

OUTLOOK




2026

Для получения полной версии материала обратитесь к своему менеджеру



Российский рынок



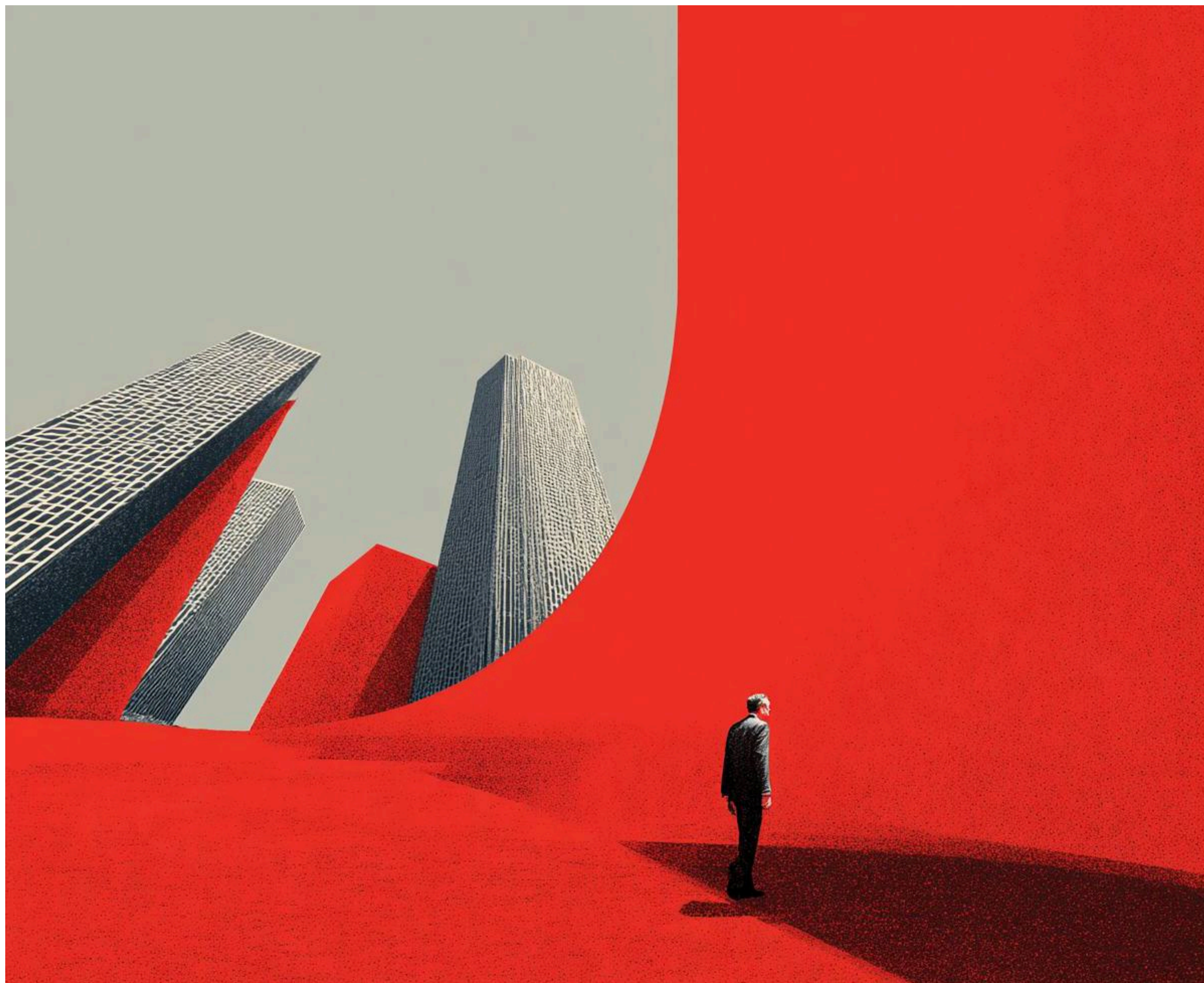
Международные рынки

ЭКОНОМИКА

РУБЛЬ

ОБЛИГАЦИИ

АКЦИИ



Экономика России

2025: Недостижимый таргет

Третий год действия высоких ключевых ставок привёл к заметному охлаждению экономики, однако выйти на устойчивую траекторию замедления инфляции Банку России пока не удалось. Согласно нашему прогнозу, во второй половине года Банк России начал цикл снижения ключевой ставки, выбирая постепенные и аккуратные шаги.

Экономика России: выход из фазы бурного роста и признаки рецессии

После впечатляющих темпов 2023–2024 гг. (4,1% и 4,3%) в 2025 году экономика существенно замедлилась. За 9 месяцев рост ВВП составил всего 1% в годовом выражении. В третьем квартале темп замедлился до 0,6% г/г после 1,1% во втором и 1,4% в первом.

Высокая база прошлого года и ослабление потребительского спроса приведут к тому, что в четвёртом квартале динамика, вероятно, окажется отрицательной. По итогам года ожидается рост ВВП на уровне 0,6–0,8%. В первом полугодии два квартала подряд зафиксировано снижение ВВП (–0,6% и –0,1% с учётом сезонности), что формально свидетельствует о технической рецессии.

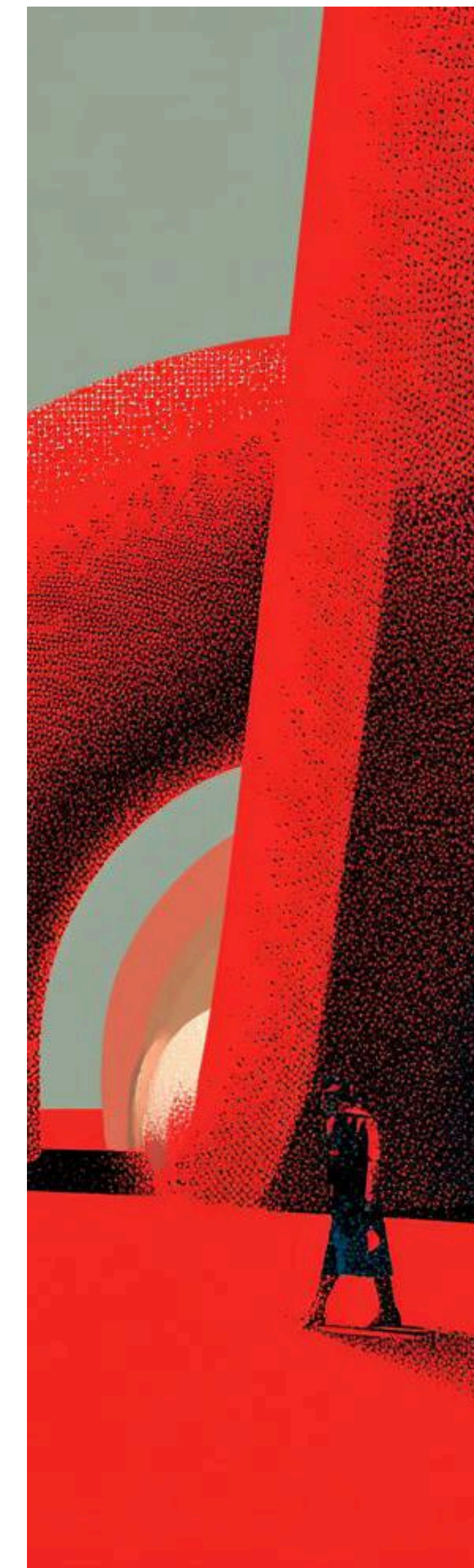
Инфляция остаётся выше цели – структурные ограничения сохраняются

Сдержать инфляцию вблизи целевого уровня не удалось: с января по октябрь прирост цен составил 5,1%, и по итогам года ожидается на уровне 6,5–6,9%. Показатель ниже предыдущих лет, но всё ещё существенно выше таргета (4%). На динамику цен повлияли дефицит кадров (безработица на историческом минимуме – 2,1%), рост стоимости услуг и ежегодная индексация тарифов ЖКХ. Осенью дополнительное давление оказал скачок цен на топливо из-за ограничений в работе НПЗ. При этом часть экспертных оценок указывает, что официальная статистика по занятости недоучитывает временную и платформенную занятость, а независимые индикаторы (например, HeadHunter) фиксируют признаки охлаждения рынка труда.

Бюджет под давлением – Минфин вынужден менять план дважды за год

В 2025 году Министерство финансов дважды вносило поправки в бюджет: в июне дефицит увеличен с –0,5% до –1,7% ВВП (на фоне крепкого рубля и слабых цен на сырьё), а в сентябре – до –2,6% из-за сокращения налоговых поступлений и переоценки курса (факт – 85,4 руб./долл. вместо ожидаемых 94,3). За 9 месяцев доходы бюджета выросли на 2,5% (26,9 трлн руб.), а расходы – на 19,5% (30,7 трлн руб.). Фискальная политика второй год подряд становится фактором, влияющим на ДКП: регулярные изменения бюджета вынуждают ЦБ корректировать свои прогнозы по инфляции и ключевой ставке.

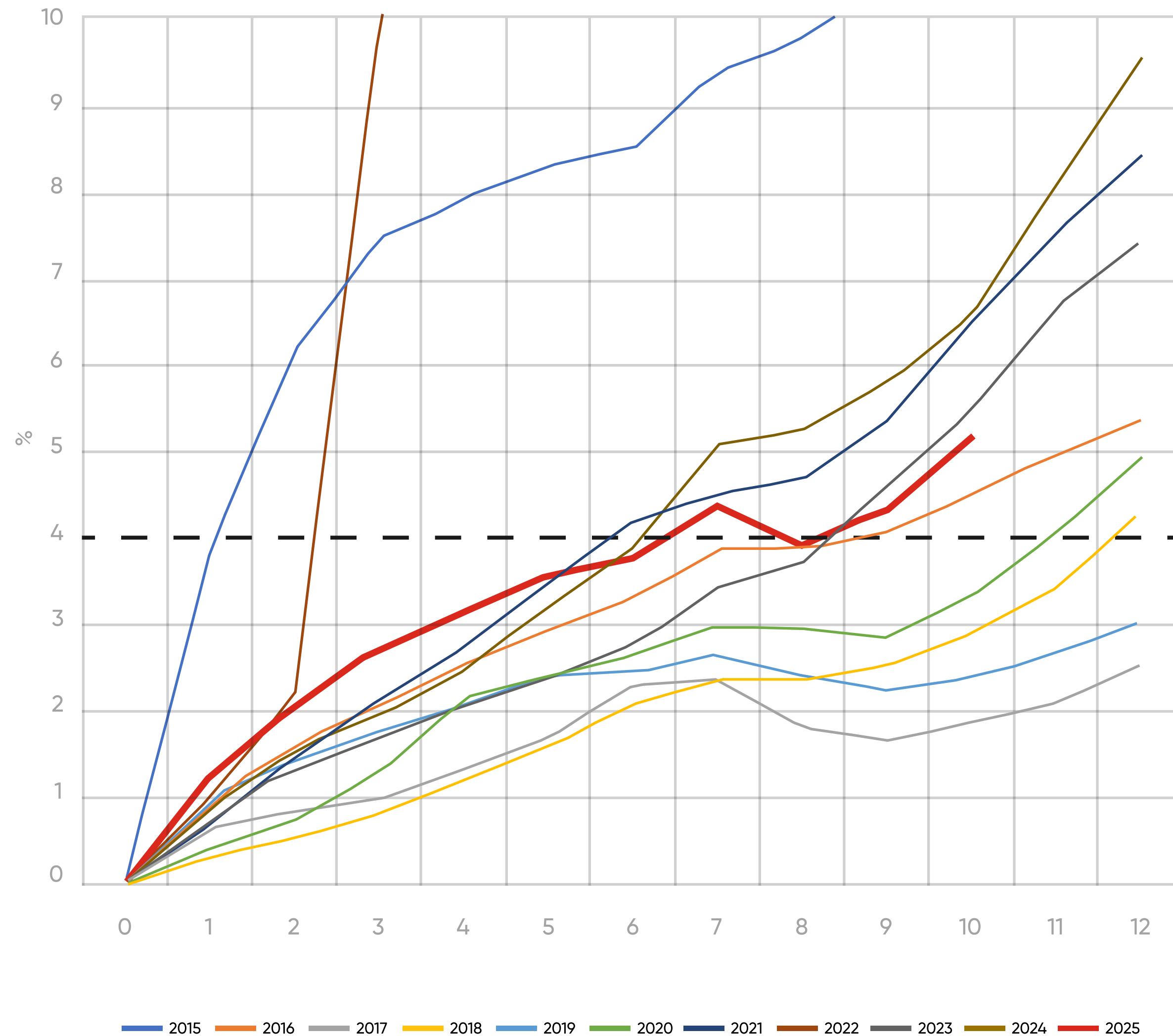
Вопрос консолидации бюджета остается ключевым и для предстоящего года.



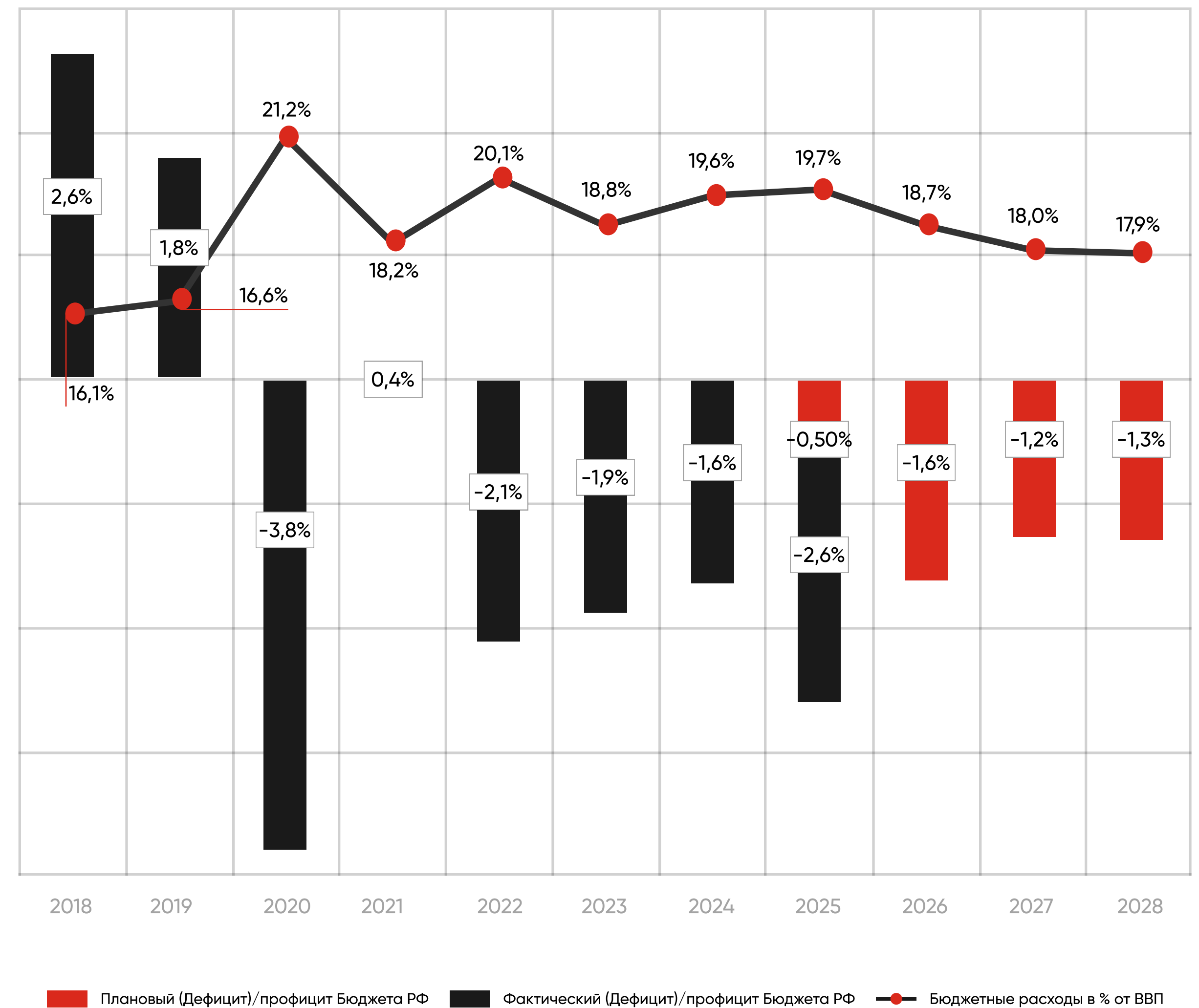
Экономика России

2025: Недостижимый таргет

Накопленная инфляция с начала года. Тренд ниже прошлых лет, но еще далек от таргета.



