

# Комментарии по рынкам

17.03.25 – 23.03.25



## Комментарий по макроэкономике

### Инфляция ослабила хватку

В период с 11 по 17 марта 2025 года наблюдалось ощутимое падение темпов роста потребительских цен. Согласно данным, еженедельный прирост индекса потребительских цен (ИПЦ) составил 0,06%, что ниже показателя предыдущей недели (0,11%) и уровня, зафиксированному двумя неделями ранее (0,15%). В результате с начала месяца совокупный рост ИПЦ достиг 0,23%. Для сравнения, в марте 2024 года прирост ИПЦ составил 0,39%, а в марте 2023 года - 0,40%.

С начала 2025 года накопленная инфляция достигла 2,28%, что выше аналогичного показателя за тот же период 2024 года (1,95%). В годовом выражении инфляция также продемонстрировала ускорение: по методике Центрального банка Российской Федерации, основанной на недельной динамике, показатель увеличился до 10,20% по сравнению с 10,06% на конец февраля (9,92% на конец января). По методике Министерства экономического развития, которая учитывает среднесуточные данные за февраль 2025 года, годовая инфляция замедлилась и составила 10,08% (10,11% на 10 марта).

Продолжающееся укрепление национальной валюты по отношению к основным мировым валютам, сезонное снижение цен на плодоовощную продукцию и жесткая денежно-кредитная политика оказывают сдерживающее влияние на темпы роста инфляции и инфляционные ожидания.

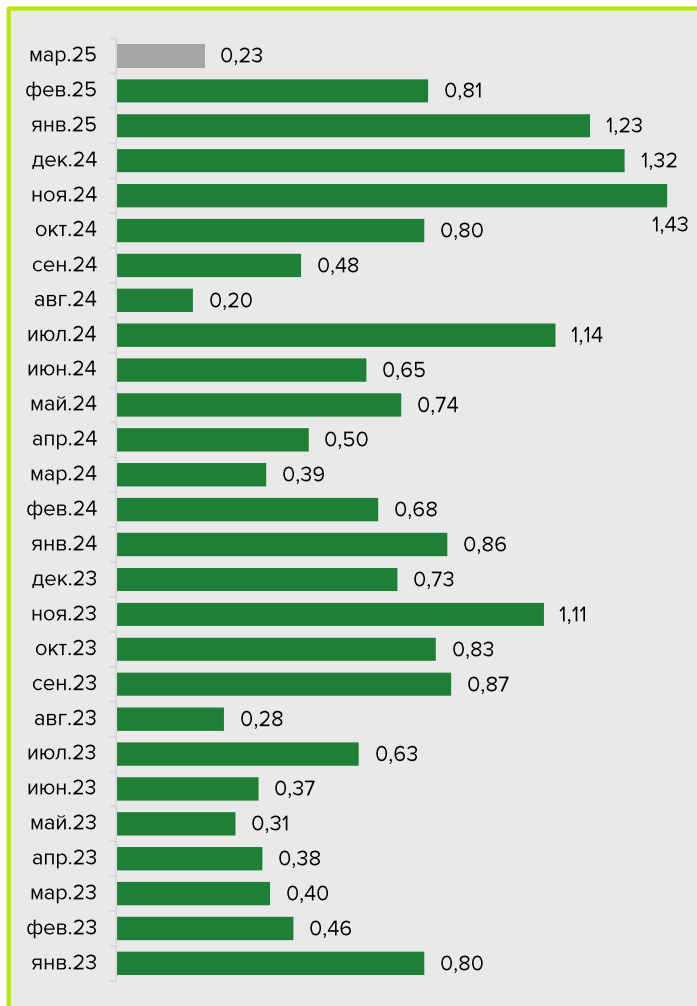
### Итоги заседания Банка России по процентной ставке

21 марта 2025 года Банк России оставил ключевую ставку на уровне 21%, отметив снижение инфляционного давления, которое, тем не менее, остается высоким в устойчивой части. Риторика регулятора остается достаточно осторожной, с акцентом на необходимость длительного периода жесткой ДКП.

