

[SPEAKER_07] [6.56 - 60.43]

Индекс Мосбиржи вернулся к росту, прибавляем около 0,2% к этой минуте. Рубль на Форексе умеренно ослабляется и к доллару, и к евро. Биржевой юань тоже в плюсе на несколько копеек. И до 20-30% снизилась цена всех выпусков облигаций «Монополии». Компании резко понизили рейтинг после тех дефолтов. Здравствуйте, это «Рынки. Итоги недели». **Меня** зовут **Элина** Тихонова. Это неделя достаточно бодрого рынка, неделя ослабления рубля и паники на рынке ВДО. Обо всем этом сегодня подробно поговорим. Пишите нам свои вопросы и комментарии. Вопросы удобно прислать в чат-бот в телеграм-канале «Сам ты инвестор». Спрашивайте прямо сейчас, будем отвечать в этом эфире. Начнем мы, как обычно, с итогов недели по версии моего коллеги, который ежедневно за рынками следил, **Никита** Макаров, с вами в студии. **Никита**, привет. Вот ты что особенного, главного выделил бы на этой неделе?

[SPEAKER_03] [61.10 - 267.01]

Частично тренды этой недели ты уже назвала. Это, конечно же, последствия дефолта монополии. Мы это в понедельник в программе облигаций главное обсуждали. И любопытно, что на конгрессе, который был тоже за неделю до этого, это выделили как тренд 2026 года. Что большой объем рефинансирования предстоит в первом полугодии 2026 года именно по облигационным займам. И компании будут бороться за клиента. Вряд ли мы увидим снижение ключевой ставки в феврале-марте, потому что нас ждет повышение тарифов естественных монополий. И нас ждет и ослабление рубля, которое вроде как стартовало на этой неделе. И нас ждет еще и повышение НДС. И это означает, что компании будут предлагать более высокие ставки. будут бороться за клиента и будут должны, чтобы в борьбе за клиента выигрывать, должны повышать качество. А клиент должен это качество выбирать. Это, наверное, один из таких важных трендов. Но если говорить про фондовый рынок, то мы действительно неплохо провели эту неделю. Геополитика тут помогала, потому что переговорный трек, его наличие, то, что он идет, то, что он развивается, пусть не будут согласованы эти пункты, но, по крайней мере, физические лица, частные инвесторы, которые сейчас занимают большую долю, рынка, они на это реагируют позитивно. И скупали активы на этой неделе очень хорошо. Наверное, мало таких красных пятен на карте рынка. Циан здесь не в счет, потому что там дивидендная отсечка, причем это отложенный большой дивиденд. Хорошо показали себя Х5, на которые многие возлагали надежду, и в целом сектор ритейла. Там была любопытная новость относительно ленты, которая выходит на Дальний Восток и покупает огромную сеть гипермаркетов. Может быть, это подтолкнуло, может быть, какие-то инсайдерские новости. Х5 толкает, безусловно, дивиденд, который будет заплачен в январе, отсечка 5 января. Хорошо, начали расти миркоины. Лукойл подрос после падения, вроде на каком-то уровне. по крайней мере поиски решения для его зарубежных активов и на неожиданном принятии инфляции многие аналитики даже вспомнили прошлый год и первую неделю декабря и например в 2025 году можно сказать что Декабрьский первый принт, он в 10 раз меньше. То есть тогда инфляция

год назад росла на 0,5%, а сейчас это 0,05%. И здесь подрастают компании, которые являются бенефициаром снижения ставки, потому что уже заговорили, что интрига не снижение, не снижение, а интрига 0,5% или 100%. А вот даже во вчерашнем эфире наш гость предполагал, что это может быть, **Дмитрий** Полевой, он предполагал, что это может быть даже 1,5%. Но это несколько смелое такое заявление. Я бы сказал, консенсус пока что на полупроценте. Процент вот замаячил совсем недавно после принятой инфляции. Но вот на этом фоне самолет пик подросли. Закончу, наверное, последним таким трендом, который формируется и пикует сегодня в том числе. Это драгоценные цветные металлы. Можно сказать, что эта неделя тоже их. Потому что у нас новые исторические рекорды в меди. У нас золото пытается сейчас выйти на новый тест 4400. И вслед за этим растут и золото добытчики российские. Пользу золота за неделю 5% в 60-х прибавили. Бурно за золотом растут платина, палладий и серебро.

[SPEAKER_07] [267.17 - 321.72]

Исторический максимум. Да, **Никит**, спасибо большое. Совершенно весь план нашей программы ты сейчас рассказал. Единственное, у нас еще IPO состоялось на этой неделе. Мы про него тоже очень коротко поговорим. С нами в студии **Дмитрий** Сачин, советник генерального директора Avi Capital. **Дмитрий**, здравствуйте. Давайте с рубля начнем. Ладно, как будто бы он зашатался на этой неделе. С понедельника к доллару больше 3 рублей потеряли, юань снова выше 11 рублей. При этом какой-то серьезной девальвации, главное, быстрой девальвации, многие аналитики по-прежнему не ждут, даже в следующем году не ждут. Хочется понять, что происходит с валютой и что нам с этой валютой делать. На ваш взгляд, на чем сейчас слабеет рубль? Кто-то говорит, что это обычная история перед новогодними праздниками, кто-то покупает валюту для каникул, кто-то, чтобы просто в каком-то понятном активе праздники пересидеть. Кто-то считает, что это все-таки прямое влияние снижения экспортной выручки и сокращения предложения валюты на рынке. Кто прав?