Плановый дефицит бюджета, вероятно, будет увеличен в следующем году, однако бюджетные расходы к ВВП снижаются.

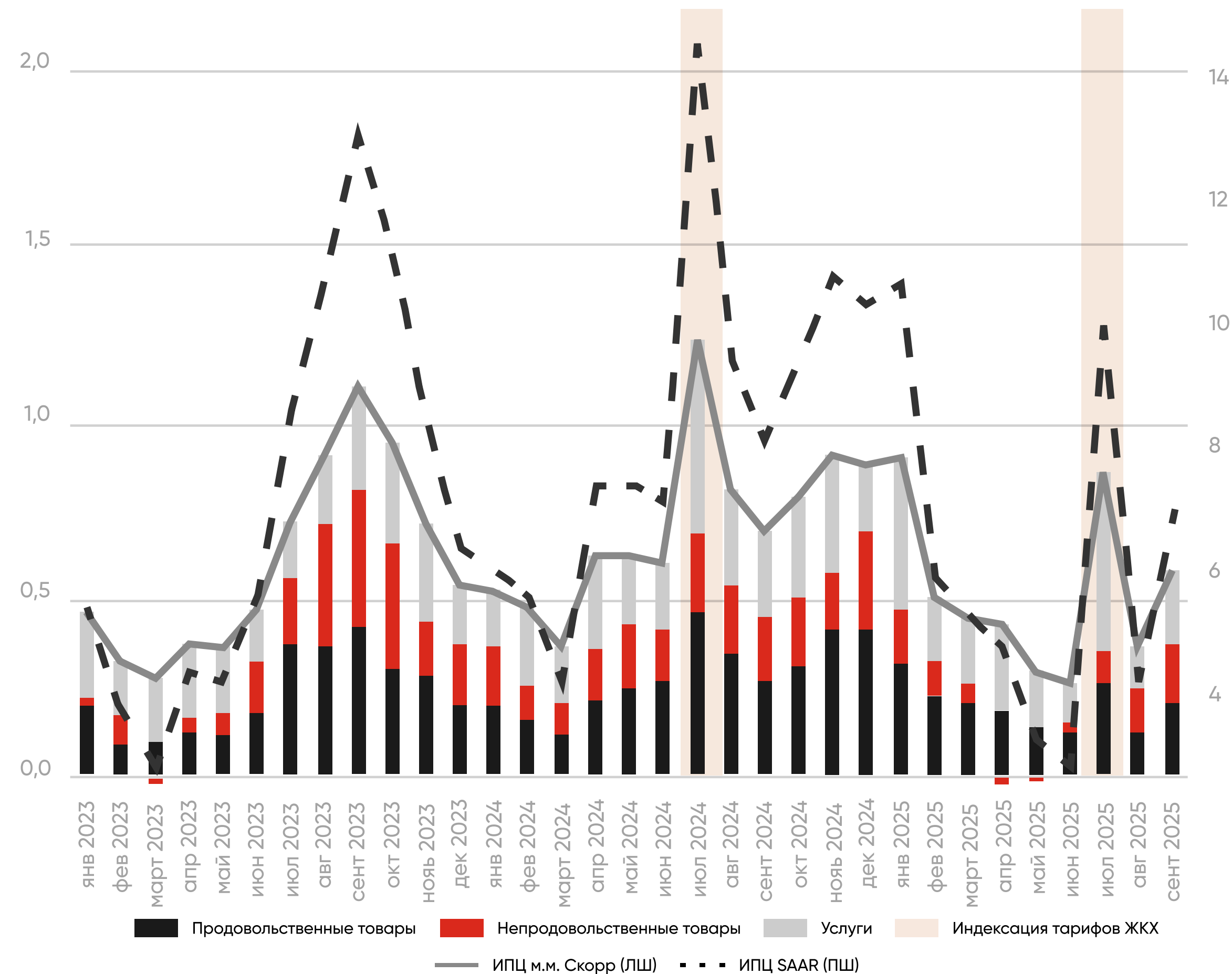


Источники: Министерство Финансов России, ЦБ РФ, Росстат, General Invest Research.

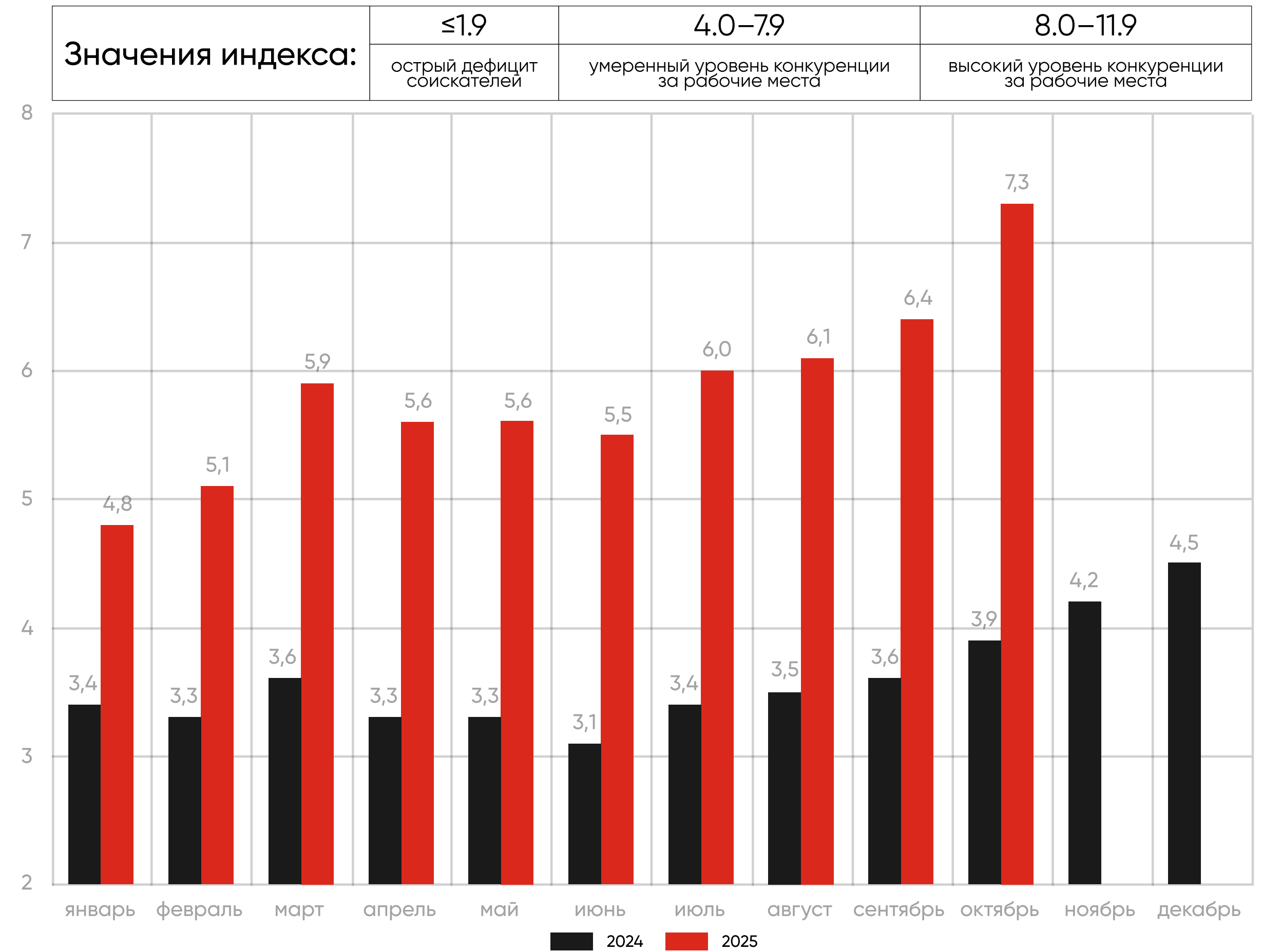
Экономика России

2025: Недостижимый таргет

Прирост инфляции в 2025 году замедлился в начале года, однако ускорился летом на фоне повышения тарифов ЖКХ и в начале осени на фоне роста цен на автомобили, бензин и дизельное топливо.



Индекс HeadHunter — показывает соотношение количества активных резюме к количеству активных вакансий на рынке. В отличие от показателя безработицы Росстата, сигнализирует об охлаждении рынка труда.



Источники: Министерство Финансов России, ЦБ РФ, Росстат, General Invest Research.

Экономика России

2026: между риском стагфляции и поиском баланса

Задача для России и ключевых экономических акторов остаётся прежней – сохранять экономический рост при сдерживании инфляционного давления. Однако после перегрева последних лет главным вызовом становится риск стагфляции: на фоне сохраняющихся крайне жёстких денежно-кредитных условий темпы роста экономики могут уйти в отрицательную зону, а инфляция – остаться на высоком уровне из-за ограниченности ресурсов. Экономика уже сейчас растет темпами ниже потенциальных (1,5–2,5%) и среднемирового уровня (~3%), и на горизонте года вероятно потребуются более активное снижение ключевой ставки для поддержания темпов роста.

Исполнение бюджета – ключевой фактор экономических сценариев

Ключевым вопросом предстоящего года станет исполнение федерального бюджета. Ожидается, что расходы сократятся с 19,5% до 18,7% ВВП, составив 44,1 трлн руб. Такой подход выглядит консервативным: планируемое увеличение расходов – всего на 3%, то есть ниже уровня предполагаемой инфляции. На фоне прошлогоднего повышения налога на прибыль, в 2026 году фокус сместится на повышение НДС – этот налог менее зависит от уровня прибыли компаний и колебаний экономической активности, что снижает риск недобора доходов.

Дефицит бюджета – очередной рост?

Доходы бюджета в 2026 году прогнозируются на уровне 40,3 трлн руб. (16,8% ВВП), дефицит – 3,8 трлн руб. (1,6% ВВП). Однако эта оценка строится исходя из цены нефти Urals \$59 за баррель – если фактическая цена будет ниже (например, около \$50), дефицит может увеличиться до 2,1–2,3% ВВП. Несмотря на это, абсолютный уровень дефицита и государственного долга остаётся одним из самых низких среди сопоставимых стран: на конец 2025 года госдолг – 17,7% ВВП, причём более 85% его номинировано в рублях, что минимизирует валютные и финансовые риски.

Умеренный рост и сохраняющееся инфляционное давление – ожидания на 2026

По базовому прогнозу Банка России, рост ВВП в 2026 году ожидается на уровне 0,5–1,5%, инфляция – 4,0–5,0% на конец года, среднегодовая ключевая ставка – 13–15%. Наш прогноз чуть более осторожен: ожидаем рост 0,5–1,0%, высокую инфляцию (4,5–5,5%), менее выраженный бюджетный импульс и более скромную динамику потребительских расходов и инвестиций. Повышение НДС и тарифов станут основными драйверами инфляции.



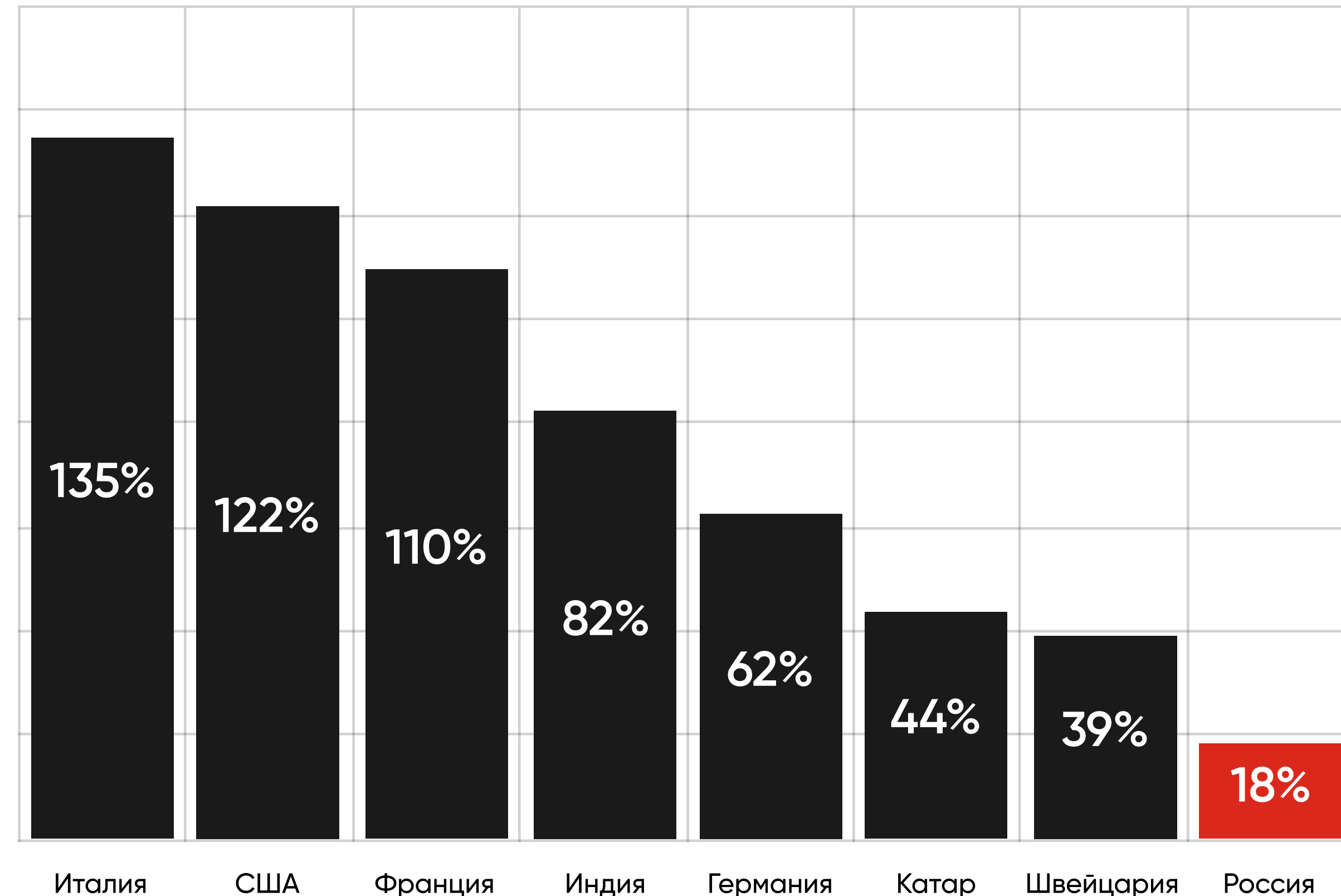
Экономика России

2026: между риском стагфляции и поиском баланса

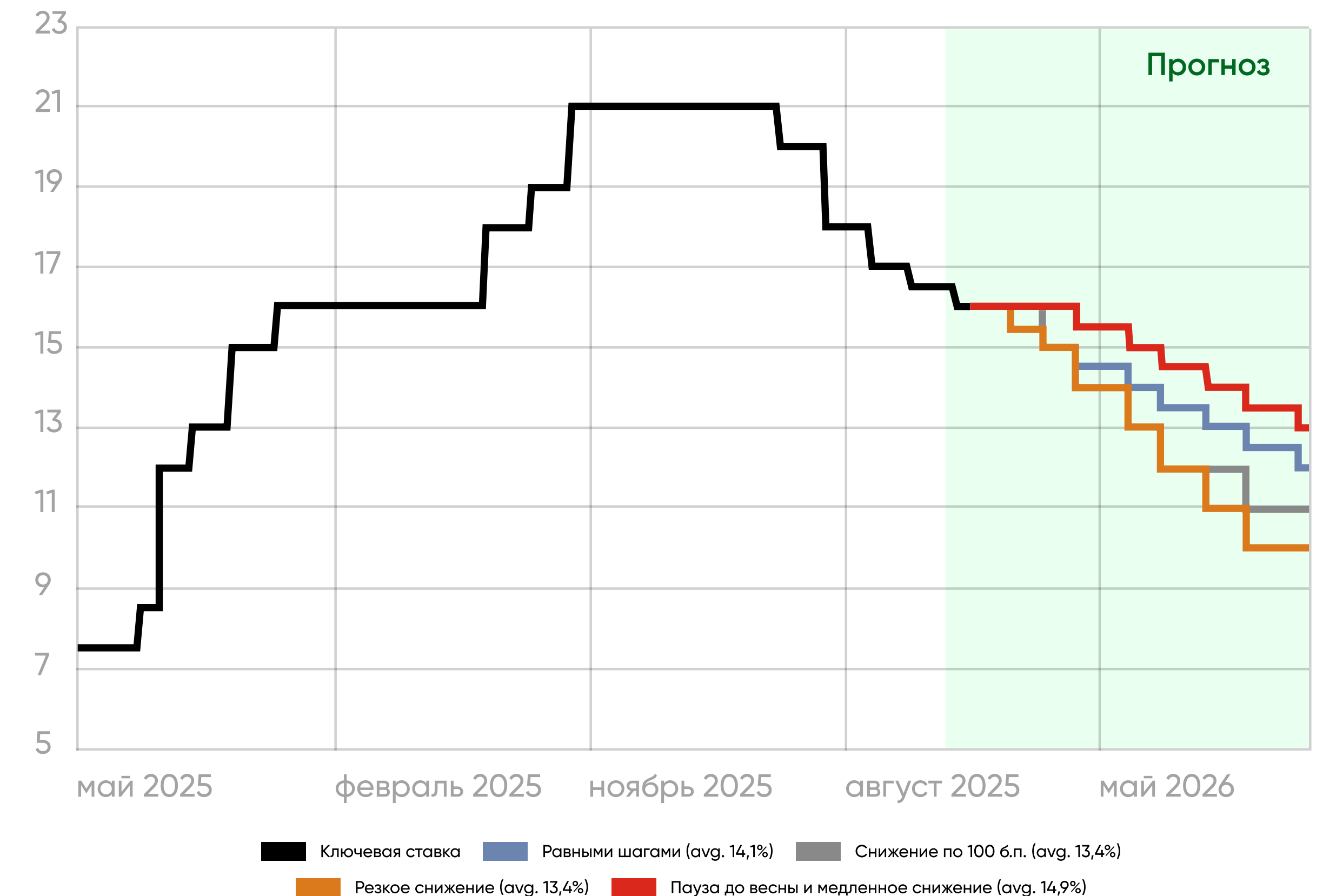
Денежно-кредитная политика: ставка останется высокой, но тренд – на снижение

2026 год экономика начнёт с ключевой ставкой 16,0–16,5%. Переход к среднему диапазону (13–14%) возможен через две стратегии: длительное удержание высокого уровня с резким снижением во второй половине года либо постепенное снижение небольшими шагами. Мы считаем второй вариант более вероятным – к концу года ставка может опуститься до 11–12%.

