



ВСТУПИТЕЛЬНЫЕ ЦИФРЫ

10 **В ОЖИДАНИИ
БЕЛЫХ ЛЕБЕДЕЙ**
НЕ ПОРА ЛИ РОССИИ
ГОТОВИТЬСЯ К ОТМЕНЕ
САНКЦИЙ

19 **ЮАНИ И АВОСЬ**
ПОЧЕМУ КИТАЙСКАЯ
ВАЛЮТА НЕ ЗАМЕНИЛА
АМЕРИКАНСКУЮ
НА РОССИЙСКОМ РЫНКЕ

24 **КЕЙС КЕЙНСА**
КАК ТЕОРИЯ
БРИТАНСКОГО ЭКОНОМИСТА
ПОКОРЯЛА МИР

38 **СТАВКИ ТЕРЯЮТ
ВЫСОТУ**
БАНКИ АКТИВНО МЕНЯЮТ
УСЛОВИЯ ПО ВКЛАДАМ

43 **КРИПТО-
РАЗОЧАРОВАНИЕ**
ПОЧЕМУ КУРС БИТКОИНА
ВЕРНУЛСЯ К УРОВНЯМ
ЧЕТЫРЕХМЕСЯЧНОЙ
ДАВНОСТИ

47 **СВОЙ ПОДЪЕЗД
К КЛИЕНТУ**
СКОЛЬКО СТОЯТ ТАКСИ
ОСОБОГО НАЗНАЧЕНИЯ

50 **13 МГНОВЕНИЙ
ВЕСНЫ**
ВО СКОЛЬКО ОБОЙДЕТСЯ
МАЙСКИЙ ОТДЫХ

ДЛЯ ЧЕГО НУЖЕН ЗАКОН
«О ПЛАТФОРМЕННОЙ
ЭКОНОМИКЕ»

Все новости как на ладони.

16+ реклама

Подписывайтесь
на @kommersant
в Telegram 



ГАДАНИЕ НА САНКЦИИ



МИХАИЛ МАЛУХИН
выпускающий редактор

Помните, как три года назад начиналась санкционная война? Когда в придачу к жесткой экономической и финансовой блокаде западные компании зачем-то решили лишить россиян гамбургеров, колы и американских роялей, а породистых кошечек и собачек — на полном серьезе — их европейской родословной. В те дни, грешным делом, я купил на память банку колы. Каково же было удивление, когда точно такую же обнаружил через пару месяцев в магазине, но уже родом не из России, а из Британии, а еще были из Дании, Нидерландов, Азербайджана. Ностальгия по западным деликатесам быстро утихла, благо, на прилавках появились отечественные хамоны и бри. Но осадочек остался.

Видимо, поэтому, когда в марте на волне потепления дипотношений России и США исследователи Superjob.ru по просьбе «Денег» задали вопрос россиянам, верят ли они в отмену санкций в этом году, лишь 7% ответили положительно. При этом многие в комментариях написали, что подобные перемены, по их мнению, только навредили бы: самим, мол, надо все производить и своим себя обеспечивать. Тем временем мнения опрошенных «Деньгами» экономистов и экспертов финансового рынка о пользе и вреде отмены санкций разделились. В этом номере мы приводим разные точки зрения, заодно напоминаем историю экономических отношений двух стран и анализируем перемены, что произошли за эти годы в нашей экономике, в биржевых торгах и в обычной жизни.

ТЕМАТИЧЕСКОЕ ПРИЛОЖЕНИЕ К ГАЗЕТЕ «КОММЕРСАНТЪ» («ДЕНЬГИ»)

МИХАИЛ ЛУКИН —
главный редактор газеты «Коммерсантъ»

АЛЕКСЕЙ ШМЕЛЕВ —
директор «Издательского синдиката»

ТАТЬЯНА БОЧКОВА — РЕКЛАМНАЯ СЛУЖБА
ТЕЛ. (495) 797-6996, (495) 926-5262

МИХАИЛ МАЛУХИН — ВЫПУСКАЮЩИЙ РЕДАКТОР
ОЛЬГА БОРОВАГИНА — РЕДАКТОР
КИРА ВАСИЛЬЕВА — ОТВЕТСТВЕННЫЙ СЕКРЕТАРЬ
ПЕТР БЕМ — ГЛАВНЫЙ ХУДОЖНИК
АЛЕКСАНДР ШПАКОВСКИЙ —
руководитель фотослужбы
ЕКАТЕРИНА РЕПЯХ,
ГАЛИНА КОЖЕУРОВА — ФОТОРЕДАКТОРЫ
ЕЛЕНА ВИЛКОВА — КОРРЕКТОР

ФОТО НА ОБЛОЖКЕ: АЛЕКСАНДР ПОДГОРЧУК

АДРЕС РЕДАКЦИИ И ИЗДАТЕЛЯ:
123112, Г. МОСКВА, ПРЕСНЕНСКАЯ НАБ. Д.10
БЛОК С. ТЕЛ. (495) 797-6970, (495) 926-3301

УЧРЕДИТЕЛЬ: АО «КОММЕРСАНТЪ»

ЖУРНАЛ ЗАРЕГИСТРИРОВАН ФЕДЕРАЛЬНОЙ
СЛУЖБОЙ ПО НАДЗОРУ В СФЕРЕ СВЯЗИ,
ИНФОРМАЦИОННЫХ ТЕХНОЛОГИЙ И МАССОВЫХ
КОММУНИКАЦИЙ (РОСКОМНАДЗОР)
СВИДЕТЕЛЬСТВО О РЕГИСТРАЦИИ СМИ —
ПИ №ФС77-76923 ОТ 11.10.2019

ТИПОГРАФИЯ:
ООО «ПЕРВЫЙ ПОЛИГРАФИЧЕСКИЙ КОМБИНАТ»
РОССИЯ, 143405, МОСКОВСКАЯ ОБЛАСТЬ,
Г. КРАСНОГОРСК, П/О «КРАСНОГОРСК-5»,
ИЛЬИНСКОЕ ШОССЕ 4-ЫЙ КМ

ТИРАЖ: 52000
БЕСПЛАТНО

16+

В ЭТОМ НОМЕРЕ

ЦЕНА СЛОВ

4 **РАЗРУШИТЕЛЬНАЯ РИТОРИКА**
К ЧЕМУ ВЕДУТ ТАРИФНЫЕ ВОЙНЫ

ТРЕНД

6 **ЗОЛОТАЯ ЛИХОРАДКА**
ЗАЧЕМ БИРЖЕВЫЕ ФОНДЫ КУПИЛИ 100 ТОНН ЗОЛОТА В ЭТОМ ГОДУ

ТЕМА НОМЕРА

8 **ПЛАТФОРМЕННЫЙ КОМПРОМИСС**
КАК И КУДА ИДЕТ ОБСУЖДЕНИЕ «ЗАКОНА О МАРКЕТПЛЕЙСАХ»

БОЛЬШИЕ ДЕНЬГИ

10 **В ОЖИДАНИИ БЕЛЫХ ЛЕБЕДЕЙ**
НЕ ПОРА ЛИ РОССИИ ГОТОВИТЬСЯ К ОТМЕНЕ САНКЦИЙ

14 **ДЕРЖАТЬ ЛОКАЛИЗАЦИЮ ПО ВЕТРУ**
ОТЕЧЕСТВЕННЫЕ КОМПАНИИ РАСШИРЯЮТ ПРОИЗВОДСТВО ЗЕЛЕННОЙ ЭНЕРГИИ

16 **«ЕСТЬ ДВА ФАКТОРА, РАБОТАЮЩИХ НА СНИЖЕНИЕ ИНФЛЯЦИИ»**
УВЕРЕН ЭКС-МИНИСТР ФИНАНСОВ РОССИИ МИХАИЛ ЗАДОРНОВ

18 **ПО СТАВКЕ СМІРНО**
ЧЕГО ЖДЕТ РЫНОК ОТ МАРТОВСКОГО ЗАСЕДАНИЯ ЦБ

19 **ЮАНИ И АВОСЬ**
ПОЧЕМУ КИТАЙСКАЯ ВАЛЮТА НЕ ЗАМЕНИЛА АМЕРИКАНСКУЮ НА РОССИЙСКОМ РЫНКЕ

22 **ТРАМП РАЗОГРЕЛ ИНВЕСТИЦИИ**
МИРОВЫЕ ИНВЕСТОРЫ РЕКОРДНЫМИ ТЕМПАМИ СКУПАЮТ АКЦИИ ЕВРОПЕЙСКИХ КОМПАНИЙ

ВЕЛИКИЕ ФИНАНСИСТЫ

24 **КЕЙС КЕЙНСА**
КАК ТЕОРИЯ БРИТАНСКОГО ЭКОНОМИСТА ПОКОРЯЛА МИР

СВОИ ДЕНЬГИ

30 **ПИФЫ ЗАДАЮТ ТРЕНД**
САМЫЕ ВЫГОДНЫЕ ИНВЕСТИЦИИ МАРТА

32 **ФАКТОР РОСТА**
НА ФИНАНСОВОМ РЫНКЕ НАБИРАЮТ ПОПУЛЯРНОСТЬ ФАКТОРНЫЕ СТРАТЕГИИ

34 **РУБЛЬ ПЕРЕШЕЛ В НАСТУПЛЕНИЕ**
КУРСЫ МИРОВЫХ ВАЛЮТ В РОССИИ ОБНОВИЛИ МНОГОМЕСЯЧНЫЕ МИНИМУМЫ

35 **«2025 — ГОД СБАЛАНСИРОВАННЫХ ИНВЕСТСТРАТЕГИЙ»**
УВЕРЕНА ВИЦЕ-ПРЕЗИДЕНТ, РУКОВОДИТЕЛЬ PRIVATE BANKING И «ПРИВИЛЕГИИ» ВТБ ОКСАНА СЕМЕНЕНКО

36 **ГОСДОЛГ ПОШЕЛ В МАССЫ**
МИНФИН ВЫПОЛНИЛ ПЛАН ПО ГОСОБЛИГАЦИЯМ ДОСРОЧНО

38 **СТАВКИ ТЕРЯЮТ ВЫСОТУ**
БАНКИ АКТИВНО МЕНЯЮТ УСЛОВИЯ ПО ВКЛАДАМ

40 **РАЗРЕШЕНИЕ НА САМОЗАПРЕТ**
КАК НЕ ПОПАСТЬ В КАПКАН МОШЕННИКОВ, ИЗБЕГАЯ ИХ УЛОВКОВ

42 **«РОССИЙСКИЕ КОМПАНИИ ОТКРЫТЫ ТЕХНОЛОГИЧЕСКОМУ ПРОГРЕССУ»**
ГОВОРИТ ДИРЕКТОР ПО РАЗВИТИЮ КОРПОРАТИВНОГО БИЗНЕСА «МЕГАФОНА» НАТАЛЬЯ ТАЛДЫКИНА

43 **КРИПТОРАЗОЧАРОВАНИЕ**
ПОЧЕМУ КУРС БИТКОЙНА ВЕРНУЛСЯ К УРОВНЯМ ЧЕТЫРЕХМЕСЯЧНОЙ ДАВНОСТИ

44 **РЕДКИЙ ВИД**
КАК ВЫКУПИТЬ ЖИЛЬЕ ПОСЛЕ ЕГО АРЕНДЫ

46 **МЕСТО ИМЕЕТ ЗНАЧЕНИЕ**
ПОЧЕМУ РЕГИОНАЛЬНАЯ НЕДВИЖИМОСТЬ ДОРОЖАЕТ БЫСТРЕЕ СТОЛИЧНОЙ

47 **СВОЙ ПОДЪЕЗД К КЛИЕНТУ**
СКОЛЬКО СТОЯТ ТАКСИ ОСОБОГО НАЗНАЧЕНИЯ

50 **13 МГНОВЕНИЙ ВЕСНЫ**
ВО СКОЛЬКО ОБОЙДЕТСЯ МАЙСКИЙ ОТДЫХ

52 **ДАВАЙТЕ ОТДЫХАТЬ ПОЕЗДАМИ**
КАК В РОССИИ РАЗВИВАЕТСЯ ЖЕЛЕЗНОДОРОЖНЫЙ ТУРИЗМ

РАЗРУШИТЕЛЬНАЯ РИТОРИКА

За два месяца на посту президента США Дональд Трамп подтвердил репутацию одного из самых активных публичных политиков современности. Правда, его словесные интервенции чаще приводят не к созидательным, а разрушительным последствиям. Пока лишь добрые слова в адрес автомобиля Tesla принесли прибыль компании его друга Илона Маска. Заявление о создании государственных крипторезервов вопреки ожиданиям не поддержало, а обвалило биткойн. Воинственная риторика и введение пошлин на товары Канады, Мексики, Китая и ЕС не только нанесли удар по рынкам упомянутых стран, но и потрясли фондовый рынок США. Похоже, инвесторов не убедило инаугурационное заявление нового президента о том, «золотой век Америки начинается прямо сейчас». По подсчетам Bloomberg, только за первый месяц правления тарифная риторика уронила фондовый индекс S&P500 на 4,8%, а совокупная капитализация входящих в индекс американских компаний потеряла \$3,4 трлн. Как ранее писали «Деньги», по расчетам французского Центра исследований проблем индустриализации CEMI, тарифные войны могут стоить США до 1,3% ВВП и будут способствовать разгону инфляции, с которой ФРС так долго боролась •

ПРЕЗИДЕНТ США
ДОНАЛЬД ТРАМП
(В СОЦСЕТИ TRUTH SOCIAL)

«Я ТОЛЬКО ЧТО ПРОВЕЛ ДЛИННЫЙ И ОЧЕНЬ ПРОДУКТИВНЫЙ ТЕЛЕФОННЫЙ РАЗГОВОР С ПРЕЗИДЕНТОМ ПУТИНЫМ».

ГЛАВА ФРС США
ДЖЕРОМ ПАУЭЛЛ
(ВЫСТУПАЯ В КОНГРЕССЕ США)

«ЕСЛИ ЭКОНОМИКА БУДЕТ ОСТАВАТЬСЯ СИЛЬНОЙ, А УСТОЙЧИВОЕ ДВИЖЕНИЕ ИНФЛЯЦИИ К ЦЕЛЕВОМУ ПОКАЗАТЕЛЮ НЕ ПРОДОЛЖИТСЯ, МЫ МОЖЕМ СОХРАНЯТЬ НАШУ ПОЛИТИКУ ОГРАНИЧИТЕЛЬНОЙ ДОЛЬШЕ».

ПРЕЗИДЕНТ РОССИИ
ВЛАДИМИР ПУТИН
(В ИНТЕРВЬЮ ВГТРК)

«МЫ МОГЛИ БЫ ВМЕСТЕ С АМЕРИКАНСКИМИ КОМПАНИЯМИ ПОДУМАТЬ О СОВМЕСТНОЙ РАБОТЕ ПО ЭТОМУ НАПРАВЛЕНИЮ. НАПРИМЕР, В КРАСНОЯРСКОМ КРАЕ ЕЩЕ В СОВЕТСКОЕ ВРЕМЯ БЫЛИ ПЛАНЫ СТРОИТЕЛЬСТВА НОВОЙ ГИДРОЭЛЕКТРОСТАНЦИИ И СОЗДАНИЯ ДОПОЛНИТЕЛЬНЫХ ПРОИЗВОДСТВ ПО ВЫПУСКУ АЛЮМИНИЯ».

ПРЕЗИДЕНТ США
ДОНАЛЬД ТРАМП
(НА ВСТРЕЧЕ С ВЛАДИМИРОМ ЗЕЛЕНСКИМ В БЕЛОМ ДОМЕ)

«ВЫ МНОГО ГОВОРИЛИ. У ВАШЕЙ СТРАНЫ БОЛЬШИЕ ПРОБЛЕМЫ. ЭТО НЕ ВЫИГРЫШНАЯ СТРАТЕГИЯ. ВЫ НЕ ВЫИГРАЕТЕ. У ВАС ЧЕРТОВСКИ ПЛОХИЕ ШАНСЫ НА ПОБЕДУ».

12 февраля

ИНДЕКС МОСБИРЖИ НА ВЕЧЕРНЕЙ СЕССИИ ВЫРОС НА 5,7%, ДО 3200 ПУНКТОВ

24 февраля

ДОХОДНОСТЬ ГОДОВОГО ВЫПУСКА US TREASURIES ВЫРОСЛА НА 0,078 П. П., ДО 4,32%

24 февраля

АКЦИИ «РУСАЛА» ПОДОРОЖАЛИ НА 6,4%, ДО 41,495 РУБ.

28 февраля

ЧЕТЫРЕХЛЕТНИЕ ГОСУДАРСТВЕННЫЕ ОБЛИГАЦИИ УКРАИНЫ ПОДЕШЕВЕЛИ НА 0,6%, ДО 83,248% ОТ НОМИНАЛА



ДРОГНЕТ ЛИ СТАВКА

Оставит ли совет директоров Банка России на заседании 21 марта ключевую ставку на уровне 21%, гадают аналитики банков и биржевые брокеры. Накануне зампред ЦБ Алексей Заботкин в кулуарах форума финансового рынка, организованного АКРА, дал понять, что ставку могут повысить, поскольку макроэкономические данные «значимо картину не меняют». По данным Росстата, инфляция за февраль выросла на 0,81% после январских 1,23%. Годовая инфляция ускорилась до 10,06% (аналитики ожидали 10,04%) с 9,92% на конец января и 9,52% на конец декабря 2024 года.

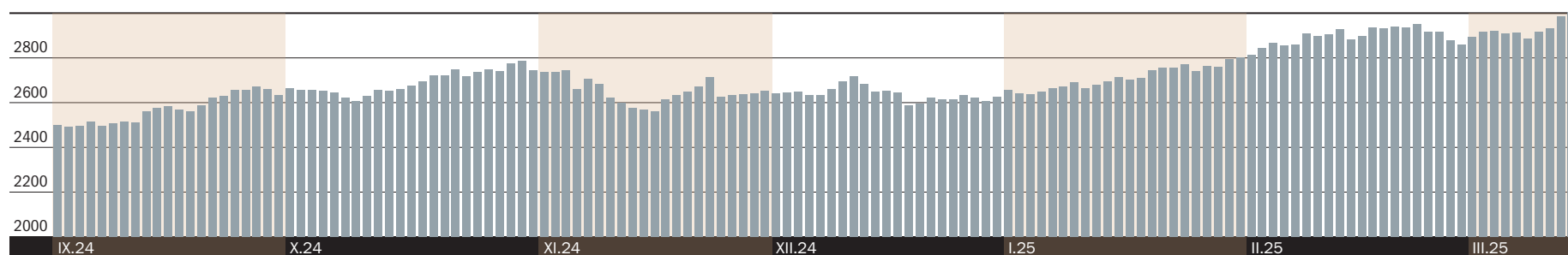
С МНЕНИЯМИ АНАЛИТИКОВ О ПОЛИТИКЕ ЦБ
МОЖНО ОЗНАКОМИТЬСЯ В СТАТЬЕ «ПО СТАВКЕ СМІРНО» НА СТРАНИЦЕ 18.



ПОЧЕМУ ДОРОЖАЕТ РУБЛЬ

С начала года на внебиржевых торгах в России доллар подешевел на 38% (со 113 руб. 1 января до 85 руб. 14 марта). Аналитиков это не удивляет: причина — в сезонности, в традиционном падении импорта в начале года при одновременном росте экспорта, что ведет к избытку предложения валюты на рынке. Министра финансов России Антона Силуанова перспективы переукрепления рубля не пугают. По его словам, правительство не ждет в этой связи потерь для бюджета, поскольку одновременно пересчитан и макроэкономический прогноз по росту ВВП.

О ПРИЧИНАХ И ПОСЛЕДСТВИЯХ ДВИЖЕНИЯ КУРСА ВАЛЮТ
ЧИТАЙТЕ В СТАТЬЕ «РУБЛЬ ПЕРЕШЕЛ В НАСТУПЛЕНИЕ» НА СТРАНИЦЕ 34.



ЗОЛОТАЯ ЛИХОРАДКА

ЗАЧЕМ БИРЖЕВЫЕ ФОНДЫ КУПИЛИ 100 ТОНН ЗОЛОТА В ЭТОМ ГОДУ



Мировые инвесторы активно скупают золото. С начала года активы фондов, ориентированных на инвестиции в благородный металл, выросли более чем на 100 тонн, до 2,76 тыс. тонн. Институциональные инвесторы уходят в «тихую гавань» на фоне политики, проводимой американским президентом. Российские инвесторы в общем тренде, но для них металл — это в первую очередь альтернатива «токсичным» валютам.

По данным Bloomberg, в начале марта активы биржевых фондов, ориентированных на вложения в золото, достигли 2,76 тыс. тонн — максимума с декабря 2023 года. Уверенный рост вложений в драгоценный металл продолжается с начала года, и за это время активы фондов прибавили свыше 100 тонн, причем 81,5 тонны поступили с начала февраля. Более высокими темпами запасы золота в ETF росли весной 2022 года, после начала СВО они прибавили более 200 тонн, достигнув 3,33 тыс. тонн.

О росте интереса международных инвесторов к золоту говорят и данные Emerging Portfolio Fund Research (EPFR). По оценке «Денег», основанной на отчетах Bank of America (BofA, учитывают данные EPFR), общий объем средств, поступивших с начала года в золотые фонды, составил \$13,7 млрд. Причем только за последние четыре недели, завершившиеся 12 марта, чистые вложения в такие фонды составил почти \$10 млрд — максимальный на таком интервале времени показатель за всю историю наблюдений BofA.

Крупнейшими покупателями акций золотых фондов стали инвесторы Северной Америки. По данным World Gold Council, североамериканские фонды привлекли в феврале \$6,7 млрд. Из них \$5,6 млрд было инвестировано в два крупнейших мировых фонда, расположенных в США: SPDR Gold Shares и iShares Gold Trust. Общий приток стал сильнейшим для региона с июля 2020 года. Интерес к таким инвестициям со стороны американцев, как отмечают управляющие, связан с обещанными налоговыми послаблениями, которые призваны стимулировать локальные компании, но неизбежно разгонят дефицит бюджета США. Уже сейчас он превысил \$2,2 трлн, но рынки закладывают в котировки дефицит более глубокий. Это негативно сказывается на долларе, курс которого по отношению к основным валютам мира просел на 4%. «Инвесторы хеджируют валютные риски через золото и длинные бонды. С учетом, что реальные ставки почти обнулились, десятилетние UST дают 4,3% при инфляции 3,8%. Это классический катализатор спроса на золото», — полагает портфельный управляющий Astero Falcon Алена Николаева.

Ключевой же причиной массовой скупки золота в мире, как и три года назад, стали действия новой администрации Белого дома. В начале февраля США ввели пошлины в отношении товаров из Канады, Мексики и Китая. В марте введены пошлины на продукцию из Европы. «Фактор политической нестабильности,

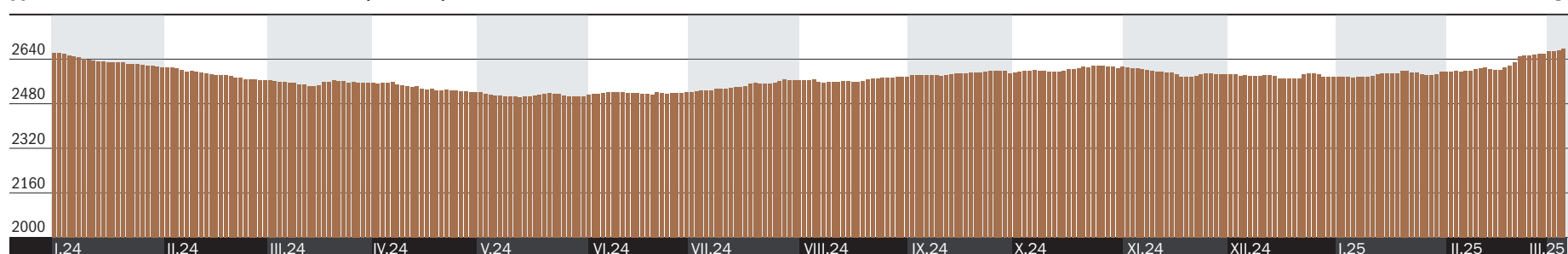
равно как и экономической и любой другой, это всегда повод иметь золото в своем портфеле», — считает портфельный управляющий УК «Альфа-Капитал» Дмитрий Скрыбин.

Добавляет популярности золоту снижение доверия к правительствам некоторых стран. По данным отчета Bank of America, действующие главы стран или правительств сменились на 27 из 33 прошедших в 2024 году в мире выборах. Одна из самых напряженных ситуаций — в Европе. Аналитики американского банка обращают внимание на Великобританию, Германию и Францию, где основные политические партии получили, соответственно, самую низкую долю голосов с 1918 года (57%), с 1928 года (49%) и с 1945 года (36%). «Инвесторы сейчас закладывают в цены сценарий дальнейшего политического раскола, а значит, выход из рискованных активов и рост позиций в защитных инструментах — классическая стратегия хеджирования нестабильности», — отмечает Алена Николаева.

Растет спрос на золото и в России. По данным Investfunds, в феврале все российские розничные фонды, инвестирующие в золото, привлекли около 3 млрд руб., что на 38% выше привлечений января. С начала года такие инвестиции превысили 5 млрд руб., а активы фондов достигли 47 млрд руб. Спрос на золото со стороны российских инвесторов связан с сокращением набора доступных валютных инструментов для сбережений после 2022 года. «Возможности для покупки иностранных ценных бумаг сильно урезаны и сопряжены с повышенными инфраструктурными рисками, ставки по оставшимся валютным депозитам стали очень скромными, а замещающие и квазивалютные облигации на внутреннем рынке имеют ограниченную ликвидность. К тому же выплаты по многим из этих облигаций идут в рублях», — отмечает управляющий директор по инвестициям УК ПСБ Николай Рясков. Покуп-



ТЕКСТ **Татьяна Палаева**
ФОТО **Getty Images**





GETTY IMAGES

ка пая «золотого» фонда, подчеркнул Дмитрий Скрябин, — наиболее выгодный способ приобретения золота как с точки зрения экономики (минимальные спреды, налоговые льготы, сальдирование результата по ПИФам и т. д.), так и с точки зрения удобства

покупки и отсутствия необходимости хранить металл и самостоятельно отчитываться в налоговую.

Поступающие инвестиции в золото оказывают позитивное, но ограниченное влияние на его цену. По данным Investing, 14 марта цена металла впервые

в истории превысила уровень \$3000 за тройскую унцию. В ходе торгов котировки достигали отметки \$3005, что на 14,5% выше значений начала года.

Дальнейшее поведение мировых инвесторов будет зависеть от набора факторов, среди которых и геополитика, и торговые войны, и состо-

яние мировой экономики и инфляции, и ожидания по ставке ФРС США. «Пока совокупность факторов говорит о продолжении спроса на золото, в том числе и со стороны ЦБ», — полагает Дмитрий Скрябин. Старший аналитик УК «Первая» Иван Авсейко ожидает сохранения стабильного спроса на золото как минимум в краткосрочной перспективе, но не исключает коррекции в объемах покупок в случае повышения реальных процентных ставок и укрепления доллара США. Но и в этом случае эксперт не ждет сильного падения цены металла, так как центробанки останутся его нетто-покупателями. По оценке господина Авсейко, в 2025–2026 годах мировые ЦБ могут покупать в среднем 40–50 тонн, то есть вдвое больше, чем было до 2022 года. «Доля золота в ЗВР многих стран может продолжить рост, особенно в развивающихся экономиках, стремящихся к дедолларизации и усилению независимости», — добавляет аналитик ●



НЕ ВСЕ, ЧТО БЛЕСТИТ

ДМИТРИЙ СКРЯБИН,
портфельный управляющий
УК «Альфа-Капитал»

Золото — один из самых популярных вариантов, который рассматривают инвесторы, чтобы защитить капитал в периоды экономических потрясений и финансовых кризисов. Для частного инвестора в России покупка золота также предоставляет отличную возможность для диверсификации портфеля, в том числе и на случай девальвации рубля.

Инвестиции в золото — это не только инструмент для долгосрочной защиты портфеля, особенно в случае каких-то апокалиптических событий, но и возможность приумножить капитал. В периоды экономической и геополитической нестабильности цены на него, в отличие от котировок акций и облигаций, как правило, идут вверх. Например, в разгар нефтяного кризиса 1973–1974 годов, когда индекс SP&P 500 упал на 56%, цена золота выросла почти в три раза. В нулевые, когда в США разразился кризис доткомов и фондовый рынок обвалился на 45%, золото подорожало на 40%.

За последние три года на фоне рисков стагфляции и ужесточения денежно-кредитной политики регуляторами развитых стран «золотой курс» поднялся на 60%, достигнув исторического максимума, — в феврале 2025 года апрельские фьючерсы на золото на CME доходили до \$2973 за тройскую унцию. Разумеется, такая динамика цен на золото не могла не привлечь внимания частных инвесторов в России. Тем более что за последние годы доступность драгоценного металла для покупки физлицами заметно выросла. А введенные с 2022 года ограничения на оборот иностранной валюты, которая традиционно использовалась россиянами как инструмент для защиты от девальвации рубля, отмена НДС при покупке, развитие технологий и появление рынка биржевых фондов, делающих покупку золота более экономически разумной по сравнению с физическим металлом, подстегнули интерес инвесторов к этому инструменту. В России значительная часть инвесторов предпочитают покупать физическое золото — слитки и монеты. По данным WGC, в 2024 году россияне приобрели более 34 тонн золота, что на 9% больше, чем в 2023 году. По этому показателю наша страна на 8-м месте в мире. При этом объем покупки золота через обезличенные металлические счета (ОМС) в банках, по различным оценкам, составил в прошлом году всего несколько тонн (например, только через ВТБ инвесторы вложили средства в покупку 760 кг золота). Что касается такого инструмента, как биржевые фонды, инвестирую-

щие в золото, то, по данным InvestFunds.ru, в 2024 году инвесторы вложили в них порядка 5 млрд руб., что, исходя из средней цены покупки золота, эквивалентно приобретению менее 1 тонны металла. Это связано с рядом причин. Во-первых, после заморозки инвестиций в бумаги компаний недружественных стран и ETF многие инвесторы в РФ предпочитают «бумажным инвестициям» обладание реальным слитком или монетой, во-вторых, пока биржевые инструменты покупки золота находятся лишь в начальной стадии развития. Каждый способ инвестиций в золото имеет свои плюсы и минусы. Главное достоинство покупки золотых слитков, монет или ювелирных изделий — физическое владение металлом, который при случае можно продать, поменять, заложить. Но физический металл необходимо где-то хранить, а это всегда ведет к дополнительным расходам: только цена аренды банковской ячейки составляет несколько тысяч рублей в месяц. При ненадлежащем хранении есть риск появления дефектов, что может привести к снижению цены слитка или монеты при продаже. Еще один минус покупки физического металла — сравнительно низкая ликвидность и широкие спреды: разница между ценой покупки и продажи в моменте может достигать 10% и более. Предпочтительным вариантом с точки зрения расходов, безопасности и ликвидности выглядит открытие обезличенного металлического счета. Это доступно для инвесторов даже с небольшим капиталом: к примеру, открыть счет мож-

но даже при покупке 0,1 г золота. Очевидный минус в том, что владельцу ОМС придется самому уплачивать НДФЛ, а кроме того, металлические счета не включены в программу страхования вкладов. В случае закрытия счета инвестор не сможет забрать золото из банка, а получит денежную компенсацию, при этом разница между курсом покупки и продажи может быть столь же значительной, как при операциях с физическим золотом. С точки зрения ликвидности и минимизации расходов наиболее перспективным для инвестора вариантом выглядит покупка бумаг биржевых фондов на золото (БПИФ/ETF). Их несомненное преимущество — ликвидность: купить и продать паи фондов, торгуемых на бирже, можно почти мгновенно в ходе торговой сессии на бирже. При этом паи фондов, так же как и ОМС, обеспечены реальным физическим золотом. Еще одно существенное отличие биржевых фондов — налоговые преимущества при долгосрочном владении паями БПИФа: максимальный налоговый вычет при продаже паев составляет 3 млн руб. за каждый год владения в случае, если инвестор владеет паями не менее трех лет. Для оптимизации расходов владелец паев биржевого фонда может использовать сальдирование, то есть уменьшение налогооблагаемой базы за счет убытков, полученных по другим ценным бумагам. Выгодными могут оказаться и акции золотодобывающих компаний, котировки которых напрямую коррелируют с ценой металла на рынке. В случае покупки таких акций есть возможность не только получа-

ствовать в динамике роста котировок, но и получить дополнительный доход за счет дивидендов. Наиболее эффективные золотодобывающие компании могут оставаться прибыльными, даже если цена тройской унции идет вниз или стоит на месте, — рентабельность компаний может позволить получать и выплачивать дивиденды акционерам. Из минусов покупки акций — необходимость уплачивать НДФЛ с полученного дохода и риск снижения цены бумаг в случае негативной динамики на рынке или каких-то корпоративных событий. Выбирать оптимальный вариант лучше исходя из собственных целей и предпочтений. Скажем, покупка физического металла больше подходит для консервативных инвесторов, которые готовы держать его очень долгий срок — возможно, что и десятки лет, и при этом у них есть возможность хранить его в безопасности и оплачивать эти расходы. Для инвестиций на 3–5 лет лучше подойдут ОМС и биржевые фонды. Фьючерсы на золото и акции золотодобывающих компаний подойдут для инвесторов с агрессивным риск-профилем, готовых взять на себя риск серьезных убытков в случае просадки рынка. При этом нужно отметить, что популярность БПИФов, инвестирующих в золото, растет высоким темпом. В прошлом году объемы покупки золота через биржевые фонды выросли более чем в 2,5 раза. Несомненно, с увеличением вовлеченности населения в инструменты фондового рынка доля «золотых БПИФов» в инвестициях физлиц в этот драгоценный металл продолжит расти.

ПЛАТФОРМЕННЫЙ КОМПРОМИСС

КАК И КУДА ИДЕТ ОБСУЖДЕНИЕ «ЗАКОНА О МАРКЕТПЛЕЙСАХ»

Ход работы правительства и рынка над законопроектом «О платформенной экономике» демонстрирует несколько концептуальных подходов, которые Белый дом силами ответственного за «цифру» вице-премьера Дмитрия Григоренко внедряет в регулирование относительно новой для российской экономики отрасли. Это и поиск «неразрушающих» компромиссов при обсуждении нововведений, и паритет игроков и регуляторов при рассмотрении норм, позаимствованный из опыта регуляторной гильотины, и упор на цифровое госуправление. Маркетплейсы оказались очень подходящим для этого экспериментальным объектом, а обкатанные на них методы будут, очевидно, применяться и при реализации иных направлений нацпроекта «Экономика данных» — и в первую очередь в технологичных рыночных отраслях.



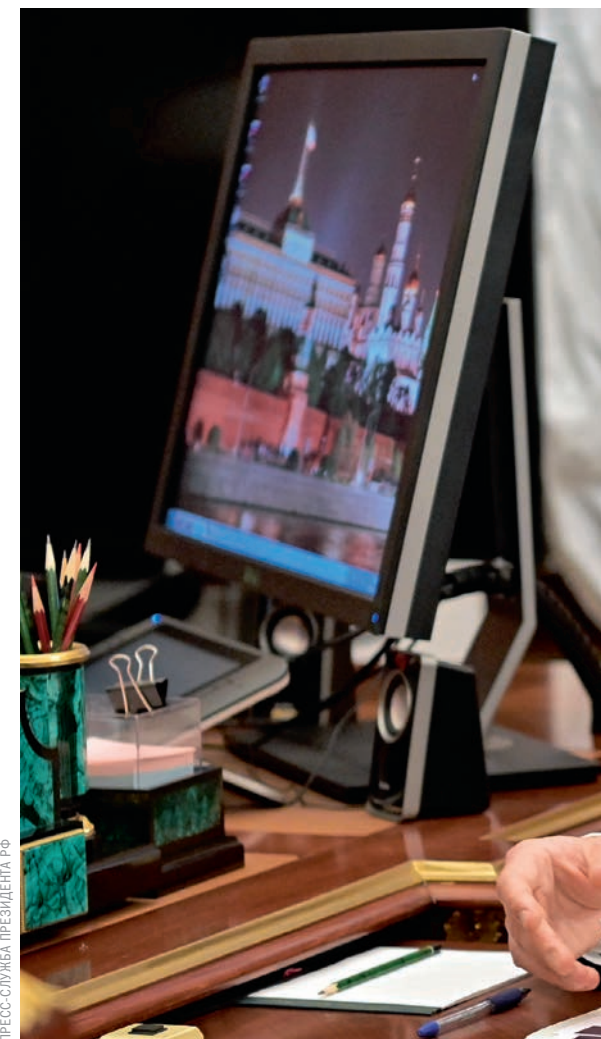
ама по себе потребность выхода государства как регулятора в поле работы маркетплейсов — это признание Белым домом фактического положения дел: цифровые платформы за несколько лет превратились в важный сектор «товаропроводящей сети», охватив всю территорию РФ — настолько плотно, что исследователи уже фиксируют за наличием пунктов выдачи заказов (ПВЗ) решающую роль в судьбе некрупных населенных пунктов (см. „Ъ“ от 17 сентября 2024 года). Поручение вице-премьера и главы аппарата Белого дома Дмитрия Григоренко Минэкономике разработать концепцию комплексного регулирования платформенной экономики и подготовить реализующий ее базовый закон было направлено одновременно и на формирование четких правил игры в новой отрасли, и на решение накопившихся вопросов — а также на то, чтобы избежать риска введения слишком сильных ограничительных мер, которые могут привести к снижению потенциала развития платформенной экономики.

Министерство разместило разработанный законопроект на regulation.gov.ru в октябре 2024 года — после этого он довольно интенсивно обсуждался и дорабатывался — и, как сообщили „Ъ“ в секретариате вице-премьера, на минувшей неделе состоялось итоговое совещание по проекту. После внесения Минэкономике финальных правок документ поступит на утверждение правительственной комиссии по законопроектной деятельности и будет внесен в Госдуму.

Быстрая разработка и обсуждение — результат модернизации бюрократической работы в Белом доме последних лет, на который работают «параллельное» рассмотрение и согласование проектов ведомствами и многократное ускорение оборота полнофункциональных электронных документов. При этом проблематика деятельности маркетплейсов сложна и многоуровневая. Для государства базовые ее составляющие — не только отсутствие четкого ответа на основной вопрос, кто из владельцев, менеджеров, сотрудников, партнеров и доставщиков и в какой степени отвечает за качество, количество, сроки, цены, состояние, возврат и снятие претензий перед покупателями. Ответов не было и на вопросы об исполнении многих российских законов «внутри» платформенных экосистем.

При этом перед аппаратом правительства встала необходимость выбора, требовать ли от участников платформенной экономики подтверждения выполнения требований, которые уже контролируются в системе исполнительной власти профильными ведомствами, — и пока здесь Белый дом отказался от такого дублирования контроля: так, вопрос о соблюдении продавцами интеллектуальных прав был из проекта закона упразднен как уже контролируемый Роспатентом.

Также правительство приняло принципиальное решение о запуске при обсуждении платформенного регулирования механизма «регуляторной гильотины» (см. „Ъ“ от 6 февраля) — он, напомним, предполагает участие заинтересованных в дис-



ПРЕСС-СЛУЖБА ПРЕЗИДЕНТА РФ

куссиях о необходимости той или иной нормы на паритетной основе: участники рынка и регуляторы имеют в процессе равный вес, а решения принимаются только при достижении компромисса. Всего в рамках согласительных процедур, оценки регулирующего воздействия и общественного обсуждения проекта поступило в общей сложности около 200 предложений, по многим из них проводились многочасовые обсуждения. Было учтено более 50 предложений, отмечают в правительстве.

Еще один существенный — больше с политической точки зрения — вопрос касается правил игры в части найма и обеспечения трудовых прав работников. В отсутствие четкой регламентации, «кто кому кем приходится» в системе платформенной торговли и услуг, протесты участников системы в течение 2023–2024 годов неоднократно выливались на улицы — притом что с точки зрения закона невозможно было четко ответить даже, кто протестует, партнеры, работники или сторонние договорные исполнители — что поставило авторов нового регулирования перед необходимостью разбираться в путанице трудовых, договорных и партнерских отношений и вопросах реализации пенсионных, трудовых и медицинских гарантий, которые должны распространяться на работников.

Отдельный и, вероятно, самый сложный в урегулировании набор противоречий и неясностей платформенной экономики касается ее «внутренних дел», а также взаимоотношений с традиционным ритейлом и сферой услуг. Примером первого могут слу-



указать минимальную цену на товар и его количество, которое он готов отдать по пониженной цене.

Также были уточнены требования к договорам между операторами посреднических цифровых платформ и партнерами: учли, что их взаимодействие может регулироваться не только публичной офертой, но и двусторонними договорами. Требование же об обязательной маркировке платного повышения позиции товара в поисковой выдаче было Минэкономки снято — в противном случае, как выяснилось в ходе обсуждения, взимание платы за эту услугу теряло смысл.

ствующих компаний, поддерживая конкуренцию между ними. С точки зрения правительства платформенная экономика в России только формируется, и новое регулирование не должно остановить этот процесс: он полностью укладывается в общую политику «эволюционной цифровизации отраслей», проводимую кабинетом Михаила Мишустина. Де-факто платформы с их высокой степенью информатизации оказались очень подходящим объектом для реализации идей курируемой тем же Дмитрием Григоренко цифровизации госуправления (см. „Ъ“ от 2 декабря 2024 года).

Платформы с их высокой степенью информатизации оказались подходящим объектом для реализации идей курируемой Дмитрием Григоренко цифровизации госуправления

жить отраслевые споры об использовании рекомендательных технологий в поисковой выдаче (де-факто — о правилах конкуренции продавцов внутри платформенных экосистем, см. „Ъ“ от 12 марта) и о механизмах ценообразования — например, о возможности и законности применения категориальных и групповых скидок на товары и услуги маркетплейсами и их влиянии на поставщиков и их экономику.

Новая редакция законопроекта после первичного обсуждения была внесена в правительство в феврале 2025 года. На заседании «контрольно-надзорной» подкомиссии правительственной комиссии по проведению административной реформы 20 февраля участие в обсуждении проекта

приняли рабочие группы, которые представляют деловое сообщество — а по его итогам было принято несколько заметных правок.

Так, в текст законопроекта было включено требование к платформам учитывать в карточке товара или услуги наличие свидетельства о госрегистрации. В качестве решения проблемы «недобровольных» для поставщиков скидок, предоставляемых платформами, авторы расширили и детализировали механику работы со скидками: к обязательному требованию уведомлять поставщиков за 14 дней до акции и только после ответа завода товар в акцию добавился вариант автоматической коммуникации — продавец может в личном кабинете

Попыткой традиционного ритейла отстоять свою долю рынка за счет усложнения правил игры на платформах выглядела дискуссия о необходимости «нагрузить» их обязательной маркировкой товаров «18+» — впрочем, успеха она не имела, Белый дом признал, что, как и в случае с авторскими правами, вопрос уже решен и необходимые требования исполняются (см. „Ъ“ от 4 марта).

Введенная же норма о «пороге посещаемости» в 100 тыс. пользователей в сутки для попадания маркетплейсов в реестр и, соответственно, под госконтроль (см. „Ъ“ от 21 февраля) выглядит уже как инструмент монополизации рынка: де-факто она создает рыночный приоритет для новых и ра-

Отметим, что сам проект «регулирования отрасли с нуля» — редкий пример, когда правительство получило возможность полностью реализовать технологии, наработанные руководством Белого дома при цифровизации сначала ФНС, а затем и госуправления в целом, без необходимости «сносить» накопленные регуляторные завалы. При этом подобные проекты всегда используются правительством как модельные — в госуправлении впервые нарабатываемый опыт компромиссного и неразрушающего «взятия под контроль» новых масштабных отраслей с очень высокой вероятностью будет тиражирован.