Смягчение политики возможно только при устойчивом снижении инфляции и ожиданий, а пока риски остаются смещенными в сторону повышения. Банк России ожидает, что текущая жесткость денежно-кредитных условий создаст базу для снижения инфляции до 7–8% в 2025 году и возвращения к цели в 4% в 2026 году.

Инфляционные ожидания населения и бизнеса снижаются, но остаются на повышенном уровне, усиливая инерционное давление на цены. Банк отмечает: «Дезинфляционное влияние может иметь и улучшение внешних условий в случае снижения геополитической напряженности».

### Динамика ИПЦ, в % м/м

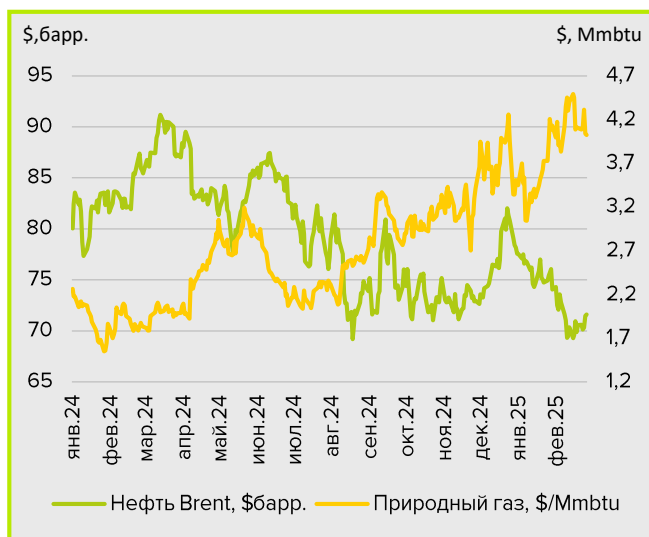


Источники: Росстат

# Комментарий по валютному и сырьевому рынкам

По итогам третьей недели марта 2025 года наблюдаемое ранее укрепление национальной валюты продолжилось: в паре USD/RUB на 2,57%, до  $\text{₽}84,40$ , в паре EUR/RUB — на 1,90%, до  $\text{₽}92,46$ , а в паре CNY/RUB — на 2,28%, до  $\text{₽}11,60$ . Крупные российские компании провели выкуп часть своих юаневых облигаций, что поддержало рубль. Из-за накопленной рублевой ликвидности, российские компании вряд ли усилят продажи валюты к налоговому дню, поэтому влияние на рынок — минимальное. В среднесрочной перспективе сохраняющиеся котировки нефти на текущих уровнях на фоне роста предложения ОПЕК+ могут способствовать ослаблению рубля.

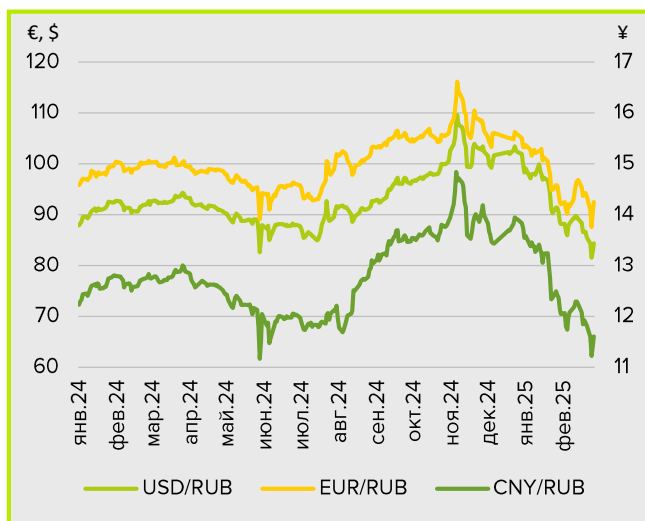
## Динамика цен на нефть и природный газ



Источники: данные Investing.com

Ралли роста цен на золото продолжается уже третью неделю подряд после краткосрочной паузы. За прошедшую неделю цена выросла на 1,58%, достигнув уровня  $\$3048,4$  за унцию. Основными факторами поддержки по-прежнему выступают усиление защитного спроса со стороны центральных банков и инвестиционных фондов на фоне напряженной торгово-политической обстановки. В 2024 году объем спроса на золото со стороны центральных банков составил 1045 тонн. Дополнительным стимулом для роста цен является ослабление доллара США на мировом рынке, что снижает его покупательную способность и повышает привлекательность золота как актива.