Государственный долг по отношению к ВВП по странам.



Сценарии снижения ключевой ставки



Источники: Министерство Финансов России, ЦБ РФ, Росстат, General Invest Research.

Экономика России

Ключевые марпоказатели

	сен	окт	ноя	дек	янв	фев	мар	апр	май	июн	июл	авг	сен
Текущие темпы инфляции, % 3м SAAR (ЦБ)	11,0%	9,2%	9,6%	10,3%	10,7%	9,1%	7,4%	5,5%	4,6%	3,8%	5,6%	5,9%	7,2%
Инфляция ИПЦ, % м/м с.к. (Росстат)	0,7%	0,8%	0,9%	0,9%	0,9%	0,5%	0,5%	0,4%	0,3%	0,3%	0,9%	0,4%	0,3%
Инфляционные ожидания населения, %	12,5%	13,4%	13,4%	13,9%	14,0%	13,7%	12,9%	13,1%	13,4%	13,0%	13,0%	13,5%	12,6%
Кредитование физлиц, % м/м.	1,0%	0,5%	0,3%	-0,5%	-0,2%	-0,3%	0,2%	0,1%	0,4%	0,3%	0,5%	0,9%	0,7%
Корпоративное кредитование, % м/м	2,0%	2,3%	0,8%	-0,2%	-1,2%	0,1%	0,9%	0,9%	0,4%	0,7%	1,1%	1,6%	0,6%
PMI Композитный	49,4	50,9	52,6	51,1	54,7	50,4	49,1	49,8	51,4	48,5	47,8	49,1	46,6
Индикатор бизнес климата (ИБК)	5,7	5,5	5,5	4,2	3,8	5,2	4,8	4,8	5,1	2,9	1,3	2	1,8
Пром. производство, % г/г	2,9%	5,2%	3,5%	8,2%	2,2%	0,2%	0,8%	1,5%	1,4%	1,9%	0,7%	0,5%	0,3%
Безработица, %	2,4%	2,3%	2,3%	2,3%	2,4%	2,4%	2,3%	2,3%	2,2%	2,2%	2,2%	2,1%	2,1%
Курс рубля (среднемесячный)	91,2	96,2	100,7	102,3	100,4	92,7	86,0	83,4	80,2	78,7	78,8	80,1	83,0
Средняя YTM длинных ОФЗ, %	16,1	17,0	17,2	16,5	16,1	16,3	15,2	15,8	15,9	14,8	14,1	14,1	15,1
Средняя YTM корпоративных облигаций, %	20,1	21,5	24,2	25,2	22,7	22,6	21,7	22,4	21,4	19,6	17,7	16,3	16,4

Дезинфляционный эффект

Проинфляционный эффект

ЭКОНОМИКА

РУБЛЬ

ОБЛИГАЦИИ

АКЦИИ



Российский рубль в 2025 году

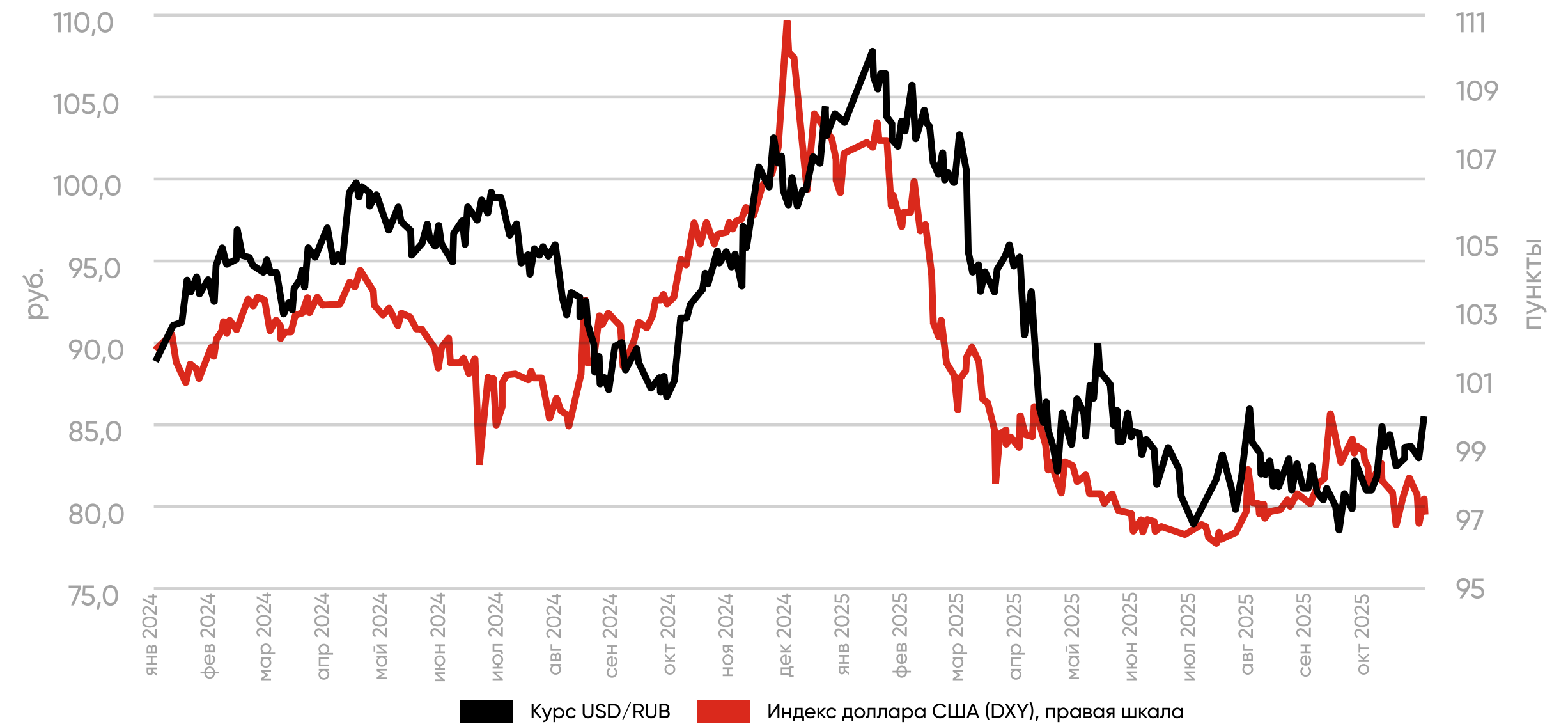
Тверже «твердых» валют

В 2025 году рубль, вопреки всем прогнозам, продемонстрировал исключительную твердость, укрепившись к доллару США на 25,7% и завершая год возле отметки 81 руб. (данные на 2 ноября 2025 г.)

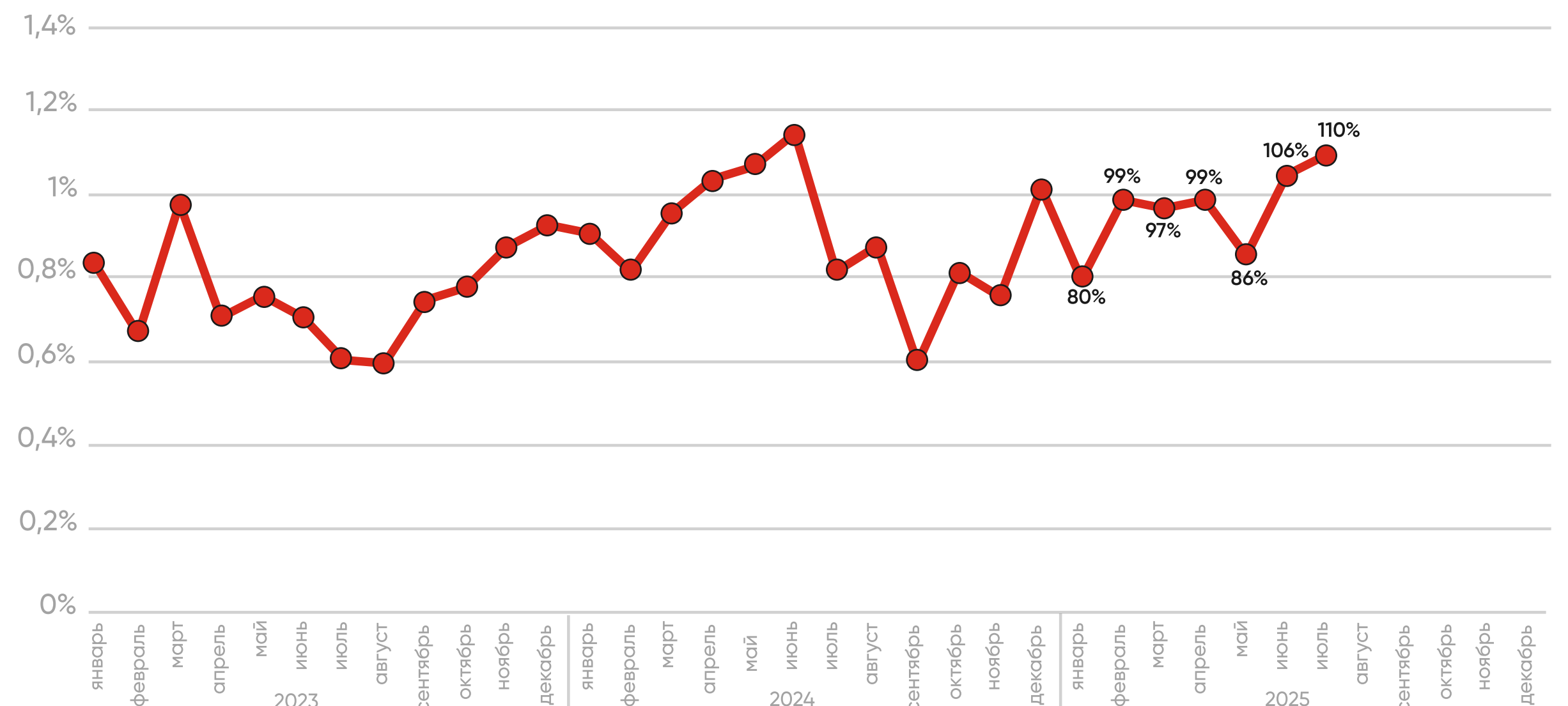
Основные факторы укрепления рубля в 2025 году:

- Высокие реальные ставки в экономике, обеспечивающие высокую доходность по рублевым инструментам
- Значительная доля продажи валютной выручки экспортерами: при высоких рублевых ставках экспортеры не мотивированы держать денежные средства в валюте и увеличивают продажи валютной выручки;
- Низкий спрос на валюту со стороны импорта (ввиду высоких ставок кредитования и торможения экономики) и со стороны населения, спрос которого на валюту по большей части удовлетворяется квазивалютными инструментами
- «Зеркалирование» операций Минфина центробанком в рамках бюджетного правила создавало дополнительное и довольно значительное предложение валюты на рынке
- Ослабление курса доллара США к мировым валютам

Официальный курс USD/RUB (руб.) и индекс доллара США (DXY) (ПШ)



Отношение чистых продаж иностранной валюты к валютной экспортной выручке 29 крупнейших российских экспортеров*



Российский рубль в 2026 году

Постепенное ослабление

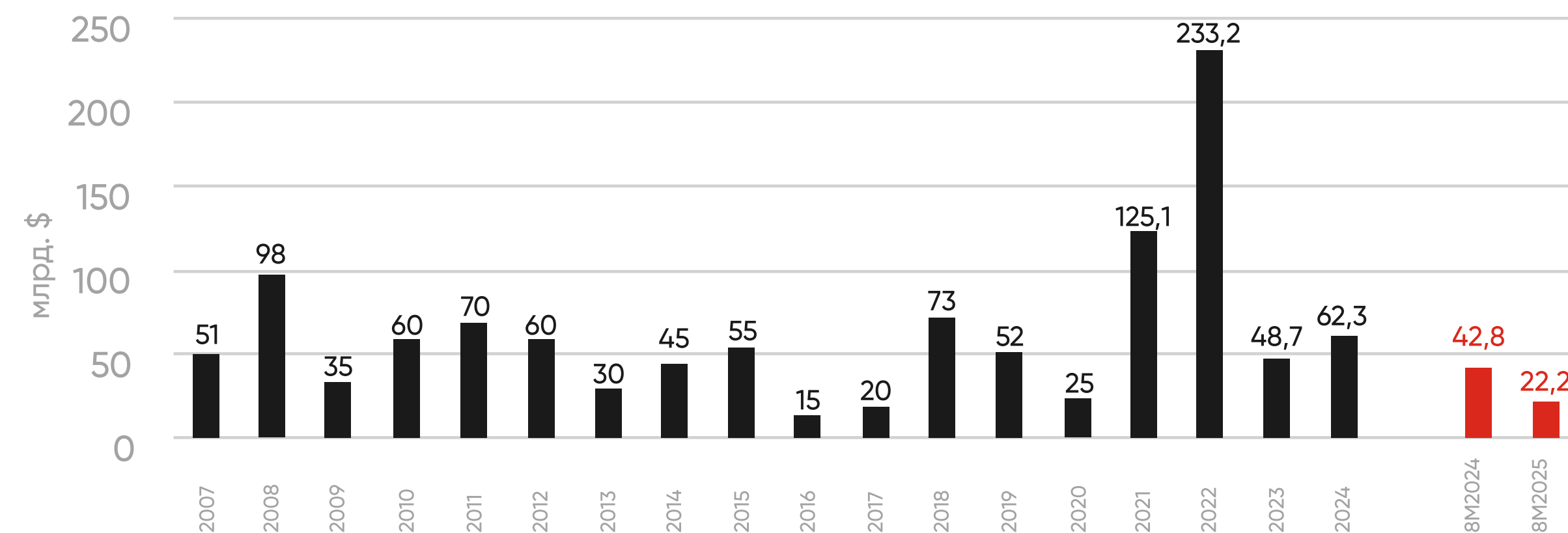
Полагаем, что в 2026 году продолжится постепенное ослабление рубля под влиянием комплекса внешних и внутренних факторов, прежде всего, сокращения российского экспорта под влиянием санкций и, возможно, снижения цен на ряд сырьевых товаров, а также сокращения предложения валюты со стороны ЦБ в рамках «зеркалирования» операций Минфина.

К концу 2026 года ожидаем в базовом сценарии, что курс доллара США будет находиться в диапазоне 90–95 руб.