[SPEAKER_04] [322.29 - 377.69]

Я думаю, мы можем рассмотреть вопрос с двух аспектов. Первый – графический технический анализ. И мы, давайте отметим так, что мы четко на прошлой неделе, позапрошлой, коснулись уровня юань-рубль 10,75. Это повторение августовских минимумов. Это локальное дно. Оттуда мы очень резко отскочили обратно. Объяснять это можно в том числе техникой, потому что игроки наверняка где-то здесь, те, кто играли в шорт, закрыли свои позиции, подстраховались. Вторая история. Мы не понимаем до конца, какие сейчас экспортные и импортные потоки. Со стороны мы не можем это видеть. Наверное, Центробанку это виднее. Но мы понимаем, что у нас две значимые даты. Прошлой пятницей, этот понедельник. С одной стороны у нас открываются продажи со стороны фирмы. С другой стороны, у нас разрешили вывод капитала. Шлюзы открыты, мы смотрим броуновское движение, как сейчас будет выриваться новая ставка.

[SPEAKER_07] [377.83 - 384.24]

Если с августовским сценарием мы сравниваем, то при таком раскладе этот отскок будет недолгим.

[SPEAKER_03] [384.97 - 418.14]

Я бы добавил две фундаментальные еще причины. Во-первых, у нас на прошлой неделе выходил Минфин с первым юаневым выпуском. Эти были объемы для тонкого рынка существенные, они оттянули ликвидность, и Минфин сразу говорил, что потом эта ликвидность пойдет на рынок. И мы увидели сначала резкий провал в укреплении рубля, когда ликвидность ушла с рынка, и потом она резко вернулась. И еще один фундаментальный фактор, в ноябре и декабре достаточно существенные продажи ОЦБ, то есть они выше средних продаж по отложенным правилам.

[SPEAKER_07] [419.82 - 460.87]

И одновременно это все совпало с сокращением чистых продаж валюты крупнейшими экспортерами. Вот свежие данные ОЦБ за ноябрь и ноябрь сократились эти продажи на 17% к октябрю. И одновременно полученные валюты компании стали продавать меньше. То есть, если раньше, все лето, например, всю осень, да, практически 100% от своей выручки они продавали, в ноябре этот показатель снизился до 77%. Ну, есть такое объяснение, что компаниям сейчас нужна валюта для того, чтобы гасить свои валютные кредиты перед российскими банками. Ну, вот если второй фактор, наверное, скорее разовый, там, декабрьский, ноябрьский, да, то первое сокращение выручки на фоне дешевой нефти с нами очень надолго ведь может остаться.

[SPEAKER_04] [460.85 - 506.22]

Ну, во-первых, надо представить себе, что, скорее всего, да, у нас предстоит сокращение выручки, но оно, скорее всего, будет слаган в три месяца, если брать последнюю дату санкции, это у нас, если я правильно помню, какие-то числа октября. Прибавляем где-то три месяца по контрактам, ну, наверное, где-то мы в январь, конец января, мы что-то должны увидеть уже отголоски. Дальше еще такой момент. Мы, наверное, должны учитывать, что, скорее всего, судя по отчетности Роснефти, она получила большую предоплату за нефть еще по итогам третьего квартала. И вот этот момент, насколько он повлияет и как они будут с ней поступать. Я тоже думаю, что условно 9 месяцев плюс 6, где-то на уровне февраль-март что-то поменяется и мы можем пойти в другую сторону.

[SPEAKER_07] [506.26 - 517.89]

По санкционной логике Роснефть должна избавляться от валюты. Наверное, да. Смотря какой. Еще один фактор в пользу укрепления рубля все-таки. Верно?

[SPEAKER_04] [517.93 - 528.69]

Пока формально мы находимся в тренде все же укрепления рубля, и мы из него не вышли. И факторов за укрепление пока еще, возможно, хватает.

[SPEAKER_07] [528.77 - 534.30]

А как же резкое сокращение в два, а то и больше раз продаж со стороны Центробанка с января?

[SPEAKER_04] [535.17 - 559.64]

Мы живем сегодня, у нас с вами сегодня 12 декабря. После 15 января будет что-то новое, возможно, рынок развернется. Поэтому я думаю, что последние дни перед Новым годом будет большая волатильность. Это, опять же, авансирование со стороны бюджета компании. Куда они будут отправлять эти деньги, как. Многие, возможно, захотят как раз до конца года воспользоваться возможностью вывода капитала для тех или иных операций. Это будет интересное время.

[SPEAKER_07] [560.38 - 590.39]

Прогнозы сейчас в очень большом диапазоне. У нас в эфире радио РБК на этой неделе один из трейдеров говорил, что 60 рублей за доллар он ждет в первом квартале 2026 года. Есть большие инвестдома и другие аналитики, которые, вот **Эйлер**, например, ждет роста доллара на 10% до 85 рублей уже в конце февраля. Вот все-таки вы когда работаете с валютой сейчас, вы на какой сценарий закладываетесь и через какие инструменты? Вообще вы на оба сценария ставите и там арбитражируете

[SPEAKER_04] [590.37 - 619.04]

Я бы сказал так. Сейчас не стоит отдельно смотреть на валюту. Сектора все сходятся в точке первого мирного трека. Будет он у нас или нет, как он будет развиваться. И следующий момент, который мы тоже должны понимать, о населении. Вот мы весь год видели, что рубль укреплялся. Люди не хотят, может быть, сейчас сильно покупать валюту, они разочарованы. Но рано или поздно, с лагом в 2-3 месяца, опять же, ситуация может поменяться.

[SPEAKER_07] [619.02 - 628.65]

Динамика квазивалютных облигаций говорит нам об обратном, а там ведь не только институционалы сидят. Как только рубль первые признаки ослабления начал показывать, очень резко выросли цены.

[SPEAKER_04] [628.76 - 630.94]

Но мы пока видим всего три дня.

[SPEAKER_07] [630.98 - 634.20]

Я прямо спрощу, у вас сейчас есть квазивалютные облигации?