## Курс рубля к основным валютам

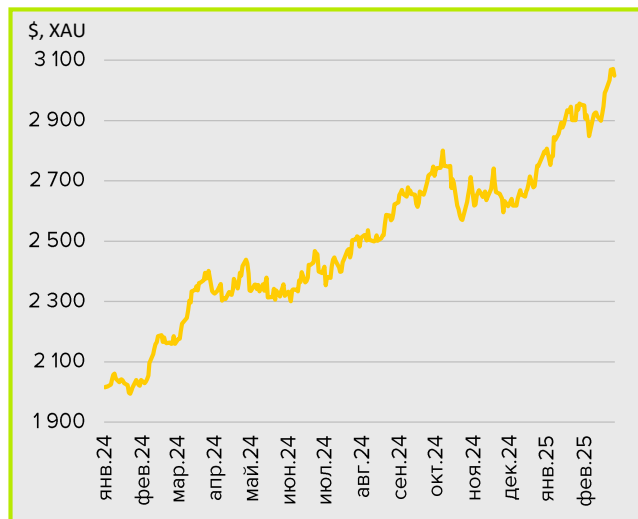


Источники: ЦБ РФ

Цены на нефть марки Brent за прошедшую неделю повысились на 1,46%, достигнув уровня  $\$71,61$  за баррель. План участников нефтяного альянса ОПЕК+ по увеличению объемов добычи нефти с апреля первоначально оказал давление на рынок. Однако перспектива ужесточения санкций со стороны США в отношении Ирана более чем компенсирует ожидаемое постепенное наращивание производства со стороны ОПЕК+.

За неделю цена фьючерса на природный газ упала на 1,95%. На это повлияли ожидания сотрудничества США с «Газпромом» и планы ЕС смягчить целевые показатели по хранению газа.

## Динамика мировых цен на золото (\$/y)



Источники: данные Investing.com

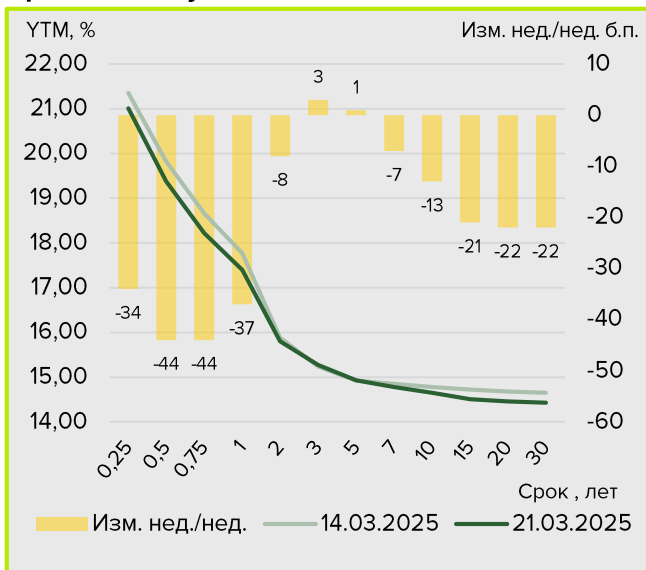
# Комментарий по российскому рынку облигаций

## Рынок ОФЗ: сигналы ЦБ оказались осторожнее, чем предполагалось

На прошедшей неделе рынок государственных облигаций отметился незначительным ростом цен. Широкий индекс государственных облигаций RGBITR по итогам пятничных торгов зафиксировался на отметке 649,59 пункта, что на 0,88% выше уровня предыдущей недели. При этом наблюдалось увеличение торговой активности: медианный торговый оборот составил 31,59 млрд рублей по сравнению с 20,64 млрд рублей неделей ранее.

