойчивость поддержат и размещения ОФЗ.

## Нефть

За неделю нефть выросла на 2,3%, завершив ее на отметке в 71 долл./барр. Рынок скорректировался на фоне новостей о сокращении закупок российской нефти Китаем и Индией, а также на фоне ожиданий долгих переговоров между США и Россией по геополитике. Вместе с тем, общий тренд остается негативным из-за ожиданий последствий торговых войн и роста запасов нефти в США.

## Валюта

За прошедшую неделю рубль укрепился к юаню на 3,8%, к доллару на 4,5%, к евро на 3,1%. По сообщениям в СМИ, встреча В. Путина и С. Уиткоффа в конце недели прошла успешно. Судя по данным ЦБ, в феврале ситуация с платежным балансом значительно улучшилась. Также были пересмотрены вверх и данные за предыдущие месяцы - это снимает вопрос о факторах поддержки курса рубля в то время. Впрочем, даже при более позитивных уровнях профицита текущего счета, текущий курс рубля выглядит избыточно крепким, что в основном связано с оптимистичными ожиданиями инвесторов относительно разрешения геополитической ситуации.

## Облигации

Аукционы ОФЗ продолжают проходить крайне успешно: при существенном переспросе в прошлую среду размещено 245,5 млрд руб. по номиналу и, в отличие от прошлых размещений, даже с дисконтом к рынку. Индекс RGBI за прошедшие семь дней прибавил 163 б.п., даже после небольшой коррекции во вторник. Интерес нерезидентов к российскому госдолгу на фоне ожиданий разрешения геополитической ситуации возрос. Напомним, в феврале, по данным ЦБ, нерезиденты предъявили рекордный за последние годы спрос на ОФЗ (43

млрд руб.). Впрочем, геополитика не является единственной причиной для оптимизма. Свежие данные по инфляции, на наш взгляд, исключают вариант ужесточения денежно-кредитной политики. И сейчас встает вопрос о том, как скоро ЦБ будет готов перейти к снижению ключевой ставки. Наш прогноз пока предполагает, что регулятор возьмет паузу до начала лета, а потом приступит к смягчению, снизив ставку до 16% к концу года.

## Акции

В США индекс S&P 500 продолжил снижение во вторую неделю марта, опускаясь до значения в 5 521 пунктов (резкое падение с пикового уровня в 6 129 пунктов, достигнутого 18 февраля, составило почти 10%). Потребительская инфляция в США по итогам февраля составила 2,8% г./г. – ниже прогноза и январского уровня, статистика возродила надежды на понижение процентных ставок ФРС на ближайших заседаниях. Оперативная статистика указывает на замедление и спад потребительской активности в американской экономике, что вызвало очередные опасения рецессии. На настроения американского рынка также негативно влияли переменчивые заявления Д. Трампа о намерении ввести тарифы против ЕС и других стран. При этом в середине недели президент выступил перед Белым домом с рекламой моделей автомобилей компании Tesla вместе с И. Маском, что привело к резкому восстановлению котировок акций TSLA. Золото обновило исторический максимум в 3 000 долл. за тройскую унцию на фоне роста неопределенности среди американских инвесторов, роста спроса на альтернативные активы, спада доллара США против других валют и возобновления ожиданий понижения ставок от ФРС.

Индекс CSI 300 с 7 по 14 марта вырос на 1,6%. Начало реализации мер по стимулированию внутреннего потребления и повышению рождаемости вело к дальнейшему росту китайского фондового рынка. Власти Шэньчжэня запустили программу субсидирования покупок гаджетов в размере 15% от стоимости товара с лимитом в 500 юаней на товар. Центральные власти в виде Государственного комитета по здравоохранению КНР готовят меры по повышению рождаемости в рамках политики «Одна семья – три ребенка». На уровне провинций муниципалитет Хух-Хото (центр Внутренней Монголии) уже запустил разовые платежи в виде «материнского капитала»: 10 000 юаней за первого ребенка, 50 000 юаней за второго ребенка, 100 000 юаней за третьего ребенка. Индекс потребительских цен в КНР по итогам февраля отразил дефляцию в -0,7% г./г. Индекс цен производителей зафиксировал дефляцию в -2,2% г./г. Падение потребительских цен было связано с сезонным эффектом переноса празднования части Лунного Нового года на конец января по сравнению с 2024 г., а в производстве падение цен наблюдается уже 29 месяцев подряд. Статистика в очередной раз указала на необходимость стимулирования внутреннего спроса, что уже не было новостью с учетом последних решений китайских властей по итогам «Двух сессий». В акциях банков сохранялась позитивная динамика ввиду улучшающихся экономических ожиданий, а лучшей идеей в секторе оставались акции China Merchants Bank с ростом на 3,7% за неделю. BYD анонсировала новую систему быстрой зарядки, что привело к росту акций на 6% в пятницу. Аналитики Citigroup ухудшили взгляд на американский рынок акций до «нейтрального» и теперь выделяют китайские акции как глобально предпочитаемый класс активов.

Рост основного индекса Московской Биржи за неделю составил 0,9% до уровня в 3 195,08 пунктов. Рынок находится в осторожном ожидании разрешения украинского конфликта. При этом на рынок акций продолжает оказывать давление рубль, который укрепился на фоне геополитики, снижения объемов импорта в феврале и роста объемов чистых продаж валюты экспортерами.

Группа Ренессанс Страхование представила результаты за 2024 г.: чистая прибыль составила 11,1 млрд руб., включая 6,6 млрд руб., полученных за 4 кв. 2024 г. Менеджмент рекомендовал Совету директоров утвердить финальные дивиденды в размере 6,4 руб. на акцию, что соответствует дивидендной доходности в 4,8%. Совет директоров Полюса также рекомендовал дивиденды в размере 730 руб. на акцию, или 73 руб. после проведения дробления акций в пропорции 1:10, которое планируется в конце марта. Совет директоров Новатэка порадовал инвесторов дивидендами за 2П 2024 г. в размере 46,7 руб. на акцию, что соответствует доходности 4%. Татнефть представила в целом позитивные результаты за 2024 г.: выручка выросла на 28% до 2 030 млрд руб., чистая прибыль составила 306 млрд руб. (+6% г./г.), чистая денежная позиция компании увеличилась до 104 млрд руб. против 61 млрд руб. на конец 2023 г. Слабые результаты показал Делимобиль, выручка которого за 2024 г. выросла на 34% г./г. до 27,9 млрд руб. на фоне увеличения парка на 19% г./г. до 31,7 тыс. автомобилей и хорошего спроса клиентов на услуги каршеринга, однако EBITDA сократилась на 10% до 5,8 млрд руб. при снижении рентабельности до 21%. Результаты Русала в 2024 г. значительно улучшились относительно 2023 г.: выручка составила 12 млрд долл., практически не изменившись по сравнению с прошлым годом, однако скорр. EBITDA выросла на 90% до 1,5 млрд долл., скорр. чистая прибыль достигла 1,0 млрд долл. против 0,1 млрд долл. в 2023 г.