[SPEAKER_04] [634.70 - 702.69]

Мне кажется, что это хорошая история, и тут все зависит от вашего портфеля, но как минимум 20% валютных активов я бы имел. А если рискнуть, можно больше. Потому что в целом, давайте так говорить, мы помним с вами старое правило, оно уже проверено многократно. Мы берем стоимость бочки нефти, мы берем прогнозный курс. Ну, допустим, представим себе, что бочка должна стоить 5 тысяч. Сейчас цена Юрлс по разным оценкам от 45 плюс долларов. Мы не знаем. Допустим, представим себе, что у нас есть ВСТО, там продается дороже. Мы берем среднюю по больнице. Российская нефть. И тогда мы с вами выходим на курс ближе к 100. Но я всегда понимаю так, это теоретический курс, а дальше мы добавляем стандартные люфты на управление, плюс-минус 15-20%. В моем понимании мы подошли ближе к нижнему, нижней границе этого люфта. И в моем понимании в этом цикле мы можем опереться в 72, допустим, рубль-доллар, но я считаю через юань, 10 юаней за рубль. Дальше, думаю, что на этом, более вероятно, что на этом все.

С

[SPEAKER_07] [703.68 - 746.70]

Ну сколько вот это укрепление продлится, пока тоже, конечно, сказать сложно. В январе, может быть, действительно ситуация будет яснее и с тем, какой вклад в инфляцию внесут и повышение тарифов на электроэнергию, собираются поднять с 1 января, и изменения налоговые и так далее. К нашей ставке теперь перейдем, потому что она тоже от всего этого зависит самым прямым образом. Вот американская ставка на этой неделе на 25 пунктов снизилась, турецкая на 150 пунктов. Мы через неделю какое решение скорее увидим? **Никита** сказал, что если там еще пару недель назад был консенсус, практически все считали, что минус 50 базисных пунктов, то сейчас уже и минус 150 есть прогноз.

[SPEAKER_04] [747.19 - 826.91]

Я скорее соглашусь с **Никитой** на 50% в каком контексте. Наверное, я думаю так же. Единственное, у меня есть личное впечатление следующее, что у нас монетарные власти немножко затянулись с повышением со временем процентных ставок. И в результате, если брать термин пилота, они задрали ставку несколько выше. Мы же зашли на критический угол атаки. И, возможно, мы также медленно будем оттуда уходить. Но зато потом уже ближе к концу, допустим, 26-го, она может пойти более вертикально вниз. Это как бы вот исходить, если... Я смотрю со стороны, как люди делают, может быть, прогнозирую, будут делать так же. Но с точки зрения, если бы я сидел в кабинете, я бы сходил с следующих вещей. У нас, давайте так, у нас дефицит бюджета по этому году будет чуть ниже 5 триллионов, так? Наши процентные расходы по итогам года. Расходы на обслуживание госдолга. Сколько мы должны потратить? Мы берем бюджет. Примерно чуть ниже трех. Прогнозно по концу года. Если у нас сейчас мы видим текущую ставку, и мы, допустим, имеем возможность, что она уйдет в нейтральный диапазон. Нейтральный диапазон за 20 лет примерно 7,8 я высчитывал. Ну, 8 годовых, допустим. То мы можем, допустим, сэкономить на расходах бюджета сколько? Ну, триллион. Может быть, триллион двести в год, в

теории, если это все дойдет. Это важно.

[SPEAKER_07] [828.27 - 830.53]

Это важный фактор.

[SPEAKER_04] [830.75 - 840.38]

Это тоже будет принято внимание. Мы экономика, мы не можем пережить такие большие люфты безболезненно. И пора как-то, мне кажется, выходить.

[SPEAKER_07] [841.27 - 861.05]

Пространство для сюрприза по ставке, тем не менее, на мой взгляд, по крайней мере, остается. И, возможно, он в нескольких случаях. Если ЦБ действительно понизит на 100, а то и на 150 базисных пунктов, либо, если он вообще не понизит ставку. Аргументы в пользу обоих сценариев есть. Давайте послушаем.

[SPEAKER_02] [866.48 - 903.91]

Динамика инфляции очень асимметрична. Инфляция быстро разгоняется и довольно медленно тормозит. В этих условиях даже умеренная задержка со снижением ключевой ставки несет в себе гораздо меньшие риски, чем излишние нарушения. В противном случае есть риски, что инфляция вновь ускорится и два года жесткой денежно-кредитной политики будут потрачены зря. Поэтому весьма вероятным сценарием является сохранение ставки на текущем уровне.

[SPEAKER_05] [904.19 - 947.50]

Я допускаю снижение ключевой ставки на декабрьском заседании на 100 базисных пунктов. Инфляция идет с существенным опережением прогнозов и ожиданий. Снижается инфляция существенно быстрее. Это говорит о том, что спрос также охлаждается достаточно быстро, внутренний спрос. Есть основания для ускорения шага снижения ключевой ставки. Причем первый квартал следующего года, первый квартал традиционно является наиболее слабым с точки зрения внутреннего спроса и рационально будет добавить поддержки экономики через смягчение денежно-кредитных условий более сильное.

[SPEAKER_07] [948.69 - 961.75]

Никита и Дмитрий, я вас обоих хочу спросить. А вы допускаете все-таки вариант сохранения ставки через неделю? Рынок труда по-прежнему горячий. Январские вот эти риски для инфляции, которые мы обсудили.

[SPEAKER_03] [962.15 - 992.35]

Действительно, можно предложить после сентябрьских и октябрьских действий Центрального банка, что будет выбран осторожный шаг. Но именно резкое замедление инфляции в декабре как будто предполагает и предрекает хотя бы какое-то снижение. И, наверное, есть смысл как-то подбодрить и рынок, и экономику, всех,

кто требует и просит снижения. Вот другой вопрос, что в январе, в феврале и в марте мы не увидимся.