У процесса будет, очевидно, и макроэкономический эффект — в последние годы, например, непрозрачность систем скидок и наценок, по словам собеседников „Ъ“, знакомых с проблематикой, оказывала значительное зашумляющее воздействие на ценовые данные, затрудняя выработку госполитики в этой области. Промышленники же с 2024 года постоянно жаловались на необходимость (и зачастую неспособность) конкурировать с маркетплейсами за персонал и требовали ограничить потоки рабочей силы на платформы — мечта в условиях дефицита кадров понятная, но вряд ли реализуемая административно. Возможно ли будет реализовать ее экономическими методами через влияние нового закона на экономику платформ — покажет время: по данным всех кадровых прогнозов и оценок, дефицит рабочих рук сохранится в РФ в ближайшее десятилетие, и время на эксперименты у Белого дома будет ●

КРУПНЕЙШИЕ РОССИЙСКИЕ ИНТЕРНЕТ-МАГАЗИНЫ ПО ВЕРСИИ DATA INSIGHT*								
№	МАГАЗИН	КАТЕГОРИЯ	ОНЛАЙН-ПРОДАЖИ (МЛН РУБ.)	РОСТ ОНЛАЙН-ПРОДАЖ (%)	ЗАКАЗЫ (ТЫС. ШТ.)	РОСТ ЗАКАЗОВ (%)	СРЕДНИЙ ЧЕК (РУБ.)	РОСТ СРЕДНЕГО ЧЕКА (%)
1	WILDBERRIES.RU	УНИВЕРСАЛЬНЫЕ МАГАЗИНЫ	2 143 700	73	2 976 200	104	720	-15
2	OZON.RU	УНИВЕРСАЛЬНЫЕ МАГАЗИНЫ	1 566 400	103	932 500	105	1 680	-1
3	MARKET.YANDEX.RU	УНИВЕРСАЛЬНЫЕ МАГАЗИНЫ	370 600	57	98 700	101	3 750	-22
4	MEGAMARKET.RU	УНИВЕРСАЛЬНЫЕ МАГАЗИНЫ	312 700	417	43 300	199	7 220	73
5	DNS-SHOP.RU	ЭЛЕКТРОНИКА И ТЕХНИКА	239 400	17	17 100	5	14 000	11
6	SAMOKAT.RU	FMCG	159 900	111	190 600	58	840	33
7	VSEINSTRUMENTI.RU	ТОВАРЫ ДЛЯ ДОМА	151 600	56	21 900	47	6 920	6
8	СИЛИНК.RU	ЭЛЕКТРОНИКА И ТЕХНИКА	151 200	2	9 100	-16	16 600	23
9	SBERMARKET.RU	FMCG	127 100	50	55 400	68	2 290	-11
10	VKUSVILL.RU	FMCG	126 600	53	98 800	53	1 280	0
11	MVIDEO.RU	ЭЛЕКТРОНИКА И ТЕХНИКА	122 500	12	9 900	-14	12 400	30
12	LAMODA.RU	ОДЕЖДА, ОБУВЬ И АКСЕССУАРЫ	119 300	31	23 000	28	5 190	3
13	SIMA-LAND.RU	УНИВЕРСАЛЬНЫЕ МАГАЗИНЫ	80 600	11	12 100	36	6 660	-18
14	LAVKA.YANDEX.RU	FMCG	77 400	67	72 900	54	1 060	8
15	GOLDAPPLE.RU	КРАСОТА	76 400	98	18 500	83	4 130	8
16	PETROVICH.RU	ТОВАРЫ ДЛЯ ДОМА	75 700	9	4 310	6	17 600	3
17	АПТЕКА.RU	ЗДОРОВЬЕ	73 100	0	46 700	6	1 570	-6
18	LEROYMERLIN.RU	ТОВАРЫ ДЛЯ ДОМА	67 600	16	7 600	18	8 890	-2
19	DETMIR.RU	ТОВАРЫ ДЛЯ ДЕТЕЙ	58 400	8	39 400	17	1 480	-8
20	SPORTMASTER.RU	СПОРТ И АКТИВНЫЙ ОТДЫХ	57 000	73	11 000	49	5 180	16

*Из «Рейтинга крупнейших российских интернет-магазинов Топ-100». Источник: Data Insight.

В ОЖИДАНИИ БЕЛЫХ ЛЕБЕДЕЙ

НЕ ПОРА ЛИ РОССИИ ГОТОВИТЬСЯ К ОТМЕНЕ САНКЦИЙ

3

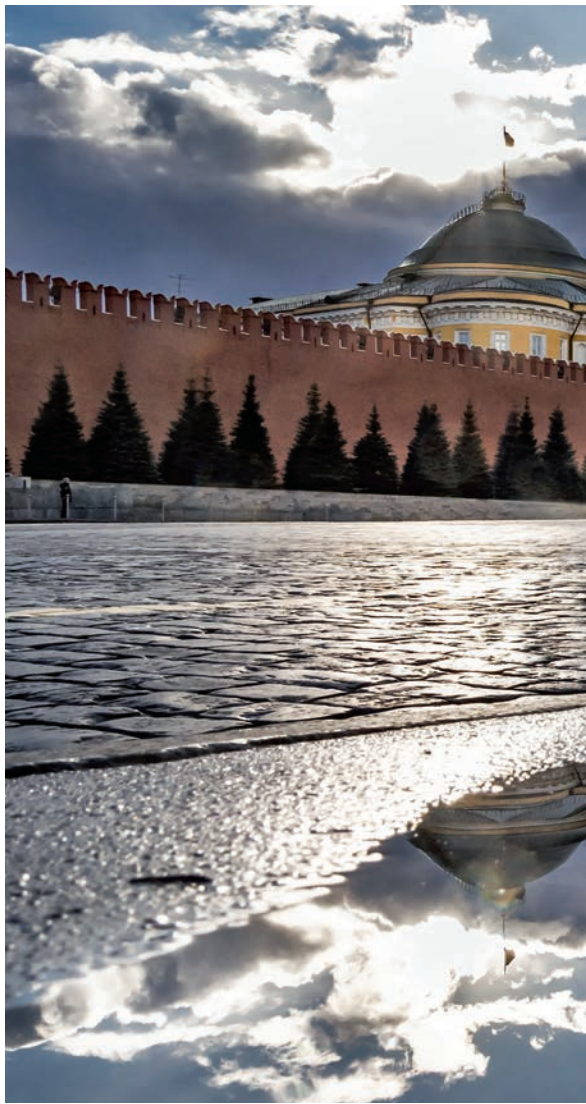
а прошедшие три года западная политика антироссийских экономических санкций превратилась в бесконечный рутинный процесс. На стартовом этапе этого процесса вводятся в действие очередной пакет запретов и ограничений, создающий «занавес» для экономических связей с Россией. Но затем в этом занавесе довольно быстро возникает много дыр, так как бизнес с обеих сторон старается минимизировать свои потери, ищет и находит окольные пути для восстановления связей. Кроме того, некоторые государства, формальные участники режима ограничений, также бывают не вполне согласны с введенными санкциями и сквозь пальцы смотрят на их несоблюдение. Да и сама Россия принимает достаточно эффективные ответные меры, комбинируя параллельный импорт товаров и услуг, контрсанкции, импортозамещение, ускорение инновационных процессов внутри страны, а также расширение связей с дружественными и нейтральными государствами. Как следствие, инициаторы антироссийской политики придумывают и вводят в действие дополнительные запреты, чтобы компенсировать фактическое ослабление ранее принятых санкций, и весь цикл повторяется снова.



ТЕКСТ **Дмитрий Кувалин,**
заместитель
директора Института
народнохозяйствен-
ного прогнозирования
РАН

ФОТО **Константин Кокошкин,**
Иван Водопьянов

Ровно три года назад, в марте 2022 года, Россия стала мировым лидером в категории «страна, против которой введено больше всего санкций». В этот момент аналитики насчитали свыше 5,5 тыс. санкционных мер, официально принятых по отношению к России различными странами мира. К концу апреля 2022 года число антироссийских санкций выросло до 7,4 тыс. Это было больше, чем санкций против Ирана и Северной Кореи, вместе взятых. С тех пор число антироссийских запретов и ограничений только множилось, обеспечивая все новые и новые исторические рекорды. Один только Европейский союз к марту 2025 года успел соорудить целых 16 антироссийских санкционных пакетов.



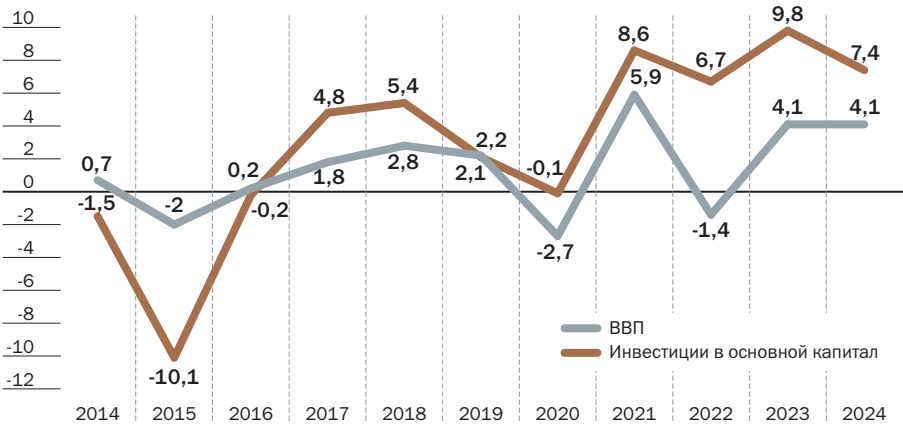
КОНСТАНТИН КОКОШКИН

проблем, порожденных санкциями, наши предприятия чаще всего относят трудности с получением импортного сырья и комплектующих, серьезное удорожание импорта, повышение общей неопределенности и рост цен в экономике.

Однако начиная с 2023 года российская экономика росла даже более высокими темпами, чем до введения санкций. Ключевые российские экспортеры выстроили новые цепочки поставок и практически полностью компенсировали потери, понесенные на рынках западных стран. Импортерам пришлось сложнее, но и они в большинстве случаев нашли альтернативные каналы для закупок. Многие отечественные производители уверенно занимали ниши внутреннего рынка, высвободившиеся после ухода иностранных компаний. При

ПРИРОСТ ВВП РОССИИ И ИНВЕСТИЦИЙ В ОСНОВНОЙ КАПИТАЛ ПО ГОДАМ (%)

Источник: Росстат.



ПОСТРАДАЛО ЛИ ВАШЕ ПРЕДПРИЯТИЕ ОТ САНКЦИЙ СО СТОРОНЫ НЕДРУЖЕСТВЕННЫХ СТРАН? (% ОПРОШЕННЫХ)

Источник: Институт народнохозяйственного прогнозирования РАН.

Да Нет Нет, но может пострадать в будущем

АПРЕЛЬ-МАЙ 2022 ГОДА	59,2	18,5	22,3
НОЯБРЬ-ДЕКАБРЬ 2022 ГОДА	66,2	19,2	14,6
АПРЕЛЬ-МАЙ 2023 ГОДА	60,6	31,5	7,9
НОЯБРЬ-ДЕКАБРЬ 2023 ГОДА	59,1	29,1	11,8
АПРЕЛЬ-МАЙ 2024 ГОДА	65,2	26,7	8,1
НОЯБРЬ-ДЕКАБРЬ 2024 ГОДА	69,3	23,3	7,4

*Мнение отечественных предприятий по поводу влияния антироссийских санкций.



меня, рядового представителя российской экономической науки, одна зарубежная бизнес-ассоциация на днях попросила обсудить с ними, как лучше подготовиться к смягчению санкций. В этих обстоятельствах уже, пожалуй, можно поразмышлять о том, как полная или частичная отмена санкций скажется на российской экономике.

Начать надо с того, что отмена санкций — это классический экономический шок. Иными словами, событие, которое резко меняет условия функционирования как отдельных предприятий и отраслей, так и национальной экономики в целом. Шоки ведь могут быть не только негативными, но и позитивными, связанными с быстрым улучшением внешних условий. И, кстати, в любом случае последствия экономических шоков носят неоднозначный характер, проявляясь как в положительных, так и в отрицательных эффектах.

Ключевую разницу между негативными и позитивными шоками можно определить так. При негативных шоках в экономике сначала явно преобладают отрицательные эффекты, но в более долгосрочной перспективе благодаря адаптационным процессам возникают и достаточно масштабные положительные последствия. Характерный пример долгосрочных положительных последствий от негативного шока — быстрый рост энергоэффективности западных экономик после многократного увеличения мировых цен на нефть в 1970-х годах.

При позитивных шоках ситуация обратная: сначала проявляются в основном положительные эффекты, но затем заметно увеличивается риск отрицательных изменений. Наиболее ярким примером отдаленных негативных эффектов, вызванных позитивным экономическим шоком, можно считать «голландскую болезнь», которая выражается в падении конкурентоспособности местных произво-

этом российские предприятия в целом успешно вели адаптацию к режиму санкций, активно разыскивая новых поставщиков и рынки сбыта, модернизируя производство, разворачивая выпуск новой продукции. В этих обстоятельствах даже правительства недружественных России стран стали задумываться о реальной эффективности своих санкций, тем более что собственные потери этих стран от вводимых эмбарго зачастую были выше, чем потери России.

Тем не менее до недавних пор бюрократическая инерция выглядела непреодолимой. Казалось, что санкционные упражнения будут продолжаться еще очень долго вне зависимости от того, достигают они заявленных целей или нет. Ожидая худшего, пострадавшие от санкций российские и зарубежные бизнес-структуры так-

же готовились к многолетней борьбе и поиску новых антисанкционных решений. Однако после недавних выборов в США и неожиданных заявлений новой американской администрации вероятность скорого смягчения или даже отмены санкций значительно повысилась.

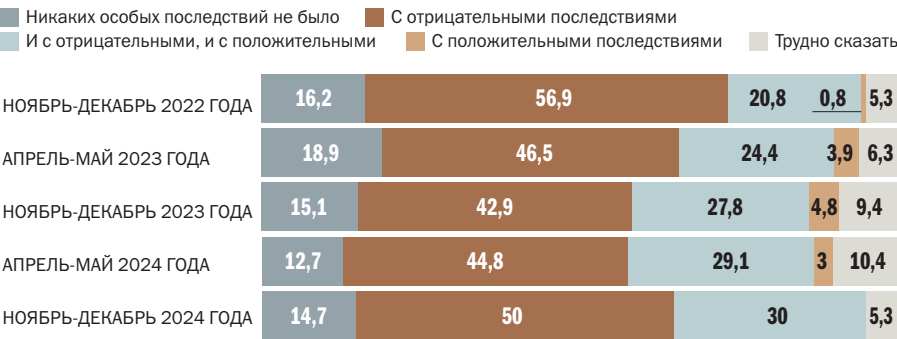
Конечно, в данный момент точного ответа на вопрос «когда отменят антироссийские санкции?» никто дать не может. Это ведь не столько экономическая, сколько политическая тема. А решения политиков зачастую определяются сиюминутными выборными раскладами, иррациональными эмоциями, поиском легкой популярности у широкой публики и потому плохо предсказуемы. Санкции могут отменить довольно быстро и сразу, а могут отменять в течение нескольких десятилетий и очень по-

степенно. В мировой политической истории оба варианта встречались.

Вместе с тем в мировом информационном пространстве как-то вдруг появились многочисленные сигналы, свидетельствующие о том, что ситуация с антироссийскими запретами и ограничениями действительно может скоро поменяться. Многие западные политики стали вслух размышлять о том, что хотя бы часть санкций можно было бы снять, чтобы стимулировать мирные процессы. Журналисты дружно стали задавать бизнес-аналитикам вопросы про то, как может выглядеть процесс возврата в Россию ранее ушедших иностранных компаний. И даже

С КАКИМИ ПОСЛЕДСТВИЯМИ СТОЛКНУЛОСЬ ВАШЕ ПРЕДПРИЯТИЕ ВСЛЕДСТВИЕ ЭКОНОМИЧЕСКИХ САНКЦИЙ, ВВЕДЕННЫХ ПРОТИВ РОССИИ В 2022 ГОДУ?* (% ОПРОШЕННЫХ)

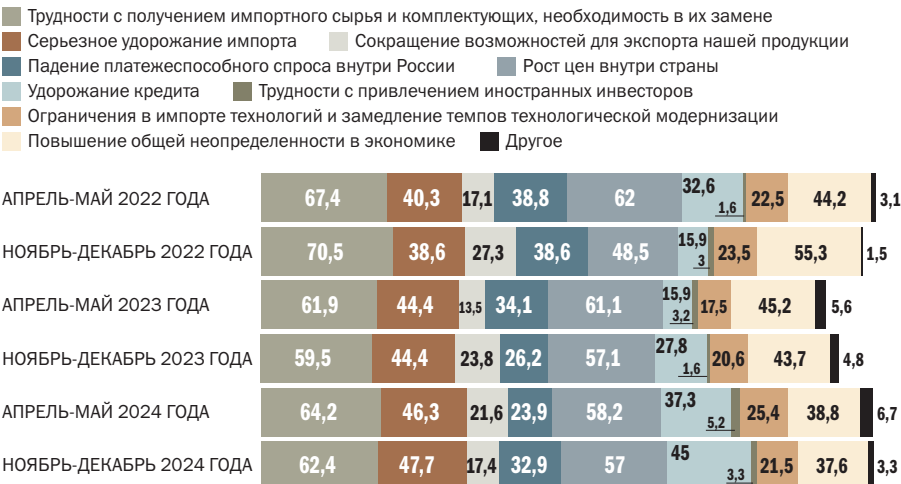
Источник: Институт народнохозяйственного прогнозирования РАН.



*Мнение отечественных предприятий по поводу влияния антироссийских санкций.

КАКИЕ ПРОБЛЕМЫ, СВЯЗАННЫЕ С ЭКОНОМИЧЕСКИМИ САНКЦИЯМИ ПРОТИВ РОССИИ, НАИБОЛЕЕ ОСТРЫ ДЛЯ ВАШЕГО ПРЕДПРИЯТИЯ?* (% ОПРОШЕННЫХ)

Источник: Институт народнохозяйственного прогнозирования РАН.



*Мнение отечественных предприятий по поводу влияния антироссийских санкций.

БОЛЬШИЕ ДЕНЬГИ

дителей из-за чрезмерного укрепления национальной валюты в богатых странах-экспортерах.

Впрочем, масштаб шока и его последствий для российской экономики будет сильно зависеть от того, какие именно санкции будут отменяться или смягчаться и с какой скоростью. Кроме того, многое будет определяться тем, на каких условиях и в каком формате станут возвращаться на российские рынки ранее ушедшие отсюда иностранные компании. Также следует учитывать, что некоторые подсанкционные сектора российской экономики практически полностью адаптировались к новым условиям, и для них снятие ограничений станет приятным, но не очень существенным бонусом по отношению к их текущим результатам.

Например, российские экспортеры нефти вряд ли смогут рассчитывать на значимый прирост физического объема своих поставок за рубеж, поскольку сейчас этот объем ограничивается не столько санкциями, сколько квотами в рамках соглашений внутри ОПЕК. По всей видимости, основным выигрышем для наших экспортеров нефти в случае отмены санкций станет некоторое снижение логистических издержек и ценовых скидок при поставках на альтернативные рынки. Схожим образом будут выглядеть эффекты от снятия санкций и для наших экспортеров угля, чьи возможности по физическому вывозу продукции сдерживаются скорее пропускной способностью российской транспортной инфраструктуры, чем спросовыми ограничениями на мировых рынках.

А вот возобновление поставок газа по сохранившимся трубопроводам, ведущим в Европу, наоборот, может очень серьезно улучшить ситуацию в нашей газовой отрасли. Восстановление торговых отношений с европейскими партнерами также может



очень сильно помочь лесопромышленному комплексу северо-западных регионов России, ранее продававшему в соседние страны весьма большие объемы своей продукции. Правда, сейчас именно европейские правительства больше всего противятся снятию санкций против России, поэтому быстрого прогресса в этом направлении я бы не ожидал. Думаю, что европейцы начнут выходить из режима санкций против российского экспорта во вторую очередь, только после таких стран, как США, Южная Корея, Япония.

Наиболее значимые краткосрочные эффекты российская экономика, на мой взгляд, может получить в слу-

чае отмены или серьезного смягчения финансовых санкций. В этом случае российские экспортеры и импортеры смогут уйти от сложных обходных схем оплаты поставляемой продукции и вернуться к прямым банковским платежам, что, несомненно, приведет к значимому снижению их транзакционных издержек. В свою очередь, это обстоятельство позволит значительно расширить возможности для экспорта и импорта, приведет к существенному росту доходов российского бизнеса и государственного бюджета, а затем и к повышению доходов населения.

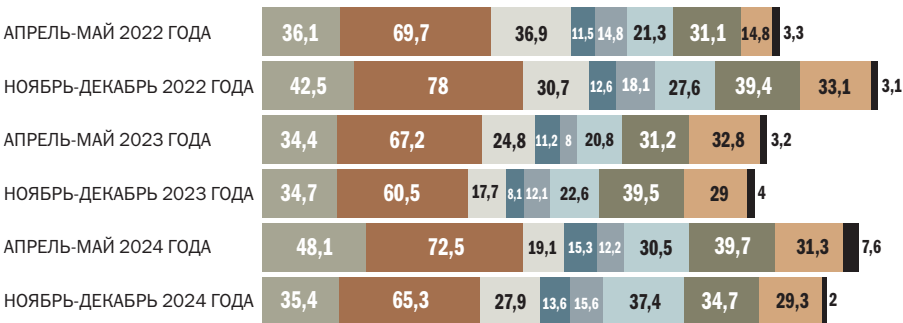
Впрочем, при этом России крайне важно продолжить постепенное формирование альтернативной и независимой от Запада платежной системы по обслуживанию международных торговых связей. Наличие подобной

системы станет хорошей страховкой от введения финансовых санкций в будущем. Ну и объем ренты, которую сейчас российская экономика отдает глобальным финансовым монополистам, тоже снизится.

Рост экспортных доходов и смягчение финансовых санкций теоретически должны привести к укреплению курса рубля. А это, в свою очередь, могло бы снизить темпы инфляции за счет удешевления импортных товаров, доля которых на наших потребительских рынках по-прежнему составляет десятки процентов. Кроме того, укрепление курса рубля будет выгодным для российских предприятий, проводящих технологическую модернизацию за счет закупок импортной техники, а также использующих импортные сырье и комплектующие.

КАКИЕ МЕРЫ ПО ПРОТИВОДЕЙСТВИЮ «САНКЦИОННОМУ» КРИЗИСУ ПРИНИМАЕТ ВАШЕ ПРЕДПРИЯТИЕ?*

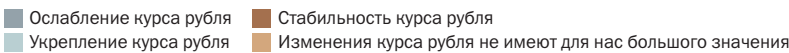
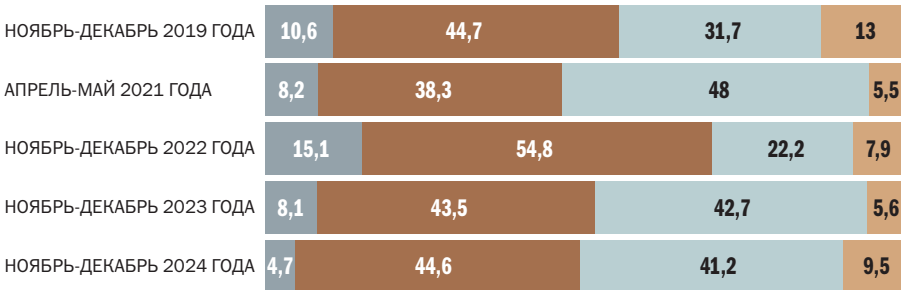
Источник: Институт народнохозяйственного прогнозирования РАН.



*Мнение отечественных предприятий по поводу влияния антироссийских санкций.

КАКОЕ РАЗВИТИЕ СОБЫТИЙ НА ВАЛЮТНОМ РЫНКЕ ЯВЛЯЕТСЯ В ДАННЫЙ МОМЕНТ БОЛЕЕ ВЫГОДНЫМ ДЛЯ ВАШЕГО ПРЕДПРИЯТИЯ?*

Источник: Институт народнохозяйственного прогнозирования РАН.



*Мнение отечественных предприятий по поводу влияния антироссийских санкций.



то в очень расплывчатых формулировках, из которых мало что можно понять. Однако по ряду признаков видно, что нашим нынешним финансовым властям больше всего нравится умеренно слабый рубль. А так как возможностей влиять на курс у них на самом деле очень много, то вряд ли они позволят рублю серьезно укрепиться.

Что касается возвращения на наши рынки иностранных производителей товаров и услуг, ранее ушедших из России, то в целом это тоже позитивная история. Усиление конкуренции и расширение товарного предложения на рынках обычно весьма положительно сказываются на процессах социально-экономического развития. Однако здесь пока много неясностей.

Во-первых, в подавляющем большинстве случаев возвращающиеся западные производители не смогут вернуть себе прежние рыночные доли. За время отсутствия их места на рынке заняли другие игроки, преимущественно российские и китайские, а также те компании из западных стран, которые отказались уходить из России. Причем следует отметить, что многие альтернативные поставщики смогли за последнее время серьезно подтянуть качество своей продукции, приучить к ней российских потребителей и грамотно выстроить свои маркетинговые стратегии. Отчасти потеснить действующих игроков вернувшиеся западные компании, наверное, сумеют, но полностью выдвинуть с рынка — нет.

Во-вторых, непонятно, на каких условиях будут повторно запускать в Россию ранее ушедшие западные

компании, особенно крупные. Весьма велика вероятность, что такой возврат будет обусловлен дополнительными требованиями со стороны российских властей. Возможно, в ряде случаев власти потребуют тем или иным способом компенсировать тот ущерб, который был нанесен российской экономике предшествующим уходом иностранной компании с нашего рынка. Возможно, повысятся требования к уровню локализации производства в России и передаче технологических компетенций. Не исключаю даже, что власти будут требовать размещения в России существенных материальных активов, которые принадлежат повторно входящим компаниям, для использования в качестве залога на случай повторения сценария с бегством из страны. В любом случае барьеры входа на российский рынок для таких компаний будут выше, чем раньше.

В-третьих, пока трудно понять, что именно у компаний, желающих вернуться в Россию, будут требовать на их родине. Там-то они тоже подвергаются политическому и юридическому давлению. Соответственно, в данный момент невозможно предсказать, насколько совместимыми окажутся требования со стороны России и со стороны правительств из стран происхождения иностранных компаний.

И наконец, надо сказать несколько слов о ключевом долгосрочном аспекте санкционной истории — о запрете на доступ к передовым технологиям. Если с краткосрочными последствиями санкций российская экономика справилась в основном на «хорошо»

и «отлично», то многие наши проблемы, связанные с технологическим отставанием, в результате санкций либо сохранились, либо даже обострились. Да, в некоторых случаях нашим производителям, несмотря на санкции, удалось совершить мощные технологические рывки — в беспилотной авиации, в IT-технологиях, в фармацевтике и т. д. Однако это точечные успехи, а не фронтальный прогресс. Этого совершенно недостаточно ни для преодоления долгосрочных отрицательных эффектов от ожидаемого позитивного шока, ни для повышения общей конкурентоспособности нашей экономики, ни для предотвращения долгосрочных рисков и угроз для России.

В этой связи, на мой взгляд, Россия могла бы рассмотреть следующий подход к возврату иностранных компаний. Если какая-то зарубежная компания обладает высокими технологическими компетенциями и способна поставлять нам качественную передовую продукцию, то она может вернуться на наш рынок на достаточно льготных основаниях при условии запуска полномасштабного производства своей продукции в России с передачей нам соответствующих технологий. Правда, при этом должна быть выстроена система жесткого контроля за соблюдением этого условия.

Ну а если рассматривать ситуацию в целом, то, несомненно, готовиться к возможному смягчению санкций должны не только зарубежные бизнес-ассоциации, но и российские власти. Наличие четкого плана действий на этот случай очень желательно ●

В ОТМЕНУ САНКЦИЙ
ВЕРИТСЯ С ТРУДОМ

Россияне не верят в потепление
экономических отношений между Россией и США

Только 7% россиян считают, что США до конца этого года полностью снимут экономические санкции с России, показал опрос Исследовательского центра сервиса по поиску высокооплачиваемой работы SuperJob. В опросе, который по просьбе «Денег» проводился с 11 по 14 марта, приняли участие 1600 экономически активных россиян из 363 населенных пунктов всех федеральных округов страны. По мнению 39% опрошенных, лучшее, что может быть достигнуто, — это небольшие послабления. Каждый четвертый россиянин уверен, что все останется как есть либо будут введены новые ограничения. 28% респондентов затруднились с ответом. «Нужно учиться жить без Америки», — писали в комментариях опрошенные. В том, что США не откажутся от санкционного давления на Россию, мужчины уверены чаще женщин, старшее поколение чаще молодежи. Тема возможного смягчения или снятия санкций возникла накануне переговоров делегаций России и США в декабре—феврале. По данным Reuters, по опросу российского бизнеса, наибольшие надежды были на отмену ограничений на трансграничные переводы и вторичные санкции для торговых партнеров. Однако накануне подписания мартовского номера «Денег» пришла новость от Bloomberg о том, что американский Минфин решил не продлевать лицензию на транзакции за энергоресурсы через подсанкционные банки с целью уменьшить нефтегазовые доходы России.

БУДУТ ЛИ ДО КОНЦА 2025 ГОДА СНЯТЫ ЭКОНОМИЧЕСКИЕ САНКЦИИ
США ПРОТИВ РОССИИ? * (%)

Источник: Исследовательский центр сервиса по поиску высокооплачиваемой работы Superjob.ru по заказу «Денег».

■ Да, все снимут ■ Ослабят, но все не снимут
■ Нет, все останется как есть либо введут еще санкции ■ Затрудняюсь ответить

ВСЕ ОПРОШЕННЫЕ		7	39	26	28
пол	МУЖ	6	35	36	23
	ЖЕН	8	42	18	32
	ДО 34	9	40	19	32
возраст (лет)	35–44	5	41	30	24
	45 И СТАРШЕ	5	34	39	22
	ДО 49 999	9	35	22	34
ежемесячный доход (руб.)	50 000–99 999	7	36	31	26
	ОТ 100 000	4	42	34	20
образование	ВЫСШЕЕ	5	40	32	23
	СРЕДНЕЕ ПРОФЕССИОНАЛЬНОЕ	8	29	27	36

*В онлайн-опросе 11-14 марта приняли участие 1600 респондентов из 364 населенных пунктов всех федеральных округов России.

ДЕРЖАТЬ ЛОКАЛИЗАЦИЮ ПО ВЕТРУ

ОТЕЧЕСТВЕННЫЕ КОМПАНИИ РАСШИРЯЮТ ПРОИЗВОДСТВО ЗЕЛЕННОЙ ЭНЕРГИИ



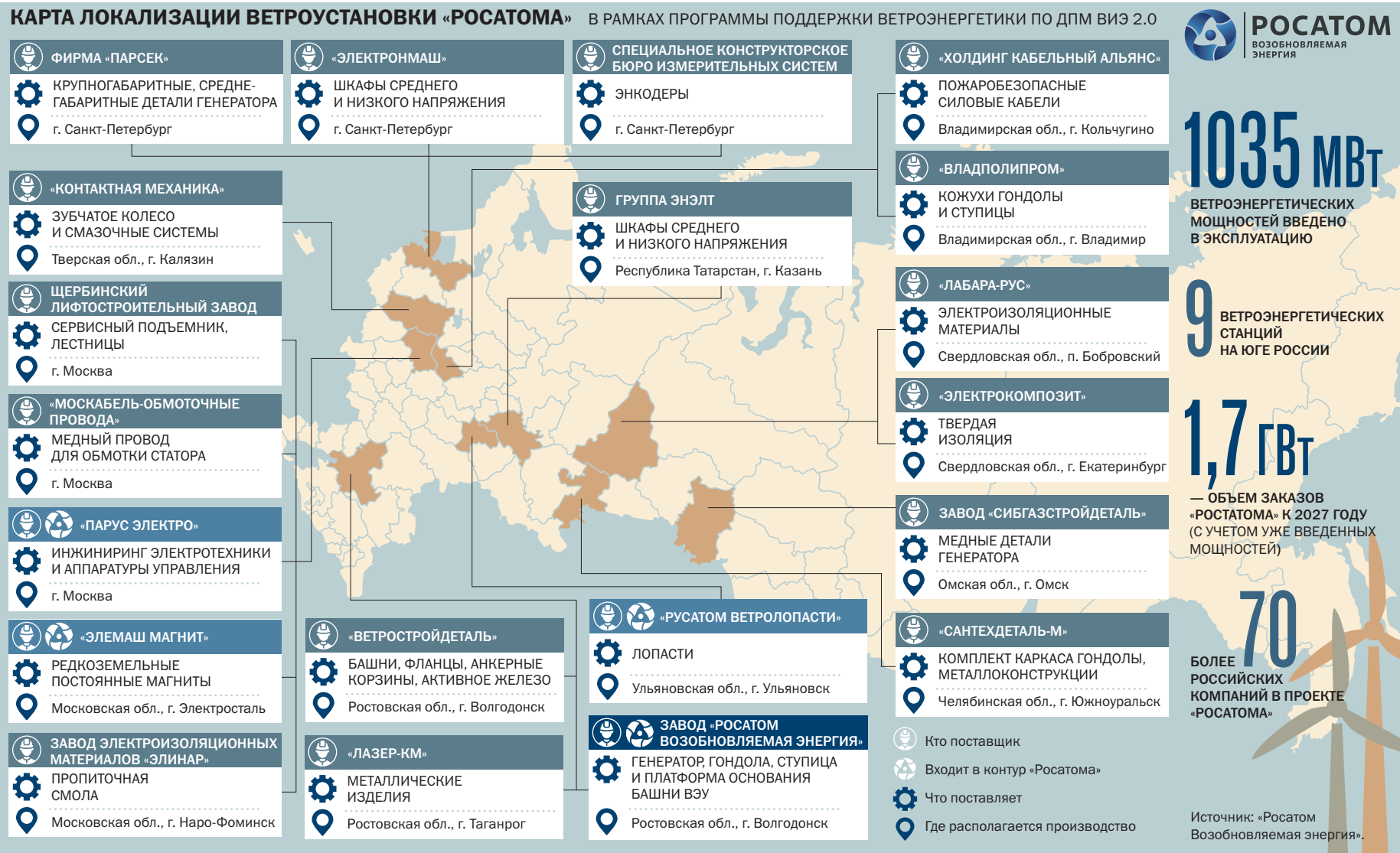
После ухода зарубежных инвесторов российская зеленая энергетика все чаще использует отечественное оборудование. Однако российские компании нуждаются в поддержке, чтобы конкурировать с китайскими производителями ветроустановок.

ТЕКСТ **Анна Тыбинь**
ФОТО **предоставлено**
АО «Росатом Возобновляемая энергия»

Проекты строительства солнечных электростанций (СЭС), ветровых электростанций (ВЭС) и малых ГЭС в России отбираются по программе по поддержке зеленой энергетики с использованием договоров о предоставлении мощности, которая действует с 2013 года (ДПМ ВИЭ; гарантирует возврат инвестиций за счет оптового энергорынка). Согласно требованиям второго этапа программы поддержки ДПМ ВИЭ (2025–2035 годы), степень локализации проектов должна существенно возрасти. Стимулом к ее углублению для российских компаний стал уход зарубежных инвесторов. Строительство проектов зеленой генерации по программе реализует «Росатом Возобновляемая энергия» — структура госкорпорации «Росатом», которая объединяет ветроэнергетические активы. В эксплуатацию уже были введены девять ВЭС суммарной мощностью свыше 1 ГВт, общий объем портфеля компании составляет около 1,7 ГВт (с учетом уже введенных мощностей). Ветроэлектростанции АО «Росатом Возобновляемая энергия» включены



ПРЕДОСТАВЛЕНО АО «РОСАТОМ ВОЗОБНОВЛЯЕМАЯ ЭНЕРГИЯ»





в реестр квалифицированных генерирующих объектов, функционирующих на основе возобновляемых источников энергии. Благодаря этому компания предоставляет возможности для социально ответственного бизнеса минимизировать воздействие на окружающую среду посредством приобретения сертификатов происхождения энергии.

Сегодня уровень локализации станций составляет 68% и постепенно будет увеличиваться. Ветроустановка «Росатома» мощностью 2,5 МВт — единственная локализованная в России ВЭУ мультимегаваттного класса. Такая установка более эффективно вырабатывает электроэнергию, поскольку за счет прямого привода и отсутствия редуктора снижаются потери при передаче электроэнергии, особенно в условиях низкой скорости ветра. Основное производство развернуто в Волгодонске Ростовской области, где завод выпускает генераторы ВЭУ на постоянных магнитах, гондолы, ступицы и платформы основания башни.

Одним из главных отраслевых событий прошлого года стало открытие в Ульяновске первого в России завода по производству композитных ветролопастей. Они на 90 % состоят из стеклокомпозита и на 10% — из углекомпозита. Такие изделия прочные, но в десятки раз легче. Только уни-

кальные свойства композитов позволяют создавать лопасти длиной более 50 м для эффективного получения энергии от ветра. «Запуская производство ветролопастей, мы сможем удовлетворить потребности наших ветроэнергетических проектов и повысить долю локализации оборудования с нынешних 68% до 85%», — заявил на открытии завода в декабре гендиректор «Росатома» Алексей Лихачев.

Помимо налаживания собственного производства «Росатом Возобновляемая энергия» расширяет сотрудничество с российскими промышленными предприятиями. Под проект «Росатома» налажено производство стальных модульных башен ВЭУ, за которое в Волгодонске ответственно компания «Ветростройдеталь». В Удмуртии «Росатом Металл-Тех» (предприятие АО «ТВЭЛ») развивает производство полного цикла постоянных магнитов, используя для

этого отечественную минерально-сырьевую базу. Питерской фирме «Парсек» удалось наладить производство крупногабаритных деталей генератора, местное производство позволяет изготавливать детали любой высокой сложности и точности.

Отечественные компании конкурируют с китайскими производителями ветроустановок, занимающими лидирующие позиции в мире. При таких масштабах бизнеса и системе поддержки со стороны китайского правительства производители ВЭУ из Китая могут стать доминирующим игроком на российском рынке. «Именно поэтому для сохранения высокого темпа развития отрасли и повышения уровня технологического суверенитета необходимо поддерживать российских производителей», — рассказали «Деньгам» в АО «Росатом Возобновляемая энергия». Как показывает зарубежная практика, страны с собственным производством обо-

дования ВИЭ — например, США, Германия или Франция — выстраивают торговые и неторговые барьеры для оборудования из Китая, защищая интересы местного производства.

Иностранное оборудование может быть дешевле отечественного, но эффекты необходимо оценивать комплексно, считают в АО «Росатом Возобновляемая энергия». Согласно исследованию Центра стратегических разработок (ЦСР) и ИНП РАН, каждый рубль, вложенный в отечественное ветроэнергетическое оборудование, принесет экономике страны 2,2 руб. за счет мультипликативного эффекта. «При снижении требований по локализации Россия откатится на отверточную сборку зарубежных ветроустановок, не получив современные технологии и не развивая собственное производство», — считают в компании. Покупка иностранного оборудования, говорят там, усугубляет технологическую зависимость, хотя ветроэнергетика на самом деле может стать триггером для развития российских компаний. В 2024 году технологическое лидерство в технологиях ветроэнергетики вошло в нацпроект «Новые атомные и энергетические технологии». В планах у АО «Росатом Возобновляемая энергия» — дальнейшее углубление локализации и совершенствование оборудования ●

**Ветроустановка «Росатома»
мощностью 2,5 МВт —
единственная локализованная
в России ВЭУ мультимегаватт-
ного класса**

«ЕСТЬ ДВА ФАКТОРА, РАБОТАЮЩИХ НА СНИЖЕНИЕ ИНФЛЯЦИИ»

УВЕРЕН ЭКС-МИНИСТР ФИНАНСОВ РОССИИ МИХАИЛ ЗАДОРНОВ



О причинах резкого роста российского фондового рынка и курса рубля в феврале и возможных дальнейших траекториях их движения в интервью «Деньгам» рассказал экономист, экс-министр финансов России Михаил Задорнов.

В феврале был довольно бурный рост фондового рынка — около 15% по индексу Мосбиржи за пару недель, и это при укреплении рубля примерно на те же 15%. Это свидетельство какого-то нового тренда, новой траектории развития экономики?

— Это были предвестники нового общего тренда, который может сложиться в случае мирного урегулирования на Украине. И рост был не только на рынке акций, но и в сегментах корпоративных и государственных облигаций, хотя, конечно, рынок акций — самая значительная часть российского фондового рынка. И его февральский рост на фоне некоторых положительных геополитических новостей выглядит вполне естественно — достаточно посмотреть, насколько он недооценен.

Так, в ноябре прошлого года капитализация российского рынка акций упала до самых низких за последнее время значений, она была на уровне примерно 52 трлн руб., при том обменном курсе рубля это соответствовало \$430–450 млрд.

Сейчас российский рынок акций несколько подрос, но даже если учесть рынки корпоративных и государственных облигаций — а это порядка 31 трлн руб. и 23 трлн руб. соответственно, в сумме получится около 120 трлн руб. капитализации рынков ценных бумаг, или \$1,4 трлн, что все еще совсем немного относительно масштабов экономики.

— И как вы в этой связи оцениваете его потенциал роста?

— Здесь очень многое зависит от геополитических факторов. Если будет достигнуто соглашение о перемирии — причем не краткосрочное, а хотя бы среднесрочное, на 3–5 лет, — то даже при сохранении нынешнего режима санкций рынок выйдет на совсем другие ориентиры.

Попытаемся оценить их количественно. Например, на рынке акций можно посмотреть на соотношение годовой прибыли и стоимости компании. По этому параметру российские компании недооценены минимум на 30–40%, даже после последней «повышательной» коррекции. Также можно посмотреть на последние значения валютного курса и индекса Мосбиржи перед началом СВО. Курс почти весь 2021 год держался на уровне 75 руб./\$, индекс в конце 2021-го — начале 2022 года был в районе 4100–4200 пунктов. Это означает, что потенциал роста по индексу от сегодняшних значений на уровне 3200 пунктов составляет 30–35%. Так что февральская реакция рынка акций выглядит вполне оправданно.

— А по рынку облигаций какой потенциал роста вы видите?

— При достижении мирного соглашения он тоже двинется вверх, но не так сильно, как рынок акций, поскольку их стоимость привязана к стоимости денег, то есть к уровню ключевой ставки Центробанка. Хотя мы уже сейчас видим по отдельным госбумагам доходности существенно ниже ставки ЦБ, определенное движение идет. Но чтобы оно стало более уверенным, нужно еще одно условие — снижение инфляции и, соответственно, ожидания снижения ключевой ставки и переоценки долговых бумаг.

— Рынок может двигаться на эмоциях и ожиданиях, но должна быть какая-то экономика под капотом. Например, почему будет снижаться инфляция?

— Сейчас есть два фактора, работающих на снижение инфляции. Во-первых, это снижение кредитования, причем не только розничного, но и корпоративного, в январе оно уже было хорошо заметно. В сегменте потребительского кредитования портфели не растут, а сокращаются, в автокредитовании тоже, по ипотеке темпы прироста около 5% в годовом выражении, что кратно ниже, чем в последние пять лет. Корпоративное кредитование почти весь прошлый год показывало темп роста примерно на 22% относительно уровней аналогичного периода 2023 года, в декабре этот показатель упал до 17% и продолжил снижение в январе. Помимо крупных бюджетных вливаний декабря—января (на что указал в своем обзоре рынка ЦБ), я бы связал это с тем, что ряд льготных программ с бюджетной поддержкой или поддержкой ЦБ по кредитованию малого бизнеса закончили работу, а рыночные кредиты по текущим ставкам малый бизнес брать не хочет. Можно сказать, что в данной сфере ЦБ добился цели — охлаждения кредитного рынка. Думаю, он даже пойдет на ослабление некоторых регуляторных ограничений, чтобы сжатие не было слишком резким.