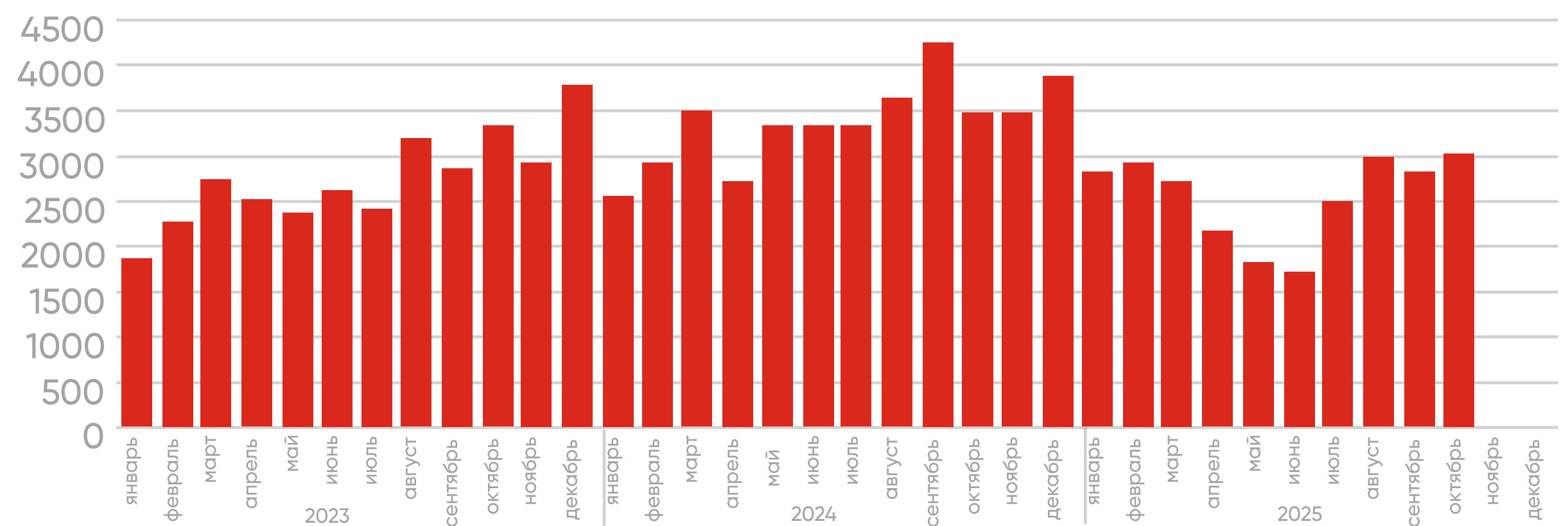
Факторы формирования курса в 2026 году

- Цены на товары российского экспорта, прежде всего, нефть: ожидаем некоторого снижения цен на нефть, в том числе на российскую марку Urals из-за санкций, что отразится на объемах профицита счета текущих операций
- Ключевая ставка: вероятно пауза в 1 квартале 2026 г., но дальнейшее постепенное снижение будет способствовать снижению реальных ставок в экономике, а соответственно снижению спроса на рублевую доходность и сокращению объемов поступления на рынок валюты со стороны экспортеров
- Восстановление спроса на валюту со стороны импортеров благодаря снижению ставок кредитования
- Бюджетное правило – Банк России существенно сократит объёмы продажи валюты в 2026 г. в связи с тем, что «зеркалирование» операций Минфина существенно снизится из-за финансирования бюджета 2025 г. за счет ОФЗ, а не ФНБ.

Профицит счета текущих операций платежного баланса РФ за 9 мес. 2025 г. более, чем в 2 раза меньше, чем в 2024 г. (\$42,8 млрд)



Покупка юридическими лицами (без учета банков) иностранной валюты за рубли (млрд руб.)



Российский рубль в 2026 году

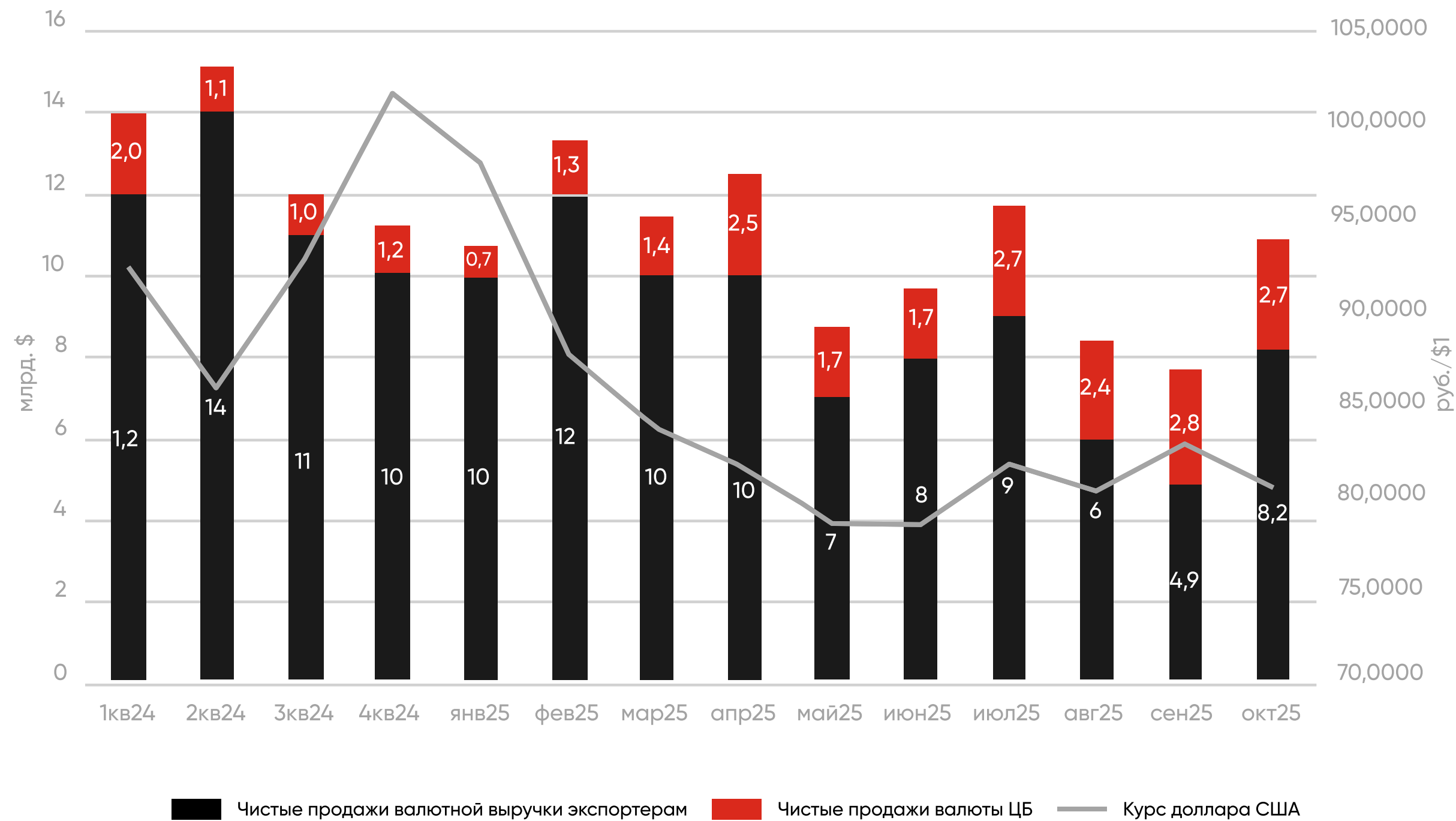
Постепенное ослабление

Продажа валюты со стороны Минфина и ЦБ РФ в рамках бюджетного правила сыграла важную роль в стабильности рубля в 2025 г., но в 2026 г. ситуация поменяется – это важный фактор ослабления рубля

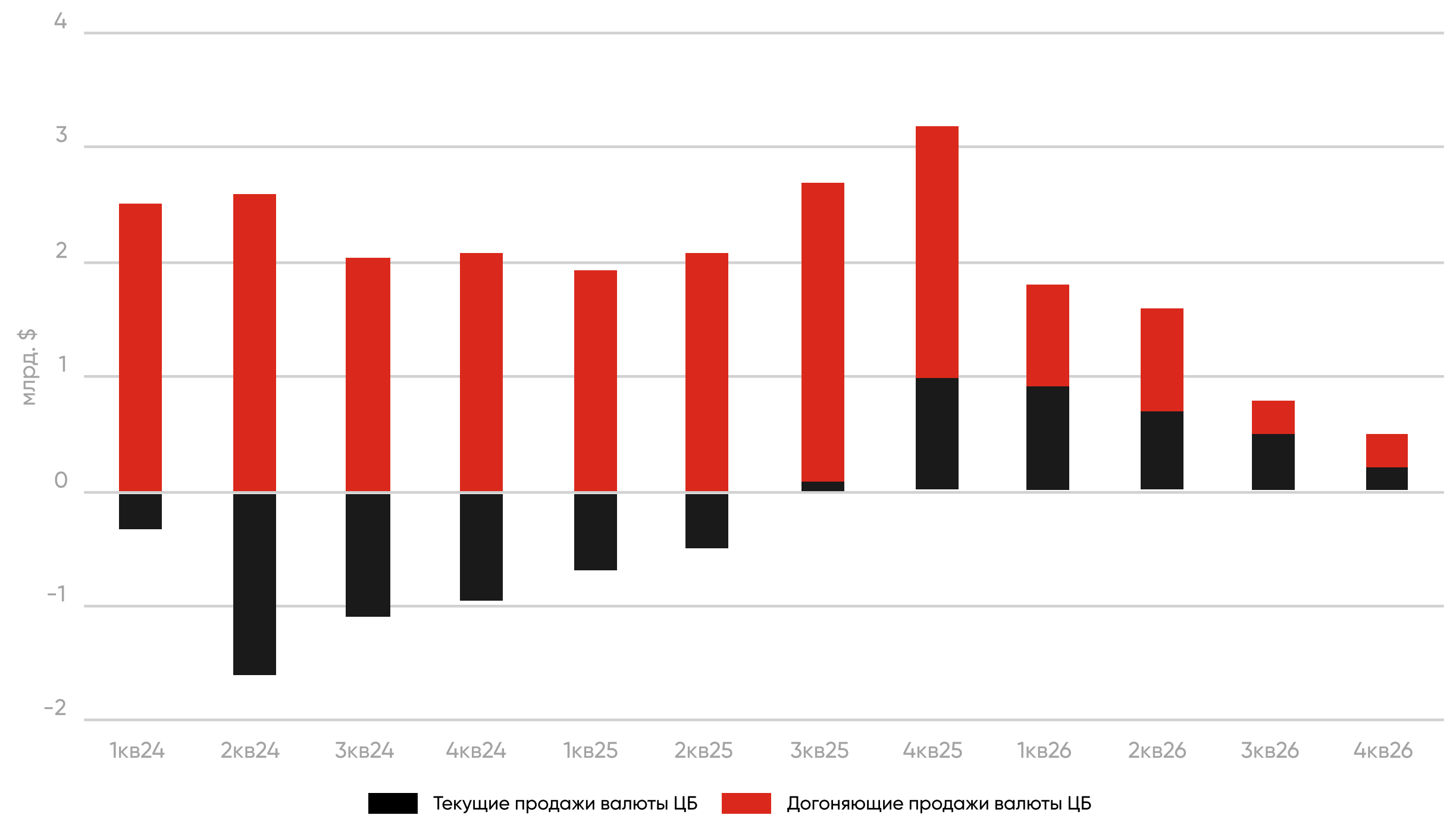
Банк России продавал валюту, несмотря на то, что цена нефти марки Urals оставалась выше базовой цены по бюджетному правилу на 2025 г. Продажи валюты происходили за счет отложенного «зеркалирования» операций Минфина, и в 2025 г. они были довольно масштабными: доля продаж ЦБ/Минфина выросла с 10% от общих продаж валюты в 2024 г. до 20% в среднем за 9 мес. 2025 г. и до 30% за август – октябрь 2025 г.

В 2026 г. ситуация не повторится, поскольку в отличие от 2024 г., финансирование дефицита бюджета в 2025 г. происходило за счет ОФЗ, а не из ФНБ. Таким образом, Банк России будет продавать валюты на \$1,2 млрд в месяц меньше. Кроме того, в 2026–2028 гг. Минфин планирует сократить инвестиции из ФНБ с 1 трлн. руб. в год до 330 млрд. руб. в среднем. Следовательно, «догоняющие» продажи, в среднем, снизятся еще на \$0,4 млрд в месяц.

Продажи валюты экспортерами и ЦБ, млрд. \$



Оценка текущих и догоняющих продаж ЦБ, млрд. \$



Источники: ЦБ РФ, Центр макроэкономических исследований Сбербанка, General Invest Research

ЭКОНОМИКА
РУБЛЬ
ОБЛИГАЦИИ
АКЦИИ



Облигации в рублях

2025: время разворота

2025 год оказался удачным практически для всех сегментов рынка рублевых облигаций. В соответствии с нашими ожиданиями, Банк России начал постепенное снижение ключевой ставки во второй половине года, снизив её на 450 базисных пунктов – с 21% до 16,5%.

Снижение ставок, но все еще высокая реальная доходность

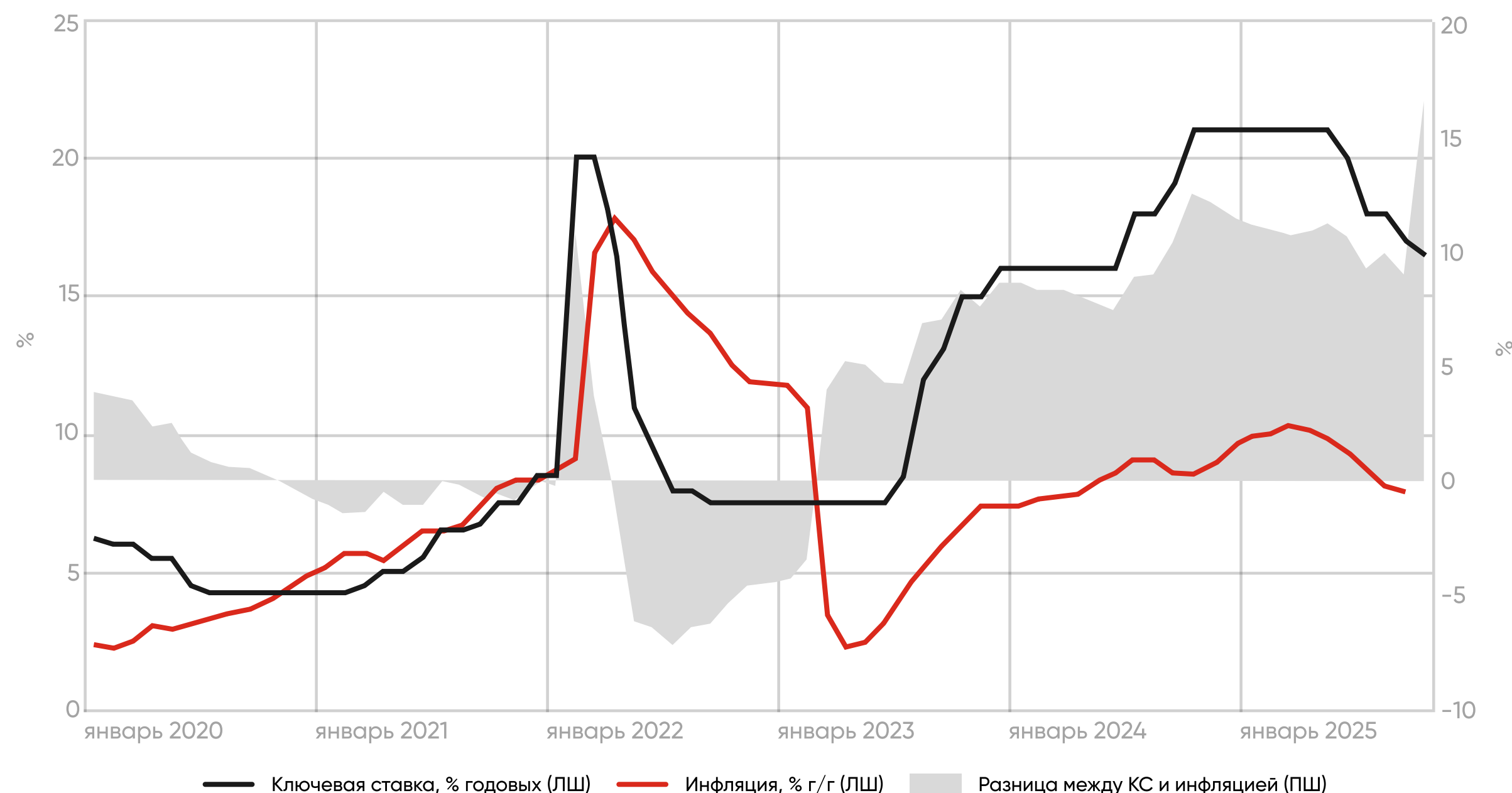
Снижение ключевой ставки происходило по мере замедления инфляции. Разрыв между ключевой ставкой и инфляцией остаётся повышенным, однако в предстоящем году может продолжиться сокращаться по мере дальнейшего смягчения денежно-кредитной политики.