Кривая бескупонной доходности ОФЗ показывала преимущественно нисходящую динамику. На участке от 3 до 5-ти лет доходности выросли, тогда как на остальных значительно снизились. Отрицательный спред между доходностью 10-летних и 2-летних облигаций увеличился до -115 б.п. против -110 б.п. нед. ранее. ЦБ сохранил ключевую ставку на уровне 21%. Это соответствовало консенсус-прогнозу и ожиданиям участников рынка. Однако закладывался более мягкий сигнал регулятора касательно дальнейшей траектории ставки.

### Кривые бескупонной доходности



Источники: ЦБ РФ, расчеты аналитического отдела РСХБ УА

Доходности бенчмарков на кривой ОФЗ по итогам недели приняли следующие значения: у 2-х летних бумаг она остановилась у отметки 15,80% годовых (-8 б.п. нед./нед.), 5-ти летние бумаги торговались на уровне 14,93% (+1 б.п.), 10-летние – 14,65% (-13 б.п.).

По мнению ЦБ, последняя инфляционная статистика и снижение инфляционных ожиданий в значительной степени обусловлены произошедшим с начала года укреплением рубля. Наблюдаются признаки ослабления на рынке труда. ЦБ теперь допускает возможность дезинфляционного влияния со стороны улучшения геополитических условий.

## Аукционы минфина

По итогам 10-го аукциона Минфина в 1кв25 (прошел в среду 19.03.25) рынку были предложены два классических выпуска с фиксированным купоном: сер. 26238 (погашение в мае 2041 г.) с купоном 7,1% годовых и сер. 26246 (погашение в марте 2036 г.) с купоном 12,00% годовых.

### Итоги:

- **26238:** при спросе в  $\text{₽}87,09$  млрд разместились на  $\text{₽}47,41$  млрд. Цена отсечения составила 56,28% при доходности к погашению в 14,47% годовых.
- **26246:** при спросе в  $\text{₽}74,36$  млрд разместились на  $\text{₽}41,59$  млрд. Цена отсечения составила 87,27% при доходности к погашению в 14,85% годовых.

## План Минфина по привлечению перевыполнен, однако темпы замедлились:

В рамках 10-го аукциона было размещено облигаций на сумму порядка 89 миллиардов рублей по номиналу. Годовой план на текущий момент выполнен на 21,5%, а квартальный план по привлечению заимствований в объеме 1 триллиона рублей перевыполнен на 36,0%. Стоит отметить что средний спрос на размещениях за последние 5 аукционных дней был почти вдвое выше текущего. По всей видимости, предложенные доходности около 15% близки к равновесному уровню.

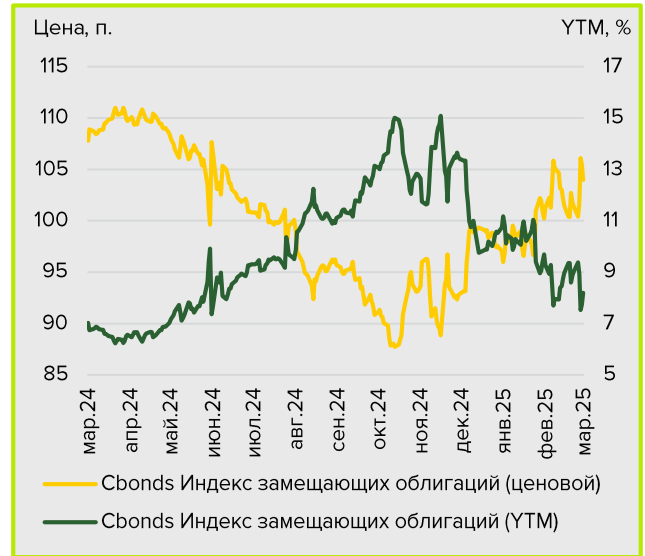
# Комментарий по рынку валютных облигаций

## Замещающие облигации

На прошедшей неделе рынок валютных облигаций продемонстрировал рост цен. Ценовой индекс замещающих облигаций Cbonds подорожал на 2,57% нед/нед против снижения на 0,10% недель ранее. К закрытию торгов в пятницу доходность индекса снизилась и остановилась на отметке 8,2% годовых (-0,83 п.п. нед./нед.).