[SPEAKER_07] [992.37 - 999.42]

В феврале и в марте, да, многие считают, что пауза будет достаточно долгая.

Дмитрий, согласны вы с такой версией?

[SPEAKER_04] [999.40 - 1008.30]

Я бы говорил тогда скорее в терминах мат-ожидания, то есть процентов 20, что могут сохранить, но 20. На этом, пожалуй, все.

[SPEAKER_07] [1009.19 - 1036.66]

Новости только что вышли от Центробанка. Свежая статистика по профициту внешней торговли. В октябре он у нас упал на 19%. Это еще один небольшой аргумент в копилочку все-таки ослабления рубля. Ну, говорим про инфляцию. Давайте в завершение вот этой темы говорим про ставку, подразумеваемую ФСЗ. Как вы считаете, потенциал роста по телу, вот как нам многие говорят, 20-25, а то и 30%, остается он еще на горизонте года?

[SPEAKER_04] [1036.95 - 1058.55]

Давайте так рассуждать. Если возьмем длинный участок кривой, возьмем 26-230 или 26-238. Это бумаги с хорошими оборотами, там есть что взять. Там мы можем увидеть, допустим, как первую цель 72 от номинала, вторую, допустим, в теории при хорошем развитии ситуации 90.

[SPEAKER_07] [1059.51 - 1141.92]

То есть сейчас вполне себе вариант продолжать, докупать или покупать, если кто-то впервые это делает, длинные ОФЗ? Вот у меня на калькуляторе так. Хорошо. Чтобы купить что-то ненужное, ну, например, там еще один выпуск ОФЗ, нужно продать что-нибудь ненужное, а мы пока не можем, хотя вот на этой неделе у нас появился вроде как такой шанс. Начался сбор заявок в понедельник на очередной этап обмена заблокированными активами. Знаете вы, конечно, про это. Брокер Инвестпалата снова занимается. Заявку можно подать до 30 декабря. Обмен для розничных инвесторов. Центробанк, тем не менее, начал борьбу за свои заблокированные активы на сумму около 260 миллиардов евро. Банк России сегодня сообщил, что подает иск к депозитарию Евроклир в арбитражный суд Москвы о взыскании убытков с формулировкой в связи с незаконными действиями депозитария и так далее. В четверг накануне большинство стран ЕС поддержали бессрочную блокировку российских активов. Обсуждать это будут на следующей неделе. 18 декабря. Вот два вопроса, наверное. Как вы перспективы этого иска оцениваете? Ну, то есть мы всерьез в арбитражном суде Москвы рассчитываем на евроклир надавить? Или мы такой сигнал посылаем, что, знаете, если что, у нас тут тоже вообще-то вашего заблокированного достаточно, и мы на ответные меры готовы?

[SPEAKER_04] [1142.00 - 1160.29]

Именно так. То есть мы видим прям четко по датам, раз наши стороны показывают Как на яхтинге, мы показываем правый борт, левый борт, чтобы все друг друга понимали, что никакие действия не останутся без ответа, это нормально. Пока просто обмен сигналами? На данном этапе да.

[SPEAKER_07] [1160.42 - 1191.64]

Если говорить про обмен для частных инвесторов, условия там такие. Надо стать клиентом инвестпалаты, к обмену можно предложить 2800 наименований иностранных бумаг, а не резидентам предложить поменять их на почти 80 российских активов. В основном голубые фишки – Сбер, ВТБ, Газпром, Лукойл и так далее. В обмен на зарубежные акции, насколько я понимаю, мы получаем не деньги, а инвесторы. российские бумаги. Мы вот нескольких брокеров спросили, их клиенты интересуются обменом и как вообще правильно это делать.

[SPEAKER_06] [1196.86 - 1272.48]

Спрос со стороны российских инвесторов к этому обмену, конечно же, большой. Всем уже надоело держать в портфелях эти заблокированные активы, с которыми невозможно ничего сделать. Конечно же, у ряда брокеров появляются иностранные контрагенты, у которых тоже заблокированы активы на счетах типа С в России. И как раз-таки эти контрагенты выступают покупателями тех заблокированных российских иностранных. это обменять активы. Эти активы должны быть куплены до июня 2022 года, когда на московскую биржу были введены санкции. Также вполне возможно, что схема будет предусматривать наличие материальной выгоды для тех российских инвесторов, которые захотят продать полученные ценные бумаги. Есть существенная вероятность, что этот обмен все-таки состоится, но, к сожалению, у нас нет стопроцентной гарантии, что эта схема будет реализована, потому что она требует получения разрешений как у российских властей, так и у зарубежных властей. Поэтому гарантировать то, что этот обмен все-таки состоится, к сожалению, на данный момент мы не можем.

[SPEAKER_00] [1272.50 - 1309.50]

Я бы не сказал, что это колоссальный интерес. Вообще для частного инвестора чаще всего идея обмена – это не через прямую обмену, а через процедуру перевода активов под контрольную юрисдикцию. В течение срока, от одного месяца до полугода, ожидает клиент, соответственно, поручение одного из активов. Но тут надо быть готовым к высоким комиссиям и к запросу довольно большого количества документов. Такой процесс, который требует терпения. Это с кем-то в общем, а инвестпалата уже может предложить какие-то свои детальные решения. этапы в рамках этой большой схемы. Я бы так сказал. По срокам, по комиссиям, соответственно.

[SPEAKER_07] [1310.71 - 1317.30]

Действительно, до года вся эта процедура может занять. Инвестпалата говорит, у нас минутка буквально остается. **Никита**, у тебя остались заблокированные активы?

[SPEAKER_03] [1317.38 - 1320.89]

Нет, у меня не было по состоянию на 2022 год.