Широкий рост

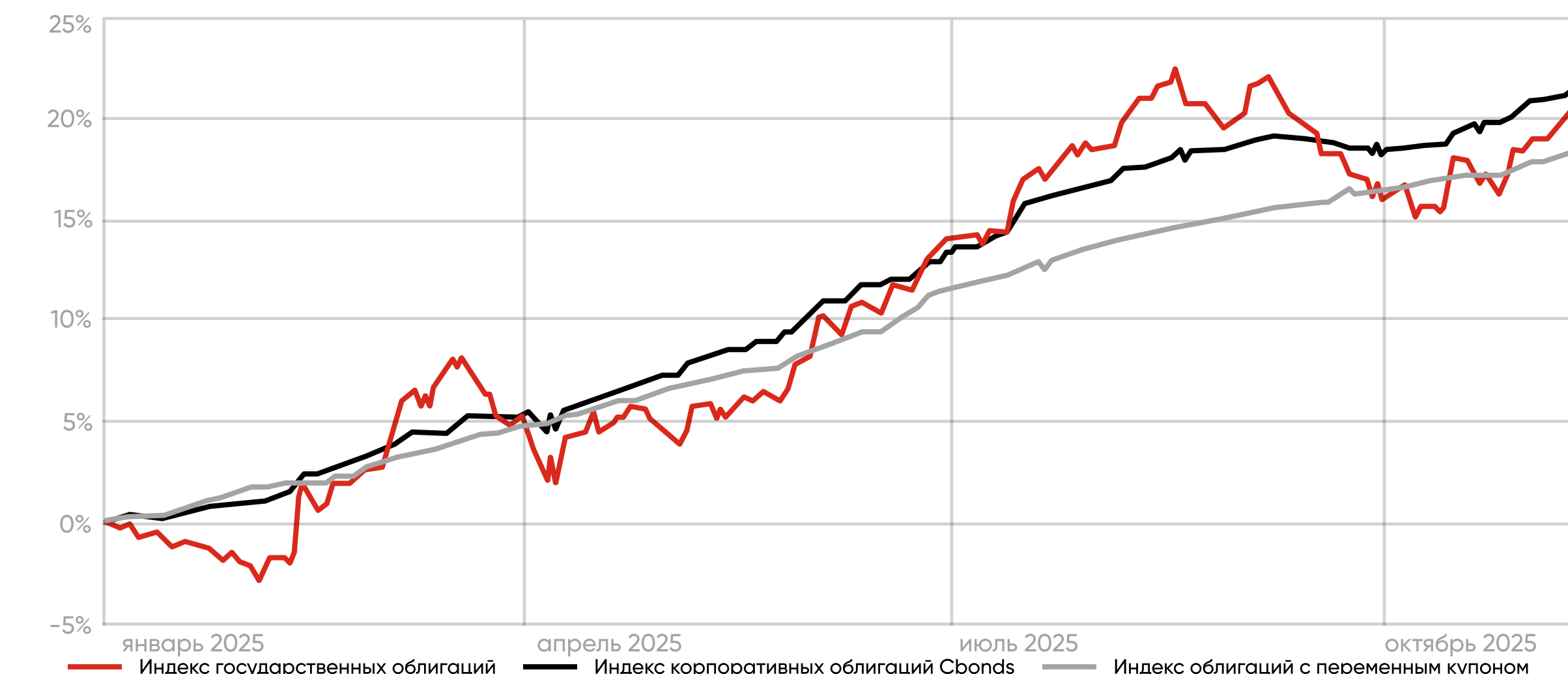
После негативного завершения 2024 года индекс государственных облигаций показывал уверенный рост по мере снижения доходностей. В целом доходности широких индексов были сопоставимы, однако лучшую динамику продемонстрировали корпоративные облигации, прибавив более 21%. Индекс государственных облигаций незначительно отстал, показав общую доходность в 20,5%. Как и ожидалось, облигации с плавающим купоном отстали по доходности, однако принесли инвесторам стабильные 18% без значимой волатильности. Отдельные длинные выпуски государственных облигаций, которые мы рекомендовали в прошлом обзоре, принесли общую доходность свыше 25%.

Источники: Министерство Финансов России, ЦБ РФ, Росстат, General Invest Research.

Ключевая ставка и инфляция – рекордный разрыв сохраняется



Доходность разных типов облигаций, 1 января 2025 – 0%



Облигации в рублях

2025: не время для риска

Рост дефолтов – обратная сторона высоких ставок и кредитных спредов

Высокий уровень ключевой ставки оказал негативное влияние на финансовое состояние ряда заёмщиков. Вместе с ростом ставки расширились премии за кредитный риск (кредитные спреды), в результате чего стоимость заимствований выросла под влиянием сразу двух факторов – роста безрисковой ставки и увеличения премии за риск. В ряде секторов экономики появились компании-зомби, неспособные самостоятельно генерировать прибыль и нуждающиеся в постоянном рефинансировании долга.

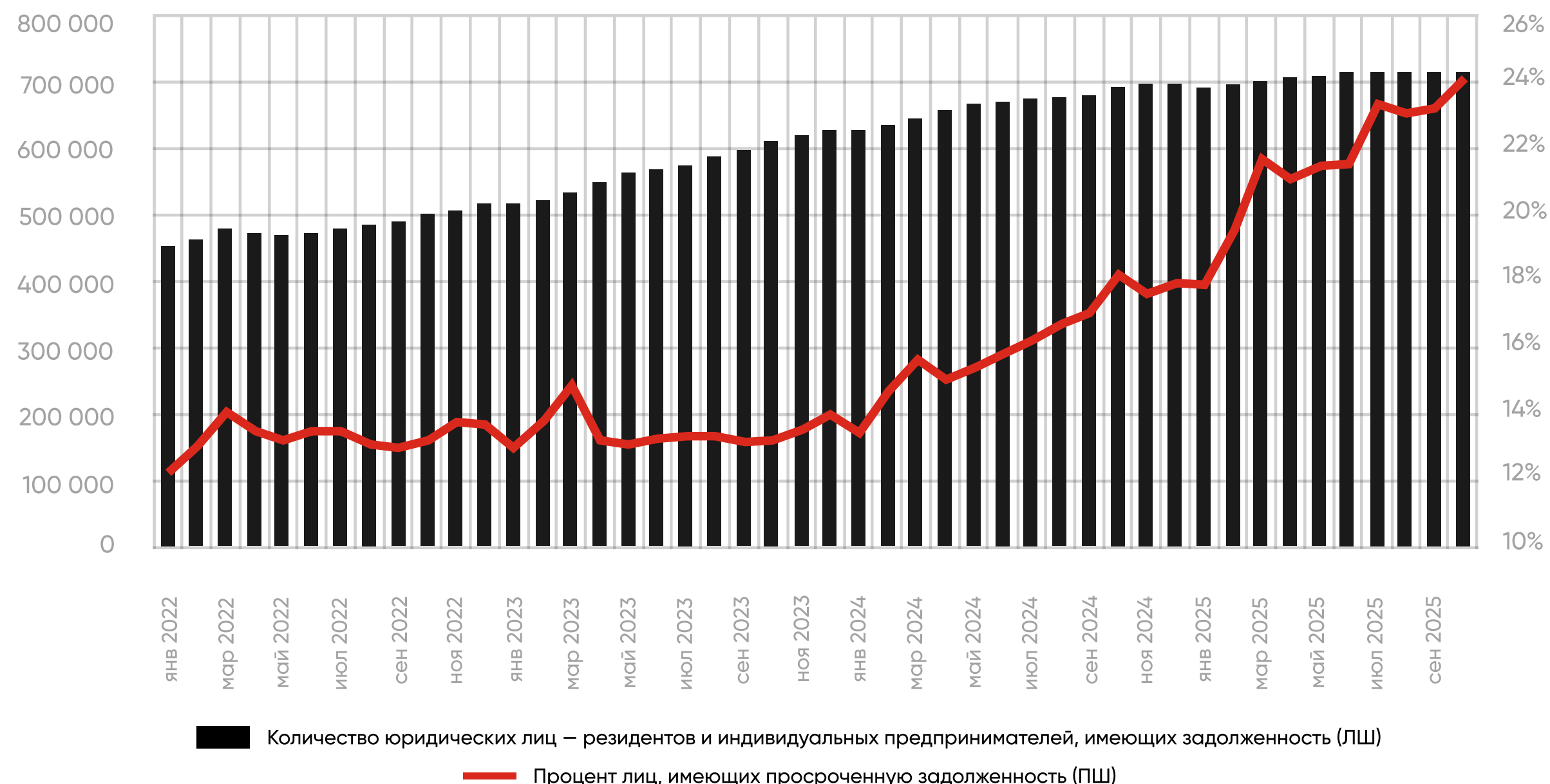
В результате в 2025 году практически удвоилось количество дефолтов на рынке (2024 год – 11 дефолтов, 10 месяцев 2025 года – 20 дефолтов).

МинФин вернул спрос

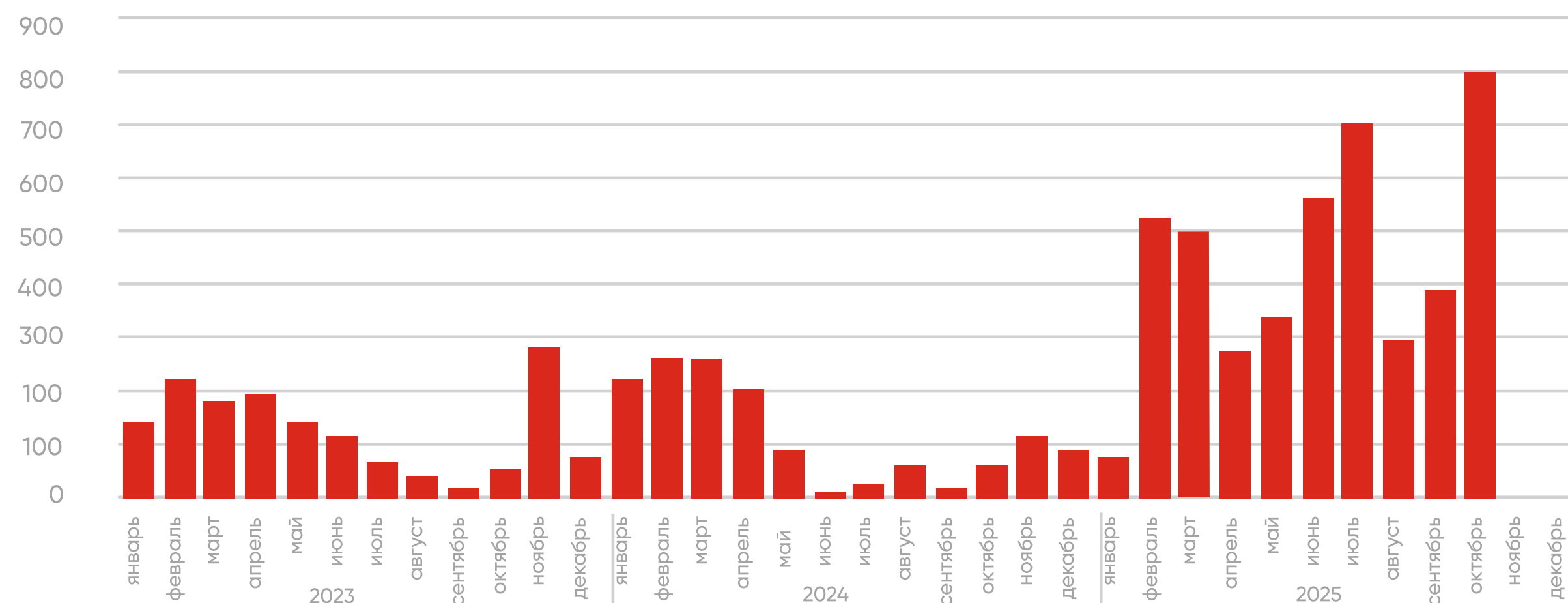
Для заёмщиков с высоким кредитным качеством год выдался удачным. На фоне снижения ключевой ставки и стоимости фондирования значительно вырос спрос на размещения ОФЗ с фиксированным купоном со стороны Министерства финансов. Мы ожидаем продолжения данного тренда в предстоящем году – во-первых, на рынке корпоративных облигаций слабо представлен длинный долг (срок обычно не превышает 5 лет), и экспозицию на длинные бумаги можно получить только через ОФЗ. Во-вторых, на фоне сближения ставок РЕПО и доходности длинных бумаг они становятся привлекательными для крупных банков, которые стремятся избегать позиций с отрицательным процентным гэпом.

Источники: ЦБ РФ, Росстат, General Invest Research.

Объем выданных кредитов продолжает расти, однако одновременно увеличивается и доля просроченной задолженности

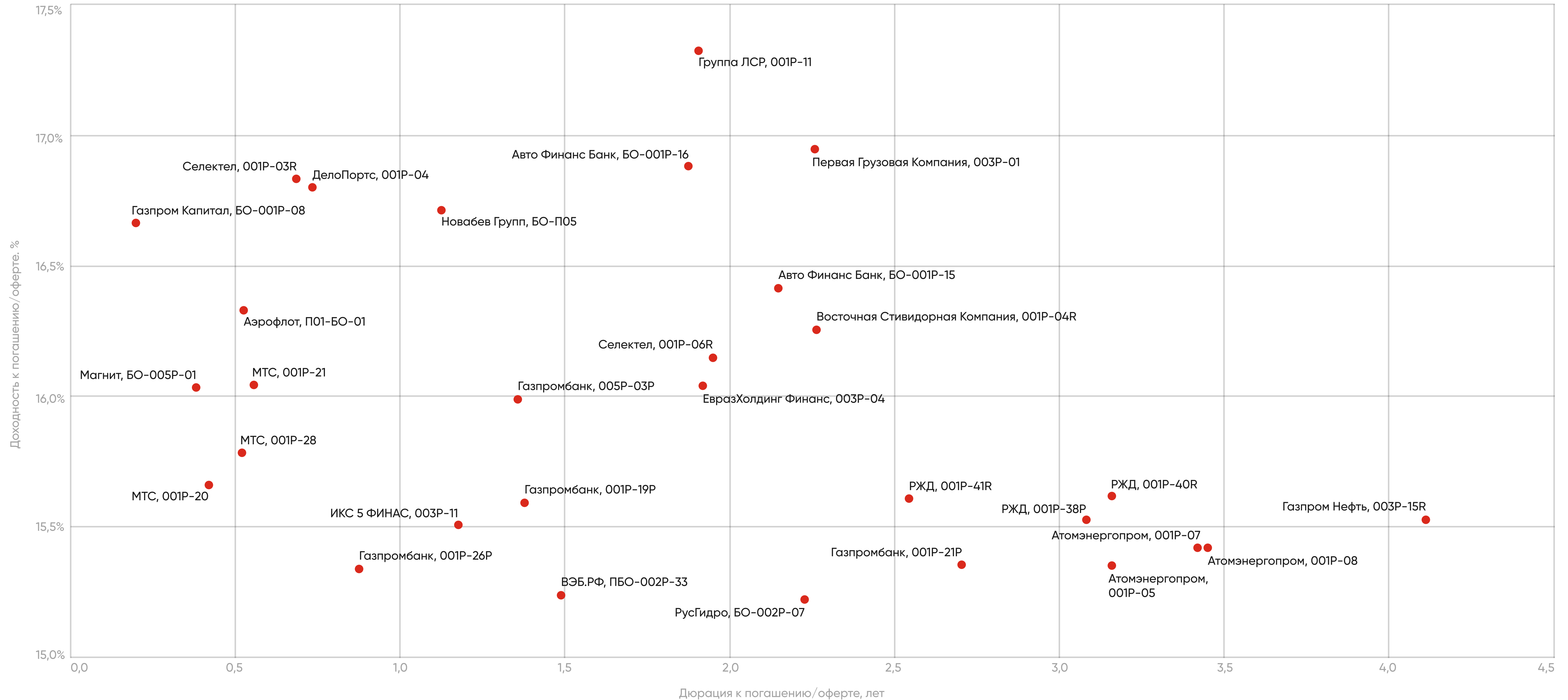


Размещение ОФЗ с фиксированным купоном на аукционах Минфина России, по объему выручки, млрд руб.



Облигации в рублях

2026: Облигации в Рублях



Облигации России

2026: снижение доходностей продолжится

Как мы отметили 2025 год оказался успешным для большинства облигаций. В 2026 году мы ожидаем продолжения цикла снижения ключевой ставки, что делает облигации одними из наших ключевых топ-пиков на российском рынке.

Реальная доходность сохраняется на максимумах.