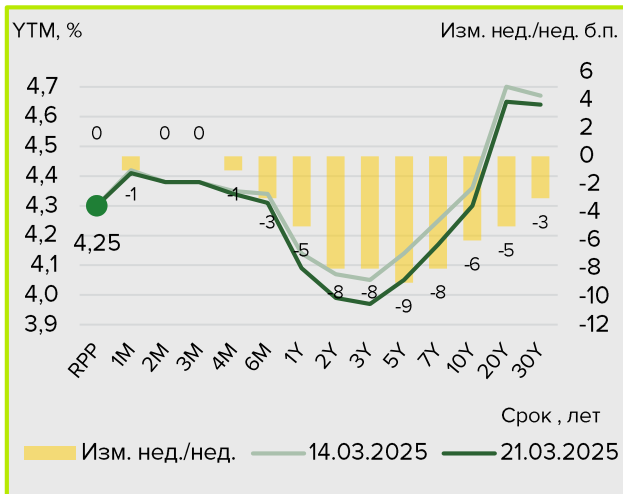
Общий объем торгов за неделю составил 27,54 млрд рублей. Наибольший интерес инвесторов вызвали облигации «Россия, ОВОЗ РФ 2026», с объемом торгов около 5,15 млрд рублей. Эти бумаги, с доходностью к погашению 6,01% и дюрацией 1,13 года, в пятницу торговались по цене 98,68%.

## Динамика индекса замещающих облигаций



Источники: Cbonds

## Динамика доходностей US Treasuries



Источники: FRED, U.S. Department of the Treasury, расчеты аналитического отдела РСХБ УА

## Рынок US-treasuries

На рынке казначейских облигаций США наблюдалось преимущественное снижение доходностей. Движение кривой было обусловлено решением ФРС сохранить ключевую ставку, а также последующими комментариями в ходе пресс-конференции.

По итогам торгов пятницы (21.03.25) UST 2Y торговались с доходностью к погашению на уровне 3,94%<sup>1</sup> годовых (-8 б.п. нед/нед), доходность UST 5Y составила 4,00% (-9 б.п.), UST 10Y предлагали YTM на уровне 4,25% годовых (-6 б.п.). По итогам недели спред UST2Yvs10Y слегка расширился и составил 31 б.п. против 29 б.п. недель ранее.

## Аукционы Минфина США

Министерство финансов США на прошлой неделе провело один аукцион по размещению казначейских облигаций. Торги состоялись во вторник, 18 марта, в ходе которых была предложена 20-летняя облигация на сумму \$13 млрд с доходностью 4,63%.

## ФРС сохранил ключевую ставку

Федеральная резервная система сохранила целевую ставку по федеральным фондам на уровне 4,25–4,50%. Согласно прогнозам ФРС, в текущем году ожидается два снижения ставки, что соответствует оценке, представленной в декабре.

В обновленном прогнозе темп роста ВВП США на 2025 год был пересмотрен в сторону снижения на 0,4 п.п. — до 1,7% в годовом выражении. Одновременно прогноз по индексу цен на расходы личного потребления (PCE) повышен на 0,2 п.п. — до 2,7% в годовом выражении.

<sup>1</sup> [https://home.treasury.gov/resource-center/data-chart-center/interest-rates/TextView?type=daily\\_treasury\\_yield\\_curve&field\\_tdr\\_date\\_value=2024](https://home.treasury.gov/resource-center/data-chart-center/interest-rates/TextView?type=daily_treasury_yield_curve&field_tdr_date_value=2024)