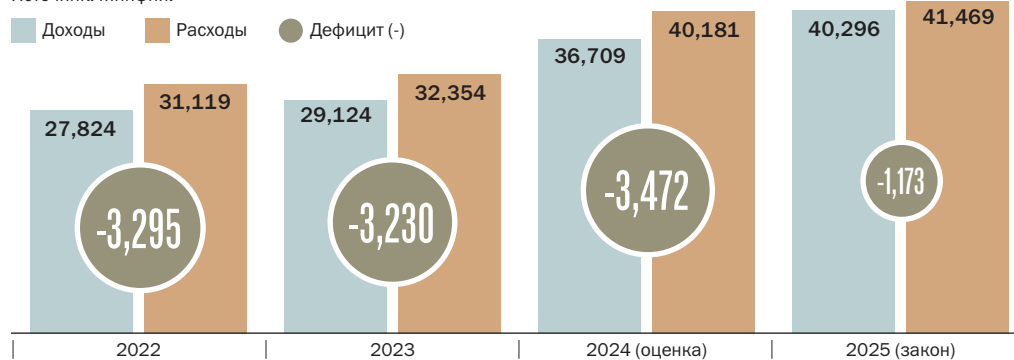
Второй фактор, который мы все понимаем, но не всегда до конца оцениваем, — обменный курс рубля. Одна из причин высокой инфляции второй половины 2024 года — два резких обесценения рубля в июне и в ноябре. Но с декабря 2024-го мы наблюдаем заметное укрепление рубля, с 1 декабря прошлого года по 14 марта текущего года рубль к доллару укрепился ровно на 20%, это сдерживает инфляцию. Не думаю, что курс доллара уйдет в ближайшее время к ста рублям, он скорее закрепится в диапазоне 90–95 руб./\$.

— Насколько сейчас существенны риски для бюджета с точки зрения возможного падения нефтяных цен?

— Если бюджет России до 2022 года балансировался при цене нефти марки Brent на уровне \$40–45 за баррель, то сейчас — при \$60. На начало марта, при цене \$68–69, Минфин посчитал, что в этом месяце у него будут дополнительные нефтегазовые доходы порядка 60 млрд руб. Это небольшая величина, фактически мы уже живем

ОСНОВНЫЕ ПАРАМЕТРЫ ФЕДЕРАЛЬНОГО БЮДЖЕТА В 2022–2025 ГОДАХ (ТРЛН РУБ.)

Источник: Минфин.



ТЕКСТ Петр Рушайло
ФОТО Александр Казаков



АЛЕКСАНДР КАЗАНОВ

на уровне примерно минимальной для бюджета цены на нефть. При этом в 2023–2024 годах примерно треть доходов российского бюджета, при всем хорошем экономическом росте, высоких сборах НДС и т. д., составляли именно нефтегазовые доходы. То есть зависимость от них очень высока, возможно, даже больше, чем в некоторые периоды прошлого десятилетия.

Вариант, при котором цена на нефть может упасть ниже \$60, вполне реалистичен: страны ОПЕК+ уже приняли решение с апреля вернуться к увеличению добычи. Это даст на рынок дополнительно от 1,5 млн до 2 млн баррелей нефти в сутки. При этом что спрос не растет — в силу замедления мировой экономики и постепенного перехода на возобновляемые источники энергии. Эта угроза для российского бюджета достаточно серьезна, здесь можно только надеяться, что цена на нефть серьезно не упадет, как она не падает последние десять лет.

— Эта угроза оказывает давление на фондовый рынок?

— Инвесторы этот вариант пока не включают в прогнозы и расчеты, потому что он не является основным для мировых инвестиционных банков и аналитических агентств, то есть пока никто на это не ориентируется. Но это может произойти внезапно, например, из-за более серьезного замедления американской экономики или проблем в китайской экономике.

— Когда вы говорите о сценарии снижения инфляции, о каких цифрах и на каких временных интервалах идет речь?

— Думаю, самый оптимистичный вариант — 7,5–8% по итогам нынешнего года и 5,5–6% в следующем году. Это уже нормальный уровень, он означает, что при нейтральной ставке ЦБ, допустим, в 4% стоимость денег в конце 2026 — начале 2027 года может

быть на уровне 10–11%, что уже приемлемо для инвестиционных проектов, потребительского кредитования и бизнеса.

— Вы говорили, есть относительно краткосрочный потенциал роста российского рынка акций на 30–40% в связи с его недооцененностью. Допустим, этот разрыв отыгран, что дальше, какие сценарии?

— Дальше все будет зависеть от нескольких факторов. Во-первых, от того, насколько долгосрочным инве-

всех временных стимулов будет на уровне 1–1,5%, смысла вкладываться в Россию немного, логичнее выбрать другие рынки.

— Сокращение бюджетного стимула — в частности, значительное сокращение льготных ипотечных программ, льготного кредитования малого бизнеса — как отражается на темпах экономического роста?

— Разумеется, отрицательно. В качестве примера можно взять льготную ипотеку и льготное автокредитова-

Любое стимулирование экономики просто за счет расширения бюджетных вливаний — своего рода легкий наркотик. Главное тут не перейти на тяжелые препараты

сторы сочтут мирное урегулирование. Во-вторых, — от динамики санкционного режима в следующие 3–5 лет, то есть все будет исходить из того, что новых санкций не будет, но будут ли какие-то из действующих отменены? Состоится ли возвращение международных платежных систем в Российскую Федерацию? Будут ли российские карты приниматься хотя бы в том круге стран, куда едут российские туристы? Будут ли российские предприятия и российские граждане дискриминироваться в европейских странах и США, где им сейчас не открывают банковские счета, равно как, впрочем, и в некоторых дружественных странах? И наконец, многое будет зависеть от успешности макроэкономической политики.

Если инвесторы, как внутренние, так и внешние, увидят, что российская экономика и внутренний рынок растут темпом хотя бы 2,5–3% в год, имеет смысл инвестировать. Если темп роста после сокращения

ние. Впервые у нас эти механизмы были задействованы в кризис 2014 года, это был способ поддержать совсем затухший спрос на жилье и продукцию автопрома. Это дало эффект, но программы проработали всего полтора года и начали сворачиваться. После чего ввод жилья с примерно 85 млн кв. м в 2015 году упал до 78–80 млн кв. м, оставался на этом уровне в 2016–2018 годах и только в 2019-м вновь начал расти.

Сейчас мы применяем целый ряд льготных программ уже на протяжении пяти лет — запустили их в 2020 году для поддержания экономики в период пандемии COVID, а с началом СВО воспользовались готовыми инструментами для преодоления санкционного и прочих шоков 2022 года. Поэтому выход из привычного приема допинга для ряда отраслей и экономики в целом не может быть безболезненным. Другое дело, что любое стимулирование экономики просто за счет расширения бюджетных вливаний — своего рода легкий наркотик. Главное тут не перейти на тяжелые препараты, вовремя остановиться.

Так что замедление роста будет, но я бы назвал его возвратом к реальному, экономически обоснованному темпам развития. С точки зрения макроэкономической ситуации чем меньше секторов, не зависящих от реальной стоимости денег, тем эффективнее денежная политика Центрального банка. Люди начинают ориентироваться на реальную, а не на льготную стоимость денег, это влияет на спрос, сокращает рост цен ●

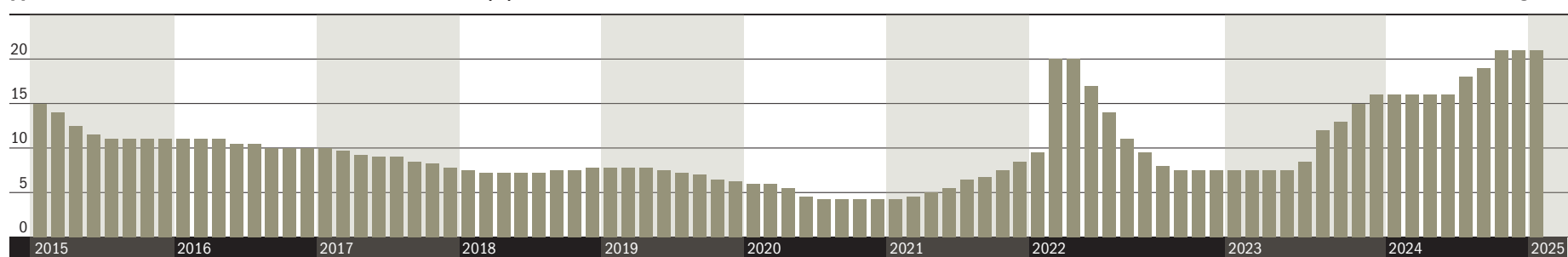
ОСНОВНЫЕ ПОКАЗАТЕЛИ БАНКОВСКОЙ СИСТЕМЫ

	2022		2023		2024	
	ЗНАЧЕНИЕ НА КОНЕЦ ГОДА (ТРЛН РУБ.)	ИЗМЕНЕНИЕ ЗА ГОД (%)	ЗНАЧЕНИЕ НА КОНЕЦ ГОДА (ТРЛН РУБ.)	ИЗМЕНЕНИЕ ЗА ГОД (%)	ЗНАЧЕНИЕ НА КОНЕЦ ГОДА (ТРЛН РУБ.)	ИЗМЕНЕНИЕ ЗА ГОД (%)
АКТИВЫ	135	4	168	20	199	16,9
КРЕДИТЫ ЮРЛИЦАМ	51,2	16	73,2	20,7	87,8	17,9
КРЕДИТЫ МСБ	-	-	12,3	28,8	14,3	16,7
КРЕДИТЫ НАСЕЛЕНИЮ, В ТОМ ЧИСЛЕ:	27,4	9	33,7	26,5	37	14,2
- ПОТРЕБИТЕЛЬСКИЕ	12	27	13,6	15,7	14,1	11,2
- ИПОТЕКА	14,1	17	18,2	34,5	20,1	13,4
СРЕДСТВА ЮРЛИЦ	45	20,6	53,4	14,7	61,3	11,9
СРЕДСТВА ФИЗИЦ	40,6	8	50,5	24	63,6	25,9

Источник: Банк России.

ДИНАМИКА КЛЮЧЕВОЙ СТАВКИ БАНКА РОССИИ (%)

Источник: Investing.com.



ПО СТАВКЕ СМІРНО

ЧЕГО ЖДЕТ РЫНОК ОТ МАРТОВСКОГО ЗАСЕДАНИЯ ЦБ



Все опрошенные «Деньгами» аналитики в марте прогнозируют сохранение ключевой ставки на текущем уровне. В опросе приняли участие эксперты восьми аналитических подразделений брокеров и банков, отвечающие за прогнозирование макроэкономических индикаторов. До конца года в обновленном прогнозе ЦБ предполагаемый диапазон ставки указан в 19–22%.

На предыдущем заседании 14 февраля ЦБ сохранил ключевую ставку на уровне 21%, но предметно обсуждал и ее повышение до 22%. По итогам прошлого заседания ЦБ дал сигнал о том, что «будет оценивать целесообразность дальнейшего повышения ключевой ставки на ближайшем заседании». В этот раз, если верить совету главы Банка России Кириллу Трemasову, регулятор будет рассматривать помимо всего прочего и сценарий снижения ставки. Эти слова были расценены рынком как сигнал о смягчении позиции ЦБ, но чрезмерно оптимистичные ожидания развеяли более жесткие заявления первого зампреда Алексея Заботкина. 13 марта в кулуарах форума финансового рынка, организованного АКРА, он подчеркнул, что имеющихся данных пока недостаточно для изменения сигнала регулятора и он остается умеренно жестким.

Главными аргументами в пользу повышения ставки на прошлом заседании были сохранение повышенных темпов инфляции и повышенные инфляционные ожидания. Однако последние данные показывают, что текущие темпы инфляции замедляются, а инфляционные ожидания начали снижаться. Кроме этого, кредитование, по оперативным данным, остается слабым. «Сезонно скорректированная инфляция (на которую внимательно смотрит ЦБ при принятии решений по ставке) в феврале замедлилась до ~8% после 10,7% в январе и 14% в декабре. В марте ожидаем дальнейшего замедления сезонно скорректированной инфляции до ~7%», — отмечает главный аналитик Совкомбанка Михаил Васильев. Он не исключает, что регулятор может рассмотреть на заседании вариант повышения ставки до 22%, однако большинство членов совета директоров ЦБ, вероятно, выберет сохранение ставки.

В отсутствие необходимости дальнейшего повышения ставки, как считает руководитель отдела макроэкономического анализа ФГ «Финам» Ольга Беленькая, ЦБ может перейти от умеренно-жесткого сигнала рынкам к нейтральному, а в риторике может появиться больше пояснений о критериях для начала снижения ключевой ставки.

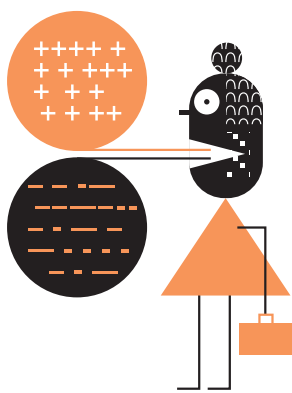
Быстрого перехода к снижению ключевой ставки на рынке не ждут. Регулятору, как он сам неоднократно заявлял, предстоит еще убедиться в том, что достигнутая жесткость ДКУ достаточна, и дожидаться подтверждения устойчивости дезинфляции, чтобы перейти к смягчению ДКП. «Укрепление рубля, снижение темпов роста совокупного кредитования, замедление инфляции в феврале и начале марта пока не могут служить надежным оправданием для уменьшения ключевой ставки. Среди проинфляционных факторов — ускоренное расходование бюджетных средств в январе—феврале», — говорит руководитель направления аналитического сервиса банка «Зенит» Владимир Евстифеев.

Если текущий тренд на замедление инфляции проявит свою устойчивость во втором квартале текущего года, ЦБ может приступить к снижению ключевой ставки в третьем квартале. Такого мнения придерживается большая часть опрошенных «Деньгами» аналитиков. «Пик годовой инфляции будет достигнут в мар-

те—апреле на уровне 10,2%. К середине года ожидаем замедления годовой инфляции до 9,6% и к концу года — до 6,3%», — отмечает Михаил Васильев. По его мнению, первое снижение ставки будет на заседании 6 июня, по итогам которого ЦБ опустит ставку сразу на 200 б. п., до 19%. К концу года в ПСБ не исключают снижения ключевой ставки до уровня 18%, в Совкомбанке ждут снижения до 14%. «В базовом варианте мы по-прежнему ожидаем начала цикла снижения ставок в июне и ставку 16% на конец года. Основные внутренние вводные — темпы роста кредитования и инфляции, внешние — цены на нефть и изменения геополитических условий», — полагает руководитель аналитического управления, главный экономист «Ренессанс Капитал» Олег Кузьмин.

Однако, по мнению экспертов, рынок должен быть готов и к альтернативным сценариям, если Банк России приступит к более раннему понижению ставки во втором квартале. Это, как считает Ольга Беленькая, возможно в случае слишком быстрого охлаждения кредитования и если спрос и/или инфляция будет замедляться быстрее прогнозов ЦБ. «Ряд индикаторов указывают на рост вероятности сценария с более ранним снижением и более низким уровнем ключевой ставки на конец 2025 года при более крепком курсе рубля, который ограничивает ценовую динамику. Если эта тенденция закрепится и будет поддержана реальным снижением геополитических издержек, сценарий более низкой траектории станет базовым», — говорит управляющий эксперт центра аналитики и экспертизы ПСБ Денис Попов. В этом случае он допускает снижение ключевой ставки на конец года до 14–16%.

Возможна и обратная ситуация, если окажется, что текущий уровень ДКУ недостаточен для устойчивого замедления инфляции, либо проявятся новые инфляционные риски (со стороны бюджетной политики, расширения программ льготного кредитования, ситуации в мировой экономике, новых жестких санкций, рынка труда и др.). В таком случае, как считает Ольга Беленькая, ключевая ставка может оставаться на текущем уровне дольше, и нельзя исключить ее дальнейшего повышения ●



ЮАНИ И АВОСЬ

ПОЧЕМУ КИТАЙСКАЯ ВАЛЮТА НЕ ЗАМЕНИЛА АМЕРИКАНСКУЮ НА РОССИЙСКОМ РЫНКЕ

Чтобы понять роль китайского юаня на российском рынке, хорошо бы понять его роль в мировой экономике и вспомнить о фундаментальных принципах работы мировых резервных валют.

«И потом: вы действуете воистину ради славы, а я действую ради выгоды, а сущность славы и выгоды не согласуется с естественными законами природы, не обретаются в Пути. Так попросим рассудить нас Свободного от Условностей».

Чжуан Чжоу, ФИЛОСОФСКИЙ ТРАКТАТ
Эпохи Сражающихся Царств «Чжуан-Цзы. Путь полноты свойств»



Что такое резервная валюта

бобщенное определение, которое можно найти в учебниках и словарях: резервная валюта — это иностранная валюта, которая широко используется в международной торговле и в значительных объемах хранится в центральных банках или других денежно-кредитных органах в составе их валютных резервов. Центральным банкам резервная валюта нужна для стабилизации финансовой системы страны в случае торгового или платежного дефицита и для влияния на обменный курс своей национальной валюты.

Основной расчетной валютой мировой экономики и, соответственно, резервной валютой пока является доллар США в силу масштабов американской экономики и геополитического веса Соединенных Штатов. МВФ помимо доллара к резервным валютам относит евро, британский фунт стерлингов, швейцарский франк, японскую иену, австралийский доллар, канадский доллар и китайский юань.

Развивающимся странам из-за различных особенностей их экономик сложно использовать свои национальные валюты для оплаты иностранных товаров или для заимствований на глобальном рынке капитала. Но имея валютные резервы, эти страны могут снабжать свои экономики стабильным потоком импорта и производить выплаты по внешним долгам, номинированным в иностранной валюте. Значительные объемы международных резервов центральных банков позволяют сглаживать волатильность платежного баланса, обеспечивают высокий уровень доверия к внутренним рынкам и оказывают поддержку национальным валютам, при этом предоставляют возможность проводить относительно независимую денежно-кредитную политику.

Резервная валюта используется для погашения международных долговых обязательств и считается твердой валютой, или валютой-убежищем. И можно сказать, что «твердая валюта» — это сильная валюта, которая демонстрирует долгосрочную стабильность, высокую покупательную способность и устойчивость курса. Это валюта, которая без ограничений конвертируется глобально и участвует в международных расчетах, является валютой резервов и сбережений, то есть выполняет все пять функций денег и в национальном, и в мировом масштабе. Это валюта с низкой инфляцией и надежными правовыми и государственными институтами, обеспечивающими предсказуемость монетарной и фискальной политики, валюта страны, политический курс которой стабилен и неизменен.

Проблема в том, что теперь ни одна валюта в мире, включая доллар США, больше не может считаться «твердой» в первоначальном определении. Масштабные эмиссии долларов, евро, фунтов, иен в последние несколько лет, дефициты бюджетов и долговое безумие развитых стран, всплески инфляции и резкие смены направлений денежно-кредитной политики, оголтелые политические действия, торговые и санкционные войны ставят крест на твердости и силе традиционных резервных валют. Постоянное снижение покупательной способности фиатных денег, используемых в резервах, а также волатильность обменных курсов могут приводить к убыткам. Если инфляция в странах—эмитентах резервных валют выше процентных ставок, которые можно получить при инвестировании резервов, то это также приводит к негативному эффекту для центральных банков, который называется «квазифискальные расходы».

Центральным банкам приходится наполнять международные резервы золотом и рассматривать в качестве альтернативы валюты стран, обеспеченных реальными промышленными или сырьевыми товарами, чтобы снизить валютные риски на

макроэкономическом уровне. Национальные валюты, в которых ведется трансграничная торговля, могут стать резервными, учитывая, что изначально за созданием любых валютных резервов стоят внешнеторговые операции, когда страна продает свои товары в обмен на валюту торгового партнера.

Юань как резервная валюта

«Человечество любит деньги, из чего бы те ни были сделаны, из кожи ли, из бумаги ли, из бронзы или золота».

М. А. Булгаков,
РОМАН «МАСТЕР И МАРГАРИТА»

30 сентября 2016 года Международный валютный фонд включил китайский юань в корзину специальных прав заимствования в качестве пятой валюты наряду с долларом США, евро, японской иеной и британским фунтом, признав таким образом валюту КНР свободно используемой валютой. Юань с этого момента вошел в число мировых резервных валют и в настоящее время занимает шестое место в международных резервах центральных банков.

2016 год оказался знаковым для глобальной экономики, поскольку по его итогам совокупный ВВП стран Азии впервые с конца XVIII века превысил суммарный ВВП Северной Америки и Евросоюза, а восточноазиатский макрорегион, и в частности «всемирная фабрика» Китай, стал новым бенефициаром глобализации. Именно тогда в США осознали, что наступает момент, когда продолжение текущих геоэкономических процессов будет вести к ослаблению американского доминирования и к дальнейшему подъему Азиатско-Тихоокеанского региона.

Подъем Азии не останавливается, и азиатские валюты при определенных условиях способны стать хранилищем стоимости, в то время как капиталы, накопленные в долларах и евро, могут свою стоимость потерять. Именно в этом кроется корень многих геоэкономических процессов, происходящих сейчас, от торговых войн и военных конфликтов до борьбы за ресурсы, в том числе за углеводороды и редкоземельные металлы.

Доля доллара в международных резервах сокращается год от года, и у юаня появляются возможности заполнить освобождающиеся ниши. Китай является глобальной экономической и финансовой сверхдержавой. Как пишет китайское издание Global Times, по итогам 2024 года внешняя торговля Китая установила рекорд в 43,85 трлн юаней. Китай остается крупнейшим в мире поставщиком товаров, и его доля в мировом экспорте



ТЕКСТ **Александр Лосев,**
финансист
ФОТО **Jie Zhao/Corbis/**
Getty Images

БОЛЬШИЕ ДЕНЬГИ

достигла 40%. По сообщению китайского информационного агентства «Синьхуа», объем внешнего товарооборота Китая со странами, участвующими в международной инициативе «Пояс и путь», составил в 2024 году \$3,1 трлн.

Соглашение Китая и Саудовской Аравии использовать юань в расчетах за нефть делает его нефтяной валютой и расширяет использование юаня в мировой торговле. Многие классы мировых активов могут оцениваться в юанях. Юань стал популярной платежной валютой региональных расчетов. Народный банк Китая создал клиринговые банки для юаней в 25 странах и регионах за пределами материкового Китая, что снизило транзакционные издержки участников рынка. Но! Китай предпочитает торговать произведенными у себя товарами со своими основными торговыми партнерами за доллары США.

Что с юанем не так

«В действительности все не так, как на самом деле».

Станислав Ежи Лец,
«НЕПРИЧЕСАННЫЕ МЫСЛИ»

Агентство Reuters в прошлом году отмечало, что китайский юань не только не закрепился в качестве мировой резервной валюты, но и пошел вспять, а его доля в мировых валютных резервах упала до самого низкого уровня за три года и лишь немного превышает 2%. Привлекательность юаня как мировой резервной валюты резко ослабевает, пишет Reuters. Из десяти стран, которые регулярно отчитываются о географическом распределении своих резервных активов, ни одна не увеличила свои резервы в юанях с первого квартала 2022 года.

Что же не так с юанем? Любая валюта, претендующая на статус международного резервного актива, должна исполнять все классические пять функций денег, а именно: быть средством платежа на мировых финансовых рынках, средством обращения на товарных рынках, являться мерой стоимости товаров и услуг, быть средством накопления и выполнять роль мировых денег. Не должно вводиться ограничений на движение капиталов в резервных валютах, необходима глобальная ликвидность и возможность свободно получения дохода в этой валюте.

Китай сохраняет и контроль за движением капитала, и ограничения на приток и отток иностранных денег в свою экономику. Несмотря на то что Народный банк Китая на протяжении нескольких лет занимается постепенным увеличением возможностей более широкого использования юаня,

так называемой интернационализацией юаня, экономическая стабильность важнее внешнего валютного сеньоража. В Китае существуют оншорные и офшорные контуры денежного обращения и особые режимы оборота юаня и трансграничного валютного контроля. Именно поэтому котировки китайского юаня на внешнем валютном рынке (офшорный юань CNH) могут отличаться от котировок местного рынка (юань материкового Китая CNY). До полной валютной либерализации очень далеко, а возможности административного контроля значительны, что, конечно же, влияет на обменный курс юаня к иностранным валютам. Само же управление курсом во многом административно-политическое.

В Китае понимают, что «невозможная трилемма международных финансов», то есть невозможность одновременно достичь фиксированного обменного курса, свободного движения капитала и независимой денежной политики, возможна только для Соединенных Штатов. Для всех остальных стран в этой трилемме доступны лишь комбинации двух опций из трех, и Китай выбрал стабильный валютный курс и независимую денежно-кредитную политику без

свободного движения капитала. Ограничения Народного банка Китая позволяют отчасти снизить риски неожиданных перемен в потоках капитала, что регулярно происходит в последние несколько лет.

Европа выбрала из этой трилеммы стабильный обменный курс и свободные потоки капитала при ограничениях денежно-кредитной политики, а Банк России до начала СВО сфокусировался на независимой ДКП, свободном движении капитала при плавающим рублем.

При увеличении мирового спроса на резервные активы их требуется все больше и больше, что для страны — эмитента резервной валюты может привести к росту дефицита бюджета и к отрицательному сальдо торгового баланса. Соединенные Штаты — максимально яркий пример подобной ситуации.

Китай, по всей видимости, не может и не заинтересован обеспечивать колоссальные объемы активов в юанях по всему миру. Для проведения экспансивной внешней валютной политики требуются значительные структурные реформы, несущие существенные риски внутренней экономической стабильности.

Еще одна причина осторожной «интернационализации юаня» — это растущие во всем мире внешнеполитические риски, протекционизм со стороны крупнейших экономик мира и торговые войны, которые разворачиваются с новой силой после возвращения Дональда Трампа в Белый дом. В геополитической проекции это может реализоваться в полузабытом консервативном неоимпериализме или принять нестандартные гибридные формы соперничества сначала за экономическое, а затем и политическое доминирование в мире. При таком непрочном состоянии мировой системы защита собственных экономик для крупных держав важнее эфемерных статусов уходящей эпохи глобализации.

Для управления резервными активами центральным банкам необходим значительный по объемам, прозрачный по правилам и открытый внешнему миру рынок государственных облигаций. То есть для того, чтобы юань стал мировой резервной валютой, Китаю нужно будет создать особый рынок, наподобие рынка казначейских облигаций США, и регулярно размещать выпуски госбумаг со сроками от 30 дней до 30 лет, иметь



JIE ZHAO / CORBIS / GETTY IMAGES



систему банков—первичных дилеров, механизмы репо и предоставления ликвидности, универсальные клиринговую и расчетно-платежную системы. Но ничего из этого пока нет и не предвидится на горизонте как минимум пары десятилетий.

Voilà tout. Занавес.

Растущие долги Китая

«Кредиторы отличаются лучшей памятью, чем должники».

Бенджамин Франклин
(ПЕРСОНАЖ СО 100-ДОЛЛАРОВОЙ
КУПЮРЫ)

Есть еще три серьезные проблемы, препятствующие созданию центробанками значительных резервов в китайских юанях: это низкие процентные ставки, нерелевантные риску отрицательной валютной переоценки, растущий дефицит бюджета и гигантский объем китайского долга, в том числе и теневого.

Агентство Fitch на основании публичных отчетов правительства КНР на ежегодной законодательной сессии Всекитайского собрания народных представителей подсчитало, что бюджетный дефицит Китая в 2025 году вырастет до 8,8% ВВП по сравне-

нию с 6,5% в 2024-м. И этот дефицит бюджета приведет к дальнейшему росту государственного долга Китая.

Общий государственный долг Китая (включая долг центральных и местных органов власти) составил 60,5% ВВП в 2024 году по сравнению с 55% годом ранее и превосходит средний показатель для суверенных государств категории «А» (57%). В 2025 году соотношение долга к ВВП продолжит рост, исходя из бюджетных планов и роста внебалансового долга местных органов власти. Согласно расчетам МВФ, расширенный госдолг, который включает долги муниципалитетов и провинций Китая, увеличился до 124% ВВП. Доля долга местных органов власти выросла до более чем 60% ВВП. Общий нефинансовый долг увеличился до 312% ВВП в 2024 году с уровня 245% пятью годами ранее, что поставило Китай в число стран с самой большой задолженностью. Считается, что из-за теневого кредитования общая величина долга может быть еще выше.

Усиление фискального стимулирования, объявленное правительством Китая на 2025 год, поддержит экономические перспективы, но большой дефицит бюджета указывает на продолжающийся рост государственного долга в ближайшие несколько лет, заявляет Fitch Ratings.

ровые резервные валюты, за исключением китайского юаня, в одно мгновение стали для России токсичными.

Глава Минфина Антон Силуанов заявил в 2022 году: «Безусловно, роль юаня в резервах будет также расти. Поэтому в нынешних условиях, я думаю, если и создавать резервы и хранить деньги в золотовалютных резервах, то в первую очередь это, конечно, золото, это юань, но также и ряд других валют дружественных стран».

Переход на юань был вынужденной мерой, при этом пришлось во многом полагаться на авось, потому что информационно-платежные системы не были отстроены и не были установлены четкие правила взаимодействия, что в дальнейшем негативно сказалось на внешней торговле, когда китайские банки массово стали соблюдать антироссийские санкции, введенные США. Но реальных альтернатив юаню тогда не осталось, да и в 2025 году тоже пока нет, принимая во внимание значимость Китая для России как самого важного торгового партнера. Пара юань/рубль стала основной валютной парой на внутреннем российском рынке, и это позволило сохранить валютные торги и стабилизировать внешнюю торговлю.

Когда в сентябре 2022 года «Газпром» и китайская CNPC договорились об оплате поставок газа по «Силе

Проблема в том, что теперь ни одна валюта в мире, включая доллар США, больше не может считаться «твердой» в первоначальном определении

Таким образом, под системой юаня находится очень опасный «стратовулкан», заставляющий мировые центробанки держаться от него подальше.

Юань и российские международные резервы

«Наша вера вернее расчета — нас вывозит „Авось“».

А. А. Вознесенский,
«Юнона и Авось»

Заморозка недружественными странами международных резервов Банка России в нарушение международного права и угроза их конфискации стала актом экономической войны против России и будет иметь долгосрочные негативные последствия для всей мировой финансовой системы. Все ми-

Сибири» в рублях и юанях, был сделан важный выбор платежных валют региональных расчетов. И уже в следующем, 2023 году, по данным Банка России, китайский юань стал главной иностранной валютой при оплате российских товаров.

И все же следует обратить внимание на целеполагание. Есть принципиальное различие в стратегиях: создавать международные резервы для балансирования внешней торговли и «хранить деньги в золотовалютных резервах», как в кубышке, потому что эти деньги пока никак не используются в российской экономике. И принципиально разный подход к юаню: что это для нас? Валюта региональных расчетов или валюта международных резервов?

Учитывая все недостатки юаня как международной резервной валюты и колоссальную разницу в процентных ставках по рублям и юаням, невозможно считать юань валютой сбережений и хранилищем стоимости. Для нас китайский юань как валюта активов убыточен. Торговые войны президента Трампа и рост геополитической напряженности между США и Китаем будут создавать дополнительные риски. Поэтому объем международных резервов в юанях, вероятно, желательно ограничить общепринятым в мире параметром — выраженной в деньгах величиной импорта за три месяца.

С функцией юаня как расчетной валюты также возникли проблемы. В 2024 году благостная картина неожиданно заиграла мрачными красками символиста Беклина.

В декабре 2023 года крупные китайские банки Industrial and Commercial Bank of China (ICBC), China Construction Bank (CCB) и Bank of China, а с января 2024-го банки Ping An Bank, Bank of Ningbo, China Guangfa Bank перестали принимать платежи в юанях из России, в феврале основной китайский банк для наших импортеров Zhejiang Chouzhou Commercial Bank уведомил клиентов об остановке операций с Россией. Затем в марте 2024 года китайские банки начали блокировать оплату от российских компаний за компоненты электроники, притом что Китай занял практически монопольное положение в компонентной базе и на рынке поставок. Возвращать платежи начали China Guangfa Bank, Kunshan Rural Commercial Bank, Great Wall West China Bank, Shenzhen Rural Commercial Bank, Dongguan Rural Commercial Bank и пр. Вторичные санкции США догнали российско-китайские расчеты в юанях. Полагаться на авось стало накладно.

Конечно же, нашлись посредники в Китае и «ВТБ Шанхай» продолжал выручать российский бизнес, возникли схемы расчетов в стейблкоинах, проблема постепенно потеряла свою остроту. Но как результат уже в феврале—марте 2025 года фиксируется спад импорта из Китая и грузооборота контейнеров.

Значимость Китая как торгового партнера для России по-прежнему велика. Альтернативы в расчетах в национальных валютах практически нет, если не считать криптоактивы. В этой ситуации, вероятно, необходимо выстраивать и совершенствовать защищенную от влияния внешних игроков информационно-платежную систему и расширять свои линии между специально отобранными банками ●

ТРАМП РАЗОГРЕЛ ИНВЕСТИЦИИ

МИРОВЫЕ ИНВЕСТОРЫ РЕКОРДНЫМИ ТЕМПАМИ СКУПАЮТ АКЦИИ ЕВРОПЕЙСКИХ КОМПАНИЙ



ТЕКСТ **Иван Евишкин**
ФОТО **Getty Images**

Внешняя политика американского президента начала оказывать влияние на финансовые рынки. Переговоры США и России привели к рекордному притоку спекулятивного капитала в Европу. Развернутая Трампом тарифная война стала причиной массовой распродажи фондов развивающихся стран во главе с Китаем. Российские инвесторы, воодушевленные потеплением отношений США и России, активно скупают паи фондов акций.

В феврале европейские фонды акций испытали сильнейший за десятилетие приток инвестиций. Об этом свидетельствуют отчеты Bank of America (BofA, учитывающие данные Emerging Portfolio Fund Research (EPFR)). По оценке «Денег», за четыре недели, завершившихся 5 марта, клиенты фондов, ориентированных на европейские акции, вложили свыше \$12 млрд. Это почти в десять раз выше средств, выведенных месяцем ранее (\$1,26 млрд), и первый положительный результат с мая 2024 года. Больше инвесторы вкладывали в такие фонды в августе 2015 года.

О восстановлении популярности европейских активов говорит и февральский опрос глобальных портфельных менеджеров, проведенный аналитиками BofA. В анкетировании приняли участие 205 управляющих фондами с суммарными активами \$482 млрд. По данным опроса, количество управляющих, чьи вложения в акции европейских компаний оказались выше индикативного уровня, на 12% превзошло число тех, у кого эта доля была ниже. За месяц перевес оптимистов вырос на 11 процентных пунктов (п. п.) и на 36 п. п. с начала года. Респонденты впервые за несколько лет назвали европейский индекс EuroStoxx потенциально самым быстрорастущим индексом на горизонте до конца 2025 года. Такого мнения придерживаются 22% управляющих. Американский индекс Nasdaq с долей 18% опустился на вторую строчку.

Ставка на мир

Массовая скупка акций европейских компаний началась после первых телефонных переговоров президентов России и США 12 февраля. Через неделю состоя-

GETTY IMAGES

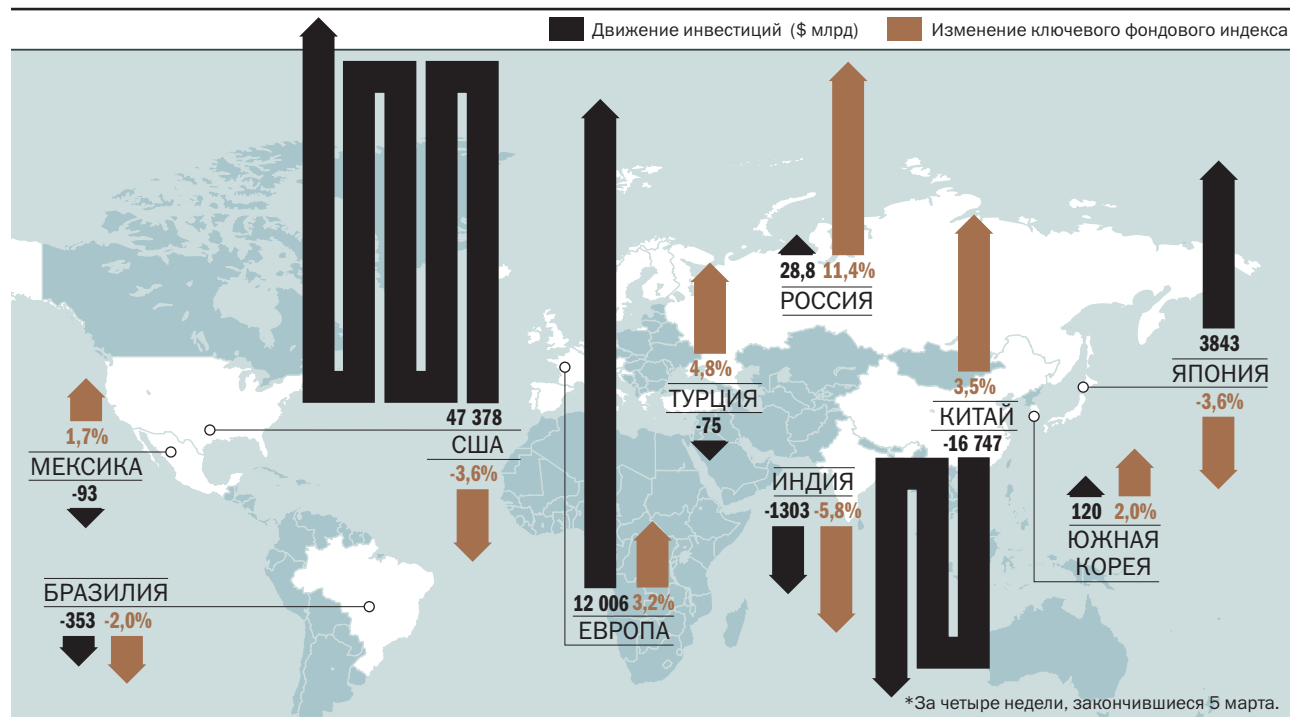
лись первые переговоры российской и американской делегаций в Саудовской Аравии. В последующие недели контакты продолжились. Хотя прорыва в переговорах не произошло, сближение сторон по ряду вопросов, включая работу посольств, инвесторы восприняли положительно.

Следствием стал интерес к европейским акциям, которые на фоне отказа Европы от дешевого российского сырья и других санкционных издержек были сильно перепроданы в последние три года. По оценке «Денег», с февраля 2022 года по декабрь 2024-го мировые инвесторы забрали из фондов Европы около \$240 млрд. «Налаживание поставок нефти и газа, промышленного сырья позволило бы ослабить ценовое давление и открыло бы больше пространства для маневра для ЕЦБ в смягчении ДКП», — полагает аналитик фондового рынка УК «Альфа-Капитал» Алина Попцова.

Привлекают мировых инвесторов и планы стран ЕС резко увеличить расходы на оборону на фоне заявлений Дональда Трампа о том, что США не готовы на своих плечах нести основное бремя расходов по обеспечению европейской безопасности. В ответ на это лидеры стран Евросоюза провели в начале марта саммит, на котором в том числе был согласован план по укреплению обороноспособности объемом €800 млрд. В частности, Германия планирует ослабить «долговой тормоз» для увеличения

ГЕОГРАФИЯ МЕЖДУНАРОДНЫХ ИНВЕСТИЦИОННЫХ ПОТОКОВ*

Источники: Bloomberg, BofA, «Цифра брокер», Investfunds.





расходов на оборону и увеличить финансирование инфраструктуры. «Инвесторы ожидают, что большие инфраструктурные расходы приведут к росту прибыли большего числа европейских компаний», — считает директор по инвестициям, начальник департамента по доверительному управлению активами «Ренессанс Капитала» Игорь Даниленко.

Положительное влияние на настроения инвесторов оказывает и смягчение денежно-кредитной политики ЕЦБ. 6 марта европейский финансовый регулятор осуществил очередное снижение базовой ставки на 0,25 п. п., до 2,65%, менее чем за год она опустилась на 1,5 п. п. «Инвесторы верят, что европейская экономика восстанавливается, положительное влияние на нее оказывает как смягчение денежно-кредитной политики ЕЦБ, так и надежды на скорое завершение российско-украинского конфликта, что должно привести к оживлению экономической жизни в регионе и хотя бы частичному восстановлению экономических связей с Россией», — считает начальник отдела доверительного управления «КСП Капитал УА» Дмитрий Хомяков.

Развитый интерес

Мировые инвесторы активно наращивали вложения в акции компаний и из других развитых стран. По оценкам «Денег», суммарный приток на рынки developed markets за последние четы-

ре недели составил почти \$82 млрд, что на \$35 млрд больше привлечений начала года. Основной приток средств пришелся на американские фонды. За месяц фонды этой категории привлекли от клиентов более \$47 млрд против \$39 млрд месяцем ранее.

Высокому интересу инвесторов на акции американских компаний способствует политика президента США Дональда Трампа, нацеленная на поддержку американского бизнеса и повышение его конкурентоспособности. «Трамп утверждает, что планирует стимулировать экспорт товаров и блокировать импорт в страну. Он собирается добиваться снятия санкций с американских товаров и вводить ограничения на все, что будет препятствовать выходу американских компаний на рынок», — говорит CEO брокера Mind Money Юлия Хандошко. Такие сигналы, на ее взгляд, практически не оставляют альтернативных трактовок, тем более когда за обещаниями следуют реальные действия — например, фактическое введение пошлин в отношении товаров из Китая, Мексики и Канады, которое последовало с небольшим временным лагом после заявлений. «Такой подход становится мощным стимулом для вложений в США», — полагает госпожа Хандошко.

Охотно увеличивают мировые инвесторы вложения и в японские фонды. По оценкам «Денег», суммарный приток в такие фонды составил по итогам минувшего месяца

\$3,8 млрд, улучшив результат предыдущего месяца на \$1 млрд. По мнению портфельного управляющего Astero Falcon Алены Николаевой, инвестиции в Японию — классическая ставка на рефляцию и корпоративные реформы Государственного пенсионного инвестиционного фонда страны (GPIF). Локальные фонды также активно покупают акции, играя вдолгую на реформах в корпоративном секторе. «Ослабленная иена добавляет экспортерам ценовое преимущество, а локальный ритейл активно перекладывается в акции, пытаясь спасти сбережения от обесценения», — отмечает госпожа Николаева.

Под давлением торговых войн

Пессимизм царит на рынках развивающихся стран. По оценкам «Денег», за четыре недели месяца клиенты фондов, инвестиционная политика которых ориентирована на emerging markets, забрали \$15,2 млрд, что втрое выше потерь рынков месяцем ранее. В целом с начала года эта категория фондов потеряла более \$20 млрд. «Новая торговая война создает риск замедления глобального экономического роста, поэтому инвесторы предпочитают хеджирование и защитные инструменты. Это подтверждает устойчивый спрос на золото», — обращает внимание Алина Попцова.