Реальная доходность инвестиций (доходность за вычетом инфляции) по-прежнему находится вблизи максимальных исторических уровней (8–10%), вызванная или обусловленная необходимостью охлаждения экономики и ростом сберегательной активности, что может быть использовано инвесторами для сохранения реальной доходности инвестиций.

Корпоративные облигации лидируют среди инструментов фиксированной доходности

Мы отдаём приоритет корпоративным облигациям с рейтингом AA–AAA, сроком погашения 2–4 года и сильным качеством баланса эмитентов. Такие бумаги позволяют надёжно зафиксировать высокую доходность на несколько лет и извлечь дополнительную прибыль по мере дальнейшего снижения ключевой ставки. В отличие от прошлого года, доходность по депозитам начала снижаться опережающими темпами, и сейчас облигационный рынок предлагает доходности, превышающие ставки по депозитам на 2–3 процентных пункта.

Кредитные спреды расширены: сохраняются возможности, но нужен осторожный подход

Кредитные спреды по-прежнему превышают среднеисторические значения, особенно в сегментах A и AA–. Это открывает возможности для получения дополнительного дохода по мере смягчения денежно-кредитной политики и сужения спредов. Однако замедление экономики требует тщательного анализа кредитного качества эмитентов. В сегменте наиболее надёжных бумаг (AA+; AAA) спреды нормализовались до средних исторических уровней, но сохраняют потенциал дальнейшего снижения в случае усиления рисков замедления экономики, что может стимулировать инвесторов к поиску защиты в активах высшего качества.

ОФЗ – под давлением бюджетных заимствований

Сегмент ОФЗ может оставаться под давлением до конца года из-за расширения программы заимствований Минфина и отказа от использования ФНБ для финансирования дефицита. Тем не менее на горизонте 12 месяцев мы ожидаем дальнейшего замедления экономики и постепенного снижения ключевой ставки. Доходность длинных ОФЗ по нашим оценкам может снизиться до 12–12,5%, создавая потенциал дополнительного роста тела облигации.

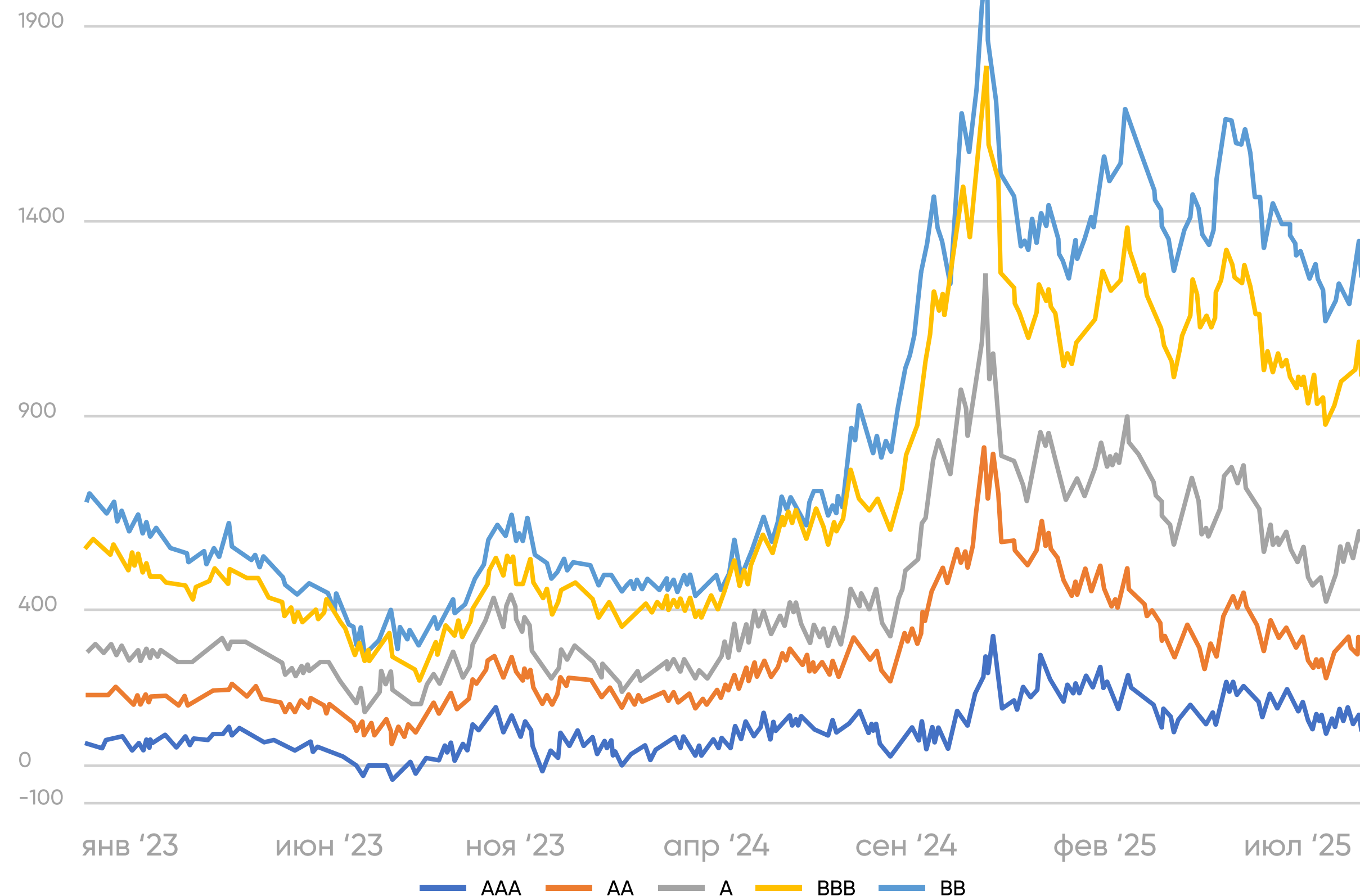
Дополнительную поддержку долгосрочным ставкам может оказать размещение ОФЗ, номинированных в юанях, спрос на которые будет оцениваться в начале декабря. Валютная диверсификация выпусков способна снизить избыточное предложение рублевых облигаций, что, в свою очередь, окажет понижающее давление на ставки по длинным рублевым бумагам.

Облигации России

2026: снижение доходностей продолжится

Премия за кредитный риск снижается, но остается повышенной

	AAA	AA	A	BBB	BB
Последнее значение	93	280	543	1019	1279
Среднее значение	94	273	438	711	855



Источники: ЦБ РФ, Cbonds, Bonds Research, General Invest Research.

Сценарии полной доходности ОФЗ в зависимости от уровня доходности на конец 2026 года

ОФЗ	Текущая доходность к погашению	Доходность облигации в конце 2026 года					
		10,0%	11,0%	12,0%	13,0%	14,0%	15,0%
26247	14,5%	45,0%	37,1%	29,7%	22,9%	16,7%	10,9%
26248	14,5%	43,9%	36,3%	29,2%	22,6%	16,5%	11,1%
26238	14,0%	46,8%	37,8%	29,6%	22,1%	15,3%	9,3%
26230	14,4%	46,3%	37,6%	29,6%	22,3%	15,5%	9,3%
26250	14,8%	41,6%	34,7%	28,2%	22,1%	16,4%	11,2%

Облигации России

2026: Валютные облигации

Прошедший год оказался неоднозначным для инвесторов в валютные облигации. С одной стороны, индекс замещающих облигаций вырос на 11% с начала года. С другой – рубль существенно укрепился (более чем на 20% к главным валютам), во многом из-за ограниченного предложения валюты на рынке после санкций против крупных поставщиков ликвидности, таких как Газпромбанк.

Экспортеры используют окно возможностей для валютных заимствований

В условиях высокой стоимости рублевых заимствований крупные компании-экспортеры, получающие выручку в валюте, активно размещали валютные облигации. Это позволило им снизить стоимость заимствований при минимальном валютном риске. За год общий объем подобных заимствований превысил \$19,65 млрд – в три раза больше, чем годом ранее. Сейчас на рынке обращается свыше 100 квазивалютных выпусков и более 40 выпусков номинированных в юанях.

Ключевые преимущества и драйверы спроса на валютные облигации

Сегмент валютных облигаций, по нашему мнению, продолжает сохранять инвестиционную привлекательность по нескольким причинам:

1. Стабильность и перспективы валютного курса: последние месяцы года рубль торгуется в узком диапазоне (80–85 за доллар), но в 2026 году мы ожидаем его постепенного ослабления на фоне восстановления импорта и завершения валютных продаж Банком России.
2. Ограниченная альтернатива: валютные облигации – один из немногих инструментов в российской юрисдикции, позволяющий получить регулярные валютные доходы (купоны) и защиту от “черных лебедей”, связанных с быстрым ослаблением рубля.
3. Высокая доходность к погашению: на текущий момент она находится на уровне 7–8% – это выше мировых аналогов и внутренних альтернатив с сопоставимым уровнем риска.
4. Потенциал капитализации при снижении ставок: по мере снижения ключевой ставки и рублевых доходностей, требуемая доходность валютных инструментов также будет снижаться, что поддержит цены облигаций.



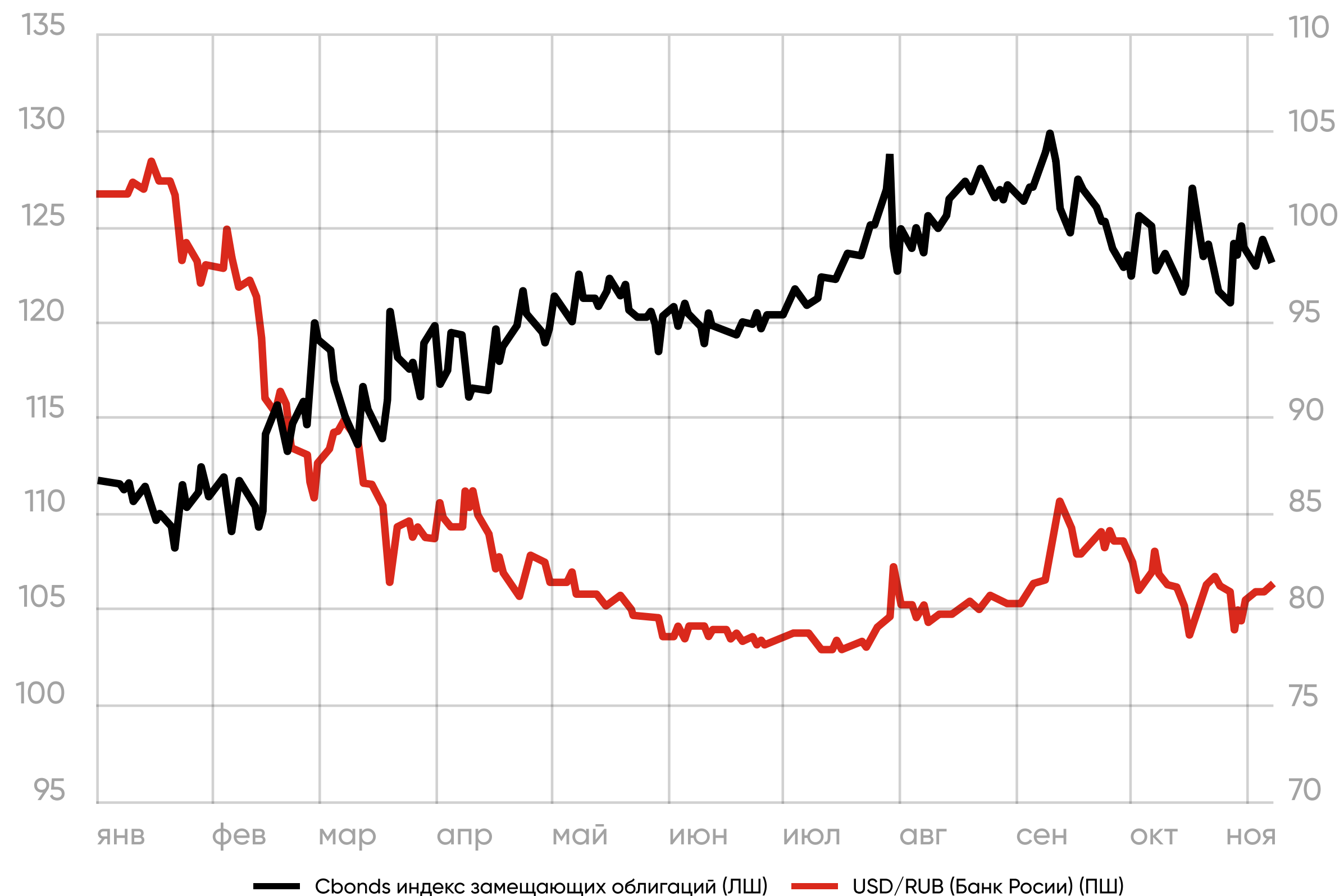
Облигации России

2026: Валютные облигации

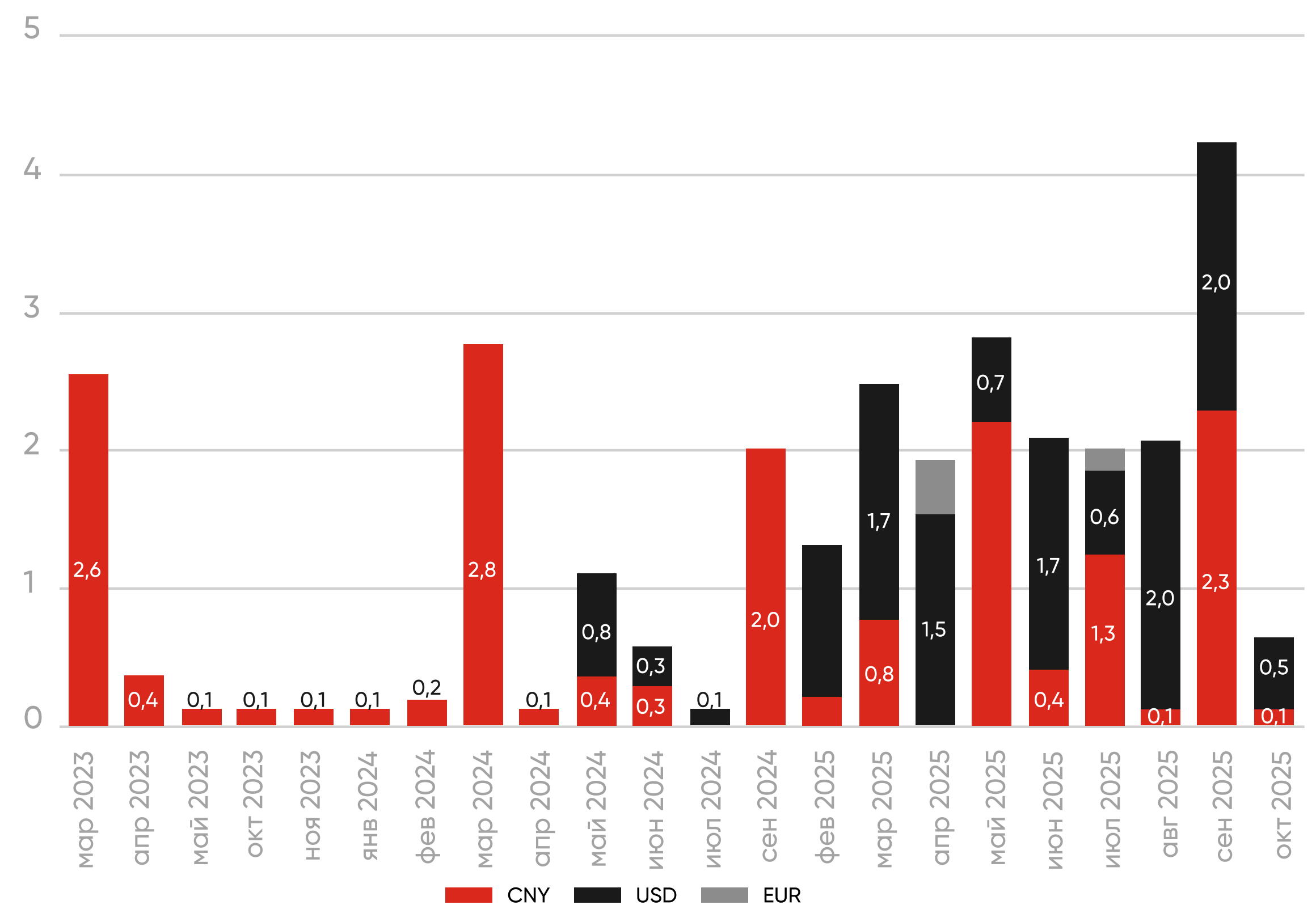
Фокусируемся на коротких выпусках

Наиболее интересным в текущей ситуации остается короткий сегмент (1–2 года) валютных облигаций в долларах и юанях – он точнее реагирует на изменение курса рубля, по сравнению с длинными бумагами. При этом, в условиях растущих доходностей эмитенты вынуждены предлагать более интересные параметры новых выпусков. Первичные размещения валютных облигаций сейчас обеспечивают привлекательную регулярную купонную доходность в диапазоне 7–7,5%, что выгодно отличает их на фоне других инструментов.