# Комментарий по рынку российских акций

## Рынок российских акций: итоги недели

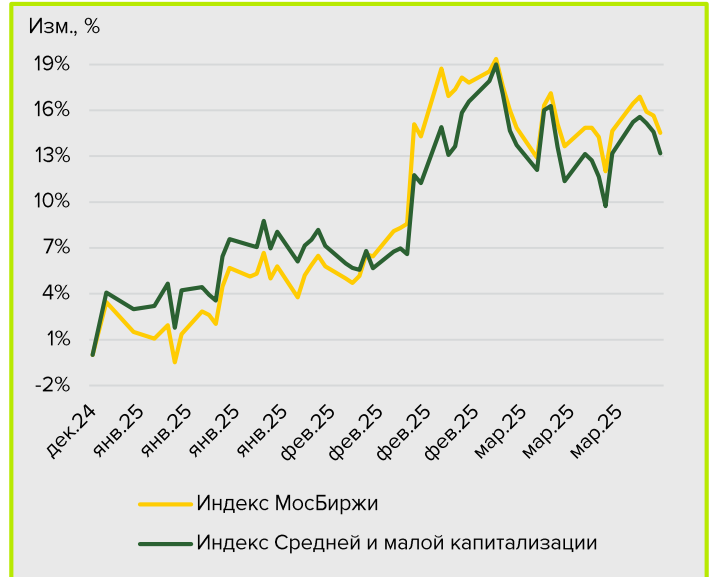
На прошедшей торговой неделе наблюдалась разнонаправленная динамика ключевых фондовых индексов. Индекс МосБиржи снизился на 0,11%, закрывшись на отметке 3 191,61 п. В то же время индекс МосБиржи акций средней и малой капитализации продемонстрировал незначительный рост на 0,01%, достигнув уровня 1 751,22 п. Индекс РТС показал более выраженное увеличение, прибавив 0,99% и завершив неделю на отметке 1 187,89 п.

Среди лидеров роста акций, включенных в Индекс МосБиржи, выделяются бумаги ПАО «Мечел», продемонстрировавшие увеличение стоимости на 8,2%. Данная динамика связана с поступившей информацией о намерении правительства РФ выделить субсидии в размере 100 млрд рублей для поддержки предприятий угольной отрасли.

Лидером снижения за отчетную неделю стали акции компании ВК, продемонстрировавшие падение на 10,1% на фоне публикации годовой отчетности за 2024 год. Финансовые результаты показали увеличение чистого долга до 183 млрд рублей, а показатель EBITDA опустился до отрицательного значения -5 млрд рублей. В целях оптимизации долговой нагрузки 30 апреля запланировано проведение собрания акционеров, на котором будет рассмотрен вопрос о дополнительной эмиссии акций. В рамках данного размещения компания намерена привлечь до 115 млрд рублей. Согласно заявленным параметрам, количество акций в обращении может возрасти в 2,5 раза, что создает риски значительного размывания доли текущих акционеров.

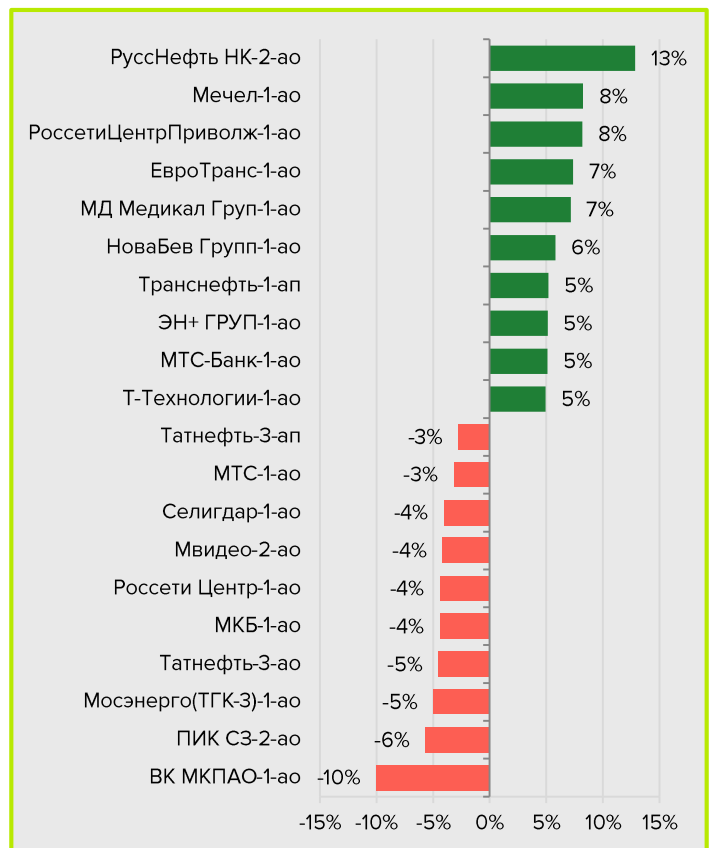
На текущей неделе мы ожидаем, что рынок, вероятно, будет демонстрировать нейтральную динамику и находиться в диапазоне 3150–3250 пунктов по индексу МосБиржи.