Наиболее быстро выводятся деньги из фондов Китая. По данным EPFR,

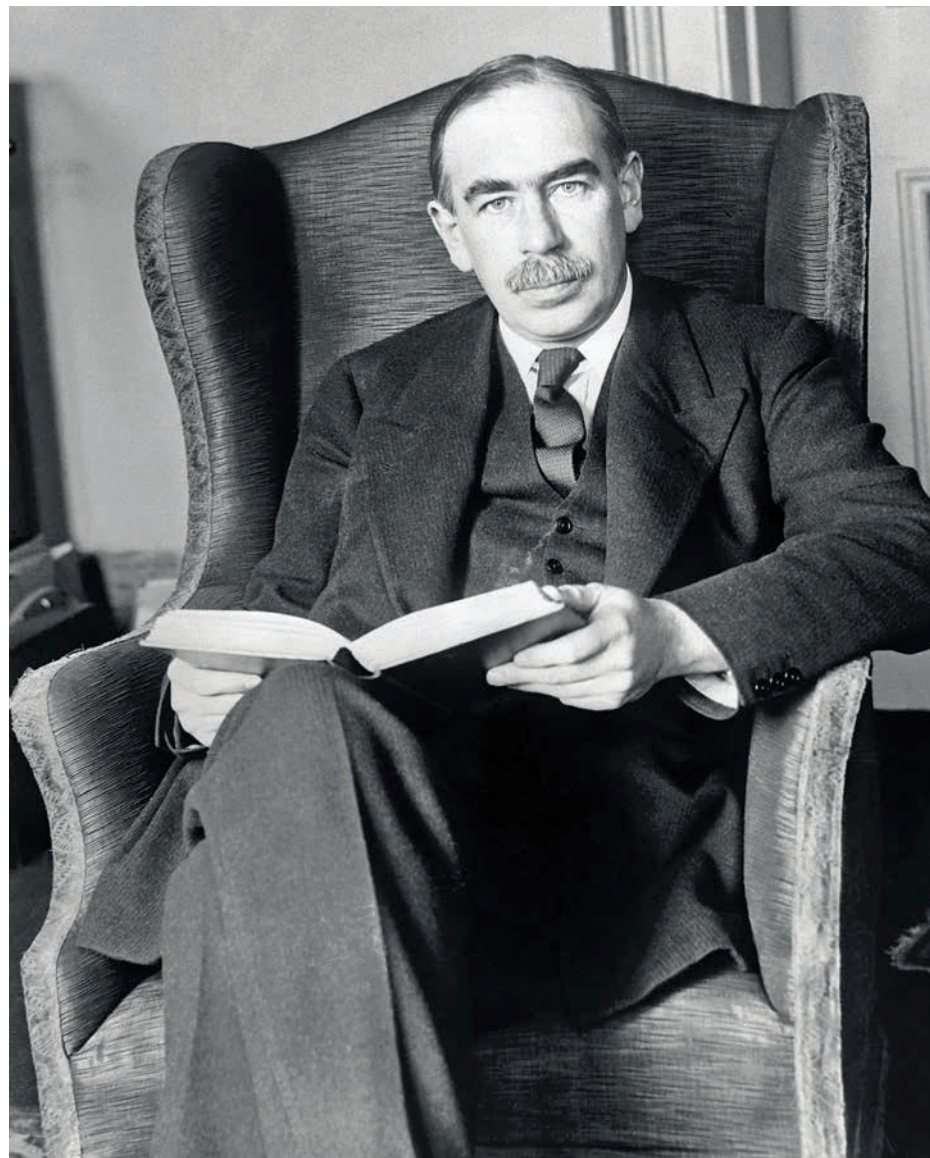
за месяц мировые инвесторы вывели из них \$16,7 млрд. Это более чем втрое выше привлечений месяцем ранее. «Медвежьи» настроения инвесторов связаны с разворачивающейся между Китаем и США торговой войной. С 1 февраля Трамп ввел 10-процентные пошлины на китайские товары, на что Пекин ответил пошлинами на импортируемые из США уголь, СПГ, нефть, сельхозтехнику и автомобили. Под давлением продаж оказались фонды Индии и Бразилии, которые потеряли в виде оттоков соответственно \$1,3 млрд и \$353 млн.

В ожидании новых санкций и начала действия тарифов со стороны США инвесторы не спешат вкладываться в регионы, которые подвержены внешним шокам. Алена Николаева обращает внимание на внутренние проблемы стран БРИКС, которые оказывают негативное влияние на настроения инвесторов. «Китай продолжает бороться с долговым кризисом в секторе недвижимости, Индия переживает коррекцию после многолетнего перегрева фондового рынка плюс потенциально является таргетом для тарифов Трампа, а Бразилия сталкивается с политической неопределенностью и снижением спроса на сырьевые товары на фоне замедления Китая», — анализирует госпожа Николаева.

Российский противоход

Из общей картины развивающихся стран выбиваются российские фонды акций. По оценке «Денег», основанной на данных Investfunds, чистый приток средств в фонды российских акций составил по итогам минувшего месяца 2,6 млрд руб. (\$28,8 млн при среднем курсе 90,12 руб./\$ на внебиржевом рынке), что на треть ниже объема средств, выведенного месяцем ранее. Это первый результат со знаком плюс с июля минувшего года.

Аппетит к риску у россиян вырос на фоне бурного роста рынка акций, после слухов о сближении позиций США и России по разрешению украинского кризиса. 25 февраля индекс Московской биржи впервые с мая минувшего года поднялся выше 3300 пунктов. По итогам отчетного периода он остановился на отметке 3263,6 пункта, что на 11,5% выше значений месячной давности. «Бычьим» настроениям инвесторов способствовало и решение Банка России в феврале сохранить ключевую ставку на уровне 21%. Этот шаг способствовал снижению доходности депозитов, так как банки начали закладывать в прогнозы переход регулятора к более низкой ключевой ставке ●



GETTY IMAGES

КЕЙС КЕЙНСА

КАК ТЕОРИЯ БРИТАНСКОГО ЭКОНОМИСТА ПОКОРЯЛА МИР

Его имя носит одно из самых влиятельных течений в экономической науке. Его книга «Общая теория занятости, процента и денег» — обязательное чтение для студентов финансовых специальностей. Его называют основателем современной макроэкономики. Он был одним из главных идеологов создания Международного валютного фонда (МВФ). Влияние идей Джона Мейнарда Кейнса на развитие капитализма в XX веке невозможно переоценить. После кризиса 2008 года они стали снова актуальны и востребованы.

Два экономиста

Через неполных три месяца после того, как на Хайгейтском кладбище в Лондоне был похоронен Карл Маркс, 5 июня 1883 года в Кембридже, в семье преподавателя экономики и философии Джона Невилла Кейнса родился сын, Джон Мейнард Кейнс.

Оба ученых были не только экономистами, но и философами. Оба подарили свои имена экономическим течениям, влияние которых вышло далеко за рамки академических дискуссий. «Капитал» Маркса и «Общая теория занятости, процента и денег» — общепризнанная классика экономической мысли. Объем литературы, посвященной обеим работам, во многие тысячи, если не в миллионы, раз превышает объем двух этих книг (причем главная работа Кейнса в бумажном виде заметно тоньше увесистого тома «Капитала»).

Как марксистская политэкономия, так и кейнсианство были громадным шагом вперед в развитии экономической науки. Кейнс без ложной скромности срав-

«ЧРЕЗВЫЧАЙНО ТРУДНО СУДИТЬ О РОССИИ С ПОЗИЦИЙ ЗДРАВОВОГО СМЫСЛА»

(Из статьи Джона Кейнса «Беглый взгляд на Советскую Россию», опубликованной в Великобритании в 1925 году)

Ленинизм — странная комбинация двух вещей, которые европейцы на протяжении нескольких столетий помещают в разных уголках своей души, — религии и бизнеса... бизнес, подчиняющийся такой религии, вместо того чтобы развиваться по своим независимым законам, становится крайне неэффективным.

Как мне принять теорию, которую необходимо принимать как Библию — вне и выше всякой критики, — но которая похожа на устаревший учебник по экономике, не просто научно неправильный, но читаемый без всякого интереса и к современному миру неприменимый?

В будущей России, видимо, карьера «делающего деньги» человека просто невозможна как доступная в силу своей открытости для респектабельного человека сфера деятельности, как и карьера вора-взломщика либо стремление научиться подлогам и хищениям.

Даже при низком уровне эффективности система все же функционирует устойчиво.

Советское государство не настолько неэффективно, чтобы не могло иметь возможности выжить. Оно прошло через более тяжелые времена по сравнению с нынешними. Оно создало организацию, охватывающую всю сферу активной экономической жизни, но и неэффективную с точки зрения нормальных стандартов, хотя способную преодолеть хаос и разруху. Оно задает стандарты жизни, но более низкие, чем наши, правда, защищающие от голода и смерти, обеспечивающие даже некоторый комфорт.

Будучи экономистом, я не могу допустить, что русский коммунизм сделает какой-либо вклад, имеющий интеллектуальную или научную ценность, в решение наших собственных экономических проблем.

нивал свою теорию с неевклидовой геометрией, а теории своих предшественников — с попытками понять и объяснить трехмерный мир, не принимая в расчет существование третьего измерения.

Идеи Маркса оказали огромное влияние на важнейшие политические события XX века — победу коммунистической идеологии в России и Китае. Воплощение в жизнь идей Кейнса способствовали выходу Соединенных Штатов из Великой депрессии.



ТЕКСТ **Алексей Алексеев**
ФОТО **Getty Images, Keystone-France/Gamma-Keystone/Getty Images, ullstein bild/Getty Images, Tim Gidal/Picture Post/Hulton Archive/Getty Images, Hulton Archive/Getty Images**

Оба ученых диагностировали серьезные болезни современной им капиталистической экономики — циклические кризисы, безработицу, но предложили разные средства исцеления.

Впрочем, у Кейнса было преимущество — он жил позднее и имел возможность ознакомиться с тем, как на практике работает экономика, построенная по заветам Карла Маркса.

Отличник

Талант к арифметике проявился у Джона Мейнарда Кейнса еще в дошкольном возрасте. Закончив школу с отличием, он получил королевскую стипендию на обучение в Итоне. Благодаря блестящим успехам в математике в 1901 году 18-летний Кейнс получил премию Томлина — £30 (примерно соответствует современным £3700), которые можно было потратить только на книги. На следующий год, получив стипендию, он перевелся в Королевский колледж в Кембридже (в 1967 году построенное на территории колледжа новое здание получило имя Кейнса).

Преподававший в Королевском колледже Альфред Маршалл, один из основоположников неоклассической школы в экономической науке, уговаривал Кейнса выбрать карьеру экономиста. Самого юношу больше привлекала философия.

Классическая экономическая теория не могла объяснить причины Великой депрессии и способы выхода из нее.

«Общая теория занятости, процента и денег» смогла

Чиновник

В 1906 году бакалавр математики, обладатель диплома с отличием Джон Кейнс сдал экзамены для поступления на государственную службу. Самые плохие оценки он получил по экономике и математике. Впоследствии он объяснял, что знал эти предметы лучше преподавателей.

С октября 1906 года по июнь 1908 года он проработал клерком налогового управления Министерства по делам Индии. Видимо, такой род занятий ему быстро наскучил, и Кейнс вернулся в Кембридж. Но именно Индии была посвящена его первая научная статья по экономике, опубликованная в 1909 году. В 1913 году Кейнс проводил отпуск в Египте. Там его нашла письмо из Министерства по делам Индии с предложением стать членом Королевской комиссии по индийским финансам и валюте. В том же году вы-

шла в свет первая книга Кейнса — «Индийская валюта и финансы».

В годы Первой мировой войны Джон Кейнс был прикомандирован к казначейству. От призыва в армию он отказался на основании того, что военная служба не соответствовала его убеждениям. Ему было предоставлено освобождение с условием продолжения работы на госслужбе.

После завершения войны Кейнс принял участие в работе Парижской мирной конференции в качестве представителя казначейства. Он был против того, чтобы на Герма-

Кейнс предсказывал, что наложенные на Германию после Первой мировой войны непомерные репарации могут привести к новому военному конфликту. На фото — раздача бесплатной еды немецким безработным

нию были наложены тяжелые репарации. В своей книге «Экономические последствия мира» (1919) Кейнс писал, что непомерные репарации и форма их взимания нанесут вред экономике Германии, и высказывал опасения, что моральное унижение Германии в будущем может привести к политической нестабильности и новому военному конфликту. В 1922 году он выпустил дополнение к этой работе — «Пересмотр мирного договора». К его предложению не прислушались. А сделанный им прогноз, как известно, оказался верным. Не нашла поддержки и другая идея Кейнса — списать все долги военного времени, чтобы восстановить обороты мировой торговли. При этом большая часть бремени по послевоенной реконструкции Европы ложилась на Соединенные Штаты, что не устроило США.

Борец с дефляцией и золотым стандартом

В промежутке между двумя мировыми войнами Великобритания пережила длительный всплеск безработицы. Если уровень безработицы в 1920 году составлял в среднем 3,9%, то в 1921 году он превысил 20%, достигнув в мае 1921 года максимума — 23,4%, а затем почти до конца десятилетия оставался в районе 10%. Уровень дефляции составлял около 10% в 1921 году и около 14% в 1922 году. Джон Кейнс в работе «Трактат о денежной реформе» (1923) ратовал за то, чтобы страны стремились поддерживать стабильность цен, избегая дефляции даже ценой девальвации национальной валюты. Кейнс рекомендовал снизить курс фунта стерлингов, чтобы стимулировать создание новых рабочих мест и повысить привлекательность британского экспорта. При этом Кейнс указывал, что власти должны действовать оперативно, не дожидаясь того, чтобы в долгосрочной перспективе экономика сама стабилизировалась. Эту мысль Кейнс завершал фразой, которую будут цитировать все следующее столетие — «в долгосрочной перспективе мы все умрем».

Кейнс выступал против возврата Великобритании к системе золотого стандарта. Он считал ее устаревшей и вредной для экономического роста страны. Он утверждал, что привязка валют к золоту ограничивает способность правительств реагировать на экономические кризисы.

Но в 1925 году занимавший тогда пост канцлера казначейства Уинстон Черчилль восстановил золотой стандарт на основе довоенного паритета фунта стерлингов и золота. В выпущенном в том же году памфлете «Экономические последствия валютной политики мистера Черчилля»



KEYSTONE-FRANCE / GAMMA-KEYSTONE / GETTY IMAGES

ДЖОН МЕЙНАРД КЕЙНС. ЛИЧНАЯ ЖИЗНЬ, ИНТЕРЕСЫ, ПРИВЫЧКИ

В 1918 году во время гастролей балетной труппы Дягилева в Лондоне Кейнс познакомился с русской балериной Лидией Лопуховой (такую фамилию она взяла в 1914 году, а до того была Лопуховой). В 1925 году они вступили в брак. В том же 1925 году супруги побывали в СССР, куда Кейнс был приглашен на празднование 200-летия Академии наук. Впоследствии супруги еще дважды приезжали в Ленинград, в гости к родственникам жены (в разных источниках приводятся разные даты этих поездок, вторая поездка датируется 1926 или 1928 годом, последняя поездка — 1936 или 1937 годом). Во время Бреттон-Вудской конференции Лидия неофициально выступала в качестве переводчицы в разговорах мужа с членами советской делегации. Супруги смотрелись вместе необычно. Дело в том, что рост Кейнса составлял 198 см, а Лопуховой — 152 см.

У Джона Кейнса были хобби — выращивание свиней, коллекционирование живописи XX века (в его коллекции были работы Брака, Дега, Модильяни, Пикассо, Сезанна, Сёра).

ULLSTEIN BILD / GETTY IMAGES



Кейнс с супругой,
Лидией Лопуховой

Кейнс подверг критике это решение. По мнению Кейнса, курс фунта стерлингов, установленный на довоенном уровне — \$4,86 за фунт, был завышен примерно на 10%. Как и предсказывал экономист, последствия не заставили себя ждать. Дефляционные процессы в британской экономике продолжились — с 1926 по 1929 год внутренние цены снизились в общей сложности на 6,49%. Британские экспортные товары, наоборот, подорожали и стали менее конкурентоспособными. Снижались зарплаты, снижался спрос, рецессия продолжалась.

Британские власти отказались от золотого стандарта в сентябре 1931 года, установив плавающий курс фунта стерлингов. Не потому, что вдруг осознали правоту Джона Кейнса. Со всем по иным причинам. В начале 1930 года начавшаяся в США Великая депрессия докатилась до Великобритании. Взлетела безработица, в 1931 году превысив 20%. Повышение государственных расходов на пособия по безработице привело к увеличению дефицита госбюджета.

В августе 1931 года началось так называемое «бегство от фунта». Зарубежные инвесторы начали выводить из британских банков по £2,5 млн в день в золоте. Отмена золотого стандарта помогла остановить этот процесс, но общая ситуация в экономике осталась тяжелой.

Пророк не в своем отечестве

30 мая 1929 года в Великобритании состоялись парламентские выборы. В ходе предвыборной кампании 1 марта 1929 года лидер Либеральной партии Дэвид Ллойд Джордж обнародовал программный документ «Мы можем победить безработицу». В нем говорилось, что частный бизнес не в состоянии исправить сложившуюся в экономике ситуацию в короткие сроки, поэтому государство должно оказать ему поддержку и «посредством продуманной политики национального развития помочь запустить на полную мощность великую машину промышленности». В документе предлагался масштабный план дорожного строительства стоимостью £42 млн (примерно соответствует современному £3,4 млрд) с целью трудоустройства 100 тыс. человек. В дальнейшем программа могла быть расширена до трудоустройства в течение двух лет 350 тыс. человек, на что потребовались бы инвестиции в размере £145 млн. Также были запланированы строительство 200 тыс. дешевых домов в год с трудоустройством 60 тыс. человек, работы по экспансии телефонной и электрической сетей, канализации, системы пассажирского транспорта. Создание большого числа новых рабочих мест должно было стимулировать потребление. В документе об этом говорилось так: «Если вме-

сто пособия в один фунт или двадцать пять шиллингов в неделю человек приносит с работы домой три фунта в неделю, вы удваиваете и утраиваете его покупательную способность». Кроме того, создание новых рабочих мест должно было привести к снижению расходов бюджета на пособия по безработице и увеличению налоговых поступлений.

Джон Кейнс поддержал идеи Ллойда Джорджа в написанной вместе с Хьюбертом Хендерсоном брошюре «Может ли Ллойд Джордж сделать это?». В ней говорилось, что «силы процветания, как и силы торговой депрессии, работают с кумулятивным эффектом».

На выборах Либеральная партия заняла лишь третье место. План Ллойда Джорджа не был воплощен в жизнь. Но подобный подход к борьбе с безработицей и выходу из экономического спада был успешно опробован в другом месте.

В 1931 году, выступая с лекцией в Нью-Йорке, Джон Кейнс говорил, что для выхода американской экономики из депрессии в разумно короткий срок необходимо прямое вмешательство государства, «что-то вроде пятилетнего плана или, возможно, пятимесячного плана».

В последний день 1933 года газета The New York Times опубликовала открытое письмо Джона Мейнарда Кейнса президенту США Франклину Делано Рузвельту.

Кейнс призывал Рузвельта принять решительные меры по борьбе с Великой депрессией. Он подчеркивал важность программ общественных работ для стимулирования занятости и увеличения совокупного спроса — даже в ущерб сбалансированности государственного бюджета. Оживление экономики должно было оправдать бюджетный дефицит.

Судя по американской прессе начала 1934 года, идеи Кейнса были восприняты в обществе, мягко говоря, без особого восторга. Почему нам должен советовать иностранец? Если Кейнс такой хороший экономист, почему его не слушает правительство Великобритании? Если он ратует за вмешательство государства в экономику, может, он вообще социалист?

Но оппоненты вынуждены были признать, что идеи Кейнса нашли понимание у президента Рузвельта. Правда, когда Кейнс по приглашению Рузвельта приехал в Соединенные Штаты, при личной встрече экономиста с президентом выяснилось, что понимают они друг друга плохо (Кейнс посчитал, что Рузвельт плохо разбирается в экономике).

Степень влияния идей Кейнса на проводившуюся Рузвельтом политику «Нового курса» оценивается по-разному. Одни исследователи ут-

верждают, что кейнсианство было теоретической основой реформ Рузвельта. Вмешательство государства в экономику было? Было. Миллиардные инвестиции в общественные работы были? Были. С тем, что Рузвельт действовал по советам Кейнса, другие экономисты не согласны частично или полностью. Различные точки зрения высказывались даже по поводу того, что было раньше: способствовало ли кейнсианство успеху реформ Рузвельта или же успехи «Нового курса» помогли Кейнсу сформулировать его теорию.

С одной стороны, идеи общественных работ и вмешательства государства в экономику высказывались еще до избрания Рузвельта президентом США. Хотя не факт, что Рузвельт знал о них до публикации открытого письма. С другой — главная работа Кейнса «Общая теория занятости, процента и денег» была опубликована в 1936 году, когда «Новый курс» уже активно проводился в жизнь. С третьей — в «Общей теории» развивались идеи, ранее уже изложенные в открытом письме Кейнса Рузвельту. С четвертой — было еще одно письмо Рузвельту, написанное в 1938 году, уже не открытое, а частное. В нем Кейнс хвалил

Воплощение в жизнь идей Кейнса способствовало выходу Соединенных Штатов из Великой депрессии

Но если о том, в какой мере реформы Рузвельта были проверкой теории Кейнса на практике, можно спорить, то в том, что «Общая теория занятости, процента и денег» произвела революцию в экономической науке, нет никаких сомнений.

Великая кейнсианская революция

Так в чем же революционность «Общей теории занятости, процента и денег»? В чем отличие теории, разработанной Кейнсом, от взглядов, господствовавших в экономике до появления его работы, — так называемой классической экономической теории?

В различных источниках суть кейнсианства описывается по-разному, в том числе с разной степенью сложности. Прочитируем статью Сарва-

Британский экономист Джон Мейнард Кейнс возглавил революцию в экономической мысли, которая перевернула преобладавшую в то время идею о том, что свободные рынки автоматически обеспечивают полную занятость, — то есть все, кто хочет иметь работу, могут получить ее, при условии что работники проявляют гибкость в своих требованиях заработной платы. Основным постулатом теории Кейнса, которая стала носить его имя, является утверждение о том, что совокупный спрос, определяемый как сумма расходов домашних хозяйств, предприятий и правительства, является наиболее важной движущей силой в экономике. Кейнс далее утверждал, что свободные рынки не имеют самобалансирующихся механизмов, приводящих к полной занятости».

ние спроса возможно за счет одного из этих компонентов.

В период рецессии потребители сокращают расходы, бизнес сокращает инвестиции в связи с ослабленным спросом. Следовательно, в таком случае способствовать увеличению спроса может и должно государство.

Еще одна цитата из упомянутой статьи: «Существует три основных положения кейнсианской теории для описания того, как функционирует экономика:

Совокупный спрос зависит от многих экономических решений — государственных и частных. Решения частного сектора могут иногда приводить к неблагоприятным макроэкономическим результатам, например, сокращению потребительских расходов в период экономического спада. Эти сбои в работе рынка иногда требуют проведения активной политики правительства, таких как пакет налогово-бюджетных стимулов... Таким образом, кейнсианская экономическая теория поддерживает смешанную экономику, направляемую в основном частным сектором, но частично действующую под контролем правительства.

Цены и в особенности заработная плата медленно реагируют на изменения спроса и предложения, что приводит к периодическим дефицитам и излишкам, особенно трудовых ресурсов.

Изменения совокупного спроса, будь то ожидаемые или непредвиденные, оказывают наибольшее краткосрочное воздействие на реальный объем производства и занятость, а не на цены. Кейнсианцы считают, что в связи с некоторой жесткостью цен колебания любого компонента расходов (потребления, инвестиций или государственных расходов) вызывают изменения объема производства. Например, если государственные расходы увеличиваются, а все другие компоненты расходов остаются постоянными, объем производства возрастает. Кейнсианские модели экономической деятельности также включают эффект мультипликатора; то есть изменение объема производства кратно увеличению или уменьшению расходов, которое вызвало это изменение. Если бюджетный мультипликатор больше единицы, то увеличение государственных расходов на один доллар приводит к увеличению объема производства на величину, большую, чем один доллар.

Еще один важный постулат, который был выдвинут Кейнсом в «Общей теории», — основной психологический закон, описывающий поведение потребителя. Он сформулирован так: «Психология общества такова, что с ростом совокупного реального дохода увеличивается и совокуп-



TIM GIDAL / PICTURE POST / HULTON ARCHIVE / GETTY IMAGES

президента США за часть проведенных реформ, но при этом отмечал, что по некоторым направлениям (жилищное строительство, коммунальные услуги, железные дороги) практически ничего не сделано. Кейнс указывал также, что очень важным является восстановление потребительского спроса. Кроме того, окончательное восстановление экономики США произошло только после вступления страны во Вторую мировую войну.

та Джахана, Ахмеда Сабера Махмуда и Криса Папагеоргиу «Что такое кейнсианская экономика?», опубликованную в 2014 году в журнале Finance and Development — ежеквартальном издании Международного валютного фонда (о том, какая связь между Джоном Кейнсом и МВФ — чуть ниже). Цитата: «Основной принцип этого направления научной мысли состоит в том, что государственное вмешательство может стабилизировать экономику...

Джон Мейнард Кейнс, неофициальный советник правительства Великобритании, работает над планом финансирования военных действий. 1940 год

По Кейнсу объем производства товаров и услуг состоит из четырех компонентов: потребления, инвестиций, государственных закупок и чистого экспорта (разницы между экспортом и импортом). Увеличе-



ULLSTEIN BILD / GETTY IMAGES

ное потребление, однако не в такой же мере, в какой растет доход».

Классическая экономическая теория не могла объяснить причины Великой депрессии и способы выхода из нее. «Общая теория занятости, процента и денег» смогла.

Рыночная экономика развивается циклично: чередуются фазы роста и падения. Кейнс выступал за вмешательство государства, направленное на сглаживание амплитуды колебаний делового цикла. Для этого предлагалось проводить контрциклическую (против направления делового цикла) фискальную политику. То есть в период подъема снижать государственные расходы и увеличивать налоги для охлаждения экономики, а в период рецессии увеличивать расходы и снижать налоги.

Выгоду, которую могут принести экономике финансируемые из бюджета общественные работы, Кейнс объяснял на шутовском примере: «Если бы казначейство наполняло старые бутылки банкнотами, закапывало их на соответствующей глубине в бездействующих угольных шахтах, заполняло эти шахты доверху городским мусором, а затем, наконец, предоставляло бы частной инициативе на основе хорошо испытанных принципов *laissez-faire* выкапывать эти банкноты из земли (причем, чтобы получить право на такую добычу, требовалось бы, конечно, надлежащим порядком арендовать „банкнотоносную“ площадь), то безработица могла бы полностью исчезнуть, а косвенным образом это привело бы, вероятно, к значительному увеличению

Джон Кейнс в работе «Трактат о денежной реформе» (1923) ратовал за то, чтобы страны стремились поддерживать стабильность цен, избегая дефляции даже ценой девальвации национальной валюты

как реального дохода общества, так и его капитального богатства по сравнению с существующими размерами. Разумеется, более целесообразно было бы строить жилые дома и т. п., но если этому препятствуют политические и практические трудности, то и предлагаемый вариант лучше.

Идеи, высказанные в «Общей теории занятости, процента и денег», легли в основу макроэкономики как научной дисциплины.

И хотя «Общая теория» была научной работой, а не сборником рекомендаций по государственному управлению экономикой, идеи Кейнса восприняли не только коллеги-экономисты, но и государственные деятели.

Триумф кейнсианства, крах кейнсианства, возвращение кейнсианства

Рост экономики США во время Второй мировой войны выглядел как подтверждение теории Джона Кейн-

са. Кейнс предлагал не бояться дефицитного бюджета ради промышленного подъема и борьбы с безработицей? Так и получилось. Если в 1932–1940 годах дефицит госбюджета США не превышал \$4 млрд в год, то после вступления Соединенных Штатов в войну этот показатель вырос на порядок. В 1943 году этот показатель был максимальным — \$55 млрд (примерно соответствует современному \$1 трлн). Уровень безработицы упал с 14,6% в 1940 году до небывало низкого показателя 1,2% в 1944 году.

В июле 1944 года в отеле «Маунт Вашингтон» в Бреттон-Вудсе, штат Нью-Гэмпшир, состоялась Валютно-финансовая конференция объединенных наций, известная как Бреттон-Вудская конференция. Джон Мейнард Кейнс был главным представителем Великобритании на конференции. Во время конференции у него случился инфаркт. Немецкие газеты даже успели напечатать некролог, но Кейнс выжил.

Джон Мейнард Кейнс (третий справа) на Генуэзской конференции 1922 года

По итогам конференции была разработана Бреттон-Вудская валютная система, основанная на фиксированном золотом паритете доллара США, подписаны соглашения о создании Международного валютного фонда и Международного банка реконструкции и развития (Всемирного банка). В основу плана создания этих организаций был положен «План Кейнса», опубликованный несколькими месяцами раньше. Кейнс стал представителем Великобритании в обеих организациях.

После окончания Второй мировой войны экономический подъем в США продолжился. В послевоенные годы длительный период экономического роста в сочетании с высоким уровнем занятости наблюдался также в странах Западной Европы, Австралии, некоторых странах Азии и Латинской Америки. Одно из названий этого исторического периода — Золотой век капитализма. Правительства западных стран проводили экономическую политику, соответствовавшую теории Кейнса (особенно популярны были идеи Кейнса в англоязычном мире).

Наиболее убежденные кейнсианцы полагают, что именно воплощение на практике теории Кейнса способствовало послевоенному экономическому буму. Правда, в это предположение плохо укладывается тот факт, что экономика Советского Союза в послевоенные годы также переживала



Кейнс считал, что общественные работы могут сыграть важную роль в борьбе с Великой депрессией. На фото — строительство дороги в штате Теннесси

ставлял 3,8%, в 1972 году — 4,3%. Рост ВВП в 1973 году составлял 6,5%, в 1974 году ВВП снизился на 2,5%, в 1975 году снизился на 1,5%. Темпы инфляции разгонялись параллельно росту числа безработных и снижению темпов роста экономики. В 1970 году инфляция составляла 6,4%, в 1971 году подскочила до 9,4%, в 1974 году достигла 16%, а в 1975 году установила антирекорд — 24,2%.

Из-за того, что с рецессией в западных странах не получалось справиться традиционными кейнсианскими методами, наступило разочарование в теории Кейнса. Что, в свою очередь, привело к росту популярности альтернативного течения экономической мысли — монетаризма, наиболее ярким представителем которого был Милтон Фридман. Монетаристы выступали за то, чтобы роль государства в рыночной экономике была ограничена контролем за денежным обращением, а остальное рынок отрегулирует сам. Теоретические споры между кейнсианцами и монетаристами начались задолго до нефтяного кризиса 1973 года, но политики и правительства стали воспринимать монетаристские принципы лишь после разочарования в кейнсианской теории.

Кейнс на Бреттон-Вудской конференции 1944 года



бурный рост. При этом в основе экономической политики СССР лежала другая теория — марксистская. И хотя в 1948 году «Общая теория занятости, процента и денег» была опубликована в СССР на русском языке, в советской экономической науке Кейнс считался «теоретическим оруженосцем американского империализма». А профессор Модест Рубинштейн в статье «Разоблачение Лениным буржуазной экономической науки», опубликованной в журнале «Вопросы экономики» в 1950 году, утверждал, что кейнсианские теории были популярны в гитлеровской Германии. Так что ни о каком следовании этим теориям в Советском Союзе, естественно, не могло быть и речи.

Джон Мейнард Кейнс скончался после второго инфаркта в 1946 году. Что касается кейнсианства, то оно в долгосрочной перспективе тоже умерло, но не до конца.

Золотой век капитализма закончился в 1970-е. В числе экономических реформ, которые провел в 1971 году президент США Ричард Никсон (так называемый «Никсоновский шок»), был односторонний отказ США от привязки курса доллара к золоту, что привело к коллапсу Бреттон-Вудской системы. В январе 1973 года начался обвал фондового рынка. Ситуацию усугубил нефтяной кризис, начавшийся 17 октября того же года.

Рецессия 1970-х годов в развитых странах Запады отличалась от рецессий прошлого. Сложилась стагфляция — сочетание низких темпов роста (или спада) экономики с высокой инфляцией и высоким уровнем безработицы. Так, в Великобритании в начале десятилетия наблюдался рост ВВП — с 2,7% в 1970 году до 4,4% в 1972 году. Но при этом росла и безработица — в 1970 году ее уровень со-

Новый всплеск популярности кейнсианства пришелся на XXI век. Этому способствовал финансовый кризис 2008 года. Так, ответом администрации президента Барака Обамы на кризис стал принятый в феврале 2009 года Американский акт о восстановлении и реинвестировании (ARRA). Стоимость предусмотренного этим законом пакета стимулирования экономики первоначально оценивалась в \$787 млрд, потом была пересмотрена до \$831 млрд.

Дональда Трампа еще на его первом президентском сроке американские СМИ называли кейнсианцем, оценивая как кейнсианский по духу его Закон о снижении налогов и создании рабочих мест, вступивший в силу 1 января 2018 года. Во время президентской кампании 2015 года Трамп заявлял о необходимости крупных государственных вложений в инфраструктуру (кейнсианский подход), сожалея о том, что американские поезда медленнее китайских, а аэропорты США более грязные и ветхие, чем аэропорты Китая, Саудовской Аравии и Катара. На строительство и модернизацию шоссе, железных дорог, водных путей сообщения, мостов по всей стране планировалось выделить \$200 млрд федеральных средств и привлечь инвестиции в размере как минимум \$1,5 трлн от партнеров — властей штатов, муниципальных властей, племен, частного бизнеса. Представители Демократической партии выступили против этого плана еще до его официальной публикации. Позднее демократы представили свои предложения по модернизации инфраструктуры. Межпартийные дискуссии оборвала эпидемия COVID-19. Планы модернизации инфраструктуры не были воплощены.

Вернувшийся в Белый дом Дональд Трамп уже анонсировал налоговую реформу. Снижение налогов должно затронуть как корпорации, так и частных лиц. Что касается масштабных инвестиций в инфраструктуру, то на этот раз американский президент предпочел, чтобы этим занимался частный бизнес. Вскоре после вступления Трампа в должность было объявлено о создании компании Stargate. По словам президента, это будет «крупнейший проект ИИ-инфраструктуры в истории». Компании OpenAI, SoftBank и Oracle первоначально инвестируют по \$100 млрд каждая, со временем размер инвестиций должен будет увеличиться до \$500 млрд.

По Кейнсу или не по Кейнсу будет развиваться американская экономика — в ближайшие годы будет видно ●

ПИФЫ ЗАДАЮТ ТРЕНД

САМЫЕ ВЫГОДНЫЕ ИНВЕСТИЦИИ МАРТА



Начало весны оказалось не самым успешным для большей части инвестиций на российском финансовом рынке. Худшую динамику показали долларовые депозиты, золото, ПИФы, ориентированные на драгоценный металл и валютные облигации, большая часть ликвидных акций. Неплохой доход принесли активно управляемые ПИФы акций, большая часть фондов рублевых облигаций и акции отдельных российских компаний. Второй месяц подряд снижается доходность рублевых депозитов.

ПИФы

лагодаря активному управлению портфельных менеджеров второй месяц подряд лидирующие позиции по доходности занимают отдельные паевые инвестиционные фонды (ПИФы). Правда, результативность была хуже, чем в начале года. По оценкам «Денег», основанным на данных Investfunds, из 176 крупных розничных фондов (ОПИФы и БПИФы со стоимостью чистых активов, превышающей 500 млн руб.) лишь у четвертой части цена пая снизилась по итогам месяца, завершившегося 12 марта. 31 фонд обеспечил доход выше 5%, но не один не дотянул до двухзначного уровня. Месяцем ранее каждый четвертый фонд обеспечил доход выше 5%, а у 8 паи подорожали на 10–15%.

Изменились и лидеры роста на рынке коллективных инвестиций. Если в начале года все верхние строчки занимали фонды широкого рынка акций, то теперь им на смену пришли ПИФы сырьевых компаний и компаний малой капитализации. По данным Investfunds, цена паев таких фондов за месяц выросла на 5–9,7%. Локомотивами роста выступили акции «Русагро» и «Русала», подорожавшие за месяц на 15–40%. «После приостановки торгов в начале декабря с 17 февраля начали торговаться бумаги «Русагро», открывшись сразу +40% к цене закрытия. Оправдался и недовес в секторе нефтяных компаний из-за снижения цен на нефть и расширения дисконта на Urals, плюс укрепление рубля негативно для акций нефтянки», — отмечает портфельный менеджер «Альфа-Капитала» Дмитрий Скрябин.

Высокий результат показали фонды рублевых облигаций. По данным Investfunds, в основной массе такие ПИФы показали прирост стоимости пая на 2–9%. Лучшую динамику показали фонды гособлигаций. За месяц индекс гособлигаций Московской биржи RGBITR вырос на 7,8%, индекс корпоративных облигаций RUCBTRNS прибавил 3,4%. Происходящий рост — это отголоски декабрьского и февральского решений Банка России о сохранении ключевой ставки. В таких условиях меняются ожидания инвесторов в отношении денежно-кредитной политики, в том числе сроков и скорости ее смягчения. «В ожидании снижения уровня доходности облигаций их цены растут, причем чем больше их дюрация, тем заметнее рост. Лидер роста — сегмент ОФЗ, где инвесторы могут найти облигации с дальними сроками погашения, недоступные в сегменте корпоративных заемщиков», — отмечает руководитель разработки инвестиционных продуктов УК ПСБ Андрей Матюхин.



ЮРИЙ МАРТЬЯНОВ

В аутсайдерах оказались фонды с валютными активами — российскими еврооблигациями, замещающими и юаневыми облигациями, а также золото. Паи таких ПИФов потеряли в цене 2–5,8%. Основная причина просадки в укреплении курса рубля, что привело к отрицательной валютной переоценке.

Управляющие продолжают с оптимизмом смотреть на перспективы фондов акций. По мнению Дмитрия Скрябина, существенными триггерами для роста могут быть геополитическая деэскалация и ожидания ослабления санкций. Важное значение для рынка будет иметь предстоящее заседание Банка России. «Если по итогам заседания будет более мягкая риторика, намекающая на более быстрое начало снижения ставки, это может ускорить перетоки из фондов денежного рынка в более рискованные ПИФы», — полагает господин Скрябин.

Акции

В минувшем месяце на российский рынок акций вернулась повышенная волатильность. Если в первые полторы недели отчетного периода индекс Московской биржи вырос более чем на 5% и впервые с мая прошлого года



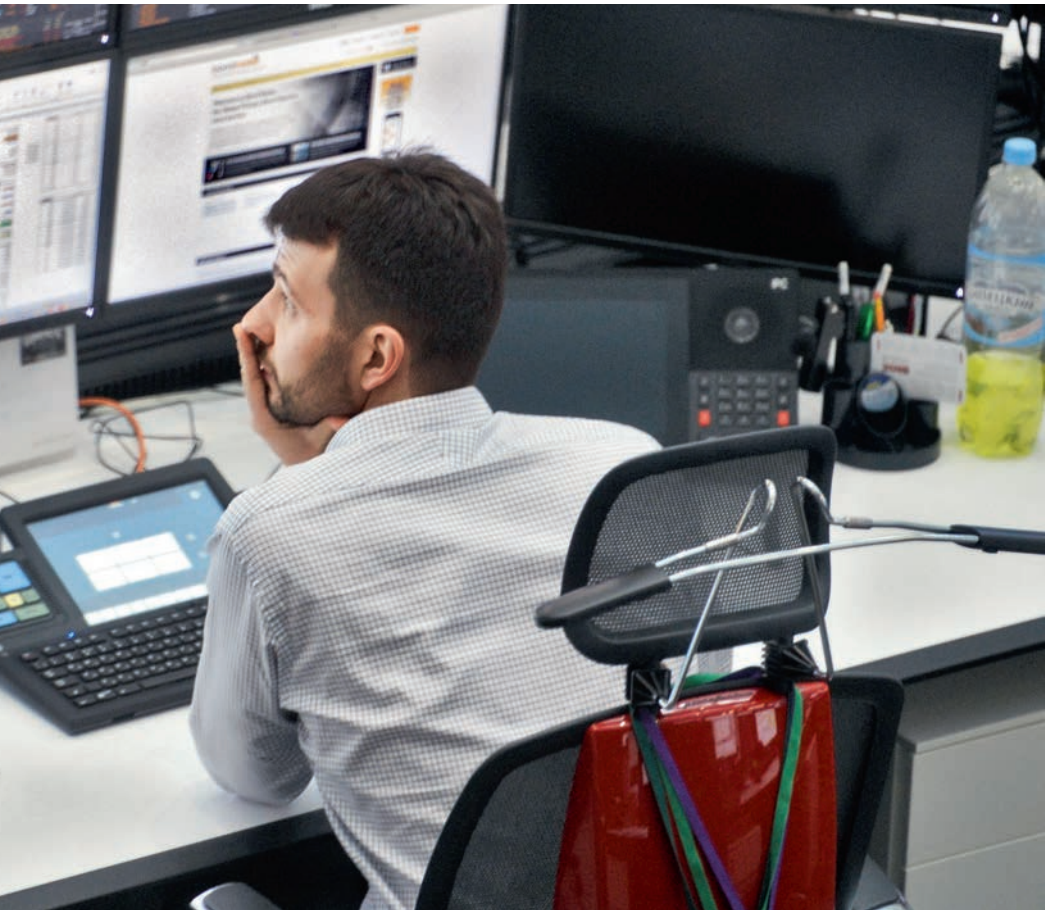
ТЕКСТ **Татьяна Палаева**
ФОТО **Юрий Мартыянов**

КАКОЙ ДОХОД ПРИНЕСЛИ ВЛОЖЕНИЯ В ПАЕВЫЕ ИНВЕСТИЦИОННЫЕ ФОНДЫ* (%)				
КАТЕГОРИЯ ФОНДА	1 МЕСЯЦ	3 МЕСЯЦА	1 ГОД	3 ГОДА
АКЦИИ РОССИЙСКИЕ	-4,7–+9,7	13-36	-22–+23	-64–+176
РУБЛЕВЫЕ ОБЛИГАЦИИ	1-9,2	5-21	1-22	24-86
ВАЛЮТНЫЕ ОБЛИГАЦИИ	-1-5,8	-1,5-10	-6–+9,3	-42–+27
СМЕШАННЫЕ ИНВЕСТИЦИИ	-4,8–+6	5-30	-12–+15	-57–+92
ДЕНЕЖНЫЙ РЫНОК	1,5-2	5-5,5	15,5-20	37–46
ДРАГМЕТАЛЛЫ	-5-6,5	-4,3-6,4	22-28	37-63,5

Источник: Investfunds. *Данные на 12 марта.

КАКОЙ ДОХОД ПРИНЕСЛИ ВЛОЖЕНИЯ В АКЦИИ* (%)				
	1 МЕСЯЦ	3 МЕСЯЦА	1 ГОД	3 ГОДА
ИНДЕКС МОСКОВСКОЙ БИРЖИ	-2,66	25,61	-6,00	25,67
СБЕРБАНК	2,02	38,33	5,86	140,59
«РОСНЕФТЬ»	-7,88	9,20	-9,17	44,66
«ГАЗПРОМ»	1,08	48,95	3,92	-25,94
«НОРИЛЬСКИЙ НИКЕЛЬ»	2,97	32,03	-12,05	-37,40
«РУСГИДРО»	-6,87	13,47	-32,58	-23,64
«МАГНИТ»	-4,45	9,50	-36,85	44,70
«ЯНДЕКС»	-0,27	34,90	23,21	125,13
АЛРОСА	-2,34	23,76	-20,01	-24,94
«АЭРОФЛОТ»	8,68	20,78	79,82	101,06
«ФОСАГРО»	-4,02	23,98	-21,35	34,80

Источник: Московская биржа. *Данные на 13 марта.