[SPEAKER_07] [1320.93 - 1334.63]

Счастливым инвестор. **Дмитрий**, как вы оцениваете перспективы того, что вот этот третий этап обмена будет удачным? В прошлый раз там не больше трети от того, что мы заявляли российские инвесторы к обмену, они резиденты купили.

[SPEAKER_04] [1334.72 - 1341.70]

Я думаю, шансы есть, что пройдет следующая итерация, как в математике, метод последовательных приближений. Это новый шаг.

[SPEAKER_07] [1341.74 - 1351.67]

Вы бы стали сейчас предъявлять что-то к обмену или подождали, через год может уже там все снова возобновится и мы опять там на СПб бирже будем свободно Apple торговать?

[SPEAKER_04] [1351.65 - 1353.84]

Кстати, то, что вы говорите, совершенно не исключено.

[SPEAKER_07] [1353.96 - 1397.11]

Ну, хорошо. В общем, если кто-то надеется на то, что все разморозится глобально, а не точечно, то можно и подождать. Спасибо большое. Это «Рынки. Итоги недели». Спасибо **Никите** Макарову. Мы с **Дмитрием Сачиным** тут остаемся. Продолжим буквально через пару минут. Пока присылайте нам, пожалуйста, свои вопросы. У нас на YouTube трансляция продолжается, если что.

[SPEAKER_07] [1690.96 - 1769.88]

Это «Рынки. Итоги недели». Мы продолжаем. Со мной в студии **Дмитрий Сачин**, советник генерального директора «АВИ Кэпитал». Ждем, кстати, ваших вопросов в чат-боте телеграм-канала «Сам ты инвестор». QR-код сейчас на ваших экранах. Спасибо большое всем, кто вопросы нам свои уже прислал. Обязательно на них поотвечаем. Очень много вопросов в последние дни нам по поводу... компании «Монополия». Вот давайте сейчас об этом поговорим. Пламя дефолтов поднимается, крах на рынке ВДО, очень страшные заголовки вторую неделю нас преследуют. Причиной всему действительно та самая «Монополия», ее технический дефолт. В

конце прошлой недели эмитент не смог погасить облигации одного из своих выпусков на 260 миллионов рублей. При этом купоны последние по этой бумаге они заплатили, но там всего 6 миллионов. На этой неделе АКРА понижает рейтинг «Монополии» с ВВВ до С со статусом под наблюдением и прогнозом развивающейся. Цены на выпуски, не дефолтные, оставшиеся, падают до 20-26% от номинала. Вот если коротко для начала, что делать держателям? Надеяться и верить? Или выходить лучше по любой цене? Вот мы сегодня проводили опрос в телеграмме Santa Investor. Больше половины опрошенных, больше половины сказали, что они продолжают держать и верить. Ну, жалко продавать за 20%, я их понимаю.

[SPEAKER_04] [1770.52 - 1816.93]

Мне трудно себя поставить на место этих инвесторов, то есть надо там находиться и понимать, почему они покупали. Но, наверное, скажем так, здесь я бы хотя бы часть прикрыл. То есть слишком большой риск, и надо понимать, что если что-то пойдет не так, вы переходите к стадии, возможно, коллективных исков, раздела имущества. Вот у нас есть пример гарант инвестора. То есть мы понимаем, что это может затянуться на год, на два. Дальше вы просто посчитаете стоимость денег во времени. К чему вы хотите прийти? Любое решение надо составлять с точки зрения математики и уравнения. То есть эмоционально здесь отбросим. Вот составьте модель, ну, или с кем-то там посоветуйтесь, и составьте ее, а потом через день-два вернитесь, переслав, посмотрев, и только потом думайте принимать решение. Я бы так поступил.

[SPEAKER_07] [1816.91 - 1823.16]

Кстати, с точки зрения математики и налоговую же выгоду можно из этого извлечь, да, зафиксировав убыток?

[SPEAKER_04] [1823.18 - 1828.77]

Да, убытки тоже будут. Но ведь это чудес не бывает. Такая ситуация, они бывают. Мы это проходили.

[SPEAKER_07] [1828.85 - 1881.29]

Их все больше. Это же только одна новость. Вот другие сейчас коротко вам перечислю. Эксперт РА понижает кредитный рейтинг сегодня МВидео с А до ВВВ в связи, цитирую, с крайне слабыми финансовыми результатами по итогам первого полугодия 2025-го. НКР чуть раньше понижает кредитный рейтинг ТГК-14. Было А-, стало тоже ВВВ. Эмитент облигаций Домодедова договаривается с инвесторами о том, что выпуск, который на следующей неделе должен был гаситься на 15 миллиардов рублей, только через год они смогут погасить. Ну, за это вот предложили купон по бумаге повысить. Сейчас там КС плюс 300 базисных пунктов. Резко падали в цене на этой неделе облигации компании «Уральская сталь». Вот что с ней не так? Как на самом деле финансовые дела у «Монополии»? Во всех этих сложных кейсах попросили разобраться и генерального продюсера РБК Инвестиции **Анну Кожухарь**.

Ань, привет.

[SPEAKER_01] [1881.64 - 2026.89]