## Динамика основных индексов акций РФ с начала 2025 г., %



Источники: МосБиржа, расчеты аналитического отдела РСХБ УА

## Топ 10 акций лидеров роста и падения из индексов, нед./нед., %



Источники: МосБиржа, расчеты аналитического отдела РСХБ УА

## Важные события

На неделе  
с 24 по 28  
марта  
2025 г.

### Понедельник 24.03.25

- США:
  - Индекс деловой активности (PMI) в производственном секторе (март): (пред. -52,7, конс. 51,9%)
  - Индекс деловой активности (PMI) в секторе услуг (март): (пред. -51, конс. 51,2%)
- Германия:
  - Индекс деловой активности (PMI) в производственном секторе (март): (факт. 48,3, конс. 47,1%)
  - Индекс деловой активности (PMI) в секторе услуг (март): (факт. -50,2, конс. 52,3%)

### Вторник 25.03.25

- Германия: Выступление президента Бундесбанка Нагеля
- США:
  - Аукцион по размещению 2-летних казначейских нот (пред. 4,169%)
  - Индекс доверия потребителей СВ (март) (пред. 98,3, конс. 94,2)

### Среда 26.03.25

- Еврозона: Заседание ЕЦБ по вопросам немонетарной политики
- Россия: Объем промышленного производства (г/г) (фев) (пред. 2,2%, конс. 1,8%)

### Четверг 27.03.25

- Еврозона:
  - Экономические прогнозы в отношении ЕС
  - Председатель ЕЦБ выступит с речью
- Россия:
  - ВВП (м/м) (г/г) (фев.) (пред. 2,3%, конс. 2,3%)
  - Международные резервы ЦБ РФ (USD) (пред. 641,9B)

### Пятница 28.03.25

- США :
  - Базовый ценовой индекс расходов на личное потребление (м/м) (фев) (пред. 0,3%, конс. 0,3%)
  - Базовый ценовой индекс расходов на личное потребление (г/г) (фев) (пред. 2,6%, конс. 2,6%)

## Действия по портфелям

### ВАЛЮТНЫЕ ОБЛИГАЦИИ

#### **Долговой рынок**

Покупка: замещенный фонд ЕврХолЗР03 (доллары)

#### **Валютные вложения**

Покупка: замещенный фонд ЕврХолЗР03 (доллары)

#### **Еврооблигации смарт-бэа**

Покупка: замещенный фонд ЕврХолЗР03 (доллары)

### РУБЛЕВЫЕ ОБЛИГАЦИИ

#### **Фонд облигаций**

Продажа: МТС 1Р28, АФБАНК1Р10, АФБАНК1Р11, РЖД БО2,  
НорНикБ1Р7, ГазпромнефтьЗР10, ОФЗ 26234, Фосагро2П1

Покупка: РЖД1Р41, СТМ 1Р5, Атомэнергопром04, Черкизово1Р8,  
Делопорт1Р4, Металлоинвест1Р13, Бинофарм 1Р5

### ФОНДЫ АКЦИЙ

#### **Фонд Акций**

Покупка: КЦ Икс5

Продажа: ЮГК

#### **Фонд Лучшие отрасли**

Продажа: ВК, Позитив, MD Medical

#### **Фонд Компаний малой и средней капитализации**

Продажа: MD Medical, БСП, Россети

Подробнее о паевых  
инвестиционных фондах под  
управлением  
ООО «РСХБ Управление  
Активами»

ОПИФ



[rshb-am.ru/trust](https://rshb-am.ru/trust)

БПИФ



[rshb-am.ru/bpif](https://rshb-am.ru/bpif)