Депозиты

Третий месяц подряд отмечается снижение ставок по вкладам. В марте банки активно меняли условия по депозитным продуктам, свидетельствуют данные финансового маркетплейса «Финуслуги». По их данным, в первой половине марта 17 банков из топ-20 понизили ставки по вкладам. Совокупно за первую половину марта (с 28 февраля по 14 марта) средняя ставка по трехмесячным вкладам снизилась на 0,3 процентного пункта (п. п.), до 20,28%, по полугодовым — на 0,51 п. п., до 20,38%, по годовым — на 0,75%, до 19,26%. «Снижению ставок по депозитам способствовали улучшение ситуации с нормативной ликвидностью у банковской системы и возрастающие ожидания снижения ключевой ставки в этом году», — поясняет главный аналитик Совкомбанка Михаил Васильев. В таких условиях рублевый депозит принес своему держателю доход на уровне 1,8%, что на 0,023 п. п. хуже результата предшествующего месяца.

Валютные вклады продемонстрировали разнонаправленную динамику. Долларовые вклады обесценили сбережения в рублях на 3,5%, вложения в евро остались на уровне месячной давности. По итогам отчетного периода внебиржевой курс доллара снизился на 3,25 руб., до 86,25 руб./\$. Курс евро за тот же период потерял несколько копеек и остался у отметки в 93,62 руб./€.

Отставание американской валюты связано с глобальным падением курса доллара на мировом рынке. В рассмотренный период индекс DXY (курс доллара относительно шести ведущих валют) снизился на 3,2%, до 103,83 пункта. «Ослаблению способствовали возрастающие опасения за американскую экономику из-за торговых войн Трампа», — считает Михаил Васильев. По оценке ФРБ Атланты, ВВП США в первом квартале сократится на 2,4%. Экономическая модель ФРБ Нью-Йорка указывает на очень высокую вероятность рецессии в США в третьем квартале этого года.

Темпы снижения рублевых ставок будут зависеть от сигналов, которые в ближайшие месяцы будет подавать Банк России. И при первых призна-

ках перехода регулятора к более низкой ключевой ставке произойдет ускорение снижения доходности банковских накопительных продуктов. По мнению аналитиков, динамика курса рубля во многом будет определяться новостным фоном в отношении хода переговоров России и США и геополитической ситуацией. «В случае прогресса в переговорах допускаем, что рубль может закрепиться в диапазоне 80–85 за доллар и 87–92 за евро. В случае возрастания ожиданий ослабления санкций рубль может переместиться в диапазон 70–80 за доллар», — полагает господин Васильев.

Золото

В марте не особо радует россиян доходность инвестиций в золото. По оценке «Денег», покупка благородного металла за месяц, завершившийся 13 марта, принесла бы инвестору убыток в размере 1,7%. Это первый результат со знаком минус с лета прошлого года. С учетом роста дохода от подобных вложений на 50% за весь 2024 год текущие потери выглядят символическими.

Мартовский результат связан с валютной переоценкой, которая обесценила инвестиции в металл более чем на 3,6%, и виной тому было падение курса доллара к рублю. Тем временем золото продолжило движение к уровню \$3000 за тройскую унцию, завершив отчетный период на отметке \$2987, на тот момент очередного исторического максимума. С начала месяца металл прибавил в цене около 2% и 12% с начала года. «Подъем цен вызван активными покупками центральных банков, нестабильностью мировой экономики и реакцией рынка на попытки президента Дональда Трампа наложить пошлины на товары из ЕС и Китая», — считает старший аналитик инвестбанка «Синара» Дмитрий Смолин. В среднесрочной перспективе он ждет отката цен до \$2800–2900 за унцию на фоне деэскалации на Украине и снижения спроса на золото со стороны ювелирной промышленности. «Мировые ЦБ также в будущем могут перейти от покупки золота к продажам на фоне рекордно высоких цен», — полагает господин Смолин ●

закрепился выше 3300 пунктов, то уже в начале марта он снизился более чем на 6% — ниже 3200 пунктов. Затем произошел отскок к уровню 3280 пунктов, но в последние дни первой декады марта снижение ускорилось и 13 марта индекс остановился на отметке 3121,57 пункта, потеряв за месяц 2,7%. «Ранее рынок во многом рос на ожиданиях улучшения геополитического фона, но до конкретных изменений дело пока не дошло. Рынок уже заложил в стоимость фактор начавшегося переговорного процесса и находится в ожидании новых драйверов для роста», — отмечают аналитики «Цифра брокер».

В числе аутсайдеров в минувшем месяце оказались акции «Роснефти» и «РусГидро», потерявшие почти 8% и 7% соответственно. Директор департамента управления благосостоянием УК «АФ Капитал» Руслан Клышко считает, что все компании нефтяного сектора находятся под давлением на фоне рисков глобальной рецессии из-за торговых войн — увеличение добычи со стороны стран ОПЕК при одновременном снижении потребления со стороны Китая оказывает давление на нефтяные котировки и цены акций соответствующих компаний. «Дополнительным негативным фак-

тором на локальном рынке является продолжающийся тренд на укрепление рубля», — считает господин Клышко.

Акции «РусГидро» оказались в числе аутсайдеров после слабого годового отчета по МСФО. Компания завершила 2024 год с убытком в 61,2 млрд руб. по сравнению с прибылью в 32,1 млрд руб. годом ранее вследствие масштабной инвестиционной программы на 580 млрд руб. на строительство и модернизацию шести объектов на Дальнем Востоке. В таких условиях, как отмечают аналитики «Цифра брокер», компании приходится не только рефинансировать текущий долг по более высоким ставкам, но и привлекать новый, что ухудшает финансовое положение.

Исключением из общей картины стали акции Сбербанка и «Аэрофлота», цена которых выросла за месяц на 2% и 8,7% соответственно. «В марте банк хорошо отчитался за февраль по РПБУ, где, несмотря на снижение кредитного портфеля, показал рост рентабельности капитала с 22,8% до 24,3%», — отмечает господин Клышко. «Аэрофлот» может стать одним из бенефициаров частичного снятия санкций, предложенного Американской торговой палатой в России.

КАКОЙ ДОХОД ПРИНЕСЛИ ВЛОЖЕНИЯ В ДЕПОЗИТЫ* (%)				
	1 МЕСЯЦ	3 МЕСЯЦА	1 ГОД	3 ГОДА
ВКЛАД РУБЛЕВЫЙ	1,79	5,52	14,85	64,50
ВКЛАД ДОЛЛАРОВЫЙ	-3,51	-16,95	-4,17	-29,33
ВКЛАД В ЕВРО	0,05	-14,33	-6,13	-20,30
ИЗМЕНЕНИЕ КУРСА ДОЛЛАРА	-3,63	-17,46	-5,58	-31,82
ИЗМЕНЕНИЕ КУРСА ЕВРО	-0,03	-14,69	-7,06	-22,65

Источники: ЦБ, Московская биржа, оценки «Денег». *Данные на 13 марта.

КАКОЙ ДОХОД ПРИНЕСЛИ ВЛОЖЕНИЯ В ЗОЛОТО* (%)				
	1 МЕСЯЦ	3 МЕСЯЦА	1 ГОД	3 ГОДА
ЗОЛОТО	-1,73	-6,92	30,82	2,59
ФОНДЫ ФОНДОВ	-1,71	-6,83	30,42	2,56
КУРС ДОЛЛАРА	-3,63	-17,46	-5,58	-31,82

Источники: ProFinance, Московская биржа. *Данные на 13 марта.

ФАКТОР РОСТА

НА ФИНАНСОВОМ РЫНКЕ НАБИРАЮТ ПОПУЛЯРНОСТЬ ФАКТОРНЫЕ СТРАТЕГИИ



2024 году индустрия биржевых инвестиционных фондов (ETF) пережила настоящий бум, свидетельствуют данные консультационно-аналитической компании ETFGI. За год в мире было открыто 1988 новых ETF — на 8% выше прошлого максимума, установленного в 2021 году. С учетом закрытия 622 фондов данного типа их общее количество выросло на 1366, до 13 198. Все эти фонды смогли привлечь у клиентов рекордные \$1,88 трлн, из которых \$207,7 млрд было инвестировано в декабре. Суммарный объем активов в управлении составил \$14,85 трлн.

О высоком спросе инвесторов на ETF говорят и данные Emerging Portfolio Fund Research (EPFR). По оценке «Денег», основанной на отчетах Bank of America (учитывает данные EPFR), за 2024 год объем чистых инвестиций в биржевые фонды превысил \$1,1 трлн, что вдвое выше показателя 2023 года и максимальный результат за все время наблюдений. Классические фонды (long-only) потеряли в 2024 году \$440 млрд. За семь лет наблюдений «Денег» ETF смогли привлечь свыше \$4 трлн, тогда как из long-only-фондов было выведено свыше \$1,8 трлн.

Популярность биржевых фондов связана с их высокой диверсификацией, минимальными комиссиями за управление, прозрачностью и ликвидностью, так как продать акции ETF можно в любой рабочий день на бирже. Добавляет популярности биржевым фондам разнообразие стратегий. Самой большой категорией ETF остаются индексные фонды, но активно растут и менее массовые, например, фонды на факторные стратегии.

Многофакторность

Факторная стратегия — это инвестиционная стратегия, которая предполагает подбор ценных бумаг на основе определенных характеристик, которые исторически влияли на доходность. Используя такие характеристики, или факторы, можно собрать портфель из набора бумаг, который будет приносить ожидаемую доходность при умеренном риске.

На сегодняшний день в мире насчитывается несколько сотен факторов, по которым управляющие формируют портфели биржевых фондов. «Это довольно популярная тема в академических исследованиях. Но не каждый фактор используется в практических инвестициях, в первую очередь из-за корреляции между факторными доходностями», — поясняет начальник отдела количественных исследований «ТКБ Инвестмент Партнерс» Артем Антипов. Анализ практик крупнейших мировых фондов показал, что наиболее часто применяется пять факторов: стоимость компании, ее качество, моментум-эффект акций, размер эмитента и структура собственности.

Стратегия на основе стоимостного фактора заключается в формировании портфеля из акций компаний, которые стоят дешевле других по основным мультипликаторам P/E (Price/Earnings — «цена компании/прибыль») и P/B (Price/Balance Value — «цена компании/балансовая стоимость»). Согласно исследованию «Поперечный разрез ожидаемой доходности акций» Юджина Фама и Кеннета Френча 1992 года, акции с более низкой стоимостью исторически имеют тенденцию приносить более высокую прибыль. «Премия за вложения в малые компании хорошо проявляется во всем мире и связана с компенсацией более высокого риска малых компаний и того факта, что этот сегмент традиционно недоинвестирован со стороны крупных игроков именно потому, что они крупные — ликвидности для та-



LUCAS JACKSON / REUTERS

ких инвесторов не хватает», — отмечает руководитель аналитического отдела УК «Первая» Дмитрий Данилин.

Подбор бумаг исходя из качества эмитента. При такой стратегии из выборки схожих компаний выбираются те из них, что имеют самые сильные финансовые показатели. К таковым в первую очередь относятся эмитенты с низким кредитным плечом, которые демонстрируют стабильный рост прибыли в течение длительного периода времени. В качестве примера управляющие BlackRock приводят две пары кроссовок, одна из которых имеет крутой дизайн и цвет, а другая просто серая, но стоят они одинаково. Предпочтение отдается крутому дизайну.

Стратегия моментума. Ее суть в формировании портфеля из акций, которые сильно выросли в прошлом и которые за счет инерционности движения могут продолжить рост и в будущем. Данная стратегия оценивает ценные бумаги на основе того, насколько хорошо они показали себя в недавнем прошлом, например, за последние шесть или 12 месяцев. Как правило, моментум-фактор сфокусирован в компаниях с высокой волатильностью и высокой капитализацией. «Такая стратегия чувствительна к любым шокам и несет высокие риски, реализация такой стратегии бывает часто затруднительна из-за стоимости ребалансировки и необходимости шортить падающие компании, что может быть затруднительно», — отмечает Дмитрий Данилин.



ТЕКСТ Иван Евишкин
ФОТО Lucas Jackson/Reuters



Формирование портфеля на основе размера компании. Его суть — в инвестировании в акции небольших эмитентов. Такие компании могут расти темпами, опережающими рост акций более крупных конкурентов. Об этом говорят многочисленные исследования и наблюдения управляющих. «У мелких компаний может быть меньше ресурсов, чем у крупных, но они могут показать большую гибкость, легче адаптироваться и находить новые инвестиционные возможности на рынке», — поясняют управляющие BlackRock.

Подбор бумаг исходя из структуры собственников заключается в формировании портфеля, исходя, в частности, из того, есть в структуре акционеров представители государства или нет. С одной стороны, частные компании более гибки в принятии решений, но компании с госучастием (КГУ) имеют более легкий и дешевый доступ к заемным средствам. Как отмечается в исследовании УК «Альфа-Капитал» и лаборатории ИПЭИ РАНХиГС «Диверсификация и факторные стратегии на российском рынке акций», КГУ могут рассчитывать на различные меры поддержки, при этом, как правило, несколько отстают в скорости технологического развития от частных конкурентов.

Российский опыт

Факторные стратегии актуальны и для российского рынка. Но, как отмечает гендиректор УК «Альфа-Капитал» Ирина Кривошеева, пока не по-

лучили широкого признания. Этому, на ее взгляд, мешает молодость рынка, ограниченный список торгуемых и ликвидных акций.

В 2019 году компания «ТКБ Инвестмент Партнерс» проводила анализ применимости факторных стратегий в России, но тогда не выявила для инвестирования значимого фактора, кроме моментума. Как вспоминает Артем Антипов, ключевым критерием отбора бумаг выступала ликвидность, как итог, не удавалось сформировать портфель с необходимым уровнем диверсификации для практической реализации. «В России любой факторный портфель получится крайне концентрированный, что снижает практическое использование данного подхода и общие выводы эффективности стратегий, так как динамика отдельной компании начинает искажать результат всего фактора, то есть динамика фактора на 100 компаниях и на 10 вызывает разный уровень доверия», — считает Дмитрий Данилин.

Впрочем, на фоне бума IPO и активно растущего числа эмитентов на российском фондовом рынке, а также с ростом объемов торгов, ситуация

Факторные стратегии актуальны и для российского рынка, но пока не получили широкого признания

для реализации факторных стратегий начала улучшаться. В этой связи исследование «Альфа-Капитала» и РАНХиГС о применимости таких стратегий в России имеет важное значение. По данным исследования, оценка факторных стратегий и премий производилась на данных о месячных ценах на все акции, входившие в листинг на любой из российских бирж с 2007 по 2024 год. Всего в выборке сформированы исторические ряды по 891 выпуску акций российских компаний за этот период с учетом выбывших или объединенных бумаг.

Многие из протестированных факторных стратегий, таких как акции малых компаний, моментума, акции с низким коэффициентом P/E, акции частных компаний, акции с высокой дивидендной доходностью, переигрывают по совокупной доходности, включая дивиденды, индекс Мосбиржи, рассказал «Деньгам» заведующий лабораторией ИПЭИ РАНХиГС Александр Абрамов. Ирина Кривошеева обратила внимание, что наиболее успешной стала стратегия с инвестициями в компании малой капитализации. По данным отчета, среднего-

довая доходность акций таких компаний в 2007–2024 годах составила почти 30%, что примерно в 12 раз выше результата индекса Московской биржи (2,57%), более чем в четыре раза выше показателя больших компаний (7%). В три-четыре раза обогнали индекс стратегии, учитывающие стоимость компании, инерцию бумаг и структуру собственников.

Правда, повышение доходности сопряжено и с более высоким риском. В случае фактора малого размера этому способствуют меньшая прозрачность таких компаний, низкая ликвидность их бумаг. В исследовании предупреждают, что такие инвестиции более уязвимы перед манипуляциями, в том числе через социальные сети. По данным исследования, риск портфеля малых компаний с 2007 года составлял 29,15% при риске индекса Московской биржи 23,9%. «За счет эффекта диверсификации их риск отличается не так сильно, как доходности, и находится на уровне примерно равном или чуть выше риска индекса Мосбиржи», — поясняет Александр Абрамов. К недостаткам факторных стратегий Дмитрий Данилин относит отсутствие гибкости портфеля в ответ на изменяющиеся условия. К плюсам — минимальные риски ошибок со стороны управляющего.

Факторным стратегиям быть

Управляющие считают, что у факторных стратегий большой потенциал на российском рынке. Их применение, как полагает Александр Абрамов, может дать качественный скачок в развитии коллективных инвестиций с точки зрения привлекательности ПИФов и их прозрачности для инвесторов, повышения доходности портфелей частных инвесторов за счет простого эффекта диверсификации. «Факторные стратегии позволяют разнообразить инвестиционные портфели, расширить ограниченный круг эмитентов, открывая возможности для инвестиций в акции новых и растущих компаний, не перекладывая высокие риски на снижение», — считает Ирина Кривошеева.

В УК «Первая» говорят, что в чистом виде не практикуют факторные стратегии, но внимательно смотрят в эту сторону. «В рамках активных стратегий у нас есть мандаты понятийные — стратегии на растущие компании, дивидендная стратегия, но это, конечно же, гораздо более широкое прочтение факторов, чем принято в академической литературе, и в реализуемых стратегиях сильно влияние управляющего», — отметил Дмитрий Данилин ●



РУБЛЬ ПЕРЕШЕЛ В НАСТУПЛЕНИЕ

КУРСЫ МИРОВЫХ ВАЛЮТ В РОССИИ ОБНОВИЛИ МНОГОМЕСЯЧНЫЕ МИНИМУМЫ

ПЕЛАГИЯ ТИХОНОВА

После ослабления в конце 2024 года рубль начал стремительно восстанавливать позиции. За два с половиной месяца курсы ведущих мировых валют в России снизились на 14–25%. Укреплению рубля способствуют сезонные факторы и потепление дипотношений между Россией и США. Аналитики не исключают дальнейшего укрепления рубля, но меньшими темпами.



Этот год российская валюта начала уверенным укреплением позиций против ведущих мировых валют. К концу января, по данным Investing.com, курс доллара на внебиржевом рынке опустился на 13%, до 98,57 руб./\$, в феврале потерял еще 9,3% и впервые за полугодие опустился ниже 90 руб./\$. 13 марта американская валюта достигла 83,37 руб./\$, обновив минимум с 27 июня 2024 года. 15 марта курс остановился на отметке 85,51 руб./\$, что почти на 28 руб., или 24,7%, ниже значений конца 2024 года. За то же время курс евро снизился на 24,47 руб., или 20%, до 93 руб./€, откатившись к уровням начала августа 2024 года. Юань на Московской бирже подешевел на 1,9 руб. (13,9%), до 11,8 руб./CNY, что близко к минимумам с сентября минувшего года.

Начало года традиционно считается одним из лучших периодов для российской валюты. По оценке «Денег», за последние 20 лет курс доллара снижался в первом квартале 11 раз в среднем на 7%. Причина сезонности в традиционном падении импорта в начале года при одновременном росте экспорта, что ведет к избытку предложения валюты на рынке. 2025 год не стал исключением. По данным Банка России, профицит торгового баланса России в январе–феврале составил \$18,5 млрд, что на 15,6% выше показателя аналогичного периода 2024 года. «Поддержку рублю оказал рост предложения валюты со стороны экспортеров — по данным ЦБ, чистые продажи крупнейших экспортеров только в феврале составили \$12,4 млрд, еще около \$10 млрд было продано в январе», — отмечает главный аналитик банка «Санкт-Петербург» Виктор Григорьев.

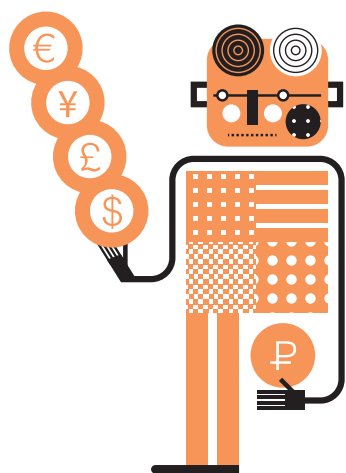
На этот раз эффект был усилен улучшением геополитического фона после начала переговоров между США и Россией по широкому кругу вопросов. Без данного события, как считает руководитель направления аналитического сервиса банка «Зенит» Владимир Евстифеев, фундаментальных факторов вряд ли хватило бы для движения рубля, что мы увидели с начала года. «На рынок вернулись надежды на деэскалацию, в том числе на приток средств нерезидентов, который может ока-

зать рублю существенную поддержку», — отмечает Виктор Григорьев.

В ближайшие месяцы внешне-торговый профицит России будет уменьшаться как из-за падения цен на нефть (Brent опустилась к \$70 за баррель, минимуму с декабря 2021 года), так и из-за восстановления импорта. «Рубль, скорее, останется сильным, но будет демонстрировать повышенную волатильность на фоне политических новостей. Потенциал ослабления в случае срыва переговоров предполагает возвращение курса к уровню 100 руб. за доллар, тогда как позитивные новости способны увести курс к 80–85 руб./\$, — считает Владимир Евстифеев.

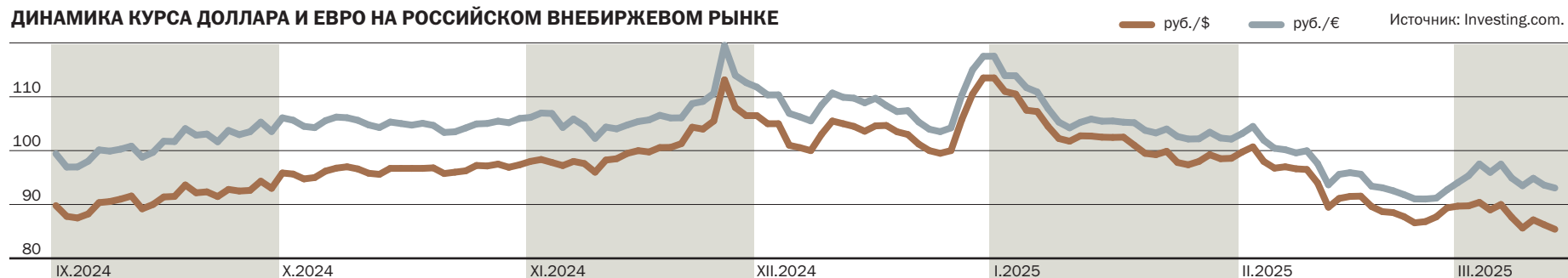
Дальнейшее укрепление рубля будет нести риски для бюджета, который сверстан исходя из среднего курса рубля на этот год 96,5 руб./\$. По мнению главного аналитика центра инвестиционной аналитики СК «Ростосстрах Жизнь» Михаила Шульгина, в случае падения курса доллара ниже 80 руб./\$ можно ожидать вербальных интервенций высокопоставленных российских чиновников. «Наиболее вероятными решениями, полагаем, может стать сокращение объемов продаж Банком России юаней на внутреннем рынке, существующая сложная система учета прошлых операций с ФНБ позволяет это сделать», — полагает руководитель аналитического управления «Ренессанс Капитала» Олег Кузьмин. По мнению Владимира Евстифеева, часть выпадающих доходов возможно компенсировать, например, увеличением заимствований Минфина, который уже выполнил квартальный план.

В начале марта министр финансов РФ Антон Силуанов заявил о том, что все планы и обязательства бюджета будут выполнены вне зависимости от курса рубля. «Укрепление рубля влияет на бюджет, но также влияет на бюджет и изменившийся макроэкономический прогноз. У нас базовый ВВП пересчитан. Где-то в одну сторону чуть поменьше, в другую сторону чуть побольше. Самое главное, что планы все наши по обязательствам и финансированию проектов будут выполнены вне зависимости от того, какой будет курс — слабый, крепкий», — приводит слова господина Силуанова «РИА Новости» ●



ТЕКСТ **Василий Синяев**
ФОТО **Пелагия Тихонова**

ДИНАМИКА КУРСА ДОЛЛАРА И ЕВРО НА РОССИЙСКОМ ВНЕБИРЖЕВОМ РЫНКЕ



«2025 — ГОД СБАЛАНСИРОВАННЫХ ИНВЕСТСТРАТЕГИЙ»



Рынок private banking ищет новые точки роста, и одним из драйверов сегодня становится семейное обслуживание клиентов. В чем принципиальное отличие и ценность такого подхода и как меняются сегодня инвестиционные стратегии для состоятельных клиентов, в интервью «Деньгам» рассказала вице-президент, руководитель Private Banking и «Привилегии» ВТБ Оксана Семененко.

Оксана, в этом году вы возглавили Private Banking и «Привилегию» ВТБ, бизнес которых

до сих пор рос высокими темпами. Какие цели вы ставите на этот год?

— В 2024 году количество состоятельных клиентов, которые нам доверяют, увеличилось более чем на 30% и превысило 1,1 млн человек, наш портфель под управлением за год вырос на 46% и достиг 8,8 трлн руб. Это беспрецедентные цифры на рынке, и динамика роста это подтверждает. И это не просто абстрактная цифра, а конкретные истории людей с их семьями. Мы обслуживаем уже третье поколение клиентов, к нам приходят внуки тех, с кем мы начинали работать больше 15 лет назад, когда направление ВТБ Private Banking было в начале пути. В этом году мы планируем дальнейший рост — нарастить портфель активов под управлением еще на 19%, до 10,5 трлн руб.

— Это результат ажиотажного спроса на депозиты в условиях экстремально высоких ставок?

— Мы каждый год движемся на большой скорости, опережая рынок. Отчасти соглашусь, основным драйвером роста портфеля в прошлом году стали рублевые вклады, ставки по которым превышали значение ключевой. В прошлом году ВТБ поставил рекорд по привлечению средств розничных клиентов. Наш портфель увеличился в полтора раза. Это вдвое выше динамики всего рынка.

Но есть и другие причины. Еще одним важным фактором, а может быть и самым важным, стало построение семейного банкинга. Именно 2024 год стал прорывным в части широкого набора сервисов для всей семьи, реферальных и продуктовых программ, объединяющих программ лояльности, делающих семейное обслуживание в банке более выгодным. В части состоятельных клиентов фокус усилился на разветвленную структуру активов, в различных юрисдикциях, на структуры наследования, новые бандл-продукты и, конечно, адаптацию инвестиционных стратегий под разные поколения клиентов.

Конечно, определенный вклад в рост клиентской базы в прошлом году внесла и интеграция с банком «Открытие». Также одним из основных драйверов роста AUM, онбординга клиентов и улучшения качества клиентского опыта стало внедрение новой технологичной платформы по управлению портфелями и координации задач менеджмента. Важно, что это наши собственные технологии, созданные в банке и способные анализировать информацию смежных подразделений и своевременно предлагать индивидуальные продуктивные решения.

— Сегодня основной интригой остается вопрос, когда наступит смягчение денежно-кредитной политики ЦБ и снижение ключевой ставки. Какую инвестиционную стратегию выбирают владельцы больших капиталов?

— Во многом предпочтения будут зависеть от дальнейшей динамики ключевой ставки Банка России. По нашим прогнозам, в течение первого полугодия, а возможно, и на протяжении всего года ключевая ставка сохранится на высоком уровне. Поэтому защитные стратегии останутся актуальными. Такие инструменты, как депозиты, фонды денежного рынка и облигации, будут пользоваться стабильным спросом.

А в долгосрочной перспективе в случае снижения ключевой ставки ОФЗ, например, могут дать более высокую доходность, чем депозиты. ОФЗ предлагают предсказуемый доход, это делает их привлекательными для инвесторов, которые



ПРЕДОСТАВЛЕНО ПРЕСС-СЛУЖБОЙ ВТБ

ищут стабильность. Более того, ОФЗ крайне ликвидны: их легко купить и продать на бирже, это удобный инструмент как для краткосрочных, так и для долгосрочных инвестиций. Повторюсь: при снижении ключевой ставки у ОФЗ есть потенциал роста стоимости облигаций. Если смотреть совокупно, ОФЗ с доходностью 18–19% в сравнении с коротким депозитом даже со ставкой сейчас 20% выглядят более интересными, принимая во внимание общий контекст ожиданий по ставкам и по траектории действий ЦБ. В ВТБ можно приобрести ОФЗ без брокерской комиссии.

Тем не менее мы ждем, что в этом году будет расти спрос и на более рискованные и доходные инвестиционные инструменты. Если регулятор даст сигналы к смягчению денежно-кредитной политики раньше, чем того ожидает рынок, вполне вероятно, разыграется сценарий, при котором акции будут востребованы. В этих условиях состоятельные клиенты, вероятно, задумаются о том, что помимо депозита в портфеле нужно иметь антиинфляционные инструменты. Для этих целей у нас доступны, в частности, фонды с регулярными выплатами для клиентов, которым важен постоянный денежный поток, например фонд недвижимости, являющейся традиционным объектом для инвестиций с целью защиты от инфляции.

Если произойдет разворот в сторону снижения ключевой ставки, безусловно, будет востребована более рискованная стратегия. Здесь мы готовы предложить клиентам нашу рыночную экспертизу финансового консультирования и возможность занять спекулятивную позицию через структурные продукты ●

ГОСДОЛГ ПОШЕЛ В МАССЫ

МИНФИН ВЫПОЛНИЛ ПЛАН ПО ГОСОБЛИГАЦИЯМ ДОСРОЧНО



Впервые за четыре года Минфин досрочно выполнил квартальный план по заимствованиям на внутреннем рынке. Гособлигации активно покупают не только банки и институциональные инвесторы, но и физические лица. Инвесторы надеются на смягчение монетарной политики ЦБ и пытаются зафиксировать высокие ставки на длинном горизонте.

В начале 2025 года Минфин провел традиционную корректировку тактики заимствований на долгом рынке. Если в конце минувшего года основной упор делался на размещение ОФЗ с переменным купоном (ОФЗ-ПК), то с начала нового года начал предлагать только ОФЗ с постоянным купоном (ОФЗ-ПД). Схожей тактики он придерживался и в предыдущие два года, разбавляя выпуски ОФЗ-ПД облигациями с плавающим номиналом, так называемые инфляционные ОФЗ. Результаты первых аукционов свидетельствовали о низком спросе на предлагаемые Минфином бумаги, средний объем заимствований в один аукционный день в январе составил лишь 43,6 млрд руб., что почти вдвое ниже результатов аналогичного периода 2024 года.

Ситуация кардинально изменилась в феврале на фоне возобновившихся контактов США и России. Начиная с 12 февраля Минфин начал размещать в ходе одного аукционного дня ОФЗ на 192–224 млрд руб. Аналитик долгового рынка «Ренессанс Капитала» Владимир Василенко обращает внимание, что по итогам февраля был установлен рекорд по месячному объему размещения ОФЗ с фиксированной доходностью (более 671,9 млрд руб. по номиналу, что на 25% выше максимума марта 2021 года). В итоге уже в начале марта, а точнее, по итогам аукциона, состоявшегося 5 марта, министерство смогло досрочно выполнить план по заимствованию, установленный на этот квартал на уровне 1 трлн руб. С учетом аукционов, состоявшихся 12 марта, план был перевыполнен уже на 25%.

Ранее Минфину удавалось досрочно выполнить квартальный план по заимствованиям на внутреннем рынке более четырех лет назад. В четвертом квартале 2020 года министерство смогло привлечь 2,4 трлн руб. при плане в 2 трлн руб. Но в тот раз почти 90% средств пришлось на облигации с переменным купоном, и лишь немногим более 10% обеспечили аукционы ОФЗ-ПД.

Оптимистичные ожидания

Возросший интерес инвесторов к госдолгу связан с несколькими факторами, роль которых заметно выросла после возобновления переговоров между Россией и США: ожидания снижения геополитической напряженности, укрепление рубля, постепенное замедление инфляции и первые признаки снижения инфляционных ожиданий не только у граждан, но и у бизнеса. «В результате инвесторы окончательно поверили в то, что цикл повышения ключевой ставки завершен и в ближайшие кварталы может начаться цикл снижения ставки. Рыночный консенсус ожидает снижения ключевой ставки к концу года до 17–18%», — полагает главный аналитик Совкомбанка Михаил Васильев.

В начале марта советник председателя Банка России Кирилл Трemasов не исключил, что на ближайшем заседании, которое состоится 21 марта, совет директоров может рассмотреть и сценарий снижения ключевой ставки. Притом что на февральском заседании ЦБ рассматривал либо повышение ставки, либо сохранение ее на



АЛЕКСАНДР МИРИДОНОВ

неизменном уровне (ставку сохранили на рекордном уровне в 21%). «Есть ощущение переломной точки. И в такой точке всегда разброс видений очень большой. Не удивлюсь, если на мартовском заседании мы будем рассматривать и снижение ставки, и будут голоса и за повышение ставки», — заявил господин Трemasов в кулуарах конференции Cbonds & Smart-Lab.

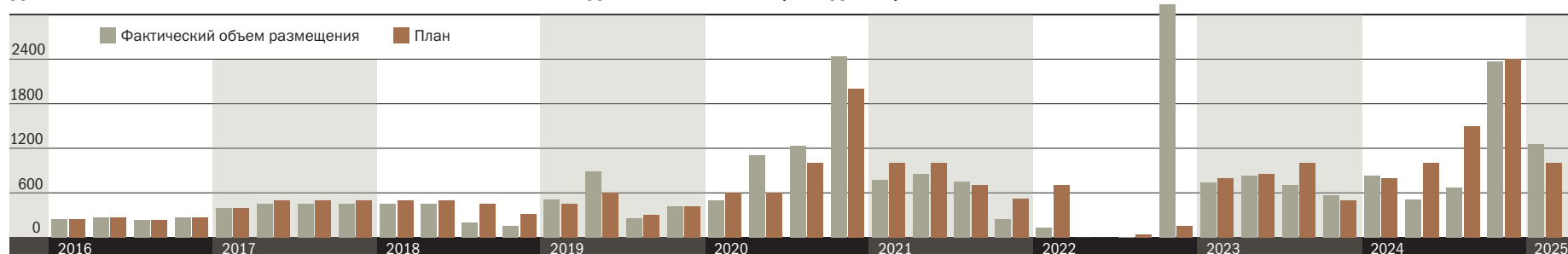
В таких условиях возобновился рост цены гособлигаций. Если в январе индекс Московской биржи государственных облигаций RGBITR снизился на 1,7%, то уже в феврале прибавил 4,5% и вернулся к уровням, на которых он находился годом ранее. В марте удалось обновить исторический максимум, достигнув 10 марта 644,16 пункта. Это на 3,9% выше значений конца февраля и на 6,7% выше конца минувшего года. Рост индекса отражает повышение цен ОФЗ и снижение их доходностей. С начала года доходности краткосрочных госбумаг снизилась в среднем на 0,7 процентного пункта (п. п.), до 16,5–20,9%, причем только с первой декады февраля они потеряли 0,78 п. п. Более существенно снизились ставки по среднесрочным и долгосрочным бумагам, соответственно на 1 и 0,5 п. п. с начала года, до 15,1–15,8% и 14,6–15,4% годовых.



ТЕКСТ **Татьяна Палаева**
ФОТО **Александр Миридонов**

ДИНАМИКА ЗАИМСТВОВАНИЙ МИНФИНА НА ВНУТРЕННЕМ ДОЛГОВОМ РЫНКЕ (МЛРД РУБ.)

Источник: оценки БК «Регион».





От общего к частному

В условиях стремительно падающих доходностей и ожиданий разворота денежно-кредитной политики Банка России инвесторы традиционно предъявляют повышенный интерес на облигации с фиксированным купоном. «Смягчение геополитического фона, а также рост уверенности участников рынка в достижении пика по жесткости ДКП Центрального банка РФ подтолкнуло управляющие компании и банки проводить активную ребалансировку портфелей с целью фиксации максимальных доходностей на длинные горизонты», — отмечает портфельный управляющий УК «Тринфиго» Екатерина Горбунова.

Ключевыми показателями гособлигаций по традиции выступают системно значимые кредитные организации (СЗКО), о чем свидетельствуют данные Банка России. По оценке «Денег», основанной на данных ЦБ, по итогам января—февраля СЗКО приобрели ОФЗ на 370,5 млрд руб. и с долей 46,7% заняли лидирующие позиции на рынке. Но по сравнению с показателями четвертого квартала 2024 года их доля на рынке сократилась на 24 п. п. В то же время выросла доля менее крупных банков и некредитных финансовых организаций: с 16,9% до 21,58%

и 1,3% до 5,2% соответственно. Сильнее всего усилили влияние на рынке доверительные управляющие, которые с начала года приобрели облигации на 148,4 млрд руб. и заняли 18,7% рынка, тем самым их доля выросла в пять раз. «Для крупных банков и фондов участие в аукционах ОФЗ — зачастую единственная возможность получить необходимый объем выпуска, что и обусловило столь успешные результаты аукционов в феврале—марте», — поясняет Екатерина Горбунова.

Частники идут на аукционы

Банк России, Московская биржа и профучастники отмечают увеличившуюся роль частных инвесторов на аукционах Минфина. По данным Московской биржи, в январе частные инвесторы на аукционах ОФЗ приобрели облигации на 16,3 млрд руб., или 6,3% от всего объема размещений, в феврале покупки выросли

до 44,6 млрд руб., или 9,3% от объема размещений. Об этом говорят и данные по числу выставляемых заявок на аукционах Минфина. Если в прошлом году число заключенных сделок за один аукционный день редко превышало пару сотен, то в феврале—марте 2025 года количество сделок стабильно превышает 500 шт. При этом, как отмечает главный аналитик долговых рынков БК «Регион» Александр Ермак, основной прирост числа сделок идет за счет небольших заявок, объемом до 100 тыс. руб. На последних аукционах на них пришлось до 80% от общего числа совершенных сделок.

Возможность участвовать в аукционах Минфина частным инвесторам предлагают многие крупные брокеры. В «Финаме» говорят, что такую возможность их клиенты получили еще в 2010 году. Руководитель управления корпоративных финансов компании Алексей Курасов рассказал, что в личном кабинете или мобильном приложении

в разделе первичных размещений есть специальная кнопка для выставления заявок. По его словам, доступ открывается вечером накануне аукциона и такие операции могут совершать любые инвесторы. «Мы предоставили нашим клиентам возможность участвовать в аукционах ОФЗ в приложении „СберИнвестиций“ в середине прошлого года. Также клиентам доступна подача заявок на участие в аукционах через лосовой диск», — рассказала «Деньгам» руководитель брокерского бизнеса Сбербанка Аиша Кубезова.

Доступ к первичному рынку имеет неограниченный круг инвесторов, как из-за наивысшего кредитного рейтинга эмитента, так и минимального объема заявки, который с учетом текущих цен на размещаемые ОФЗ — менее 1 тыс. руб. «Участие в аукционах ОФЗ может быть интересно в первую очередь по двум причинам. Во-первых, это возможность приобрести большой объем бумаг по единой цене. Во-вторых, это

наличие премии к вторичному рынку. Для розничного инвестора, конечно, вторая причина намного более существенна. Премия предполагает, что купить облигацию на размещении может быть выгоднее, чем на вторичном рынке», — поясняет госпожа Кубезова.

Потенциал ограничен

Однако инвесторы должны помнить, что покупка ОФЗ с постоянным купоном в условиях сохраняющейся неопределенности в дальнейшей ДКП сопряжена с риском снижения цен, если ожидания по ставке не оправдаются. Так было в начале 2024 года, когда многие профессиональные участники рынка ожидали начала цикла снижения ключевой ставки и активно скупали длинные гособлигации. Но на фоне высокой инфляции регулятор объявил о повышении ставки и к концу года довел с 16% до 21%. Как итог, все облигации упали в цене, а доходности выросли. Несмотря на паузу, взятую ЦБ в конце минувшего года, риски ее повышения сохраняются, о чем говорит февральский прогноз регулятора по средней ставке на этот год, он был повышен с 17–20% до 19–22%. Это подразумевает возможность ее увеличения до 23%.

Даже если повышения ставки не произойдет, сильного роста цен длинных облигаций тоже не стоит ждать. Екатерина Горбунова обращает внимание, что рынок уже фактически заложил в котировки снижение ключевой ставки до уровня 16%. Но и такое снижение, по ее мнению, пока выглядит чрезмерным, поскольку улучшения макроэкономических характеристик еще не произошло. Геополитическая нестабильность может нести риски для ценовых колебаний длинных облигаций. «В этой связи думается, что частным инвесторам целесообразнее собирать понятные корпоративные новые облигации с постоянными купонами, которые размещаются на 1–3 года. Для управляющих долгосрочными средствами сейчас может быть неплохой период для релокации. Особенно для тех, кто имеет возможность убрать портфель от волатильности, положив длинные выпуски до погашения, поскольку оценка таких бумаг подразумевает плавный рост в течение периода до погашения бумаги», — отмечает госпожа Горбунова ●

ДИНАМИКА ИНДЕКСА ГОСУДАРСТВЕННЫХ ОБЛИГАЦИЙ RGBITR С НАЧАЛА 2024 ГОДА (ПУНКТЫ)

Источник: Московская биржа.



СТАВКИ ТЕРЯЮТ ВЫСОТУ

БАНКИ АКТИВНО МЕНЯЮТ УСЛОВИЯ ПО ВКЛАДАМ



После прошлогоднего взлета ставок по вкладам до 25% годовых банки взяли курс на снижение. И хотя пока нет объективных причин для смягчения политики Банка России, которая в основном и определяет стоимость денег в экономике, пик ставок по вкладам пройден, уверены участники рынка.

Если обычно ставки по вкладам следуют за динамикой ключевой ставки Банка России, соответственно, растут или снижаются в зависимости от решений регулятора, в 2024 году это было не так. К концу года доходность вкладов заметно оторвалась от процентного диапазона ЦБ, который обычно составляет „ключевая ставка минус 1 процентный пункт“, — замечает главный аналитик Сбербанка Михаил Матовников. Ряд банков заявили о снижении ставок уже в январе, а в феврале большинство банков из первой двадцатки уменьшили ставки в среднем на 1 процентный пункт (п. п.), что может уже означать формирование нового тренда на рынке. Основная причина — ожидание: если в ближайшие месяцы ЦБ и не снизит ключевую ставку с 21%, то как минимум уже не будет ее повышать. «С заседания ЦБ в декабре риторика регулятора несколько смягчилась», — напоминает руководитель направления аналитического сервиса банка «Зенит» Владимир Евстифеев, уточняя, что ставки по классическим банковским продуктам всегда в большей степени определяются ожиданиями будущей траектории ключевой ставки. Поэтому высокая вероятность снижения ключевой ставки во втором полугодии 2025 года учитывается уже сейчас.

Срок имеет значение

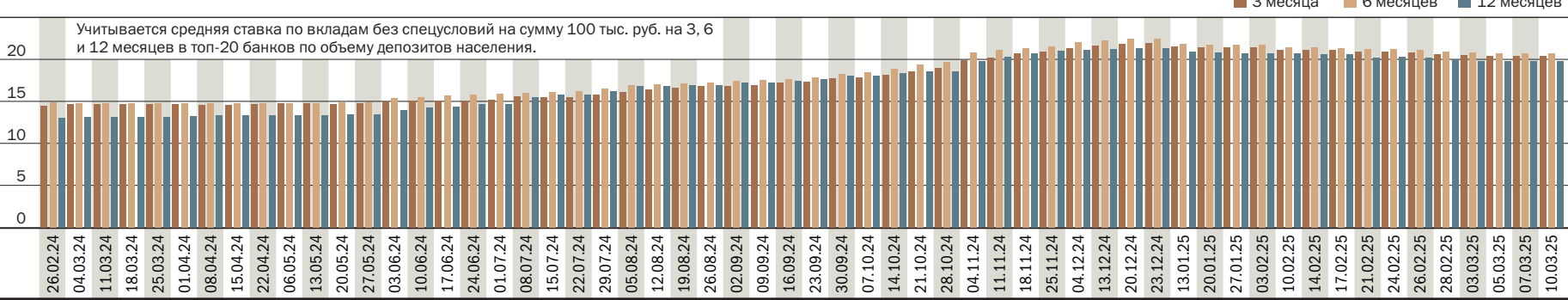
Динамика снижения ставок по вкладам различается по срокам вкладов. Стремительнее падают ставки на вклады сроком более одного года, самую привлекательную же доходность можно получить по депозитам на три-шесть месяцев. «Сильнее всего скорректировалась доходность годовых вкладов — отклонение от ключевой ставки составило 1,19 п. п. по состоянию на 7 марта 2025 года, что говорит о том, что банки ожидают смягчения денежно-кредитной политики. А по полугодовым вкладам средняя доходность опустилась на 0,28 п. п. ниже уровня ключевой ставки, по трехмесячным — на 0,55 п. п.,» — уточняет старший управляющий директор Мосбиржи по розничному бизнесу и проекту «Финуслуги» Игорь Алутин. Средняя доходность по полугодовым вкладам в крупнейших банках — 20,72%, а на 3 месяца — 23% годовых. Полгода назад участники рынка не понимали, как долго может продолжаться рост ключевой ставки, и привлекали дорогие вклады на длинные сроки. Однако настроения изменились. «Сегодня, когда среднесрочный прогноз предполагает снижение ключевой ставки, как правило, более высокие ставки по вкладам приходятся на более короткие сроки», — уточняет старший аналитик банка «Уралсиб» Наталья Березина. Вкладчики, как правило, выбирают максимальную ставку, а значит, в ближайшее время в основном будут открывать вклады на три-шесть месяцев. Как отмечают в аналитическом агентстве Frank RG, за последние полгода уже наметилась тенденция к снижению вкладов на срок свыше одного года — на 0,7 п. п., что, вероятно, говорит о формировании спроса на более доходные, но короткие вклады.