Привет, Элина. Давайте я начну, наверное, с «Монополии». Если мы поговорим о компании, то это такой предсказуемый кейс, потому что операционный убыток она отражала и в отчетности 2024 года, и в первом полугодии 2025. Чистый убыток при этом в 2024 был почти 3,5 миллиарда рублей. И с тех пор компания разместила еще больше облигаций. При соотношении чистый долг и беда 5 – это почти гарантированная задержка платежей. Но вот что касается монополита, тут скорее пугает даже не то, что у компании технический дефолт, а что сумма этого дефолта, простите, 260 миллионов рублей. А 25 января 2026 года компании предстоит погасить 3 миллиарда по облигациям третьей серии. И тут как бы кассовый разрыв, да? 60 миллионов закрыть не могут, а здесь миллиард. Очень сложно. К слову, АКРА понизила рейтинг «Монополии» с ВВВ еще 4 сентября. То есть рейтинговые агентства уже обращали внимание на проблемы с ликвидностью. Ну и как раз вчера АКРА рейтинг «Монополии», о чем ты уже говорил, понизила. С уральской сталью ситуация чуть-чуть другая, все-таки я уверена. Это и бизнес другой, и главное, это радикально другой объем. Там тоже негативная конъюнктура, общее падение рынка плюс крепость рубля. Операционный убыток, если судить по российским стандартам бухгалтерской отчетности, за третий квартал более 4,5 миллиардов рублей. У компании при этом 6 выпусков бондов на общую сумму примерно 32 миллиарда. И 25 декабря уральская сталь должна погасить выпуск на 10 миллиардов. Это примерно равно сумме минуса по свободному денежному потоку. Не исключаю, но скорее всего это вероятно данный факт, стимулирует заблаговременную продажу облигаций вот таких крупными держателями. Днем ранее в четверг НКР сообщило, что отзывает кредитный рейтинг эмитента и прогноз по нему, но это скорее мне кажется техническая история, там срок закончился. При этом АКРА понизила рейтинг уральской стали до А, изменив прогноз на негативный, на самом деле еще в феврале 2025 года. Будет дефолт или нет, сказать сложно, но круги по воде будут еще более сильными и тревожными, чем в случае с монополией, если это произойдет. Плюс оно все вызовет серьезную переоценку во всех рейтинговых группах, а не только в сегменте ВДО.

[SPEAKER_07] [2026.87 - 2089.23]

Да, спасибо большое. **Аня Кожухарь** подробно про уральскую сталь, про «Монополию». И, кстати, добавлю еще такую штуку, что техдефолт вообще может вызвать кроссдефолт, потому что держатель других выпусков автоматически могут потребовать досрочного погашения своих облигаций. **Ирина** спрашивает нас, есть ли у РБК информация о том, как будет действовать эмитент «Монополии». **Ирина**. Мы обращались в компанию за комментариями, разумеется. Нам обещали, что вот ко вторнику они сформируют какое-то понимание, какой-то план действий возможный. Мы еще раз обязательно с «Монополией» свяжемся, будем ждать и, разумеется, сразу же вам все будем рассказывать. Вообще, **Дмитрий**, свежая еще, конечно, память,

незаросли еще финансовые раны наши от мартовского дефолта «Гарант Инвеста» на 14,5%. миллиардов и есть такая рыночная статистика что около 40 процентов тех дефолтов переходит в полноценный дефолт в течение 10 дней и около 70 процентов в течение полугода бежать с этого рынка ну вот честно

[SPEAKER_04] [2089.51 - 2120.93]

Давайте так. Во-первых, надо понять, как вы туда пришли. Есть какие-то правила еще 80-х годов. Мы можем почитать истории **Майкла Милкена** в 1980-х. То есть надо где-то поучиться. Что мы можем себе сказать? Как пример. Сейчас, наверное, новых денег заводить я бы туда не стал, на этот рынок. Либо подходить уже математически так. Окей, мы зашли на рынок ВДО. Зачем мы туда пришли? Мы хотим заработать 25-30%. Ну, допустим. Дайте модель представим. Она довольно простая.

[SPEAKER_07] [2120.95 - 2129.88]

Сейчас, я только секунду уточню. Под ВДО мы сейчас, если говорить про кредитный рейтинг, что подразумеваем? Ну, я... И минус уже можно к ВДО отнести?

[SPEAKER_04] [2129.94 - 2136.85]

С учетом того, как раньше, видимо, выдавались рейтинги, включаем видео, то, наверное, вы правы. Я очень корректно стараюсь быть.

[SPEAKER_07] [2136.83 - 2143.14]

То есть АААА, вот это то, в чем еще пока относительно безопасно. Все, что ниже, уже считаем ВДО.

[SPEAKER_04] [2144.34 - 2191.79]

Дальше давайте простая математика. Мы рассчитываем получить 25-30. Допустим, ради чего лезть тогда в этот рынок? Хорошо, давайте представим себе, какой процент эмитентов уйдет в дефолт. Ну, абстрактно. Сейчас по разным оценкам, ну, самый минимум, который я с людьми обсуждал, 5%. Окей, мы залезли под 25, у нас уже 5 вычли. И что нам остается? 20 годовых? Тогда вопрос, а зачем нам туда вообще идти, если есть, в крайнем случае, ГТЛК? Это просто математика. И дальше надо смотреть. Потом второй момент. Если мы туда пошли, на этот рынок ВДО, надо вспоминать старую историю, что было в Штатах. Тогда окей, мы берем 100 эмитентов, ну хотя бы 50, чтобы у нас было 2% на одного эмитента. 50 эмитентов.

[SPEAKER_07] [2191.93 - 2211.71]

Это классическая схема, да. Тут я совершенно согласна. Но никто этого не делает. Не все готовы, да, просто портфели с 50-100 эмитентов собрать. Последний вопрос тогда у нас зритель спрашивает. В облигациях девелоперов, в частности в облигациях Самолета, как вы риски сейчас оцениваете?

[SPEAKER_04] [2211.73 - 2236.06]

Ну, скажем так... Не хотелось бы там, может быть, что-то сказать. По ощущениям риски процентов 25, я бы оцениваю так, 75%, что они как-то бочком ползком к концу года, если будет снижение ставок, что ситуация как-то будет улучшаться. **Никому** не нужен такой большой эмитент с... большими проблемами.