Динамика курса USD/RUB и индекса замещающих облигаций

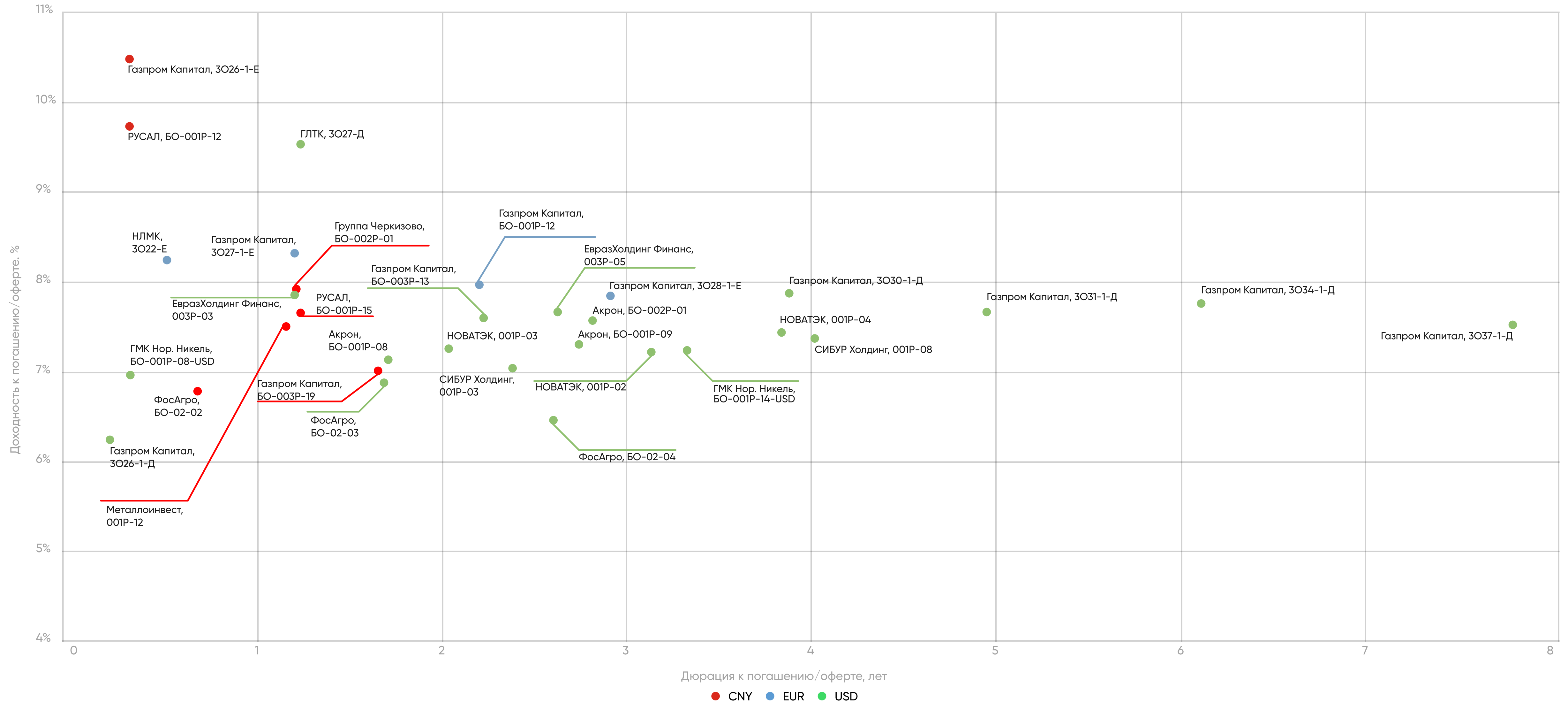


Объем новых валютных и квазивалютных размещений, млрд. \$



Облигации России

Валютные облигации



Взгляд на ключевые сегменты облигационного рынка

По секторам		Комментарий	Идеи
Корпоративные с фиксированным купоном			
Инвестиционный рейтинг		Сегмент сохраняет высокую реальную доходность, в отдельных рейтинговых группах сохраняется потенциал сжатия кредитного спреда. Отдаем предпочтение бумагам с дюрацией от 2-х лет	РЖД, 001P-40R (доходность 15,52%, дюрация 3,2) Атомэнергопром, 001P-07 (15,5%, 3,4)
Высокодоходные облигации		Осторожно относимся к сегменту ВДО на фоне ожидаемого замедления экономики и высоких ставок.	
Корпоративные с плавающим купоном			
Инвестиционный рейтинг		Нейтрально смотрим на сегмент, ожидая общую доходность ниже облигаций с фиксированным купоном. Отмечаем низкую ликвидность флоатеров, отдаем предпочтение коротким выпускам (до 1 года)	Газпром Нефть, 005P-02R (купон КС + 1,5%, лет до погашения 3,5) РЖД, 001P-46R (RUONIA + 1,5%, 2,9)
Высокодоходные облигации		Негативно смотрим на направление, отмечая низкую ликвидность и повышенные кредитные риски.	
Облигации Федерального займа			
Короткие выпуски (до 3 лет)		Сегмент торгуется с низкой доходностью, отдаем предпочтение корпоративным облигациям с более привлекательными параметрами	ОФЗ 26236 (14,34%, 2,3) ОФЗ 26212 (14,28%, 1,97)
Длинные выпуски (от 5 лет)		Сегмент может стать одним из ключевых бенефициаров дальнейшего снижения ключевой ставки за счет высокой дюрации, недоступной в корпоративных выпусках.	ОФЗ 26250 (14,7%, 5,9) ОФЗ 26252 (14,9%, 5)
Валютные облигации			
Короткие выпуски (до 3 лет)		Ожидаемое постепенное ослабление рубля и осенний рост доходности создают привлекательную точку входа. Доходности валютных облигаций на 2-3 процентных пункта превышают международные аналоги.	ОФЗ 26236 (14,34%, 2,3) ОФЗ 26212 (14,28%, 1,97)
Длинные выпуски (от 5 лет)		Зависимость длинных облигаций от ослабления курса менее выражена. Отмечаем невысокую ликвидность сегмента.	Газпром Капитал, 3O28-1-E (7,6%, 2,9) Совкомфлот, 001P-02 (7,85%, 3,4) (USD)

ЭКОНОМИКА
РУБЛЬ
ОБЛИГАЦИИ
АКЦИИ



Российские акции

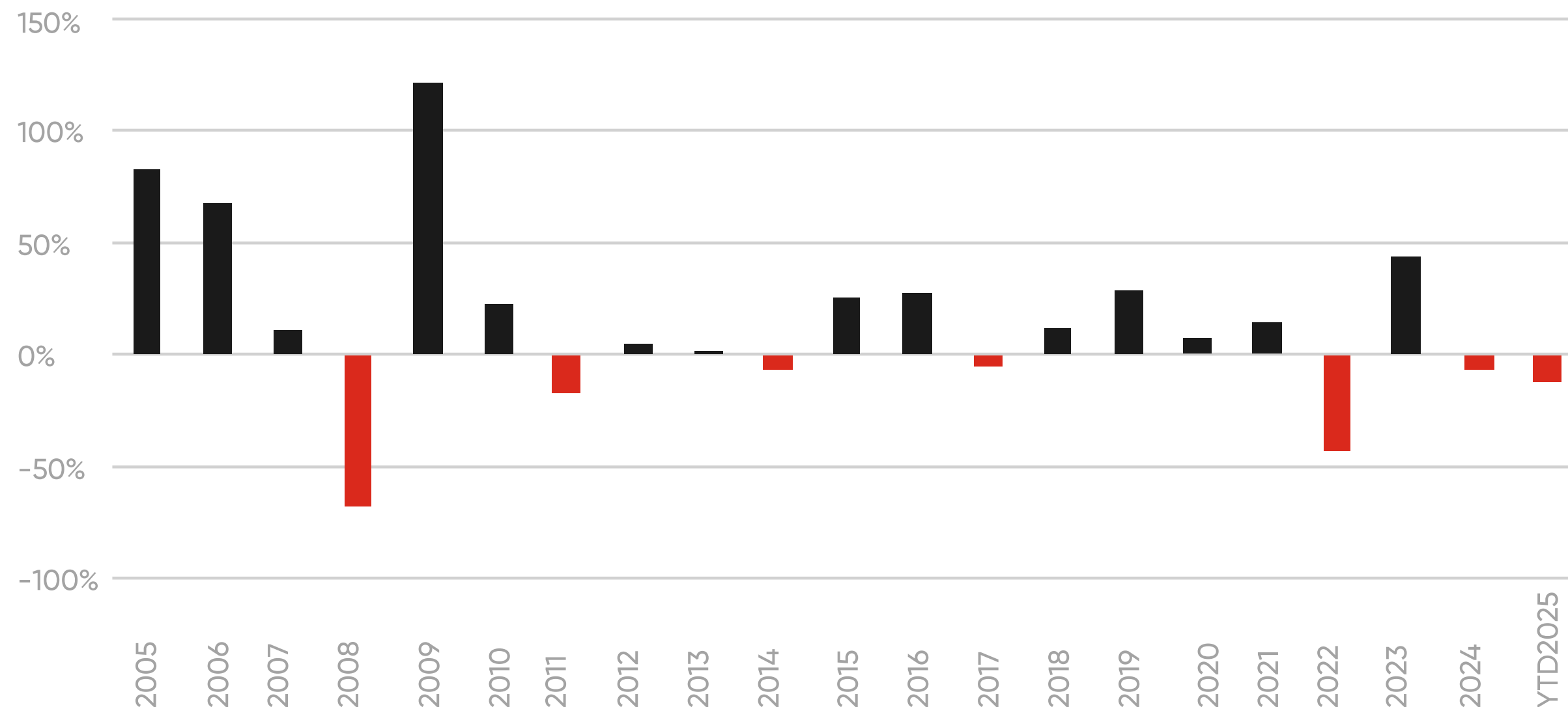
2025: Второй год снижения подряд

Индекс Мосбиржи завершает снижением второй год подряд – событие, которого не наблюдалось в течение всей истории российского фондового рынка. По состоянию на 13 ноября индекс теряет 11,8% с начала года.

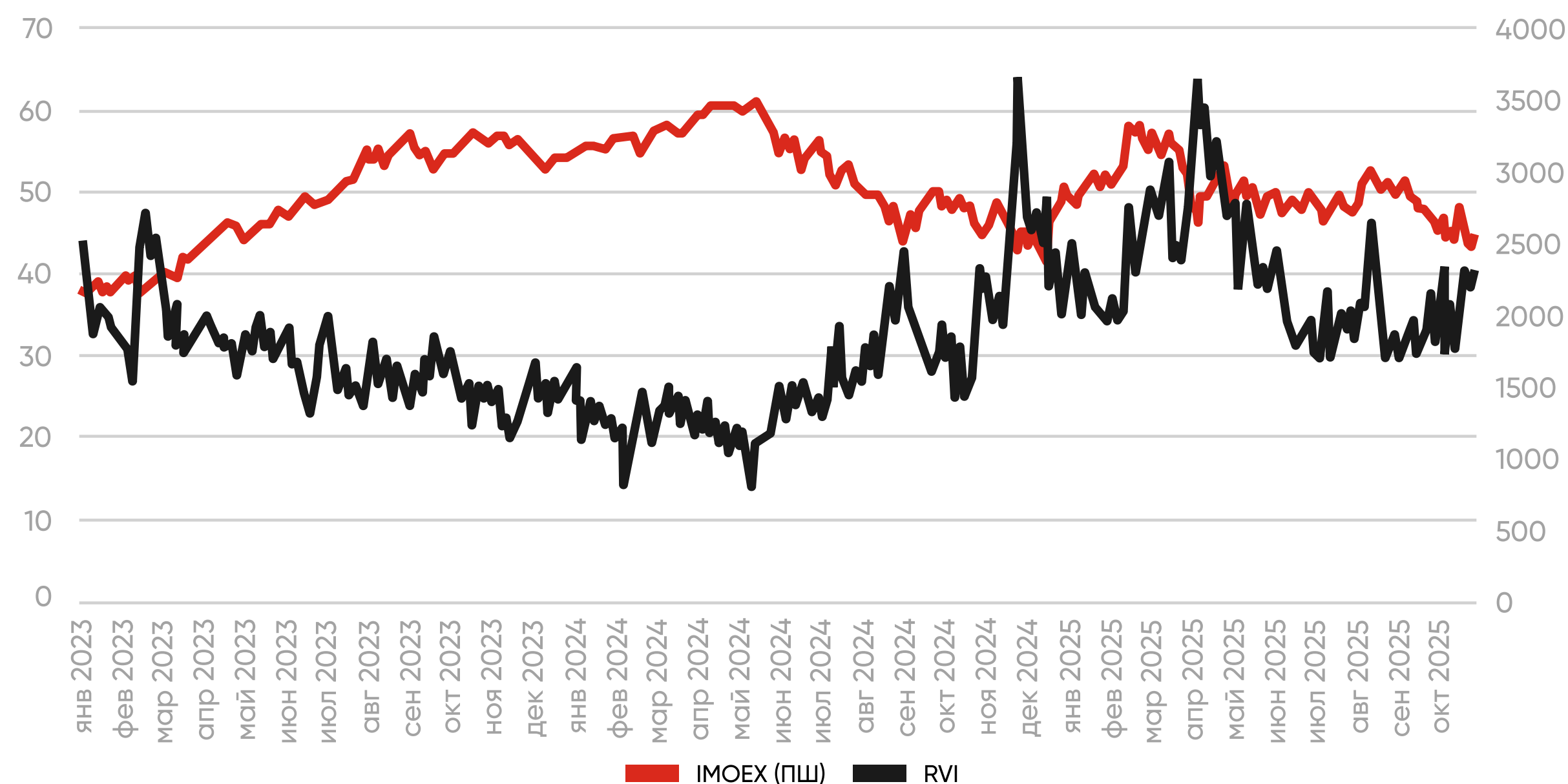
В течение 2025 г. российский рынок был очень волатильным, то чрезмерно воодушевляясь, то разочаровываясь под влиянием сменяющихся друг друга геополитических и внутриэкономических новостей. Однако, в конечном итоге, несмотря на начало цикла снижения ключевой ставки, рынок растерял все набранные позиции и откатился к минимумам с декабря 2024 г. под влиянием комплекса негативных внутренних и внешних факторов:

- Отсутствие прогресса в мирном урегулировании конфликта между Россией и Украиной
- Новые санкции, в том числе такие серьезные меры, как включение почти всех крупных российских нефтяных компаний (Газпром нефть, Сургутнефтегаз, Роснефть и Лукойл) в санкционный SDN-лист США
- Снижение темпов монетарного смягчения (на сентябрьском заседании ЦБ понизил ставку лишь на 100 б.п., а в октябре на 50 б.п. и повысил прогнозный диапазон средней ставки на 2026 г.)
- Замедление темпов роста экономики в связи с высокими ставками и снижение прибыли корпораций
- Неоднозначные показатели бюджета РФ в 2025 г. (расширение дефицита бюджета) и в период 2026–2027 гг. (не слишком реалистичные прогнозы по цене на нефть)
- Перспективы повышения налогов (рост НДС до 22% с 2026 г., отмена ряда налоговых льгот)
- Сильный рубль негативно сказался на результатах экспортеров, которые составляют более 60% российского фондового рынка