ТЕКСТ **Юлия Локшина**
ФОТО **Наталья Селиверстова/РИА Новости**



По мнению гендиректора аналитического агентства «БизнесДром» Павла Самиева, сегодня хороший момент, чтобы зафиксировать доходность 18–19% годовых на сроки более года, так как, открывая вклады на полгода, в момент переоформления их осенью таких доходностей уже, скорее всего, не будет. В банках подтверждают, что сегодня — удачный момент, чтобы разместить вклады под высокую ставку. «Крупные игроки рынка начали снижать ставки, и запустилась цепная реакция, снижение пройдет по всей банковской системе, — уверен директор департамента розничных продуктов Абсолют-банка Виталий Костюкевич. — Рынок ожидает снижения ключевой ставки во втором полугодии. Чтобы не допустить процентных рисков, банки начнут заблаговременно снижать стоимость привлечения ресурсов с рынка». По его прогнозам, уже в ближайшие месяцы снижение ставок по вкладам может составить 2–3 п. п. на срок

ДИНАМИКА СРЕДНЕЙ СТАВКИ ПО РУБЛЕВЫМ ДЕПОЗИТАМ (%) Источник: «Финуслуги».





выше шести месяцев и на 1–2 п. п. по коротким депозитам.

В первом полугодии ключевая ставка останется на экстравысоком уровне, что обеспечит значительную доходность по накопительным продуктам, прогнозируют в ВТБ. «Весной у вкладчиков будет возможность размещать средства под 19–20% годовых,— добавили в банке.— Во втором полугодии мы не исключаем изменения тренда, когда в условиях снижающихся ставок по вкладам средства начнут постепенно перетекать на накопительные счета». Самые высокие ставки по вкладам обычно связаны с определенными ограничениями — такие вклады нельзя пополнять, а также для получения максимальной ставки необходимо, например, ежемесячно тратить по карте определенную сумму или выполнять другие условия банков.

Тренд с оговорками

Впрочем, вряд ли все банки будут снижать ставки по вкладам в едином порыве. Например, в ВТБ объяснили, что, сохраняя высокие ставки по вкладам, реализуют собственную стратегическую цель — увеличить в этом году портфель на треть, до 13,3 трлн руб. «Мы не ожидаем снижения спроса на депозиты, что означает продолжение конкурентной борьбы», — уточнили в пресс-службе банка. «Конкуренция среди крупных игроков сохраняется — в топ-10 банков ставки в среднем выше, чем в топ-20, и это тормозит снижение ставок», — отмечает Игорь Алутин.

Есть и еще одна причина, которая заставляет отдельных игроков при-

В феврале большинство банков из первой двадцатки уменьшили ставки в среднем на 1 процентный пункт, что может уже означать формирование нового тренда на рынке

влекать дорогие вклады даже в условиях общего снижения процентных ставок — это регуляторные требования. «Банк России объявил о выходе из послаблений, выведенных в 2022 году, в частности, системно значимые кредитные организации должны были вернуться к соблюдению норматива краткосрочной ликвидности (Н26), что потребовало нарастить привлечение средств вкладчиков», — напоминает Михаил Матовников. В результате эти банки были готовы переплачивать за вклады. Но после сезонного роста средств клиентов в конце года и в условиях снижения кредитного портфеля и падения маржинальности участники рынка смогли перейти к снижению ставок. «Банки сейчас будут эмпирически нащупывать тот уровень, при котором смогут сократить процентные расходы, не потеряв вкладчиков, конкуренция за которых все еще высока. При этом велик риск оттока средств на фондовый рынок, на рынок недвижимости или на потребление», — считает господин Матовников.

«Ситуация с нормативной ликвидностью у разных игроков рынка неоднородна», — полагает Наталия Березина. Если потребность банка в ликвидности меньше, это в числе прочего позволяет снижать ставки по обеим сторонам баланса. Одновременно могут отличаться позиция по капиталу и величина кредитного риска, который банк готов принять, объясняет она.

Кредитование падает

Важнейшее отличие 2025 года от предыдущего — сокращение кредитования во всех розничных сегментах. С учетом того, что аппетиты в кредитовании в этом году будут ниже прошлогодних, банкам не нужно так активно привлекать фондирование, тем более достаточно дорогое, объясняют эксперты. Ставки по всем розничным продуктам находятся на заградительном уровне и выдачи кредитов минимальны, подтверждают в банках.

Начавшийся разворот в сторону снижения ставок по вкладам позволяет банкам постепенно снижать и стоимость кредитов. Пока символически, что принципиально не влияет на до-

ступность кредитов, однако в дальнейшем снижение ставок станет более заметным, уверены банкиры. «Снижение ставок даже на 1 п. п. по автокредитам или потребкредитам незначительно, но может повлиять на спрос и доступность», — уверен Виталий Костюкевич. Хотя ставки по автокредитам и высокие, большая доля покупок автомобилей происходит с использованием кредитных средств, говорит эксперт: «В части ипотечного кредитования снижение на 1–2 п. п. это скорее сигнал рынка».

При этом остается открытым вопрос, как в условиях заморозки кредитования банки будут «отбивать» обещанную доходность по депозитам, за которые они так дорого заплатили в декабре 2024 года. «Даже если бы ключевая ставка в декабре была повышена, не было риска, что в банковской системе будут большие оттоки вкладов, если бы ставки остались на уровне 21–22% годовых», — считает Павел Самиев. Он напоминает, что в конце 2024 года кредитование уже начало сжиматься, и все понима-

ли, что этот тренд сохранится на весь 2025 год. Поэтому возможности для размещения дорогих клиентских средств в доходные активы у банков значительно ограничены.

Инвестиции как альтернатива

В прошлом году из-за высоких ставок у вкладов как у наиболее защищенного инструмента для сбережения фактически не было альтернатив, и банки фиксировали существенное охлаждение клиентов к инвестициям на фондовом рынке. В этом году на фоне падения доходностей вкладов ситуация может измениться. Часть средств может вернуться на фондовый рынок, считают эксперты. «Начало постепенного понижения банками ставок по вкладам заставляет людей искать новые инструменты для сохранения высокой доходности», — говорит Игорь Алутин. — И мы уже видим, что клиенты идут в коллективные инвестиции, где потенциальная доходность некоторых инструментов превышает доходность по депозитам». С учетом того, что более заметно снижаются ставки по вкладам срочностью более одного года, возможностей для фиксации повышенной доходности на перспективу становится все меньше, подтверждает Владимир Евстифеев, добавляя, что в этом плане рублевые облигации выглядят более предпочтительно. Но в свете более умеренных планов по наращиванию кредитного портфеля в этом году банкам вряд ли будет нужно как-то специально конкурировать с фондовым рынком в части средств населения, уточняет Наталия Березина.

В целом прогнозируемое снижение ставок по вкладам в ближайшие месяцы на уровне 2–3 п. п. не окажет серьезного влияния на привлекательность вкладов для населения, считают эксперты. «Никаких серьезных предпосылок для сокращения вкладов в банках сейчас нет даже с учетом ожидаемого снижения ставок», — уверен Павел Самиев. — Даже доходность 17–19% годовых, которую мы можем увидеть к осени 2025 года, остается очень высокой и интересной для сбережения. По мнению Виталия Костюкевича, даже при условии снижения ставок не произойдет резкого перетока средств клиентов в другие сберегательные или инвестиционные инструменты. «Ставки по вкладам, несмотря на снижение, находятся на очень высоком уровне — значительно выше уровня инфляции. При сокращении инфляции реальная доходность по вкладам будет снижаться медленнее, чем номинальные ставки. Как правило, реальная доходность (проценты минус инфляция) по вкладам на 1–3% выше уровня инфляции, сейчас же разница составляет около 10%», — отмечает он ●

РАЗРЕШЕНИЕ НА САМОЗАПРЕТ

КАК НЕ ПОПАСТЬ В КАПКАН МОШЕННИКОВ, ИЗБЕГАЯ ИХ УЛОВОК



1 марта в России стала возможна официальная установка самозапрета на получение кредита — благодаря новому закону теперь любой гражданин через портал «Госуслуги» может подать заявление в бюро кредитных историй, с помощью которого установит запрет на выдачу ему займов по отдельным или сразу по всем категориям. «Сервис может помочь защитить себя от мошенников, в кредитной истории тех, кто подал заявление, появляется специальная отметка с датой начала действия самозапрета, она не позволяет банкам и микрофинансовым организациям одобрять заявки по кредитам и займам», — пояснили в Минцифры.

К 1 сентября этого года эту же функцию можно будет реализовать через многофункциональные центры (МФЦ). Снять запрет сложнее, чем установить. Сделать это можно будет через «Госуслуги», а потом через МФЦ, но кредиты станут доступны не мгновенно, а спустя два дня после подачи заявления. «Понадобится электронная подпись, создать ее можно в приложении „Госключ“, так обеспечивается дополнительная защита от мошенников», — уточняют в Минцифры.

Председатель комитета Госдумы по финансовому рынку Анатолий Аксаков в первые же дни действия закона о самозапрете прогнозировал большой интерес к этой мере защиты от мошенников. По данным Минцифры, сервисом по самозапрету на кредиты за десять дней воспользовались 5 млн человек. «Самому старшему заявителю 103 года», — говорится в сообщении министерства. В ведомстве отметили: несмотря на то что ограничить можно наиболее беспокоящие гражданина виды кредитов, например, только дистанционное оформление договоров в МФО, около 90% заявителей выбирают полный запрет.

В Банке России напомнили, что не на все категории кредитов можно установить самозапрет — исключения составляют ипотека, автокредиты, обеспеченные залогом транспортного средства, основные образовательные кредиты и поручительства. «Риски при выдаче таких кредитов и займов минимальны, так как при оформлении договора проводятся тщательные проверки заемщика и обеспечения», — поясняют в ЦБ. Кроме того, в Банке России обратили внимание, что самозапрет не распространяется на уже имеющиеся действующие кредитные карты.

Несмотря на то что новый сервис был установлен как средство против мошенничества, начало его действия вызвало целую волну попыток злоупотреблений. Причем, как ни странно, попробовать новый сервис на прочность решили не только телефонные мошенники. По данным СМИ, россияне самостоятельно начали пытаться получить кредит в банке или заем в МФО сразу после установления самозапрета. Такая недобросовестная практика называется «потребительский терроризм» — недобросовестные заемщики хотят воспользоваться возможностью не возвращать заемные деньги, пользуясь временным лагом между появлением отметки в кредитной истории и фактическим началом действия ограничения. «Случаи потребительского экстремизма время от времени встречаются в банковской практике, хотя и не имеют массового характера, активизация попыток „обмануть систему“ в первые дни кредитных самозапретов в некотором роде предсказуема, как и то, что такое мошенничество гарантированно не увенчается успехом. Судебная практика в аналогичных случаях на стороне кредиторов, поэтому оплатить



ДМИТРИЙ ДУХАНИН

придется не только долг со штрафами и пенями, но и судебные издержки банка», — предупредил старший директор по банковским рейтингам «Эксперт РА» Иван Уклеин.

Правда, эксперты считают, что не все случаи, когда гражданин, оформивший самозапрет, пытается получить кредит, относятся к «потребительскому терроризму» — граждане могут просто проверять, насколько хорошо работает механизм. «Случаи злоупотребления функциями самозапрета со стороны заемщиков действительно есть. Иногда это осознанный потребительский экстремизм, иногда — азарт заемщика и его желание проверить, как работают ограничения на практике... Я думаю, что и регулятор, и финансовые организации прекрасно осознают риски, связанные с потребительским экстремизмом, и очень скоро отточат технологическую и правовую базу, не оставив в ней лазеек», — отметила директор департамента коммуникационной политики финансового маркетинга «Выберу.ру» Анна Романенко.

По мнению эксперта, это новый финансовый сервис, не самый простой, позволяющий оформить запрет не только на все виды кредитов, но и на часть из них, и клиенты могли в нем не до конца разобраться. «На мой взгляд, проблема пока выглядит несколько преувеличенной — по информации СМИ, заявки на получение кредита от людей, оформивших самозапрет, составляют считанные проценты





от всех кредитных заявок, причем они, на мой взгляд, могут частично объясняться тем, что граждане не совсем правильно понимают, как работает самозапрет, и могут не осознавать, что его установка не позволит, например, пользоваться рассрочками и другими подобными сервисами при покупке товаров на маркетплейсах», — считает аналитик ФГ «Финам» Игорь Додонов.

Телефонные мошенники оказались в первых рядах атакующих новый сервис. Так, согласно результатам опроса онлайн-сервиса альтернативного кредитования Moneyman (входит в финтех-группу IDP Eurasia), каждый шестой респондент уже столкнулся с попытками мошенников похитить средства под предлогом помощи в установке или снятии самозапрета на оформление кредита. Чаще всего злоумышленники убеждают жертв, что третьи лица якобы оформляют кредит на человека или, напротив, сняли самозапрет, поэтому установить его нужно снова. «О том, что лично столкнулись с мошенническим сценарием, так или иначе связанным с самозапретом, сообщили 15,8% опрошенных, речь идет обо всех каналах взаимодействия: по телефону, в СМС, в мессенджерах, письмах на электронную почту и т. д., еще 2,4% лично с этим не сталкивались, но слышали об этом от друзей и родственников», — говорится в материалах компании. Гендиректор Moneyman Артем Быков советует не поддерживать общение по телефону или в чатах с незнакомыми «представите-

лями» госсервисов, банков и т. д., а также не переходить в мессенджерах или почте по ссылкам, которые приходят от неизвестных отправителей, чтобы обезопасить себя.

Общественники также отметили, что в первую очередь активизировались мошенники, которые стали представляться «сотрудниками „Госуслуг“» и предлагать помощь в подключении самозапрета. «Они врут, что на жертву наложено самоограничение, необходимо досрочно погасить все обязательства, и предлагают помощь в снятии самозапрета», — предупреждает эксперт проекта Народного фронта «За права заемщиков» и платформы «Мошеловка» Александра Пожарская. По ее словам, версий обмана множество и все они будут сводиться к получению кода из СМС для завла-

дения доступом в личный кабинет на портале «Госуслуги». «Очевидно, такие манипуляции мошенников направлены на дискредитацию инструмента самоограничения и призваны вызвать социальную напряженность. Однако мы считаем, что это лишнее подтверждение правильности этого инструмента», — сказала госпожа Пожарская. Другие эксперты считают, что основная задача мошенников будет сводиться к тому, чтобы снять самозапрет и получить доступ к «Госуслугам». Игорь Додонов считает, что мошенники, вероятно, попытаются обойти механизм самозапрета с помощью социальной инженерии. «С введением самозапрета риски кредитного мошенничества все же должны ощутимо сократиться», — уверен господин Додонов.

В Банке России напомнили, что не на все категории кредитов можно установить самозапрет — исключение составляют ипотека, автокредиты, обеспеченные залогом транспортного средства, основные образовательные кредиты и поручительства

Идею самозапрета на получение кредита Банк России обнародовал летом 2022 года, после чего она долго кочевала по Думе, претерпела ряд изменений и, наконец, вступила в силу в варианте, всех более или менее удовлетворяющем. По данным Банка России, в 2023 году мошенники похитили у россиян 15,3 млрд руб., в 2024 году — 27,5 млрд руб., рост составил почти 80%. При этом, как рассказала глава ЦБ Эльвира Набиуллина на Уральском форуме по кибербезопасности, не менее 40% этих хищений пришлось на кредитные мошенничества, то есть более 10 млрд руб. граждане взяли у банков под проценты и отдали мошенникам.

Российские финансовые власти не ограничились самозапретом, недавно был принят закон об охлаждении, согласно которому банки могут на два дня приостановить выдачу гражданину кредитных средств, если заподозрили, что заемщик находится под воздействием мошенников. Анатолий Аксаков считает, что массовое применение гражданами самозапрета на получение кредитов и вступление в силу с 1 сентября закона о периоде охлаждения при выдаче займов позволит вдвое сократить потери от кредитных мошенничеств. «Важно поддерживать интерес граждан к новым возможностям противостояния мошенникам — финансово грамотный потребитель является более сложной мишенью для различного рода махинаторов, а федеральным и региональным органам власти, банкам и финансовым компаниям нужно продолжать информирование граждан о возможности самозапрета», — уверен депутат.

По мнению экспертов, самозапрет, равно как и период охлаждения могут помочь бороться с хищениями средств граждан в случае попыток получения кредитов по поддельным документам, при взломе приложений или аккаунтов на различных ресурсах. Но в случае с социнженерией, когда мошенники могут неделями держать своих жертв под психологическим воздействием, такие меры вряд ли окажутся очень эффективными. Государство не останавливается на уже принятых мерах и разрабатывает новые. Сейчас профессиональное сообщество обсуждает законопроект, направленный на создание государственных информационных систем «Антифишинг» и «Антифрод», призванных бороться с мошенничеством. Сам документ пока готовится к рассмотрению в первом чтении и уже вызвал серьезные споры относительно его реализуемости и эффективности (см. „Ъ“ от 10 марта). Однако нельзя исключать, что в процессе доработки профессиональным сообществом он сможет превратиться в еще один барьер, усложняющий жизнь мошенникам ●

«РОССИЙСКИЕ КОМПАНИИ ОТКРЫТЫ ТЕХНОЛОГИЧЕСКОМУ ПРОГРЕССУ»



С быстрым развитием цифровизации в России для бизнеса открываются новые возможности, при этом возникают и новые, порой неожиданные вызовы. Какие технологичные решения предлагает компаниям телеком-отрасль, в интервью «Деньгам» рассказала директор по развитию корпоративного бизнеса «МегаФона» **Наталья Талдыкина**.

Каким был 2024 год для B2B-направления «МегаФона»?

— В 2024 году «МегаФон» продолжил интенсивное развитие B2B. Мы активно участвовали в повестке как бизнеса, так и государства по цифровизации и импортозамещению ключевых решений. В прошлом году продуктовые направления B2B-сектора показали ощутимый рост как по выручке, так и по числу клиентов. Почти на четверть по сравнению с 2023 годом увеличилась выручка аналитических сервисов на основе big data, на треть — VAS-услуг, схожий рост видим по цифровой рекламе. Эти направления занимают весомую долю в потребительской корзине корпоративных клиентов «МегаФона». Также стоит отметить высокий спрос на решения в области кибербезопасности: выручка от их реализации в два раза превысила общий рост рынка в 2024 году.

— Какие тренды можно выделить?

— Если в 2022 и 2023 годах организации, подвергавшиеся кибератакам, реагировали на них разбором последствий, в 2024-м мы увидели всю серьезность их намерений по выстраиванию реально работающей защиты. Но общий объем правонарушений с использованием интернет-технологий, к сожалению, продолжает увеличиваться. С 2018 года их количество увеличилось более чем в семь раз. Атаки на компании нередко начинаются с социальной инженерии или фишинговой рассылки. Чтобы сотрудники не стали слабым звеном бизнеса, необходимо повышать их осведомленность в области информационной безопасности. Например, наша платформа Security Awareness позволяет не только обучить персонал, но и проверить полученные знания при помощи имитированных фишинговых атак. За высоким спросом на услуги кибербезопасности стоит наша экспертиза, доступность решений, а также круглосуточная поддержка, которую мы предлагаем каждому клиенту.

— Эксперты рынка говорят о росте спроса на облачные услуги. Насколько они востребованы?

— Сегодня бизнес независимо от своего размера пользуется облачной инфраструктурой. Ее можно назвать базой для цифровизации, поэтому направление развивается высокими темпами. По данным нашего совместного исследования с ORO, внедрение облачных решений в бизнес-процессы позволило 90% компаний реализовать гибкий подход к хранению данных и запуску приложений, 40% смогли добиться стратегических изменений или получить бизнес-преимущество. В этом контексте использование решения «МегаФон Облако» позволяет задействовать весь спектр преимуществ этой технологии как с точки зрения управления данными, так и с точки зрения их защиты.

— Направление AdTech активно развивалось все последние годы. Какие тренды для него характерны?

— Среди трендов в сфере цифровой рекламы можно выделить применение искусственного интеллекта (ИИ), который помогает в создании рекламных креативов и текстов, а также использование продвинутой аналитики на основе больших данных. В 2024 году нашими маркетинговыми инструментами на основе big data воспользовались десятки тысяч корпоративных клиентов, примерно треть из них — малый бизнес.

Еще среди трендов можно выделить персонализацию контента. Платформа «МегаФон Таргет» позволяет сегментировать аудиторию по параметрам на основе обезличенных данных и использовать различные каналы коммуникации с наиболее релевантными рекламными сообщениями. В 2024 году мы добавили запустили Telegram Ads для размещения рекламы в режиме реального времени в Telegram-каналах.

— Насколько активно внедряет цифровые сервисы малый бизнес?

— Малый бизнес осознает важность цифровых решений. Для 74% компаний цифровизация является неотъемлемой частью развития. Более половины (54%) используют цифровые решения для ведения и поддержки бизнес-процессов, 46% — для взаимодействия с клиентами, 37% — для построения IT-инфраструктуры и ПО. Представители микробизнеса заинтересованы во внедрении различных цифровых сервисов, и потенциал развития на этом рынке огромен.

— Крупный бизнес уже прошел этап знакомства с возможностями 5G. Появились ли новые индустрии, заинтересованные в их внедрении?

— Действительно, можно сказать, что пилотирование и оценка эффективности 5G позади. Сегодня потребителями услуг становятся транспортные, логистические компании, представители топливно-энергетического комплекса. Увеличению спроса на частные сети продолжает способствовать внедрение IoT и M2M-решений.



ПРЕДОСТАВЛЕНО ПРЕСС-СЛУЖБОЙ МЕГАФОНА

«МегаФон» видит интерес к возможностям частных сетей со стороны портовых предприятий, поэтому нами разработана концепция цифрового порта. Основной задачей внедрения частной сети здесь является создание единого цифрового ландшафта, интегрирующего все бизнес-процессы. Такой подход может увеличить скорость оборачиваемости судов на 30% и значительно повысить грузооборот.

— Какие технологии и сервисы будут востребованы в B2B-сегменте в ближайшие пять лет?

— Мы видим, что российские компании открыты технологическому прогрессу. Все больше компаний независимо от своего размера заинтересованы в использовании новых сервисов, мы же, со своей стороны, постоянно совершенствуем свои решения, чтобы гибко отвечать на запросы бизнеса.

Если говорить предметнее о трендах ближайших лет, инвестиции в защиту данных и сервисы кибербезопасности продолжат расти. На рост вложений влияет агрессивность цифровой среды, подорожание ИБ-софта и увеличение массивов данных. Востребованность платформенных решений и активное применение искусственного интеллекта (ИИ) можно назвать «мега-трендами». ИИ — ключевая технология сегодня, меняющая рынок и подходы. Постепенно ИИ начнет брать на себя новые функции и выполнять задачи с большей степенью автономности. Рынок облаков будет прирастать двузначными темпами. Тренду способствует ограниченное количество готовой инфраструктуры, рост ее стоимости и логистики, а драйверами являются развитие ИИ и растущий уровень безопасности отечественных решений.

С развитием ИИ доверительное взаимодействие с клиентами становится основой построения клиентского опыта и создания успешных конкурентоспособных бизнес-моделей. Модель общения «человек—человек» будет премиальной ●



ЕВГЕНИЙ ПАВЛЕНКО

КРИПТОРАЗОЧАРОВАНИЕ

ПОЧЕМУ КУРС БИТКОЙНА ВЕРНУЛСЯ К УРОВНЯМ ЧЕТЫРЕХМЕСЯЧНОЙ ДАВНОСТИ

В марте президент США Дональд Трамп объявил о решении создать американский криптовалютный резервный фонд. Решение разочаровало участников рынка, поскольку вместо покупки новых виртуальных валют в фонд будут добавлены конфискованные активы. Аналитики не исключают восстановления рынка.

В начале весны котировки ведущих виртуальных валют откатились к многомесячным минимумам. Об этом свидетельствуют данные coinmarketcap.com. В частности, курс биткойна (BTC) на торгах 11 марта опускался до \$76,65 тыс., минимума с 11 ноября 2024 года. Котировки Ripple (XRP) и Solana достигали \$1,9 тыс. и \$112,24 — минимальных значений с ноября и августа прошлого года соответственно. Котировки эфира откатились ниже \$1,8 тыс., столь низко они не падали с октября 2023 года. Лишь Cardano (ADA) откатилось только к уровню начала месяца. В итоге всего за неделю, завершившуюся 11 марта, суммарная капитализация всех цифровых валют обвалилась на \$640 млрд, до \$2,5 трлн.

Участники рынка отмечают, что падение криптовалют началось еще раньше — почти сразу после инаугурации Дональда Трампа, поскольку, вопреки надеждам участников рынка, новый президент не объявил о мерах по развитию криптоиндустрии, хотя по ходу предвыборной гонки обещал сделать США «цифровой столицей» (что стало одним из ключевых поводов для масштабной игры на повышение виртуальных валют в конце 2024 года). В феврале падение ускорилось на фоне введенных администрацией президента пошлин сперва в отношении товаров из Китая, затем — Мексики и Канады, а также планов в марте ввести пошлины на европейские алюминий и сталь.

В начале марта ситуация сдвинулась с места после того, как Дональд Трамп дал поручение администрации создать криптовалютный резервный фонд США. «Криптовалютный резерв США поднимет эту критически важную отрасль после многих лет коррупционных атак со стороны администрации Байдена, именно поэтому указом о цифровых активах я дал распоряжение президентской рабочей группе продвигаться вперед по созданию криптостратегического резерва, который включает валюты XRP, SOL и ADA», — написал господин Трамп в соцсети Truth Social. В тот день самые популярные криптовалюты — биткойн и эфир — подорожали на 10–12%, менее популярные альткойны подорожали на 25–40%, а котировки ADA взлетели почти на 80%.

Эйфория была недолгой, и уже на следующий день в отсутствие деталей нового поручения котировки пошли вниз. После подписания указа о создании криптофонда котировки виртуальных валют откатились к многомесячным минимумам. Причина в том,

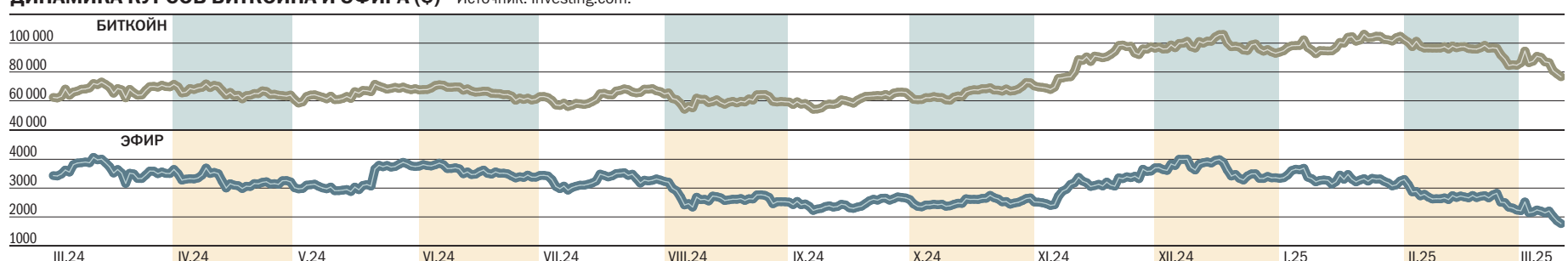
что, вопреки ожиданиям участников рынка, наполнение резервного фонда предполагалось делать не за счет покупки новых цифровых активов, а за счет уже конфискованных. «Речь идет о 200 тыс. BTC — это примерно 1% от общего предложения. Но это не тот позитив, которого ожидали розничные инвесторы», — поясняет аналитик биржи CRYPTORG Андрей Подольня. «Трамп не нарушил своих предвыборных обещаний и впервые в истории признал биткойн резервным активом США. Но никак не вдохновил рынок и не гарантировал устойчивый спрос, потому что нет данных ни по объемам вероятных покупок токенов, ни по срокам», — говорит экономист BitRiver Андрей Лобода.

Создание национального резервного фонда в криптовалютах и внимание администрации Белого дома к крипторынку вызывает опасения у участников рынка относительно возможного ужесточения регулирования криптоиндустрии, полагает гендиректор Tehnobit Александр Пересичан. «Некоторые инвесторы опасаются усиленного вмешательства государства в сферу криптовалют, что может привести к новым ограничениям и ужесточению контроля, что, в свою очередь, негативно повлияет на рынок. Сооснователь Solana Анатолий Яковенко раскритиковал идею создания крипторезерва США, которая, по его мнению, приведет к снижению уровня децентрализации у криптовалют», — напоминает господин Пересичан.

Впрочем, эксперты по-прежнему настроены оптимистично в отношении перспектив рынка. «Сейчас флагманской криптовалюте надо закрепить вышше \$90 тыс., чтобы далее пройти к \$95 тыс. Проход вышше \$94–94,5 тыс. будет означать отмену панического сценария и возвращение покупателей в строй», — ожидает Андрей Лобода. Росту, на его взгляд, может способствовать глобальное повышение аппетита к риску, например, в случае возобновления шагов ФРС США по снижению ключевой ставки, либо в случае появления внутренних криптовалютных катализаторов в виде покупок ETF или хедж-фондов. По мнению Андрея Подольня, создание стратегического резерва будет иметь долгосрочные позитивные последствия, например, если будут разрешены покупки новых криптовалют ●

ТЕКСТ **Василий Синяев**
ФОТО **Евгений Павленко**

ДИНАМИКА КУРСОВ БИТКОЙНА И ЭФИРА (\$) Источник: Investing.com.



РЕДКИЙ ВИД

КАК ВЫКУПИТЬ ЖИЛЬЕ ПОСЛЕ ЕГО АРЕНДЫ



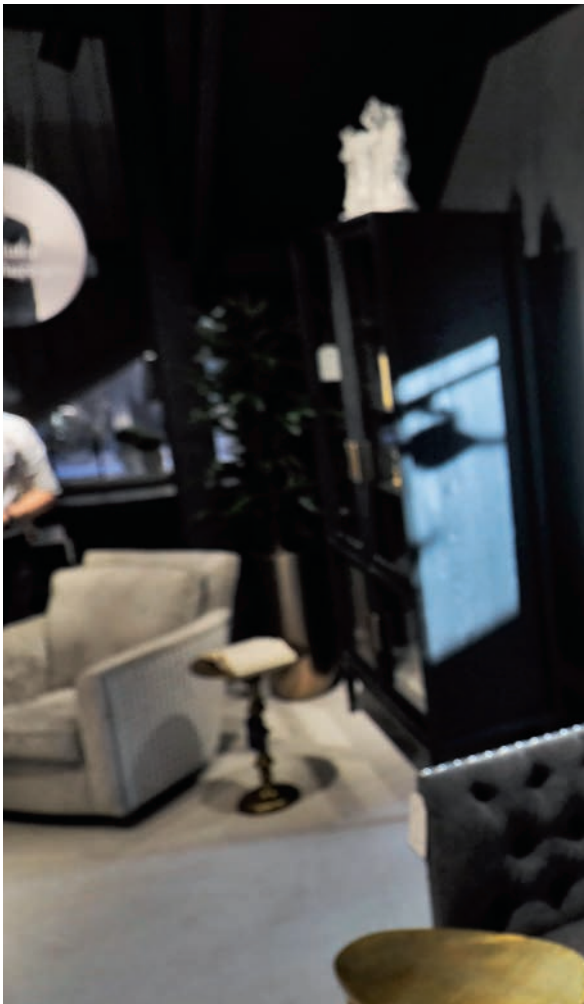
Рост цен на жилье и ужесточение условий ипотечного кредитования сделали покупку недвижимости труднодоступной. В недлинном списке альтернатив ипотеке есть пока не очень распространенная в России схема: аренда жилья с последующим его выкупом. Она удобна тем, что квартирой можно сразу пользоваться и на это не нужен первоначальный взнос. Но девелоперы ее не очень любят из-за рисков неисполнения права выкупа. «Деньги» выяснили почему.

Рост цен на жилье в Москве не останавливается. По данным Nikoliers, в январе 2025 года цена квартир и апартаментов в старых границах столицы без учета элитного сегмента, но с учетом скидок от застройщиков, выросла на 18% по сравнению с январем 2024 года, и это выше официальной инфляции за тот же период (9,52%). Средневзвешенная цена одного квадратного метра достигла 524 тыс. руб. (с учетом возможных скидок). По сравнению с декабрем 2024 года она увеличилась на 4,5%.

Квартиры в новостройках дорожают быстрее, чем вторичка, несмотря на завершение широкой программы льготной ипотеки. Ценовой разрыв между первичным и вторичным рынками (в пользу первого) за последний год увеличился с 16% до рекордных 20%. «Скидок стало больше, но они остаются точечным инструментом, и их размер невелик. На рынок выходит мало новых проектов с дешевым предложением на этапе котлована, растут себестоимость строительства и затраты на обслуживание подорожавшего проектного финансирования», — объясняет эксперт «ЦИАН.Аналитики» Елена Бобровская.

Цены на жилье были высокими всегда, но, когда ипотека была доступной, покупку можно было не откладывать надолго. Сейчас условия рыночной ипотеки не позволяют пользоваться этим инструментом на привычных условиях: минимальный первоначальный взнос и самый длинный срок кредита делают ежемесячный платеж слишком высоким, а переплату за покупку — значительной. По данным компании «Этажи», доля сделок с ипотекой на вторичном рынке в марте 2025 года сократилась более чем в три раза по сравнению с 2023 годом, составив 16,2%, на первичном за счет льготных программ — 61,4%.

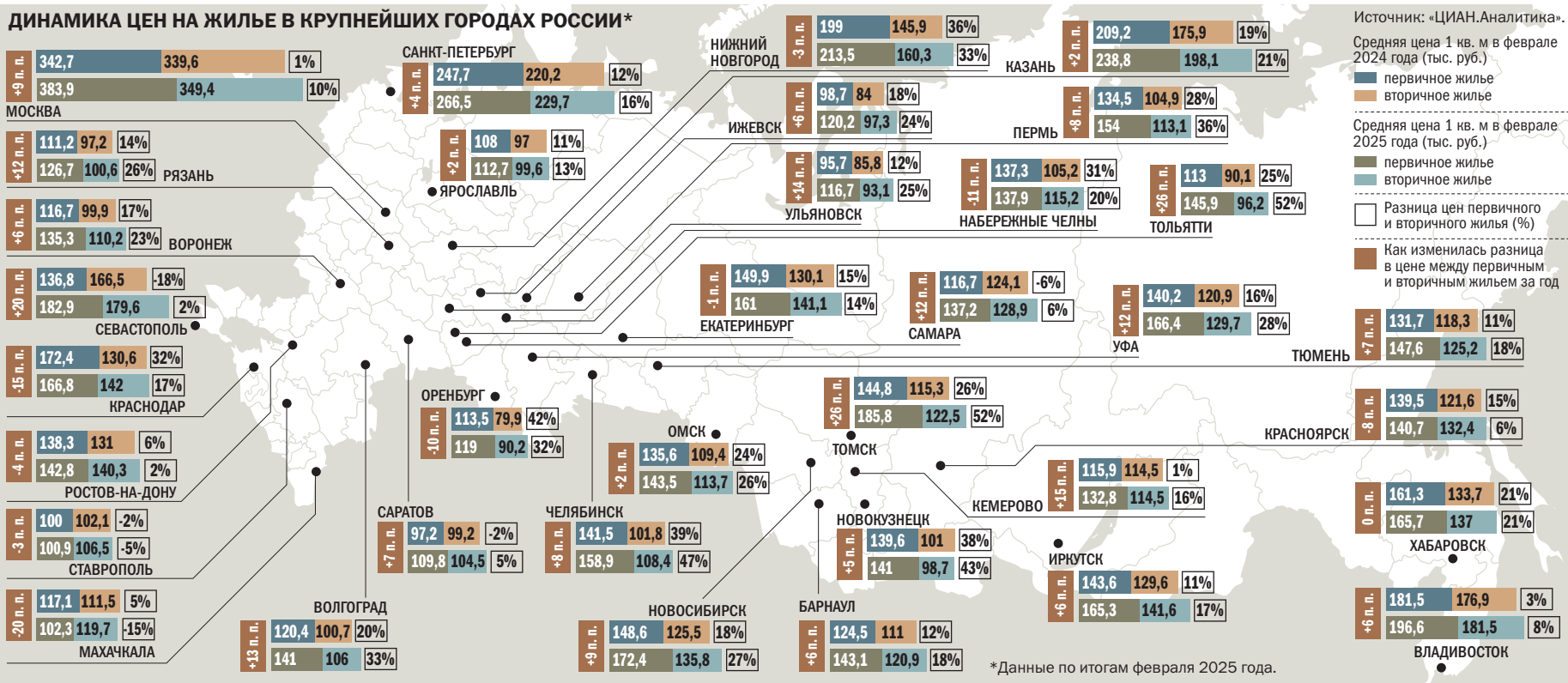
ТЕКСТ **Екатерина Геращенко**
ФОТО **Марина Молдавская**



МАРИНА МОЛДАВСКАЯ

По словам заместителя руководителя ипотечного департамента федеральной компании «Этажи» Татьяны Решетниковой, покупателям важна сумма ежемесячного платежа. «Даже в случае с удорожанием объекта покупатели готовы идти на это ради снижения ежемесячных платежей. Очень показательным влияние околонулевой ставки было в 2023 году. Тогда в стоимость объекта закладывалась переплата, а кредит выдавался под 0,01%, и такой вариант устраивал более половины покупателей», — приводит пример эксперт.

В качестве альтернативы ипотеке все чаще выбирают аренду жилья





с последующим его выкупом. Фактически это сочетание двух договоров — аренды и купли-продажи. У арендатора появляется право стать собственником квартиры, когда договор аренды закончится, или ранее, до его истечения, если выплатит полную стоимость. Но арендатор может и не воспользоваться этим правом.

Как это работает

Организовать аренду с правом выкупа можно, если квартира пригодна к проживанию. То есть или в сданной в эксплуатацию новостройке, или в доме на вторичном рынке. В первом случае арендодателем будет застройщик или его структуры, во-втором — действующий собственник жилья.

«Главное преимущество аренды с выкупом в том, что она не попадает под ипотечный стандарт ЦБ, а значит, у застройщиков есть возможности предоставлять более гибкие условия продажи. Для покупателей это большой плюс. Можно приобрести квартиру с минимальной долей собственных средств для первоначального взноса, получить индивидуальный график платежей или скидку», — поясняет Татьяна Решетникова. В теории — это рыночная сделка, в которой возможны реальный торг между покупателем и застройщиком и индивидуальные условия.

Если речь идет о готовом жилье на первичном рынке, в условиях высокой ключевой ставки, для покупателей, не имеющих возможности оформить семейную ипотеку, аренда с последующим выкупом — достойный вариант альтернативы рыночной ипотеке. «Можно приобрести кварти-

ру с минимальным первоначальным взносом и спокойно продавать имеющееся жилье, если был такой план для улучшения жилищных условий. Но главное преимущество в том, что, в отличие от простой аренды, покупатель платит за недвижимость, которая в будущем станет его собственностью», — перечисляет Татьяна Решетникова. По ее словам, на вторичном рынке сейчас формируется ответное конкурентное предложение, когда продавцы готовы предоставлять рассрочки покупателям, причем как с начислением процентов, так и безвозмездно. «И застройщикам приходится это учитывать и расширять линейку мер по стимулированию спроса», — считает она.

Пока инструмент аренды с выкупом не настолько развит, чтобы оказывать заметное влияние на рынок. По словам управляющего директора «Метриума» Руслана Сырцова, подобные сделки единичны. «Во-первых, положение об аренде с выкупом до сих пор не закреплено законодательно и не полностью ясен механизм передачи прав собственности. Во-вторых, в отличие от рассрочек, такая модель непривлекательна для девелоперов, так как из экспозиции выбывает готовое жилье со значительным риском остаться неоплаченным спустя несколько месяцев использования», — объясняет он, добавляя, что рассрочки, трейд-ин и стандартная ипотека (когда снижается ключевая ставка) гораздо выгоднее для всех сторон. «Если аренда с выкупом не стала популярной при рыночных ипотечных ставках около 30%, то, вероятно, никогда не станет ключевым драйвером спроса», — считает господин Сырцов.

«Затяжной период высоких ипотечных ставок и рост нераспроданности в новостройках, в том числе на финальной стадии готовности, могут увеличить долю аренды с последующим выкупом в общей структуре продаж и стать хорошей альтернативой рыночной ипотеке», — убеждена госпожа Решетникова. Аренда с последующим выкупом может прийти на смену рассрочкам, которые застройщики сейчас дают до ввода дома в эксплуатацию. «Если у покупателя не получится оформить ипотеку при сдаче дома, застройщику проще заключить допсоглашение на аренду с последующим выкупом, чем расторгать договор», — рассуждает Татьяна Решетникова. Аренда с последующим выкупом безопаснее и проще и для самого застройщика, поскольку она подразумевает передачу права собственности на объект только по факту завершения всех платежей. Чем быстрее покупатель внесет всю сумму, тем быстрее получит квартиру в собственность.

Цена сделки

Оптимальный срок аренды с последующим выкупом — пять-семь лет. Это оптимально и для застройщика, и для покупателя. В «Этажах» сделали расчет. Сейчас, чтобы купить квартиру за 6 млн руб. в ипотеку под 27,3% на 30 лет с первоначальным взносом 20%, нужно 1,2 млн руб. собственных средств, платеж составит 109 тыс. руб. в течение следующих 30 лет. Если покупать ту же квартиру в рассрочку без первоначального взноса, с тем же платежом 109 тыс. руб., то за семь лет застройщик зарабатывает на этом 3,156 млн руб. к начальной стоимости квартиры. А покупатель экономит 35,68 млн руб. на переплате. С тем же первоначальным взносом в 1,2 млн руб. при сроке в пять лет платеж получится 79,9 тыс. руб., то есть ниже 26,7%. Срок выплат по сравнению с ипотекой будет в шесть раз короче.

Это без учета наценки, которую застройщик может сделать в схеме аренды с последующим выкупом, чтобы покрывать как минимум инфляцию на период действия договора. «Вряд ли платеж по аренде с последующим выкупом будет ниже, чем цена аренды аналогичного жилья, но с учетом того, что со временем объект переходит в собственность арендатора. Даже наценка к ставке аренды на уровне 30–40% выглядит абсолютно приемлемой», — считает Татьяна Решетникова.