## Команда инвестиционного департамента

**Александр Присяжнюк**  
Директор Инвестиционного департамента

Операции  
на рынке  
облигаций

**Вадим Кононов**  
Старший портфельный управляющий

**Константин Квашнин**  
Управляющий по облигациям

Операции  
на рынке  
акций

**Михаил Армяков**  
Управляющий по акциям

**Александр Власенко**  
Управляющий активами

Аналитический  
отдел

**Александр Морозов**  
Инвестиционный аналитик

**Алиев Иса**  
Младший аналитик

Отдел  
структурных  
продуктов

**Николай Лебедев**  
Управляющий директор -  
Начальник отдела

## Ограничение ответственности

Данный аналитический материал подготовлен аналитиками и управляющими ООО «РСХБ Управление Активами» (далее – Общество), содержит субъективные оценки (прогнозы) сотрудников и расчеты экспертов ООО «РСХБ Управление Активами», не предназначен для широкого распространения, не является рекламой ценных бумаг или соответствующих финансовых инструментов, а также не является индивидуальной инвестиционной рекомендацией. Информация, содержащаяся в этом материале, не является исчерпывающим изложением актуальных событий финансового или коммерческого характера и не может быть использована в таком качестве.

Общество с ограниченной ответственностью «РСХБ Управление Активами». Лицензия на осуществление деятельности по управлению инвестиционными фондами, паевыми инвестиционными фондами и негосударственными пенсионными фондами № 21-000-1-00943 от 22 ноября 2012 года, выдана ФСФР России, без ограничения срока действия. Лицензия профессионального участника рынка ценных бумаг на осуществление деятельности по управлению ценными бумагами № 045-13714-001000 от 22 ноября 2012 года, выдана ФСФР России, без ограничения срока действия.

ООО «РСХБ Управление Активами» не осуществляет деятельность по инвестиционному консультированию, не является инвестиционным советником и не предоставляет индивидуальных инвестиционных рекомендаций. Информация, размещенная в данном материале, не должна рассматриваться как предложение по покупке или продаже финансовых инструментов или оказание услуг какому-либо лицу. Финансовые инструменты, продукты и услуги, описанные в данном материале, могут не соответствовать инвестиционному профилю клиента и его инвестиционным целям и ожиданиям. Вы должны самостоятельно определить соответствует ли финансовый инструмент, продукт или услуга вашим инвестиционным целям, инвестиционному горизонту и уровню допустимого риска. ООО «РСХБ Управление Активами» не несет ответственности за финансовые или иные последствия, которые могут возникнуть в результате принятия вами решений в отношении финансовых инструментов, продуктов и услуг, представленных в информационных материалах.

ООО «РСХБ Управление Активами» уведомляет клиентов и иных заинтересованных лиц о том, что, инвестирование в финансовые инструменты, представленные в данном материале, сопряжено с принятием рисков. Результаты инвестирования в прошлом не определяют доходы в будущем, Государство и ООО «РСХБ Управление Активами» не гарантируют доходность инвестиций и достижения ожидаемой доходности. Услуги, предоставляемые ООО «РСХБ Управление Активами», не являются услугами по открытию банковских счетов и приему вкладов. Денежные средства, передаваемые по договору доверительного управления, не подлежат страхованию в соответствии с Федеральным законом от 23 декабря 2003 года N 177-ФЗ «О страховании вкладов в банках Российской Федерации».

Следует учитывать, что после подготовки настоящего материала могут происходить события, которые способны повлиять на рыночную ситуацию, предвидеть которые в настоящее время невозможно или затруднительно, вследствие чего оценки и прогнозы, которые содержит настоящий материал, сформированы исходя из известных на дату подготовки материала фактов (24.03.25).

Получить более подробную информацию об услугах по доверительному управлению, конкретных стратегиях доверительного управления и ознакомиться с иными документами, можно по адресу Общества с ограниченной ответственностью «РСХБ Управление Активами»: 123112, г. Москва, 1-й Красногвардейский проезд, дом 19, тел. +7 (495) 660-47-65; адрес страницы в сети Интернет: <https://rshb-am.ru>.