[SPEAKER_07] [2236.18 - 2273.04]

Но 25% гипотетического даже риска это очень много, так что принимайте решение, пожалуйста, осознанно. Давайте про рынок акций мы успеем немного тоже поговорить. Один из самых низкодоходных в этом году, но на фоне вот этих пожаров в облигациях, один пока, по крайней мере, из самых спокойных. Какой у вас взгляд сейчас на рынок? Есть, скажем так, наверное, наших гостей можно разделить на две категории. Одни считают, что примерно год мы будем... В этом унылом боковике тащится и на тех же значениях можем закрыть и 26-й год. И есть другая часть, которая дает обстоятельства 30-40-45% через год. Вы с кем?

[SPEAKER_04] [2273.14 - 2313.08]

Ну, я скажу ближе в историю второй части ваших гостей. Скажу так, вот мне кажется, что если брать какую-то модель экономических циклов и циклов нашего фондового рынка, то мы находимся в цикле похожем, можем оказаться, гипотеза, что это новый двадцать третий год. Можем это быть. Давайте вспомним двадцать второй. Какое было очень неприятное ощущение от фондового рынка. Были большие падения. Это длилось. Потом мы лежали на дне с октября по март. Шесть месяцев. С октября 22 по март 23.

[SPEAKER_07] [2313.16 - 2319.46]

И потом... Кажется, и внешние, и внутренние, и вводные очень разные. То есть вы просто на технику опираетесь здесь сейчас?

[SPEAKER_04] [2319.48 - 2355.39]

Я сторонник циклов. Во-первых, мы можем смотреть графики. Во-вторых, эти циклы отражают в том числе даже гормональное поведение инвесторов. То есть все, что происходит у нас в голове. Если мы посмотрим даже на 100-летний цикл СНП, больше двух лет мы никогда не видели, что было совсем плохо. Давайте посмотрим, что у нас сейчас. Важная дата. У нас когда началось последнее падение, будем считать, после восстановления, после 23-го? Берем с собой момент, что май 24-го года. Сегодня у нас какой месяц? Декабрь 25-го. Мы имеем один год и семь месяцев. По моим наблюдениям, скажем, больше двух лет такое не длится никогда. Ну, крайне маловероятно.

[SPEAKER_07] [2355.41 - 2357.03]

Как начнем отрастать?

[SPEAKER_04] [2357.01 - 2377.14]

С каждым месяцем, вероятность, мы всегда должны держать план «Б». То есть я же имею в виду и план «Б». План «Б» какой? Что мы опять уходим на 2,350-2,400 why not, а куда можем пойти дальше? 2,150. По 2, наверное, придут все, достанут депозиты и собирать будут все оставшееся.

[SPEAKER_07] [2377.22 - 2385.43]

Вы как свой портфель в связи с этим сейчас простраиваете? У вас есть вообще акции на данный момент в портфеле или вы подождете еще немножко?

[SPEAKER_04] [2386.93 - 2434.39]

На рынке всегда присутствует страх и жадность, но это на самом деле две стороны одной медали. По моим впечатлениям, что есть какой-то страх упустить даже те возможности, которые могут открыться. Хотя рынок сейчас очень сдержанно воспринимает, но мне кажется, что это очень интересный момент. Когда мы видим **Сбер** ниже капитала 0,85-0,9, мы видим прогнозные дивиденды **Сбера** уже заложены в бюджет. Мы в октябре смотрели это, то есть мы можем посчитать 36+. Это 12-я доходность, может быть, да, то есть почему нет, почему не попробовать, есть там какие-то технологии, все забыли про Газпром, а ведь скажу так, вот у нас сегодня пятница, и мы третий день выше 200-дневной средней, когда это было в последний раз, ребята, это интересный момент.

[SPEAKER_07] [2435.24 - 2453.90]

То есть даже если для Газпрома, я все пытаюсь к какому-то фундаменталу и мне понятному объяснению свести, даже если для Газпрома ситуация не улучшится вообще никак с точки зрения санкций, с точки зрения экспортных каких-то потоков, все равно акция, как живущая отдельной жизнью сущность, может резко скакнуть.

[SPEAKER_04] [2453.92 - 2503.51]

Это сущность, и можно взять калькулятор и посчитать почему. Давайте возьмем, например, Газпрома. Что мы имеем? EBITDA сколько? Три. Долг EBITDA сколько? Полтора. Окей. Какой у нас долг? По-моему, 6 триллионов. Чисто денежные 500, 5,5 триллионов долг. Прекрасно. Если в следующем году гипотеза, снижается ставка, у нас с вами расходы на обслуживание долга могут снизиться 350 минус, правильно? У нас 1 июля произошла очень знаменательная дата, она была запланирована еще в прошлом году. У нас повысили цены на газ для общих потребителей на 10, но для электростанций, обратите внимание, 20. Я смотрю, думаю, подождите, вот это уже интересно. Я не был несколько лет в «Газпроме». Сейчас вы в нем. Мне кажется, есть смысл посмотреть.

[SPEAKER_07] [2503.59 - 2516.12]

На понятных аргументах **Сбер**, хотя бы на том простом, на двух аргументах практически гарантированный не самый плохой дивиденд и цена низкая относительно капитала.

[SPEAKER_04] [2516.18 - 2539.50]

Что еще? У нас есть Т-технологии, это компромисс между банками и IT. Плюс, если сравнивать, допустим, Т-технологии со **Сбером**, они все-таки работают в другом сегменте. Это похожие банки, но я их разделяю. И давайте смотреть чисто процентную маржу, как она образуется. Мне кажется, это тоже интересный кейс, который стоит посмотреть.

[SPEAKER_07] [2539.48 - 2557.39]

Пока очень большие, супер ликвидные фишки вы называли. На второй, третий эшелон смотрите ли вы? Вот, кстати, на этой неделе IPO прошло, мы уже упомянули, коротко, компания «Базис» разместилась, 3 миллиарда рублей привлекла. Вот такого рода бумаги входит в контур вашего внимания сейчас?