Оценить, каким будет ежемесячный платеж в такой схеме, предварительно нельзя: схема редкая и обсуждается индивидуально с каждым покупателем. В том числе потому, что в платеж могут быть включены выкупные платежи, а могут быть и не включены, и тогда на выкуп нужно копить отдельно. Руслан Сырцов говорит, что

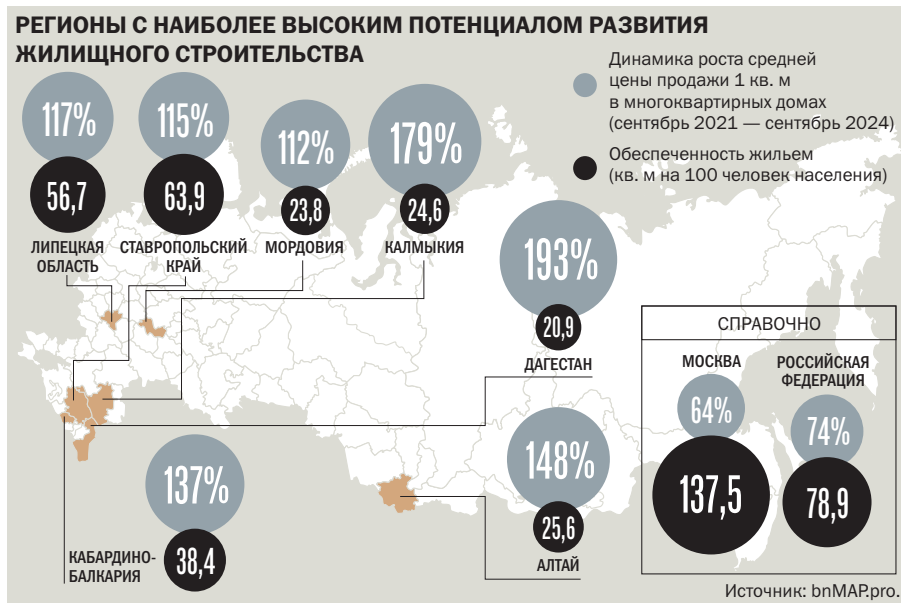
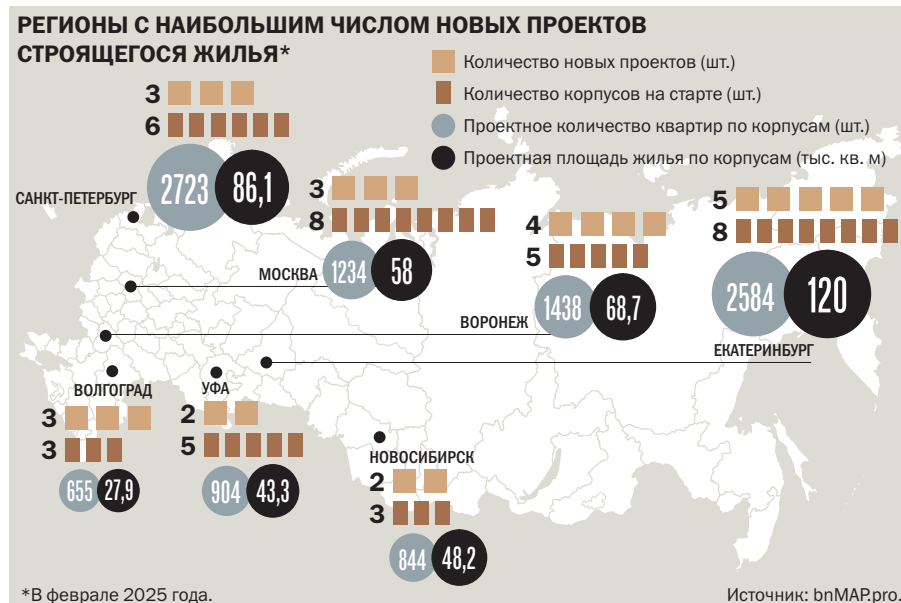
арендные ставки программ с выкупом обычно не выше стандартных. «Клиентам приходится откладывать большую сумму на первоначальный взнос. Но переплата будет небольшая, если вообще будет. С этой точки зрения схема довольно выгодна и сравнима с беспроцентными рассрочками», — резюмирует господин Сырцов.

Юридические тонкости

Существенным условием договора аренды с правом выкупа является выкупная цена. Поэтому в документе обязательно должен быть согласован размер ежемесячной арендной платы и выкупной цены, при выплате которой право собственности на жилье переходит к арендатору. «Выкупная цена может выплачиваться равномерными платежами ежемесячно, может выплачиваться поквартально, а может раз в год или на иных согласованных сторонами условиях. Не менее важно зафиксировать, возможно ли ее изменение. Если возможно, то при каких условиях, как часто, на какую сумму или в каком процентном соотношении», — поясняет управляющий партнер Maxima & partners Ольга Максимова.

Договор аренды с правом выкупа заключается, как правило, на длительный период (поэтому его нужно будет зарегистрировать в Росреестре). За это время жизненные обстоятельства могут существенно измениться. Поэтому юристы рекомендуют предусмотреть условия досрочного расторжения, причем как по инициативе арендатора, так и по инициативе арендодателя. «Необходимо продумать, в каком размере возвращаются арендные платежи, например, за вычетом стоимости естественного износа или штрафа за досрочное расторжение в согласованном размере, в какой срок и в каком порядке», — советует госпожа Максимова. Поскольку собственником жилья до момента выплаты выкупной цены является арендодатель, будет полезно прописать запрет на обременение жилья правами третьих лиц без предварительного уведомления арендатора. Либо, что, по словам Ольги Максимовой, еще лучше, запрет на обременение жилья без предварительного согласования с арендатором.

Управляющий партнер Novator Legal Group Вячеслав Косаков рекомендует учесть полную рыночную стоимость сделки. «Стоимость жилья может измениться в период аренды, поэтому важно предусмотреть корректировку цены. Если арендодатель к моменту выкупа будет признан банкротом, сделка по нерыночной цене может быть признана недействительной. Этот риск можно минимизировать проведением оценки стоимости объекта при заключении договора», — советует эксперт ●



МЕСТО ИМЕЕТ ЗНАЧЕНИЕ

ПОЧЕМУ РЕГИОНАЛЬНАЯ НЕДВИЖИМОСТЬ ДОРОЖАЕТ БЫСТРЕЕ СТОЛИЧНОЙ



Эксперты «ЦИАН.Аналитики» отмечают, что в крупных российских городах за минувший год жилье подорожало на 15–17%. В Москве за тот же период — лишь на 10%. Кроме роста доходов населения на цены влияет и предложение жилья на рынке: чем свободных лотов меньше, тем цены растут быстрее.

В Key Capital примерно тогда же оценивали потенциал роста региональных рынков жилья. Оценивались обеспеченность строящимся жильем на 100 жителей и темпы роста цен за три года (с сентября 2021 по сентябрь 2024 года). Учитывались еще уровень развития инфраструктуры, демография, развитие туризма и административное регулирование. Таким образом эксперты выявили семь регионов, чьи рынки жилья признаны наиболее привлекательными для инвестиций. В топ вошли Дагестан, Калмыкия, Алтай, Кабардино-Балкария, Липецкая область, Ставропольский край и Мордовия. Так, при средней по стране обеспеченности новостройками в 78,9 кв. м на 100 жителей в этих регионах она была 20,9 кв. м. Стоимость строящегося жилья при этом выросла на 100–190% по сравнению с 74% в целом по стране.

Формально эти результаты могут привлечь внимание инвесторов. «Действительно, в регионах с невысокой обеспеченностью жильем бывают периоды взрывного роста цен. Это связано с дефицитом качественного предложения при резко растущем спросе. Однако такие всплески редко приобретают характер тренда, как, например, в Сочи. Зачастую цена стабилизируется на новом уровне, а далее растет в темпах инфляции либо стагнирует», — предупреждает коммерческий директор Optima Development Дмитрий Голев.

Впечатляющие показатели роста цен выглядят заманчиво по сравнению со средним по России, однако прошлый рост не гарантирует продолжения такой динамики в будущем. На такие рынки первыми обычно приходят инвесторы с высокой толерантностью к риску, готовые вкладываться в перспективные, но непроверенные направления. Они получают максимальную прибыль в случае успеха, но и принимают на себя наибольшие риски. «Более консервативные инвесторы,

привыкшие к московскому рынку, скорее будут ждать подтверждения устойчивости тренда и прихода крупных девелоперов, что существенно снижает потенциальную доходность инвестиций», — полагает член совета директоров инвестиционной платформы SimpleEstate Артем Цогоев.

Критически важным для инвестора фактором является ликвидность региональных рынков. Артем Цогоев обращает внимание на то, что объем строящегося жилья в упомянутых регионах в три-четыре раза ниже среднероссийского показателя, что указывает на их небольшой размер. «Для инвесторов это означает повышенные риски при выходе из инвестиции: купить квартиру можно относительно легко, а вот продать в нужный момент по приемлемой цене — значительно сложнее», — отмечает он, добавляя, что опытные инвесторы учитывают не только потенциал роста, но и возможность реализации актива, поэтому многие предпочитают более ликвидные, пусть и менее доходные рынки крупных городов.

«Профессионализм инвесторов прежде всего в предугадывании последующего бурного роста, а не в стремлении вложиться в активы регионов, где стоимость квадратного метра уже значительно увеличилась», — уверен Дмитрий Голев. По его мнению, Москва с этой точки зрения абсолютное исключение. За счет емкости и устойчивости к внешним факторам столичный рынок жилья растет в ценах более десяти лет подряд. «Средняя цена элитной недвижимости на первичном рынке Москвы с начала 2015 года выросла на 182,9%, практически в три раза. Для других субъектов России такие темпы беспрецедентны, особенно учитывая стартовую базу в столице — изначально высокие цены», — резюмирует господин Голев ●

«Купить квартиру можно относительно легко, а вот продать в нужный момент по приемлемой цене — значительно сложнее»



КОНСТАНТИН КОКОШКИН

СВОЙ ПОДЪЕЗД К КЛИЕНТУ

СКОЛЬКО СТОЯТ ТАКСИ ОСОБОГО НАЗНАЧЕНИЯ



Женское такси с опцией поговорить по душам, лимузин на три десятка человек с танцполом, машина, освященная по церковным канонам. Как службы такси развивают новые сервисы и сколько они стоят этой весной, проанализировали «Деньги».

дивительно, но ушедшая аномально теплая зима охладила цены на такси в России. По подсчетам Росстата, в декабре 2024 года средняя цена поездки на машинах с шашечками в России составила 47,77 руб. за километр, что ненамного — на 0,25%, но все же ниже, чем месяцем ранее. Помимо Росстата снижение цены на такси зафиксировал аналитический центр «Чек Индекс» компании «Платформа ОФД», по данным которого в декабре 2024-го средний чек поездки на такси по сравнению с ноябрем снизился на 0,7%, до 601 руб.

Зимнее снижение цен произошло впервые за последние годы, до этого расценки на такси неуклонно двигались вверх. По данным Росстата, за пять лет они увеличились вдвое: если в 2019 году средняя цена проезда за километр составляла 24,5 руб., то по итогам 2023 года она подскочила до 30 руб. и вот в конце ушедшего года уже подкатила к 48 руб.

Как погода смогла повлиять на таксомоторный бизнес? Во-первых, из-за отсутствия традиционных морозов, снега и гололедицы на дорогах в мегаполисах выросла скорость движения: по разным оценкам, в среднем в моменте она была на 9–10% выше традиционных показателей. Это привело к тому, что таксисты могли быстрее подавать автомобили клиентам и, соответственно, выполнять больше заказов. Также в теплую зиму на дорогах снизилась аварийность. А еще из-за более теплой погоды больше людей этой зимой предпочли передвигаться пешком, а также пользоваться общественным транспортом, и для привлечения клиентов рынок делал ставки более доступными. Впрочем, нынешнее снижение цен на такси — временное явление. Ожидается, что в текущем году цена продолжит расти. Из-за усиления конкуренции участники рынка активно развивают новые сервисы.

Тормоз и опять ускорение

Объем рынка услуг такси в России бурно растет: по оценкам BusinesStat, в 2019 году совокупная выручка участников рынка выросла почти на 16%, до 895 млрд руб. Затем в период пандемии рынок такси просел на 3,5%, до 863,5 млрд руб., в 2020 году. Зато в 2021 году он с лихвой отыграл потери, прибавив 14,6%, до 990 млрд руб. В 2022 году таксомоторная отрасль топталась на месте, показав результаты на полпроцента ниже (985 млрд руб.). Но в 2023 году рост рынка составил внушительные плюс 24%, достигнув отметки в 1,22 трлн руб. По предварительным оценкам, совокупный объем услуг такси в 2024 году прибавил порядка 20%, приблизившись к отметке в 1,5 трлн руб.

ТЕКСТ **Алексей Грамматчиков**
ФОТО **Константин Кокошкин, Getty Images**



КАКИЕ ИЗ НОВЫХ СЕРВИСОВ ТАКСИ ПЕРСПЕКТИВНЫ

ОЛЬГА БОРИСОВА,

доцент кафедры корпоративных финансов и корпоративного управления Финансового университета при правительстве РФ

Необычные услуги такси в дальнейшем продолжат свое развитие, поскольку конкуренция на рынке растет с каждым годом. Для увеличения доходов компаний диверсификация услуг является необходимостью. Опросы показывают, что значительное число жителей крупных городов хотя бы раз пользовались нестандартными услугами такси на отдыхе. К перспективным направлениям развития услуг такси можно отнести такие услуги, как детское такси, поскольку для перевозки детей до 12 лет необходимо иметь специальное кресло и развитие подобного направления вписывается в проект «Демография» по увеличению рождаемости. Также, безусловно, востребовано такси для людей с ограниченными возможностями. Найдется свой потребитель для «праздничного такси», предполагающего перевозку большой компании. За последние годы появляется также много новых сервисов, нацеленных на возможность сэкономить на поездке и предлагать за перевозку свою цену. При этом подобные сервисы уступают крупным агрегаторам по оперативности предоставления машины клиенту.

Хотя стоит признать, что рост денежных показателей объемов рынка такси прежде всего связан с упомянутым ростом цен. И после временной передышки этой зимой скоро они опять вернутся к росту: только за первое полугодие 2025 года они могут подняться на 7–10% из-за давления ряда неблагоприятных факторов. «Маловероятно, что цены на такси смогут остановить свой рост в отрыве от остальной экономики, ведь без нее отрасль существовать не может», — прогнозирует Александр Корнев, начальник управления по работе с импортерами компании «Газпромбанк Автолизинг». — «Даже если оставить за скобками заработок водителей, поездки подорожают из-за роста стоимости услуг агрегатора, который берет процент на свое содержание. Прибавить к этому подорожавшие автомобили, их обслуживание, топливо и очень дорогие кредиты — поездки будут только дороже».

Цены на такси будут продолжать расти как минимум из-за удорожания автомобилей: по подсчетам «Автоста-та», средняя цена легковых автомоби-лей в России (новых и подержанных) за последние три года увеличилась в полтора раза и по итогам 2024 года составила 3,12 млн руб. И помимо цен на сами машины у перевозчика много других текущих расходов. «Надо пони-мать, из чего складывается цена за по-ездки на такси,— рассказывает Васи-лий Попов, генеральный директор сервиса перевозок Drivee.— Перевоз-чики обычно используют примерно такую формулу: топливо плюс плата за использование сервиса, плюс на-логи, плюс штрафы, плюс обслужи-вание автомобиля, плюс доход водителя. А теперь давайте вспомним, как вы-росли цены на бензин за последнее время. Судя по аналитике Московской топливной ассоциации (МТА), за год в зависимости от марки средневзве-шенная цена поднялась на 5–16 руб. за литр. Остальные составляющие этой формулы тоже выросли — от те-хосмотра до лизинга. Сюда же отно-сится и размер комиссии, которую во-дитель платит агрегатору. Возможно, в будущем агрегаторы смогут перело-жить монетизацию своих сервисов, например, на партнеров, получать до-ход с рекламы или дополнительных услуг, чтобы снизить нагрузку на води-телей и тем самым замедлить рост сто-имости поездок».

Проезд высшим классом

Рост цен на услуги такси снижает чис-ло пользователей услуг. По данным ВЦИОМа, не пользуются такси лишь 8% жителей России. По оценкам Ана-литического центра (АЦ) при пра-вительстве Российской Федерации, в российских городах с населением менее одного миллиона человек паде-ние числа поездок на такси за послед-ний год составило 15–20%.

С уменьшением числа пользова-телей участники рынка ищут новые способы привлечь клиентов, разви-вая новые сервисы. К примеру, разно-го класса обслуживание. Если раньше в стандартных агрегаторах такси мож-но было найти два-три способа осуще-ствить поездку, то сейчас клиент может найти свыше полутора десятков раз-ных классов машин на вкус и кошелек.

В самом распространенном сервисе «Яндекс Go» помимо предложения со-вместной поездки («Вместе», который может быть на 20% дешевле стандарт-ной) действуют четыре ключевых тари-фа: «Эконом», «Комфорт», «Комфорт+», «Бизнес». Разница в расценках между первыми тремя может составлять 20–30%, но поездка в категории «Бизнес» от «Эконома» в зависимости от кон-кретных условий (трафик, время суток и пр.) может отличаться по цене в два и более раз. Например, мы попро-бовали заказать такси в будний день с Юго-Запада Москвы в аэропорт Шере-метьево (примерно 50 км) при средней загруженности дорог. Тариф «Эконом» получился 1600 руб., «Комфорт» — 2200 руб., «Комфорт+» — 2500 руб., а «Бизнес» — более 4 тыс. руб.

Класс обслуживания прежде всего зависит от типа автомобиля, который может использоваться в том или ином тарифе. Так, тариф «Эконом» подразуме-вает использование самых простых автомобилей — обычно седанов раз-мерного класса B. «Комфорт» и «Ком-форт+» — это уже седаны и кроссове-ры размерного класса C и D, а в «Биз-нес» допускают марки премиального сегмента. Причем последние должны быть относительно свежего года вы-пуска, не иметь царапин и других, пусть даже мелких, повреждений, обязательно аккуратно вымытыми — как снаружи, так и изнутри, иначе при жалобе клиента водителя могут лишит возможность обслуживать высокие тарифы.



Еще более премиальный набор ус-луг в серии тарифов Ultima, к которым в «Яндекс Go» относятся такие серви-сы, как Premier и Elite. Здесь предлага-ется подача еще более комфортных автомобилей топ-уровня. Например, если в тарифе «Бизнес» допускается ис-пользование Mercedes-Benz E-класса, BMW пятой серии, Audi A6, а также китайская модель Hongqi H5, то в Pre-mier предлагаются такие модели, как Mercedes-Benz S-класса, BMW седьмой серии, Audi A8, Hongqi H9. А в Elite по-дадут топовые Mercedes-Benz S-Klasse Maybach или Zeekr 009.

Дополнительным сервисом топо-вых тарифов является обязательный дресс-код водителей: они прибудут на место в костюме и галстук. Кро-

ме того, по умолчанию они выйдут из машины и откроют дверь пассажи-ру. Если клиент готов открыть дверь самостоятельно, в приложении мож-но отметить это специальным уведом-лением. Также можно предупредить заранее, что поездка желательна в ти-шине. В этом случае водитель не бу-дет включать в салоне музыку и отвле-кать разговорами.

Еще одна свежая опция, доступная прямо в агрегаторе,— это встреча в аэ-ропорту с табличкой. Для этого доста-точно указать номер рейса, имя пасса-жира, и его по прилете встретит офи-циально одетый водитель, которые проводит до заранее поданного авто-мобиля и поможет погрузить багаж. Кстати, агрегаторы декларируют, что

ЦЕНА ПРОЕЗДА В МОСКОВСКОМ ТАКСИ ПО ТАРИФАМ АГРЕГАТОРОВ ВЕСНОЙ 2025 ГОДА			
НАЗВАНИЕ	КЛАСС АВТОМОБИЛЯ, ПРИМЕРЫ МОДЕЛЕЙ	ОСОБЕННОСТИ И ДОПОЛНИТЕЛЬНЫЕ СЕРВИСЫ	ЦЕНА НА ВЫБРАННУЮ ПОЕЗДКУ С ЮГО-ЗАПАДА МОСКВЫ В АЭРОПОРТ ШЕРЕМЕТЬЕВО, РАССТОЯНИЕ 50 КМ
ЭКОНОМ	МАССОВЫЕ, РАЗМЕРНЫЙ КЛАСС B: KIA RIO, HYUNDAI SOLARIS, LADA VESTA, BAIC U5	ПЕРЕВОЗКА ДОМАШНЕГО ЖИВОТНОГО	1600 РУБ.
КОМФОРТ	МАССОВЫЕ, РАЗМЕРНЫЙ КЛАСС C И D: SKODA OCTAVIA, KIA CERATO, CHERY TIGGO 7 PRO	БОЛЕЕ ВМЕСТИТЕЛЬНЫЙ АВТОМОБИЛЬ, ОБЯЗАТЕЛЬНОЕ ОТСУТСТВИЕ ЦАРАПИН И ПРОЧИХ ПОВРЕЖДЕНИЙ, БОЛЕЕ СТРОГИЕ ТРЕБОВАНИЯ К ЧИСТОТЕ САЛОНА И КУЗОВА, ВОЗМОЖНОСТЬ ПЕРЕВОЗКИ ЛЫЖ, СНОУБОРДА И ДРУГИХ ГРУЗОВ	2200 РУБ.
КОМФОРТ+	МАССОВЫЕ, РАЗМЕРНЫЙ КЛАСС D: TOYOTA CAMRY, VOLKSWAGEN PASSAT, GEELY PREFACE		2500 РУБ.
БИЗНЕС	ПРЕМИУМ, РАЗМЕРНЫЙ КЛАСС E: MERCEDES-BENZ E-КЛАССА, BMW 5 СЕРИИ, AUDI A6 И ПР.	ВОДИТЕЛЬ В КОСТЮМЕ И ГАЛСТУКЕ, ОТКРЫВАЕТ ДВЕРЬ ПАССАЖИРУ. ВОЗМОЖНОСТЬ ВСТРЕЧИ В АЭРОПОРТУ С ТАБЛИЧКОЙ, ПОЕЗДКА В ТИШИНЕ, СОПРОВОЖДЕНИЕ ДЛЯ ЗАРАНЕЕ ПРИГОТОВЛЕННОГО АВТОМОБИЛЯ	4000 РУБ.
PREMIER	ПРЕМИУМ, РАЗМЕРНЫЙ КЛАСС F: MERCEDES-BENZ S-КЛАСС, BMW 7-Й СЕРИИ, AUDI A8, HONGQI H9 И ПР.		5200 РУБ.
ELITE	ПРЕМИУМ, РАЗМЕРНЫЙ КЛАСС F, ТОПОВЫЕ КОМПЛЕКТАЦИИ: MERCEDES-BENZ S-KLASSE MAYBACH ИЛИ ZEEKR 009 И ПР.		7800 РУБ.
МИНИВЭН	МАССОВЫЕ МИНИВЭНЫ	ЧИСЛО ПАССАЖИРОВ — ДО ШЕСТИ ЧЕЛОВЕК	3000 РУБ.
CRUISE	ПРЕМИАЛЬНЫЕ МИНИВЭНЫ: MERCEDES-BENZ V-KLASSE		6000 РУБ.
ГРУЗОВОЙ	ЛЕГКИЙ КОММЕРЧЕСКИЙ АВТОМОБИЛЬ	РАЗМЕРЫ БАГАЖНОГО ОТДЕЛЕНИЯ: S — 170X100X90 CM, ДО 300 КГ M — 260X130X150 CM, ДО 500 КГ L — 380X180X180 CM, 1400 КГ XL — 400X190X200 CM, ДО 2000 КГ ПОМОЩЬ ГРУЗЧИКОВ	7200 РУБ. *

*С кузовом XL и помощью грузчиков. Источник: оценка «Денег».

за качеством обслуживания премиальных тарифов помогают следить современные технологии: например, плавность хода в таких поездках отслеживает система мониторинга, которая обрабатывает данные с акселерометра и гироскопа смартфона водителя. Если последний резко ускоряется, тормозит или перестраивается на дороге, то он рискует быть отстраненным от элитных тарифов. Что касается цен, то элитные тарифы сейчас могут отличаться в три-пять раз от стандартных. Например, заказ такси по указанному выше маршруту в аэропорт нам предложили за 5200 руб., Elite — 7800 руб.

Дети, грузчики и компания

Помимо класса обслуживания такси активно расширяют свои сервисы, ориентируясь на разные типы пользователей. Например, все шире становятся распространены детские тарифы, где клиенту гарантированы будут детские кресла, причем разных типов: пассажирам возраста до трех лет обещается кресло с приставным столиком, от четырех лет — без столика, школьникам — бустер, который просто приподнимает ребенка с тем, чтобы ремень безопасности правильно фиксировал его посадку.

Но некоторые компании идут еще дальше. Например, в том же «Яндекс Go» утверждают, что допускаемые к детским тарифам водители в обязательном порядке проходят специальные тренинги. К ним, в частности, относится специальный курс от психологов Института дошкольного образования, которые преподают навыки обращения с детьми в том числе в сложной ситуации — например, если ребенок плачет или капризничает.

Примерно на 30–40% будет дороже, если вы захотите поехать большой компанией (до шести человек). Тогда вам подадут более вместительный автомобиль по тарифу «Минивэн» (3000 руб. по упомянутому маршруту). Кстати, подобная услуга доступна и в премиальном разделе — это тариф Cruise, когда обязательно подадут минивэн премиального уровня типа

Mercedes-Benz V-класса, за что придется переплатить вдвое (6000 руб.).

На уровне тарифа «Минивэн» сейчас предлагается поездка для инвалидов — это тариф «Специальный», когда по заказу подается минивэн, который оснащен специальным подъемником и пятиточечным ремнем безопасности для крепления инвалидной коляски с пассажиром.

Прочно обосновалась в агрегаторах такая опция, как необходимость перевезти значимый объем багажа. По тарифу «Грузовой» к вам приедет легкий коммерческий автомобиль, причем размеры и вместительность кузова можно выбрать в приложении заранее. Также можно заранее заказать услугу грузчиков. Самый большой автомобиль с грузчиками (кузов XL 400x190x200 см с грузоподъемностью до 2 тыс. кг) по упомянутому маршруту нам предложили за 7200 руб.

Не так давно появилось новшество у стандартных агрегаторов — возможность заказать услуги водителя, который готов доставить вас по нужному адресу на вашей же машине. Такой сервис стоит примерно столько же, сколько поездка на премиальной машине по тарифу Premier. Нам агрегатор по упомянутому выше маршруту объявил цену в 6500 руб.

Танцы на шесте в авто

Самые необычные типы услуг предлагают не массовые агрегаторы, а небольшие компании, которые пытаются найти свою нишу и привлечь внимание разных клиентов. Например, в Москве, Санкт-Петербурге и других больших российских городах исключительно для представителей прекрасного пола сейчас можно вызвать женское такси. В этом случае за рулем будет обязательно женщина, что, по идее подобных сервисов, комфортно для тех дам, которым не хочется ехать в замкнутом пространстве с незнакомым мужчиной. Примечательно, что в предложении таких такси часто значится опция возможного общения по дороге, когда водитель и пассажир по-женски могут обсудить насущ-

ные темы и даже получить что-то типа психологической помощи. Наценка за такой гендерный подход может составлять 30–40% от стандартного вызова такси по агрегатору.

Большое распространение получают специальные такси для проезда с животными, когда для домашних питомцев предлагаются специальные отсеки. Там же клиентов уверяют, что водители сами любят животных и обучены обращению с ними. Например, перевезти братьев меньших в столичном сервисе под названием «Полосатый рейс» сейчас можно за 1600 руб. за поездку в одну сторону до 30 км и за 2000 руб. — более 30 км.

Для любителей повеселиться есть широкий набор предложений лимузинов, где есть не только мощная аудиосистема, караоке, бар, лазерное шоу, но и даже площадка для танцев с шестом. Например, четырехосный лимузин Hummer Bus сможет вместить до 28 человек, его услуги предлагаются от 5200 руб. за час по таким сценариям, как «корпоратив», «свадьба», «деловая встреча», «встреча из роддома».

Есть и такой экзотический вариант, как религиозное такси. В Москве ряд компаний предлагают услуги перевозки для православных. Представители таких сервисов заявляют, что их машины освящены по всем церковным канонам, также за рулем обязательно верующие водители, в дороге можно послушать религиозное радио, почитать духовную литературу (цена — примерно плюс 20% к стандартному вызову).

Необычное предложение связано с сервисом доставки на мотоцикле. В этом случае пассажиру выдается шлем, и он едет пассажиром сзади. Декларируется, что такой способ передвижения не только может пощекотать нервы, но и выручит в плотном городском трафике тех, кто опаздывает (цена — 2500 руб., сюда включено 15 км пробега, каждый последующий километр — плюс 60 руб.). Есть и особенные виды такси для любителей старины. Заявленная цена поездки на редких исторических ма-

шинах (типа «Волга» ГАЗ-21 и ЗИМ ГАЗ-12) в специальных компаниях — от 2600 руб. за два часа, доставка в аэропорт — 2600 руб.

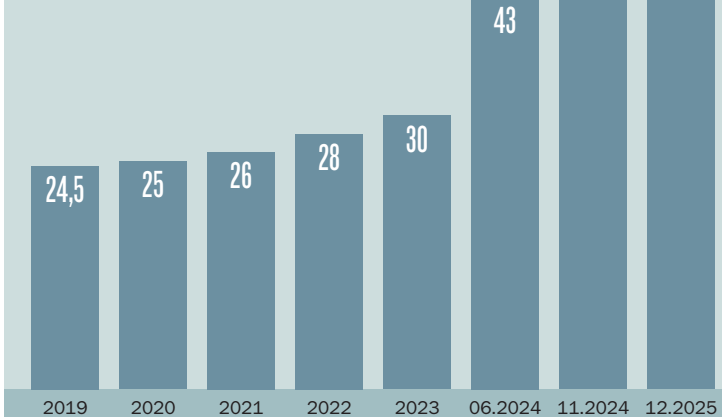
Некоторые новые типы услуг такси могут быть перспективны, убеждены участники рынка. «Женское такси может быть потенциально интересным типом сервиса, но, чтобы это работало массово, нужно, во-первых, вывести на линию много женщин-водителей, а во-вторых — обеспечить их заказами, — размышляет Василий Попов. — Ну а мототакси тесно связано с погодными условиями. Кроме нескольких теплых месяцев, передвигаться на таком такси будет опасно и, мягко говоря, дискомфортно».

В ближайшее время развитие услуг такси будет стимулировать развитие хай-тек-технологий. «Не исключено, что в скором времени мы увидим в такси такие сервисы, как мобильный офис, Zoom для пассажиров, индивидуальная развлекательная программа, выстраивание более сложных маршрутов, включая авиаперелеты и железнодорожные поездки», — прогнозирует Кирилл Щеглов, генеральный директор коммуникационного агентства «Лонгмедиа».

Не стоит переоценивать экзотические сервисы, которые далеки от массового потребителя. «Сфера такси достаточно консервативна, массовый сегмент поездок составляет главную часть рынка, а дополнительные решения вроде специальных машин для перевозки животных или детей останутся на периферии спроса, — убежден Александр Корнев, начальник управления по работе с импортерами компании «Газпромбанк Автолизинг». — Чтобы быть прибыльным и развиваться, для таксопарков нужен оборот, которого у нишевых предложений нет. Например, лет пять-семь у нас массово появлялись таксопарки с электрокарами, но впечатления от необычных машин быстро прошли вместе с клиентами. Выполнять заказы по обычным ценам стало невыгодно, и большинство электромобилей осталось в руках частных» ●

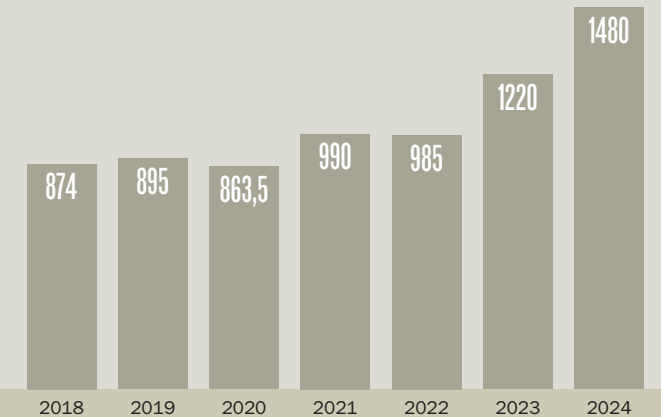
ДИНАМИКА СРЕДНЕЙ ЦЕНЫ ПРОЕЗДА В ТАКСИ В РОССИИ (РУБ./КМ)

Источник: Росстат.



ДИНАМИКА ОБЪЕМА РЫНКА УСЛУГ ТАКСИ В РОССИИ (МЛРД РУБ.)

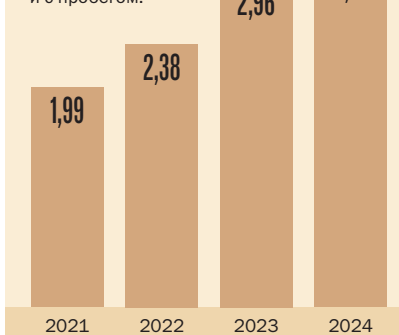
Источники: BusinesStat, оценка «Денег».



СРЕДНЕВЗВЕШЕННЫЕ ЦЕНЫ НА ЛЕГКОВЫЕ АВТОМОБИЛИ* В РОССИИ (МЛН РУБ.)

Источник: «Автостат».

*Новые автомобили и с пробегом.



13 МГНОВЕНИЙ ВЕСНЫ

ВО СКОЛЬКО ОБОЙДЕТСЯ МАЙСКИЙ ОТДЫХ



Последний месяц весны для россиян в этом году начнется с четырехдневных Первомайских каникул и после самой короткой рабочей недели продолжится четырехдневным празднованием 80-летия Дня Победы. В общей сложности в мае будет целых 13 выходных и праздничных дней.

Надо ли говорить, что путевки на майские уже сейчас пользуются большим спросом. Объем продаж организованных туров на 1–11 мая в этом году вырос на 59%, подсчитали в Travelata.ru. Аналитики «Слетать.ру» зафиксировали увеличение на 77,3%. В Level.Travel отмечают прирост на 77% год к году. Чаще всего, по данным сервиса, туристы планируют поездки по России — на 4–6 дней и за рубеж — на 7–10.

В «Островке» говорят, что в России на предстоящие майские праздники сделано на 38% больше бронирований размещения, чем годом ранее. Количество проданных авиабилетов в страны дальнего зарубежья на те же даты, по оценкам «Яндекс Путешествий», за год выросло в два раза, ближнего — на 74%. Внутри страны динамика оценивается в 28%. В «Авиасейлс» замечают, что доля зарубежных направлений в майских продажах за год увеличилась с 34% до 43%.

Выросшую активность путешественников на праздники директор по маркетингу Travelata.ru Олег Козырев связывает с удачной конфигурацией выходных дней. Подобрать варианты путешествий стало существенно легче. Аналитики Level.Travel говорят, что, планируя путешествия, россияне часто также захватывают даты перед праздничными датами начиная с 26–28 апреля. На эти дни вылет планируют 23% туристов.

Дополнительные дни отдыха смогут компенсировать россиянам неудачные с точки зрения организации поездок выходные на 23 февраля и 8 Марта. На эти праздники количество дней отдыха в российских отелях сократилось на 9% и 13,5% соответственно, следует из данных TravelLine.

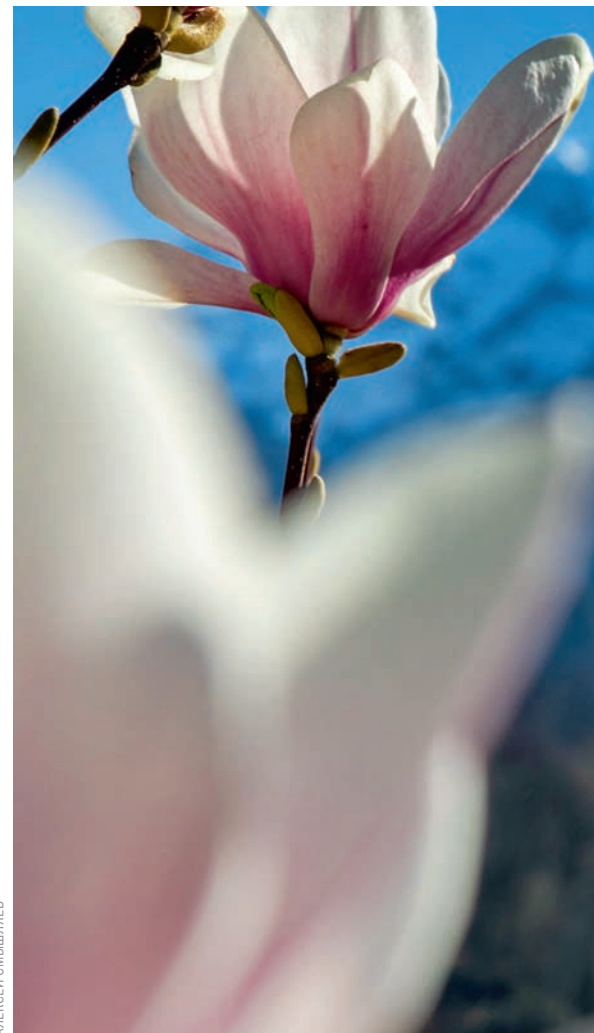
Внутренние направления

Доля российских направлений в структуре организованных продаж путевок небольшая и, по данным Travelata.ru, составляет 6% против 10% годом ранее. Средний чек при этом вырос на 21,6%, до 88,4 тыс. руб. Из данных «Слетать.ру» видно, что рост спроса на туры по России год к году оказался более скромным, чем по рынку в целом, составив 12,7%. В основном путешественники отправятся в Краснодарский край (22,6% бронирований), Санкт-Петербург (9,2%), Калининградскую область (8,5%) и Кавказские Минеральные Воды (6,5%). Господин Козырев из Travelata.ru отмечает повышенный спрос на поездки в Санкт-Петербург, называя его особенностью нынешних майских продаж.

Средняя цена бронирования размещения в России на майские праздники, по данным «Островка», за год выросла на 19%, до 5,2 тыс. руб. Заметнее всего, по данным сервиса, спрос на размещение на майские праздники за год увеличился в популярных экскурсионных локациях, санаторно-курортных объектах и истори-



ТЕКСТ **Александра Мерцалова**
ФОТО **Алексей Смышляев**



АЛЕКСЕЙ СМЫШЛЯЕВ

ческих городах, говорят в «Островке». Так, количество бронирований в Великом Новгороде и Туле за год выросло в два раза, в Костроме — на 68%, Кисловодске — на 58%, Пскове и Ярославле — на 43%.

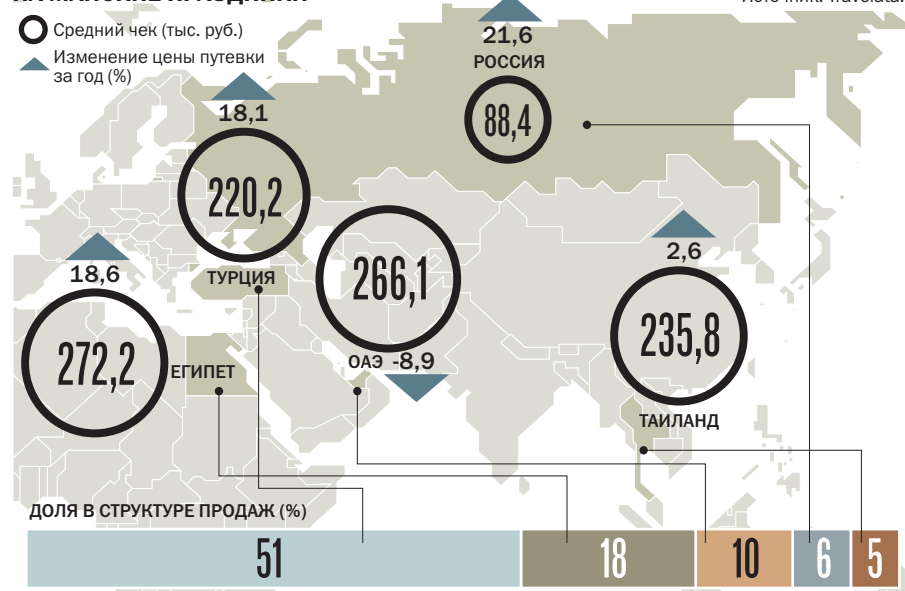
Зарубежные ориентиры

Карта путешествий на майские праздники часто может отличаться от наиболее востребованных направлений весны и лета: дополнительные выходные люди часто используют для краткосрочных поездок выходного дня, констатируют в «Яндекс Путешествиях». Но приоритеты самостоятельных туристов остаются стабильными.

Согласно Travelata.ru, наиболее популярное направление организо-

НАИБОЛЕЕ ПОПУЛЯРНЫЕ НАПРАВЛЕНИЯ ОРГАНИЗОВАННОГО ТУРИЗМА НА МАЙСКИЕ ПРАЗДНИКИ

Источник: Travelata.





ванных поездок на майские праздники — Турция. Хотя ее доля в структуре бронирований за год сократилась на семь процентных пунктов, до 51%. Средний чек при бронировании поездки за год вырос на 18,6%, до 220,2 тыс. руб. Потеря позиций Турции произошла в том числе за счет роста популярности Египта. На него на предстоящие майские праздники приходится 18% продаж против 13% годом ранее. Средняя цена бронирования за год увеличилась на 18%, до 272,2 тыс. руб., отмечают в Travelata.ru.

Третье по популярности у организованных туристов зарубежное направление — ОАЭ. Но их доля, согласно «Слетать.ру», год к году сократилась

В России на предстоящие майские праздники сделано на 38% больше бронирований размещения, чем годом ранее

на 1,2 процентного пункта, до 7,8%. Средний чек при этом увеличился незначительно — на 4,2%, до 225,1 тыс. руб. Таиланд, по подсчетам аналитиков, стал единственным из востребованных направлений организованного туризма, показавшим снижение цен. Цена бронирования за год сократилась на 16,7%, до 171,6 тыс. руб.

В общей структуре продаж организованных туров на майские праздники страна формирует 3,9% спроса.

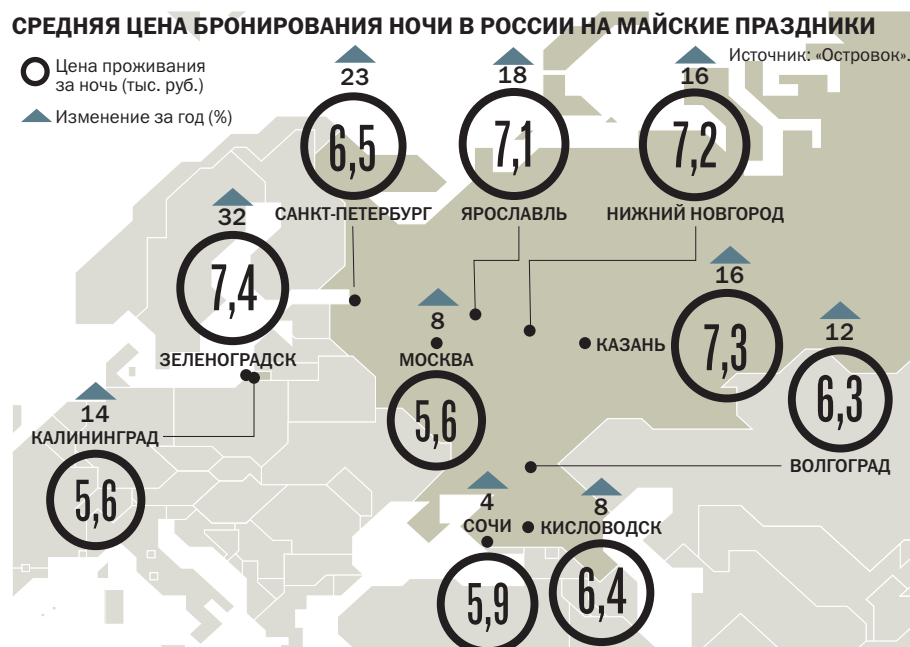
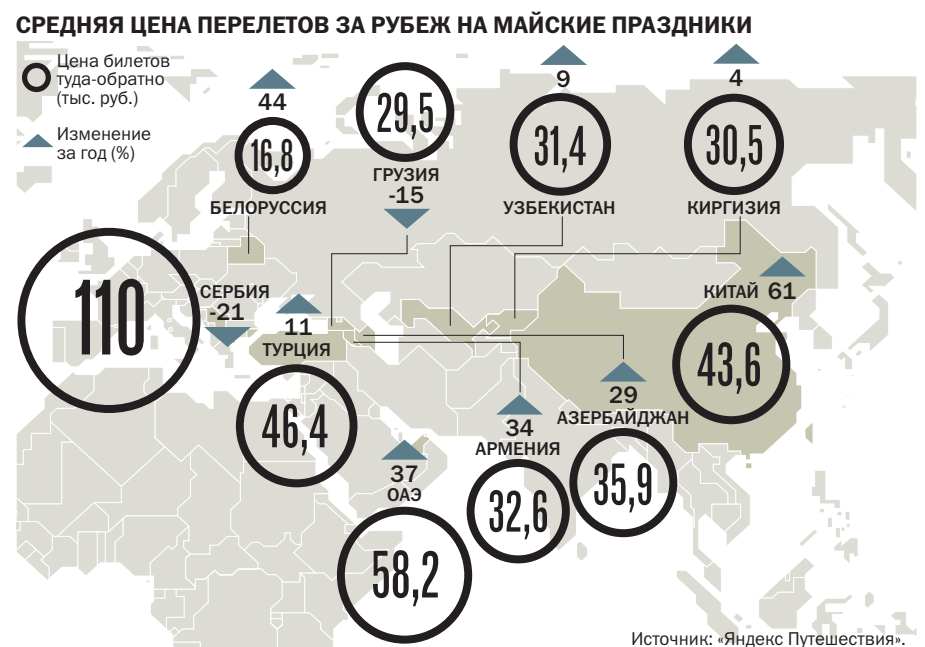
В «Слетать.ру» отмечают, что многократный рост спроса на майские праздники среди организованных туристов в этом году показывают также Китай, Мальдивы и Тунис. Но доля каждой из этих стран в общей струк-

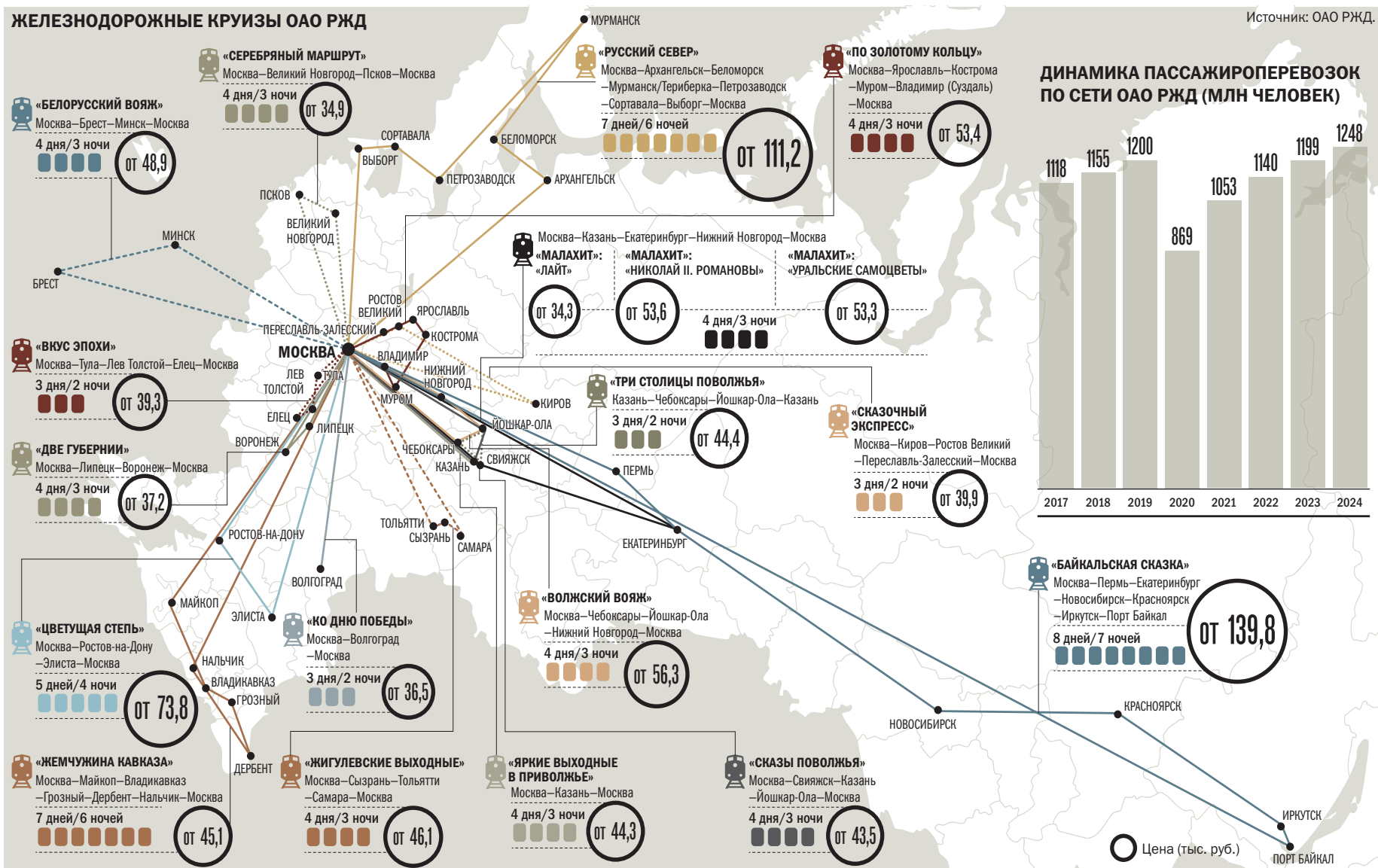
туре продаж сейчас составляет менее 3%. Выросший интерес непосредственно к Тунису в Level.Travel связывают с открытием в конце апреля полетной программы в страну.

Праздничная наценка

Олег Козырев говорит, что средний чек при бронировании поездок на период с 11 по 31 мая составляет 226 тыс. руб. и лишь на 1,7% ниже аналогичного значения на период с 1 по 11 мая. По подсчетам «Слетать.ру», единственным заметно подорожавшим направлением именно на период праздников стала Турция. Средний чек при покупке туров в страну с начала апреля вырос почти на 40%. Но связано это может быть не только с праздничными датами, но и с началом пляжного сезона на Средиземном море. В случае в Египте средняя цена бронирования с апреля по май выросла на 5,9%, Таиландом — на 8,2%. ОАЭ в условиях ограниченного спроса показали снижение на 24,2%.

Для самостоятельных путешественников разница может оказаться более ощутимой. Так, в «Островке» отмечают, что в период 1–11 мая цена забронированной ночи в среднем на 24% выше, чем во второй половине апреля, и на 16% — второй половины мая. Перелеты в праздничные даты обычно также обходятся дороже, констатируют в «Авиасейлс». По подсчетам сервиса, средний чек на билеты после праздников в этом году в среднем на 7% ниже, чем в праздничные дни. Год назад разница была меньшей, составляя всего 3%. В «Яндекс Путешествиях» отмечают, что с существенной выгодой путешествовать по стране можно в апреле, когда билеты стоят в среднем на 28% дешевле, чем в мае. ●





ДАВАЙТЕ ОТДЫХАТЬ ПОЕЗДАМИ

КАК В РОССИИ РАЗВИВАЕТСЯ ЖЕЛЕЗНОДОРОЖНЫЙ ТУРИЗМ



На рынке внутреннего туризма открывается больше возможностей для организованных путешествий. Одна из них — железнодорожные экскурсионные маршруты, получившие весной этого года законодательную основу. «Деньги» вспомнили историю становления железнодорожного туризма в России и выяснили, во сколько подобные путешествия обойдутся теперь.

Этой весной у россиян появились новые возможности разнообразить досуг и отдых. Причем не абстрактно, а вполне конкретно и официально. В последний день зимы президент Владимир Путин подписал поправки к федеральному закону «Об основах туристской деятельности в Российской Федерации» и профильный транспортный устав, закрепляющий понятие «железнодорожный туризм», а вместе с ним и «туристические железнодорожные перевозки», «туристский железнодорожный маршрут», «туристический поезд» и тому подобное.

Изначально авторы поправок предполагали, что профильное регулирование поможет развитию отрасли железнодорожного туризма, узаконив высокие стандарты обслуживания. Например, прояснит, как должны выглядеть специальные туристические вагоны и вести себя в них проводники, как должны строиться программы поездок, включающие питание, проживание и экскурсии.

Формально работа над документом еще не завершена. В Ассоциации туроператоров России признались «Деньгам», что подзаконные акты и методические рекомендации еще должно разработать и утвердить Минэкономики. Но у отрасли на новый вид отдыха уже большие надежды. По крайней мере, в ОАО РЖД ждут, что стандартизация железнодорожного туризма откроет новые возможности как для бизнеса, так и для самих туристов.

Билет с экскурсией

Туристические железнодорожные поездки — хорошо забытое старое. В 1960-х годах в СССР они пользовались большим спросом и были представлены сетью тематических профильных маршрутов из крупных городов. Дополнительные поезда «Здоровье», «Ягодник», «Грибник» и проч. отправлялись по субботам и воскресеньям и следовали сразу до конечной станции без промежуточных остановок. Такие составы вывозили на природу, например, лыжников, и других любителей загородного отдыха.

В те годы существовали и тематические экскурсионные маршруты. Популярностью пользовались путешествия на Кавказ с посещением Пятигорска, Баку и Тбилиси. Специальные туристические поезда отправлялись в Таллин через Казань и Нижний Новгород, из Москвы в Кострому и так далее. После распада СССР с развитием более регулярного пригородного сообщения железнодорожный туризм забылся, вернувшись в обновленном виде спустя почти 30 лет.

Создавать туристические поезда заново в ОАО РЖД начали в 2019 году. Первым маршрутом стал «Рускеаль-

ТЕКСТ **Александра Мерцалова, Наталья Скормыгина**
ФОТО **Петр Ковалев/ТАСС**

ский экспресс», за которым последовали «В Карелию» и «Серебряный маршрут». Сейчас эти маршруты также сохранились в портфеле перевозчика. Например, круиз «В Карелию летом» рассчитан на четыре дня и три ночи. Поезд стартует из Москвы и возвращается туда же, предполагая посещение Петрозаводска, Сортавалы, парка «Рускеала» и Выборга. Цена путешествия в расчете на одного взрослого в начале июня начинается от 49,9 тыс. руб.

В общей сложности сейчас в арсенале РЖД 100 туристических маршрутов, которые проходят через 48 регионов страны. Новые программы создаются по инициативе самой компании, перевозчиков на железнодорожном транспорте, туроператоров и других организаций, оказывающих тури-

в Москве, предполагая поездку через Майкоп, Владикавказ, Грозный, Дербент и Нальчик. Путешествие по замыслу его организаторов продлится семь дней и шесть ночей.

Неочевидная выгода

В ОАО РЖД рассказывают, что интерес к железнодорожным программам стабильно растет — как в случае путешествий выходного дня, так и длительных. Заполняемость тематических составов, по статистике компании, составляет не менее 80–90%. В 2024 году на туристических поездах было перевезено 1,1 млн человек. Год к году значение увеличилось на 17%. Прогнозируемый прирост на 2025 год — 20%, до 1,3 млн пассажиров. В январе-феврале динамика соответствовала этим ожи-

ных экскурсионных туров с отдельно купленными билетами. На их взгляд, цены таких путешествий часто сопоставимы. В качестве примера в «Алеане» приводят зимние путешествия в Белоруссию, которые были в портфеле компании. Четырехдневный тур на зимние каникулы, по их словам, стоил около 50 тыс. руб. за человека. Экскурсионная поездка в те же даты с размещением в отеле уровня «две-три звезды» обходилась примерно в ту же сумму. Поехать в Карелию на три дня в составе железнодорожного тура зимой можно было за 45,4 тыс. руб. при размещении в четырехместном купе и за 77,8 тыс. руб. — в двухместном. Экскурсионный тур с билетами на тот же срок стоил от 41,3 тыс. руб.

В YouTravel.me специалисты считают, что железнодорожные круизы в России пока недоступны для массового туризма, особенно когда речь идет о люксовом размещении. Инфраструктуру для железнодорожных путешествий в YouTravel.me находят недостаточной: в некоторых регионах, по их словам, отсутствуют комфортабельные вокзалы, удобные пересадки или качественный сервис. На массовости данного направления, по мнению экспертов, сказывается и ограниченная реклама: далеко не

ездах. Один из примеров — путешествие по Кругобайкальской дороге, исторической железнодорожной ветке. Сейчас цена однодневных экскурсионных поездок по ней в период высокого сезона (июль—август) составляет 10–12,5 тыс. руб. за взрослого в зависимости от выбранного места в вагоне. Путешествие начинается и завершается в Иркутске, предполагая остановки в Слюдянке, Листвянке и на станции Порт Байкал.

Карта доступных маршрутов для путешественников постоянно пополняется. В числе новых туристических поездов дальнего следования в ОАО РЖД приводят «В Дивеево», «Сказочный экспресс», «Псковские каникулы», «Волжский вояж», «Вдоль Оки», «Вятскую сказку» и проч. Пригородная сеть за последнее время пополнилась туристическими поездами «Чайковский экспресс» (сообщение Ижевск—Воткинск), «Байкальский ветер» (Слюдянка-1—Байкал), «Тур выходного дня в Саратов» (Волгоград-1—Саратов), «Дивногорский экспресс» (Красноярск—Дивногорск) и проч. На части направлений специальных туристических маршрутов, по мнению экспертов YouTravel.me, сейчас не хватает. В качестве примера приводят Русский Север: Мурманск, Арктику и Ямал.

Не всегда путешествие по интересному железнодорожному маршруту в России предполагает пользование именно туристическими поездами. Например, одним из брендов страны на этом рынке нередко считается Транссибирская магистраль. Хотя в ОАО РЖД считают, что сравнивать путешествия в туристических поездах с дальними перевозками в их классическом понимании сложно из-за разной периодичности курсирования. Если последние ездят регулярно, первые нередко могут совершать всего несколько рейсов в год, привязанных к какому-либо сезону или событию. Сам функционал туристических поездов в большей степени нацелен на привлечение внимания к поездкам по России, уверены в госмонополии. Еще одна отличительная черта железнодорожных маршрутов — их круговой характер. Пункт отправления и назначения, как правило, совпадают.

На некоторые маршруты железнодорожных круизов спрос, по мнению представителя «Алеана», напротив, может быть обусловлен дефицитом обычной перевозки. В качестве примера в компании приводят «Мороз-экспресс»: трехдневный тур из Москвы в Великий Устюг, стоимость которого на одного в период новогодних каникул составляла 46,3 тыс. руб. при размещении в четырехместном купейном вагоне. Самостоятельно купить обычные билеты на нужные даты путешественникам было сложно ●

Дополнительные поезда «Здоровье», «Ягодник», «Грибник» и прочие отправлялись по субботам и воскресеньям и следовали сразу до конечной станции без промежуточных остановок



ПЕТР КОВАЛЕВ / ТАСС

стические услуги или занятых в организации событийных мероприятий. Самым популярным из существующих туристических железнодорожных маршрутов в ОАО РЖД называют «Жемчужину Кавказа». С 2021 года на этом поезде проехало более 12,5 тыс. пассажиров.

Сейчас цены на программу «Жемчужина Кавказа» на июнь начинаются от 45,2 тыс. руб. с одного взрослого. Маршрут начинается и завершается

даниям. В общей сложности объем пассажироперевозок ОАО РЖД планирует нарастить с 1,29 млрд человек в 2024 году до более чем 1,3 млрд в 2025-м.

В туроператоре «Алеан» обращают внимание на то, что интерес путешественников к железнодорожным турам сдерживает, по их мнению, достаточно неудобное размещение. Эксперты компании полагают, что останавливаться в отелях комфортнее, а круизы на поездах не всегда дешевле обыч-

все в России знают о существовании специальных железнодорожных туристических маршрутов.

Новый опыт

В YouTravel.me считают, что росту популярности железнодорожных туристических маршрутов по России способствует как общий рост интереса к внутреннему туризму, так и уникальный опыт, который путешественники могут получить в подобных по-

ГДЕ ВЗЯТЬ д е н ь г и



Рестораны

«БЕЛУГА»

МОХОВАЯ УЛ., Д. 15/1, СТР. 1

«ВЕТЕРОК»

МО, РУБЛЕВО-УСПЕНСКОЕ Ш., ПОС. ГОРКИ-2, Д. 24

«ВОРОНЕЖ»

ПРЕЧИСТЕНКА УЛ., Д. 4

ГРК «МЭРИАН ХОЛЛ»

МО, Г. БАЛАШИХА, КВ-Л ЩИТНИКОВО, Д. 36

«ГУСЯТНИКОFF»

АЛЕКСАНДРА СОЛЖЕНИЦЫНА УЛ., Д. 2А, СТР. 2

«ДАЛЬНИЙ ВОСТОК»

ХОДЫНСКИЙ Б-Р, Д. 2

«ДАРБАЗИ»

НИКОЛАЯМСКАЯ НАБ., Д. 16/2, СТР. 7

«ДОЛМА»

СРЕТЕНКА УЛ., Д. 12

«КАВКАЗСКАЯ ПЛЕННИЦА»

МИРА ПРОСП., Д. 36, СТР. 1

КЛУБ «ПЕТРОВИЧ»

МЯСНИЦКАЯ УЛ., Д. 24/7, СТР. 3

КЛУБ-РЕСТОРАН Ц.Д.Л.

ПОВАРСКАЯ УЛ., Д. 50/53

«ЛЕТОИТАЛИЯ»

САДОВНИЧЕСКАЯ НАБ., Д. 9

«МАРИ VANNA»

СПИРИДОНЬЕВСКИЙ ПЕР., Д. 10А

«МЕСОПОТАМИЯ»

АРБАТ УЛ., Д. 4, СТР. 1

«МИРАГРИЛЬ»

МИРА ПРОСП., Д. 124, КОРП. 4

«МЯСО & РЫБА»

ЯРЦЕВСКАЯ УЛ., Д. 19

ТВЕРСКАЯ УЛ., Д. 23, СТР. 1

АВТОЗАВОДСКАЯ УЛ., Д. 18

ПРЕСНЕНСКАЯ НАБ., Д. 2, ТЦ «АФИМОЛЛ СИТИ»

«НАТЮРЛИХ!»

ЮРОВСКАЯ УЛ., Д. 105

«ИНСАМ»

ПРЕСНЕНСКАЯ НАБ., Д. 2,

ТЦ «АФИМОЛЛ СИТИ», 5-Й ЭТАЖ

«ПАЛАЦЦО ДУКАЛЕ»

ТВЕРСКОЙ Б-Р, Д. 3

«ПРОБКА»

ЦВЕТНОЙ Б-Р, Д. 2

«ПУШКИНЪ»

ТВЕРСКОЙ Б-Р, Д. 26А

«РЕСТОРАН 18.12»

1812 ГОДА УЛ., Д. 2, КОРП. 2

РЕСТОРАН И ЛАУНДЖ VARVARKA 3

ВАРВАРКА УЛ., Д. 3

«KU: РАМЕН-ИЗАКАЯ-БАР»

ПРЕСНЕНСКАЯ НАБ., Д. 10, СТР. 2

«СЕКРЕТНОЕ МЕСТО»

КАЛОШИН ПЕР., Д. 4

СТЕЙК-ХАУС BUFFALERO DI MARE

1-Й КРАСНОГВАРДЕЙСКИЙ ПР., Д. 15

«ТАМЕРЛАН»

ПЕТРОВСКИЕ ЛИНИИ УЛ., Д. 2/18

«ТЕНИЛИ»

БЛАГОВЕЩЕНСКИЙ ПЕР., Д. 1

ТЕПЛОХОД-РЕСТОРАН «ЛАСТОЧКА»

ЛУЖНЕЦКАЯ НАБ., ТЕР. КОМПЛЕКСА «ЛУЖНИКИ», ЮЖНЫЙ ПРИЧАЛ

ТЕПЛОХОД-РЕСТОРАН «ЧАЙКА»

КРАСНОПРЕСНЕНСКАЯ НАБ., Д. 12

«ЧЕРНОЕ МОРЕ»

КУТУЗОВСКИЙ ПРОСП., Д. 32

«ЧЕРЧИЛЛЬ ПАБ»

ЛЕНИНГРАДСКИЙ ПРОСП., Д. 66

РЕСТОРАНЫ ТИМУРА ЛАНСКОГО

«ЧАЙХОНА №1»

АЛТУФЬЕВСКОЕ Ш., Д. 16

СТАРОКАЧАЛОВСКАЯ УЛ., Д. 5А

ПОЛЯНКА Б. УЛ., Д. 1/3

БУТЛЕРОВА УЛ., Д. 22

МО, ДЕР. ЖУКОВКА, ИЛЬИНСКИЙ ПОДЪЕЗД УЛ., СТР. 1

НОВЫЙ АРБАТ УЛ., Д. 21

«ШАТЕР»

ЧИСТОПРУДНЫЙ Б-Р, Д. 12А, СТР. 6

«ЭЛАРДЖИ»

ГАГАРИНСКИЙ ПЕР., Д. 15А

«288 СИТИ»

1-Й КРАСНОГВАРДЕЙСКИЙ ПР., Д. 22, СТР. 2

ASIA HALL

КУТУЗОВСКИЙ ПРОСП., Д. 48

AQUATICA,

ЛЕОНТЬЕВСКИЙ ПЕР., Д. 14

BIRDS

1-Й КРАСНОГВАРДЕЙСКИЙ ПР., Д. 21, СТР. 2,

84-Й ЭТАЖ

BISTROT

САВВИНСКИЙ Б. ПЕР., Д. 12, СТР. 2

BLACK MARKET

УСАЧЕВА УЛ., Д. 2, СТР. 1

BLACK THAI

КУТУЗОВСКИЙ ПРОСП., Д. 2/1, СТР. 1

BON APP CAFE

НИКОЛЬСКАЯ УЛ., Д. 25

CAFE DE ARTS

МАРШАЛА СОКОЛОВСКОГО УЛ., Д. 5

CANTINETTA ANTINORI

ДЕНЕЖНЫЙ ПЕР., Д. 20

«DR. ЖИВАГО»

МОХОВАЯ УЛ., Д. 15/1 (Г-ЦА «НАЦИОНАЛЬ»)

EASY BRIX GRILL & WINE

ПЯТИЦКАЯ УЛ., Д. 73

ECLE

ОКТАБРЬСКАЯ УЛ., Д. 5

FOLK

ЦВЕТНОЙ Б-Р, Д. 2

GERALDINE

ОСТОЖЕНКА УЛ., Д. 27, К. 2

HANDS NEO-BISTRO

ПОГОДИНСКАЯ УЛ., Д. 2

KINZA

МО, Г. ЩЕЛКОВО, ТАЛСИНСКАЯ УЛ., Д. 9/2, СТР. 1

LA COLLINE

МО, Г. О. ОДИНЦОВСКИЙ, ДЕР. Б. САРЕЕВО, РЕЧНАЯ УЛ., СТР. 1

LA MAREE

ПЕТРОВКА УЛ., Д. 28, СТР. 1

LARIONOV

ЛЕНИНГРАДСКИЙ ПРОСП., Д. 36, СТР. 31

MANDARIN COMBUSTIBLE

М. ЧЕРКАССКИЙ ПЕР., Д. 2

MODUS RESTAURANT

1-Й ТРУЖЕНИКОВ ПЕР., Д. 6

«MR. ЛИВАНЕЦ»

ГЛИНИЩЕВСКИЙ ПЕР., Д. 3

OSTERIA DI CAMPAGNA

МО, ДЕР. ЖУКОВКА, РУБЛЕВО-УСПЕНСКОЕ Ш., Д. 74, СТР. 1

OXUS

ТРИФОНОВСКАЯ УЛ., Д. 24, СТР. 1

PIAZZA ITALIANA

ПРЕЧИСТЕНСКАЯ НАБ., Д. 13, СТР. 1

RUSKI

1-Й КРАСНОГВАРДЕЙСКИЙ ПР., Д. 21, СТР. 2, 85-Й ЭТАЖ

SANSA

ПРЕЧИСТЕНСКАЯ НАБ., Д. 5

STEAK IT EASY

ЛЕСНАЯ УЛ., Д. 9

THE RAKI

МО, Г. О. ОДИНЦОВСКИЙ, ДЕР. ОСОРГИНО, Д. 202

«THE РЫБА»

ХОРОШЕВСКОЕ Ш., Д. 27

TUTTI I GIORNI

ВОРОТЫНСКАЯ УЛ., Д. 15

UNVAT

РОЧДЕЛЬСКАЯ УЛ., Д. 15, СТР. 41

VILLAGE KITCHEN ГОЛЬФ

ДОВЖЕНКО УЛ., Д. 1, СТР. 1

«VILLAGE KITCHEN ИЛЬИНКА»

МО, Г. О. КРАСНОГОРСК, ДЕР. ГЛУХОВО, ЦЕНТРАЛЬНАЯ УЛ., Д. 44

WHISKY ROOMS

ЛЕОНТЬЕВСКИЙ ПЕР., Д. 8, СТР. 1

WINE AND CRAB

МО, ДЕР. БАРВИХА, РУБЛЕВО-УСПЕНСКОЕ Ш., Д. 114

НИКОЛЬСКАЯ УЛ., Д. 19-21/1

Кафе, кофейни

«АКАДЕМИЯ»

БУТИКОВСКИЙ ПЕР., Д. 7

КАМЕРГЕРСКИЙ ПЕР., Д. 2, СТР. 1

АРГУНОВСКАЯ УЛ., Д. 3, СТР. 1, БЦ «АРГУНОВСКИЙ»

«БУЛКА»

ПЕТРОВКА УЛ., Д. 19

Б. ГРУЗИНСКАЯ УЛ., Д. 69

«БУЛОШНАЯ»

ЛЯЛИН ПЕР., Д. 7/2, СТР. 1

КАФЕ «НА БАСМАННОЙ»

СТАРАЯ БАСМАННАЯ УЛ., Д. 34

«КОТОФЕЙНЯ»

ЗЕМЛЯНОЙ ВАЛ УЛ., Д. 32

«ЛАМПА»

РУБЛЕВСКОЕ Ш., Д. 91/4

ПИАНО-БАР «КВАРТИРА 44»

М. ОРДЫНКА УЛ., Д. 24

«ПИКАССО»

МИКЛУХО-МАКЛЯЯ УЛ., Д. 15

«ПИЦЦА ПАСТА ГРИЛЬ»

МО, Г. КОРОЛЕВ, КОСМОНАВТОВ ПРОСП., Д. 1Г

«ЧАЙКОВСКИЙ»

ТРИУМФАЛЬНАЯ ПЛ., Д. 4/31

AROMA

КРАСИНА УЛ., Д. 3, СТР. 1

CAFÉ BY INTERОПТИКА

НАХИМОВСКИЙ ПРОСП., Д. 63

ELEVEN

АРБАТСКАЯ ПЛ., Д. 14, СТР. 1

DEGUSTATOR

ПРЕСНЕНСКАЯ НАБ., Д. 12

LOCAL KIDS

АНДРЕЯ ТАРКОВСКОГО Б-Р, Д. 9

ТЕМРО

ХАВСКАЯ УЛ., Д. 9

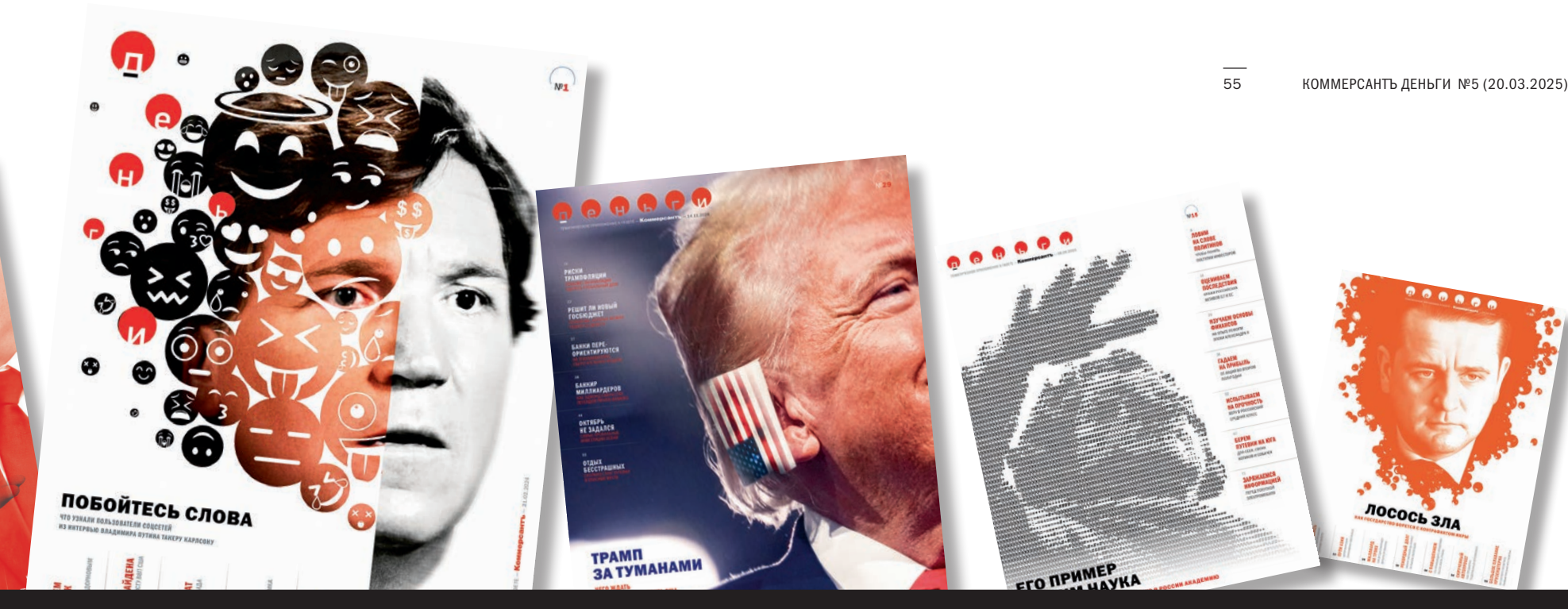
Гостиницы

«АКВАМАРИН»

ОЗЕРКОВСКАЯ НАБ., Д. 26

АПАРТ-ОТЕЛЬ «ADAGIO МОСКВА КИЕВСКАЯ»

КИЕВСКАЯ УЛ., Д. 2



АПАРТ-ОТЕЛЬ MAMAISON ALL-SUITES SPA HOTEL POKROVKA
ПОКРОВКА УЛ., Д. 40, СТР. 2

«АРБАТ»
ПЛОТНИКОВ ПЕР., Д. 12

«АСТРУС»
ЛЕНИНСКИЙ ПРОСП., Д. 146

«БАЛЧУГ КЕМПИНСКИ»
БАЛЧУГ УЛ., Д. 1

БИЗНЕС-ОТЕЛЬ «МОСКВА КРАСНОСЕЛЬСКАЯ»
ВЕРХНЯЯ КРАСНОСЕЛЬСКАЯ УЛ., Д. 11А, СТР. 4

БИЗНЕС-ОТЕЛЬ «РОССО РИВА»
ШЛЮЗОВАЯ НАБ., Д. 6, СТР. 2

«БРОСКО»
НОВЫЙ АРБАТ УЛ., Д. 21, СТРОЕНИЕ 2

«БУДАПЕШТ»
ПЕТРОВСКИЕ ЛИНИИ УЛ., Д. 2

БУТИК-ОТЕЛЬ «БРАЙТОН»
ПЕТРОВСКО-РАЗУМОВСКИЙ ПР., Д. 29

«ВРЕМЕНА ГОДА»
ВЕРХНЯЯ РАДИЩЕВСКАЯ УЛ., Д. 14

«ВРЕМЕНА ГОДА»
Б. КИСЛОВСКИЙ ПЕР., Д. 1, СТР. 2

«ЗОЛОТОЕ КОЛЬЦО»
СМОЛЕНСКАЯ УЛ., Д. 5

КОНГРЕСС-ОТЕЛЬ «АРЕАЛ»
МО, НОГИНСКИЙ Р-Н, ДЕР. НОВАЯ КУПАВНА, МЕСТЕЧКО РОДИНКИ, СИРЕНЕВАЯ УЛ., Д. 21, СТР. 1

КОНГРЕСС-ПАРК «ВОЛЫНСКОЕ»
СТАРОВОЛЫНСКАЯ УЛ., Д. 9

ЛЕГЕНДАРНЫЙ ОТЕЛЬ «СОВЕТСКИЙ»
ЛЕНИНГРАДСКИЙ ПРОСП., Д. 32/2

«МОНАРХ МОСКВА ОТЕЛЬ»
ЛЕНИНГРАДСКИЙ ПРОСП., Д. 31, СТР. 1

«НОВЫЙ БЕРЕГ»
МО, МЫТИЩИНСКИЙ Р-Н, ДЕР. БОЛТИНО, ВЕРХНЯЯ ПРИБРЕЖНАЯ УЛ., Д. 10

«ПЕТР I»
НЕГЛИННАЯ УЛ., Д. 17, СТР. 1

«РАЙКИН PLAZA»
ШЕРЕМЕТЬЕВСКАЯ УЛ., Д. 6, КОРП. 1

«РОЯЛ-ЗЕНИТ II»
1-Я ЛИНИЯ ХОРОШЕВСКОГО СЕРЕБРЯНОГО БОРА, Д. 10, СТР. 1

«РУССКИЕ СЕЗОНЫ КОМФОРТ ОТЕЛЬ ПОРЕЧЬЕ»
КВ-Л КАПОТНЯ 2-Й, Д. 22, К. 1

«САЛЮТ»
ЛЕНИНСКИЙ ПРОСП., Д. 158

«САФМАР АВРОРА ЛЮКС»
ПЕТРОВКА УЛ., Д. 11

«САФМАР ГРАНДЪ МОСКВА»
ТВЕРСКАЯ УЛ., Д. 26/1

«САФМАР ПАЛАС МОСКВА»
1-Я ТВЕРСКАЯ-ЯМСКАЯ УЛ., Д. 19

«СЕВАСТОПОЛЬ КЛАССИК»
ЮШУНЬСКАЯ Б. УЛ., Д. 1А

«СТАНДАРТ»
СТРАСТНОЙ Б-Р, Д. 2.

«ХИЛТОН МОСКВА ЛЕНИНГРАДСКАЯ»
КАЛАНЧЕВСКАЯ УЛ., Д. 21/40

«ЯРОСЛАВСКАЯ»
ЯРОСЛАВСКАЯ УЛ., Д. 8, КОРП. 1

«AZIMUT СИТИ ОТЕЛЬ КОМСИТИ»
КИЕВСКОЕ ШОССЕ, 22-Й КМ, Д. 6А, СТР. 3

«AZIMUT СИТИ ОТЕЛЬ ОЛИМПИК МОСКВА»
ОЛИМПИЙСКИЙ ПРОСП., Д. 18/1

BARVIKHA HOTEL & SPA
МО, ОДИНЦОВСКИЙ Г. О., ДЕР. БАРВИХА, Д. 114, СТР. 3

CHEKHOFF HOTEL MOSCOW, CURIO COLLECTION BY HILTON
М. ДМИТРОВКА УЛ., Д. 11

CHEZ MICHEL HOTEL
КРАСНАЯ ПРЕСНЯ УЛ., Д. 13

EDGE SELIGERSKAYA — MOSCOW
КОРОВИНСКОЕ Ш., Д. 10

EDGE VINOGRADOVO — MOSCOW
ДМИТРОВСКОЕ Ш., Д. 171

FOUR SEASONS HOTEL MOSCOW
ОХОТНЫЙ РЯД УЛ., Д. 2

HAMPTON BY HILTON MOSCOW ROGOZHNSKY VAL
РОГОЖСКИЙ ВАЛ УЛ., Д. 10

HOTEL CONTINENTAL
ТВЕРСКАЯ УЛ., Д. 22

HOTEL GENTALION
1-Я БРЕСТСКАЯ УЛ., Д. 38, СТР. 1

HYATT REGENCY MOSCOW PETROVSKY PARK
ЛЕНИНГРАДСКИЙ ПРОСП., Д. 36, СТР. 33

«IBIS BUDGET МОСКВА ПАНФИЛОВСКАЯ»
МАРШАЛА РЫБАЛКО УЛ., Д. 2/5

LESNOY COUNTRY HOUSE
МО, ОДИНЦОВСКИЙ Г. О., ЛЕСНОЙ ГОРОДОК, УЛ. ШКОЛЬНАЯ, Д. 6А

LOTTE HOTEL MOSCOW
НОВИНСКИЙ ПЕР., Д. 8, СТР. 2

«MARINS PARK HOTEL МОСКВА ПРАЖСКАЯ»
КИРОВОГРАДСКАЯ УЛ., Д. 11

«MARRIOTT ИМПЕРИАЛ ПЛАЗА»
КРАСНОПРУДНАЯ УЛ., Д. 12

«MOVENPICK МОСКВА ТАГАНСКАЯ»
ЗЕМЛЯНОЙ ВАЛ УЛ., Д. 70

NOVOTEL MOSCOW CITY
ПРЕСНЕНСКАЯ НАБ., Д. 2

PALMIRA BUSINESS CLUB
НОВОДАНИЛОВСКАЯ НАБ., Д. 6, КОРП. 2

PARK TOWER
ДМИТРОВСКОЕ Ш., Д. 27

PARRADOSSO
НАСТАСЬИНСКИЙ ПЕР., Д. 8, СТР. 1

PLAZA GARDEN MOSCOW WTC
КРАСНОПРЕСНЕНСКАЯ НАБ., Д. 12

RADISSON COLLECTION HOTEL, MOSCOW
КУТУЗОВСКИЙ ПРОСП., Д. 2/1, СТР. 1

REGUL
ДЕГТЯРНЫЙ ПЕР., Д. 8, СТР. 2

SATELINN MOSCOW — KHOVRINO
ЛЕВОБЕРЕЖНАЯ УЛ., Д. 12

SOLUXE HOTEL MOSCOW
ВИЛЬГЕЛЬМА ПИКА УЛ., Д. 16

«SUNFLOWER АВЕНЮ»
ЩЕПКИНА УЛ., Д. 32, СТР. 1

«SWISSOTEL КРАСНЫЕ ХОЛМЫ»
КОСМОДАМИАНСКАЯ НАБ., Д. 52, СТР. 6

THE CARLTON, MOSCOW
ТВЕРСКАЯ УЛ., Д. 3

THE ROOMS BOUTIQUE HOTEL
НИКОЛЯЯМСКАЯ УЛ., Д. 38/23, СТР. 3

«THE ST. REGIS МОСКВА НИКОЛЬСКАЯ»
НИКОЛЬСКАЯ УЛ., Д. 12

Фитнес-клубы

КЛУБ ЗДОРОВЬЯ И ДОЛГОЛЕТИЯ RODINA ЧИСТЫЕ ПРУДЫ
ЧИСТОПРУДНЫЙ Б-Р, Д. 12, СТР. 1

КЛУБ ЗДОРОВЬЯ И ДОЛГОЛЕТИЯ RODINA ПРЕСНЯ,
РОЧДЕЛЬСКАЯ УЛ., Д. 22

PRIDE WELLNESS CLUB
МО, Г. О. ОДИНЦОВО, ЖУКОВКА ХХІ, Д. 52

WELLNESS & SPA FIRST & ONLY
ИВАНЬКОВСКОЕ Ш., Д. 5

Услуги

БАННЫЙ КОМПЛЕКС «ЖАР-ПТИЦА»
НИЖНЯЯ МАСЛОВКА УЛ., Д. 15, СТР. 3

БАРБЕРШОП TOPGUN
ВЕНЕВСКАЯ УЛ., Д. 6

БИЗНЕС-ПАРК «ОРДЖОНИКИДЗЕ 11»
ОРДЖОНИКИДЗЕ УЛ., Д. 11, СТР. 44

БЦ МАННАТТАН
Н. КРАСНОСЕЛЬСКАЯ УЛ., Д. 35, СТР. 9

БЦ «ДАЕВ ПЛАЗА»
ДАЕВ ПЕР., Д. 20

БЦ «ДЕЛОВОЙ ДОМ»
ВОЗДВИЖЕНКА УЛ., Д. 4/7, СТР. 2

«ВИНОПАРК»
САДОВАЯ-СПАССКАЯ УЛ., Д. 17/2

ГАЛЕРЕЯ «АРТЕФАКТ»
ПРЕЧИСТЕНКА УЛ., Д. 30/2

КВАРТАЛ ART RESIDENCE
3-Я ЯМСКОГО ПОЛЯ УЛ., Д. 9, ПОМ. 23

КЛИНИКА «МЕДИЦИНА»
2-Й ТВЕРСКОЙ-ЯМСКОЙ ПЕР., Д. 10

МОСКОВСКИЙ ГОРОДСКОЙ ГОЛЬФ-КЛУБ
ДОВЖЕНКО УЛ., Д. 1, СТР. 1

«МУЖСКАЯ ЦИРЮЛЬНЯ ДОЛГОРУКОВЪ»
МО, Г. О. ИСТРА, ДЕР. НОВИНКИ, Д. 115, СТР. 5

САНАТОРИЙ «ВАЛУЕВО»
ПОСЕЛЕНИЕ ФИЛИМОНКОВСКОЕ, П. ВАЛУЕВО

САНДУНОВСКИЕ БАНИ
НЕГЛИННАЯ УЛ., Д. 14, СТР. 3-7

САЛОН КРАСОТЫ ALTOSENSE
ТВЕРСКОЙ Б-Р, Д. 3
ОСТОЖЕНКА УЛ., Д. 5

ФГБУ «КЛИНИЧЕСКИЙ САНАТОРИЙ “БАРВИХА”»
МО, ОДИНЦОВСКИЙ Г. О., ПОС. БАРВИХА

KELIA BUSINESS CLUB
ВОЗДВИЖЕНКА УЛ., Д. 7/6, СТР. 1

Автосалоны и автосервисы

«АВТОСПАСТУДИЯ»
НЕЖИНСКАЯ УЛ., Д. 5Б

«АВТОМИР ДМИТРОВСКОЕ ШОССЕ»
ДМИТРОВСКОЕ Ш., Д. 98, СТР. 1

АВТОМОЙКА №1
СЕВАСТОПОЛЬСКИЙ ПРОСП., Д. 54Г

ДИЛЕРСКИЙ ЦЕНТР «МБ-ИЗМАЙЛОВО»
ГОРЬКОВСКОЕ Ш., 1 КМ ОТ МКАД

«ПАНАВТО AURUS»
ПРЕСНЕНСКАЯ НАБ., Д. 10, СТР. 2

«ПАНАВТО ЗАПАД»
МО, Г. ОДИНЦОВО, РП ЗАРЕЧЬЕ, ТОРГОВАЯ УЛ., Д. 4, СТР. 1

«ПАНАВТО СИТИ»
1-Й МАГИСТРАЛЬНЫЙ ТУПИК (ПРОЕЗД), ВЛ. 9

независимая площадка для дискуссий на актуальные темы

цифровизация

образование

финансы

недвижимость

искусство

инвестиции

урбанистика

HR*

eCom

ESG

Smart-city

энергетика

фарма



* управление персоналом

электронная коммерция

экологическое, социальное и корпоративное управление

умный город