[SPEAKER_04] [2558.25 - 2588.78]

Знаете как, вот когда летишь, надо вскользь смотреть, вот пролетел Базис, да, там видно, что, наверное, можно заработать, да, наверное, но когда ты видишь все остальное огромное, и там потенциалы роста примерно такие же, то вопрос, зачем? Ну, можно посмотреть на Русал, да, там, то есть тут... Там можно объяснять, я могу объяснить логику. Сравним с Alcoa, что происходит. Допустим, русские же компании не в космосе торгуются. Мы просто часть мирового рынка своими нюансами.

[SPEAKER_07] [2588.86 - 2590.28]

Я смотрю, что происходит.

[SPEAKER_04] [2590.34 - 2603.80]

Есть нюансы, но попробуйте, пусть наши зрители попробуют наложить графики Alcoa в долларах и Русала в рублях. Просто сами наложите и посмотрите, может быть найдете что-то интересное.

[SPEAKER_07] [2603.78 - 2657.97]

Вот вам домашнее задание на выходные. Про «Лукойл» что вы думаете? «Лукойл» на этой неделе приободрился, накануне почти 3%, бумаги прибавили. **Рейтер** сообщил, что «Лукойл» среди десятка заявок на покупку своих зарубежных активов склоняется к предложению американского инвестбанка, который хочет безналичную сделку. Ценные бумаги Лукойла, которые сейчас у американских инвесторов, которые заморожены, передают Лукойлу в обмен на его глобальные активы. Ну, правда, для этого сначала разрешение Минфина США надо получить. Но вообще, вот для Лукойла и для его акционеров это хорошая новость, потому что мы не за бесценок отдаем свои активы. Мы, в принципе, за них что-то получаем, потому что были риски, что просто они могут попасть под отчуждение. Или это не очень хорошая новость, потому что **Лукойл** что со всеми акциями будет делать? В рынок продавать или там казначейский пакет свой наращивать?

[SPEAKER_04] [2658.13 - 2690.03]

Более вероятно, наверное, будет наращивать казначейский пакет, возможно, затем гасить. Это идеальный расклад. Мы на примере «Полюса» видели, что крупные эмитенты могут это делать. Это уже в России нормальная практика. Это повышает капитализацию компании и доверие. Мне кажется, что это был бы очень интересный вариант, который бы... **Меня** бы, допустим, не слишком устроил. Мне бы хотелось, чтобы «Лукойл» остался в Европе. Это большой рынок, как Лукойл огромной компании. Это значимый игрок в мире. Хотелось бы, конечно, чтобы он там тоже остался. Но пока, видите, не очень получается.

[SPEAKER_07] [2690.11 - 2692.27]

Ну, посмотрим. А где же Лукойл в вашем портфеле?

[SPEAKER_04] [2692.84 - 2695.12]

Но мы же не говорим про все.

[SPEAKER_07] [2695.16 - 2701.03]

А чем он вам не нравится? Вот объясните мне, логика? Мне кажется, можно наложить логику Газпрома, **Сбера** и всех остальных.

[SPEAKER_04] [2701.05 - 2749.72]

Да, это все здорово. Единственное, что вот и лукойл мне нравится, и где-то там частями он присутствует. Но немножко объясню. Вот последние, так сказать, действия... которые мы видим вокруг Венесуэлы, наталкивают на мысль, что стоимость на нефти может быть и в долларах некоторое время еще дешевая. Вот давайте так, может быть, вас интересен смолтолк. У меня был смолтолк интересным человеком из Штатов. И вот как говорит **Дима**. У нас реальная инфляция, вот как люди ощущают инфляцию в США, где-то 7-9%. Он говорит, я вижу это по медике, по разным видам расходов. Но что нам бросается в глаза и на что обращают внимание американцы, это цена на заправках бензина. И вот эта цена, она как бы держит инфляцию внизу. И мы видим, что, возможно, штатам действительно нужны недорогие цены на нефть.

[SPEAKER_07] [2749.74 - 2769.56]

И пока, может быть, скажем... С другой стороны, это перед выборами было актуально, и сразу после. Сейчас об этом гадать бесполезно. У нас полторы минутки остается. Давайте про металлы очень коротко. И золото, и серебро действительно переписывали максимумы на этой неделе. Что вы думаете, есть там еще потенциал роста?

[SPEAKER_04] [2769.60 - 2798.21]

Мне кажется, самые очевидные деньги в золоте мы уже прошли. Вот если с точки

зрения пересчета стоимости золота за десятилетия через CPI, допустим, или через процентные ставки, серебро сейчас догоняет и находится, в моем понимании, где-то в финальной стадии, но там в теории потенциал еще, скажем так, сейчас у нас... С 60 до 80 в теории доехать можно, но это уже будет сложно. И подольше.

[SPEAKER_07] [2798.29 - 2800.93]

Не 116% за год, как в 2025.

[SPEAKER_04] [2801.53 - 2824.99]

Вот в этих металлах основная тема уже сыграна. А вот там, где еще все впереди, возможно, это первая платина. А потом, ну пока про потом, **палладий**. Вот там мы еще можем гипотезу увидеть что-то интересное. И, соответственно, у нас есть в России норильский никель, который слаган во времени. У него же идеальный коктейль – медь.

[SPEAKER_07] [2824.97 - 2855.20]

Набор хороший. Спасибо. Спасибо за идею. **Дмитрий** Сачин был в нашей студии. Я продолжу разговор о самом важном, что происходит на нашем рынке и что нужно знать частному инвестору буквально через несколько минут уже в студии Радио РБК. Включайте Инвестчас в 17.10 по Москве. Слушать, кстати, Радио РБК можно прямо на сайте РБК. Ну а это рынки и итоги недели на телеканале. Смотрите нас также на Ютубе, Рутубе, Вконтакте. В любое время ждем ваших вопросов. Спасибо большое всем и хороших выходных.