Динамика индекса Мосбиржи по годам



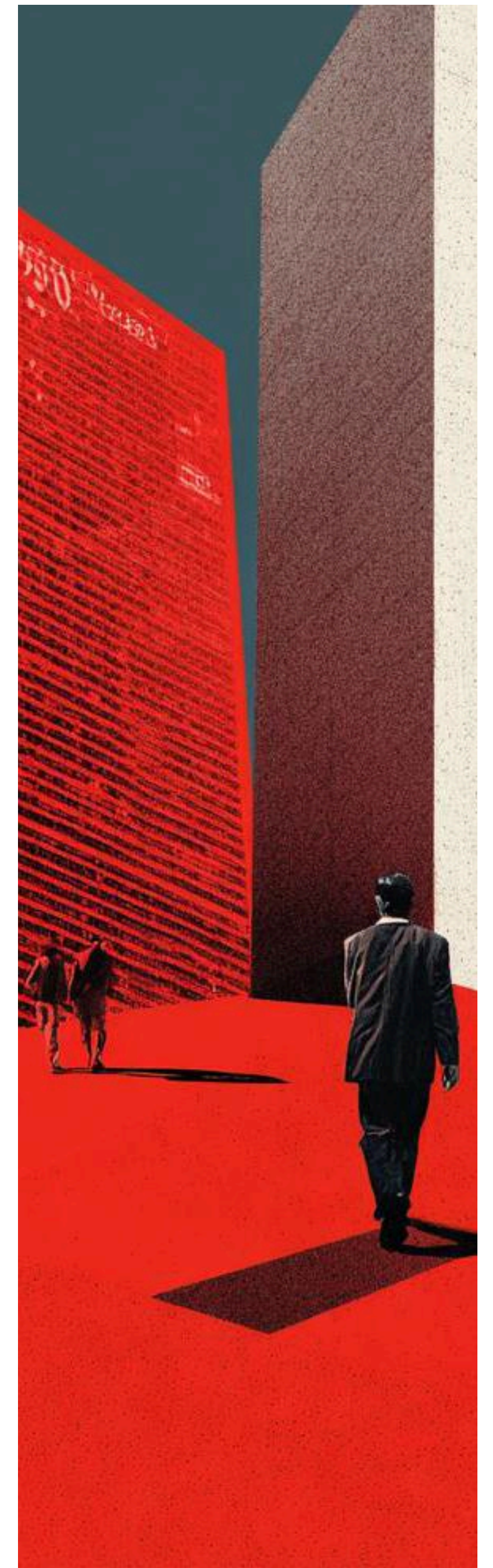
Индекс волатильности RVI и Индекс МосБиржи IMOEX (ПШ)



Российские акции

2025: Второй год снижения подряд

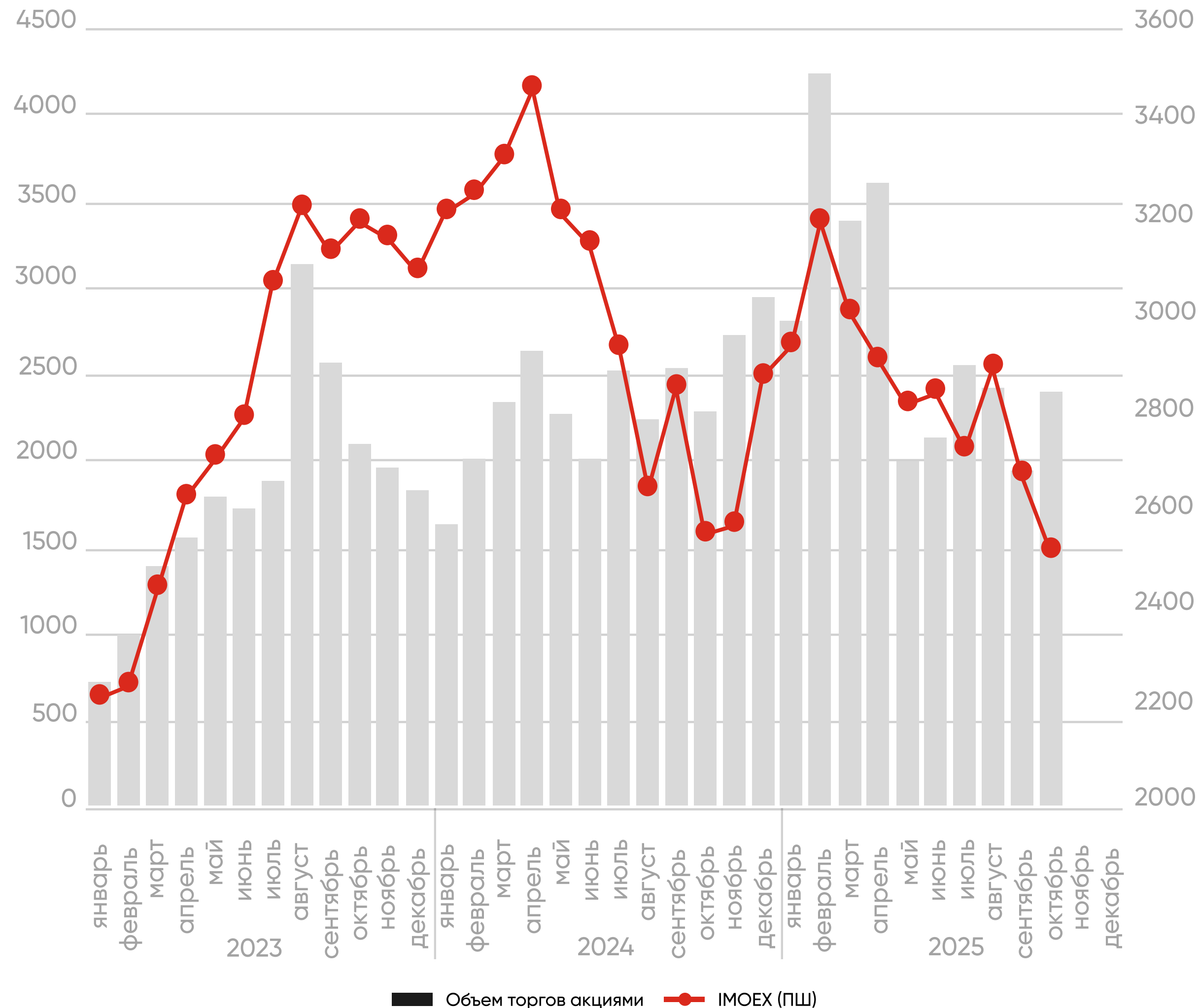
- По данным Росстата, за 6 мес. 2025 г. 30,6% компаний из 62 тыс. организаций получили чистые убытки, составившие более 5 триллионов рублей. Основные причины убыточности включают высокую ключевую ставку (до 20–21% в первом полугодии), дорогие кредиты, снижение спроса, увеличение налогов (ставка налога на прибыль была повышена с 20% до 25%), санкции и рост издержек, включая повышение зарплат на 15%.
- В первой половине 2025 года многие компании продолжали выплачивать или возобновили выплату дивидендов. Более того, дивидендная доходность российского рынка за 2024 г. (выплачиваемая в 2025 г.) возросла до 11%. Однако ближе ко 2-му полугодью все чаще стали появляться новости об отмене или снижении дивидендных выплат на фоне ухудшения финансовых результатов из-за высоких ставок, жесткого рынка труда и санкций.
- Процесс редомициляции российских компаний, зарегистрированных за рубежом, практически завершился. В ноябре возвратились на рынок в новом статусе акции Ozon – одни из последних представителей этой категории российских компаний.
- Объёмы торгов на российском фондовом рынке к концу 2025 г. снизились. В октябре 2025 г. среднедневной объем торгов акциями, депозитарными расписками и паями составил 103,5 млрд рублей (против 154 млрд рублей годом ранее).
- В течение сентября-октября доля физических лиц-резидентов РФ в объеме торгов акциями снизилась до менее, чем 70% против 73,9% в октябре 2024 г. При этом доля акций в портфелях физлиц находится на минимумах с 2022 г. – на уровне около 28%. (данные на сентябрь 2025 г.)
- Количество физических лиц, имеющих брокерские счета на Московской бирже, по итогам октября 2025 года составило 39,4 млн (+498 тыс. за октябрь, +5,2 млн за последние 12 мес.), ими открыто 74,2 млн счетов (+12,1 млн за последние 12 мес.).
- Рынок IPO в течение большей части 2025 г. года оставался «замороженным» ввиду неблагоприятной конъюнктуры. Всего в 2025 г. акции на открытом рынке разместили пока только три компании – в марте краудфандинговая платформа JetLand, в октябре 2025 г. – компания из сектора недвижимости Glorax, впервые в истории российского рынка предложившая инвесторам опцию гарантии доходности (19,5%, если через год цена акций будет ниже цены IPO), а также крупная госкорпорация, оператор жилищной ипотеки и финансовая компания Дом.рф.



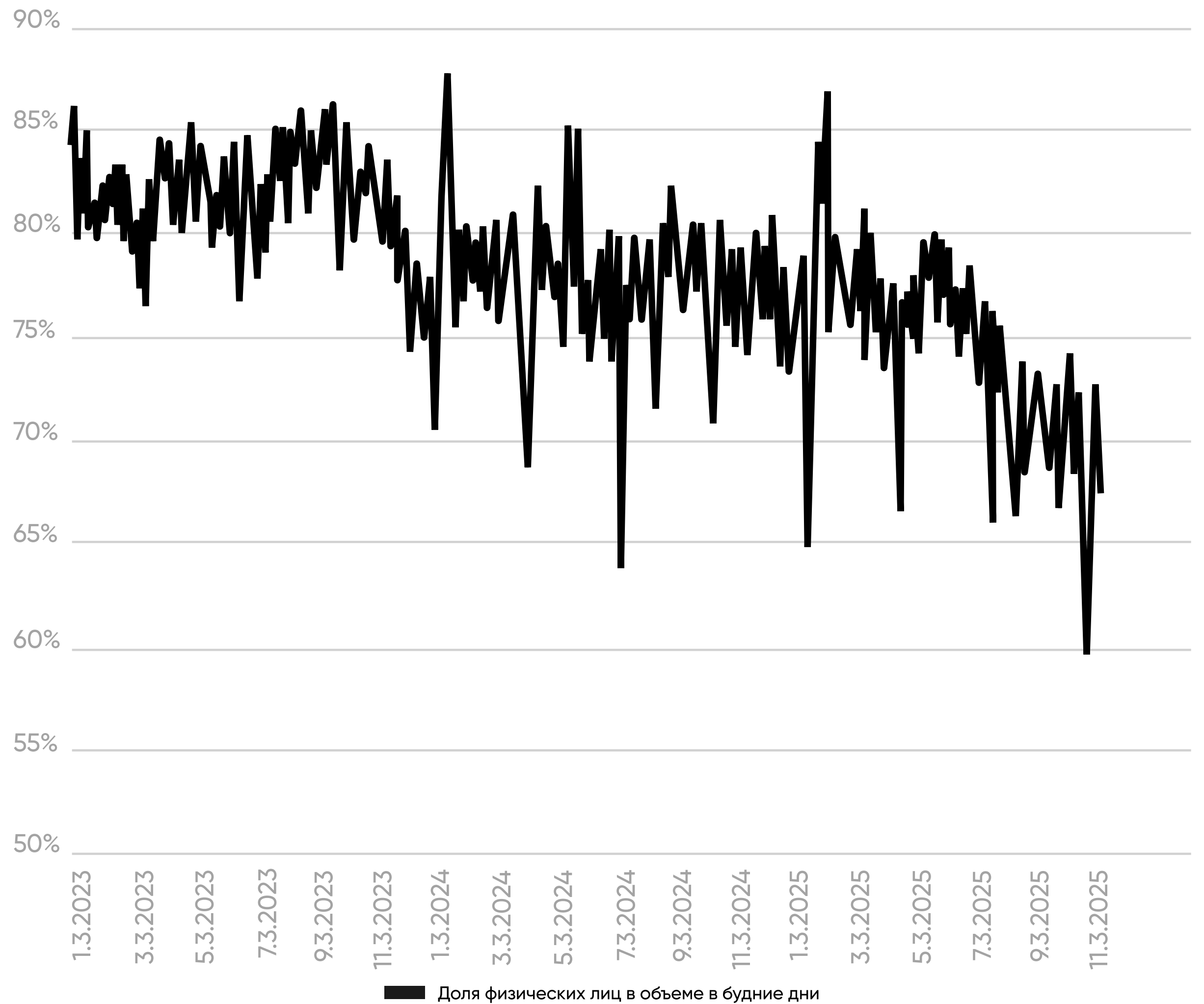
Российские акции

2025: Второй год снижения подряд

Объем торгов акциями на вторичном биржевом рынке (млрд руб.) и Индекс МосБиржи (IMOEX) на конец месяца (ПШ)



Доля физических лиц в объеме торгов* на рынке акций (%)



Российские акции

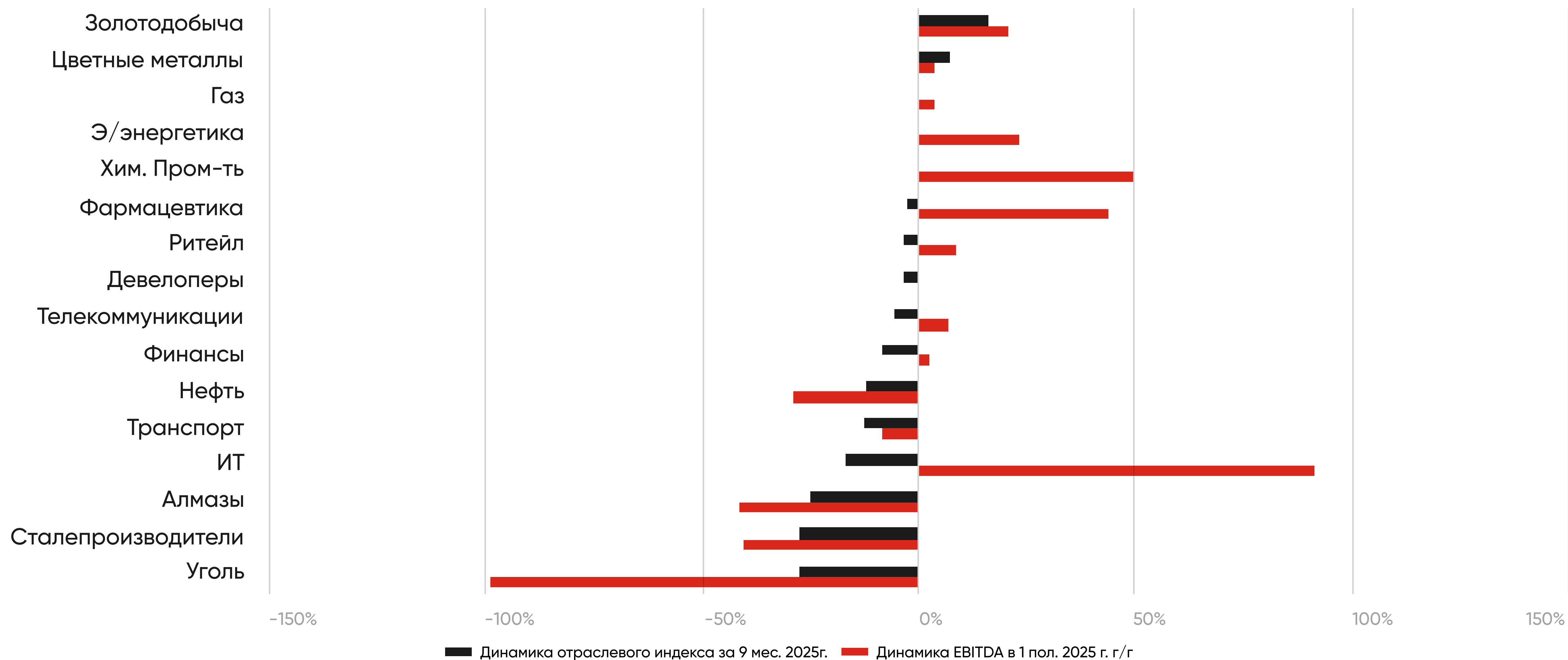
Отраслевой разрез

- Все сектора российского фондового рынка в 2025 г. в той или иной мере испытывали давление из-за высоких ставок в экономике и геополитической напряженности, что отразилось на их финансовых результатах и, соответственно, на динамике акций. Однако, естественно, это влияние было неравномерным.
- Более серьезные потери понесли сектора и компании с высокой зависимостью от ставки – сектора недвижимости, производители стальной продукции, угольные и транспортные компании.
- Лучше рынка в среднем выступили золотодобывающие компании, компании финансового сектора, электроэнергетические компании, ритейлеры, представители сектора химической промышленности и ИТ.
- В секторе золотодобычи отличилась в целом лишь одна компания Полюс, которая в полной мере отразила взрывной рост цен на золото в 2025 г.
- Финансовый сектор, который до недавнего времени демонстрировал неплохие темпы роста прибыли даже в условиях жесткой ДКП, начал ощущать замедление темпов роста во 2 пол. 2025 г.
- Аналогичные тенденции отмечаются и среди ритейлеров, чья возможность переносить издержки на потребителей также не безгранична
- Сектор ИТ, несмотря на финансовые результаты лучше рынка в абсолютном выражении, продемонстрировал негативную динамику с точки зрения динамики акций, отчасти из-за невыполнения завышенных прогнозов отдельными представителями, а отчасти из-за опасений насчет отмены ряда льгот и повышения налогов для сектора
- Сектор электроэнергетики избежал серьезной распродажи благодаря влиянию регулируемых тарифов, которые нивелировали негативные эффекты замедляющейся экономики.
- Экспортные сектора, прежде всего, нефть и газ, находились в середине спектра по динамике финансовых результатов за 1 пол. 2025 г., однако их можно назвать главным разочарованием года для инвесторов из-за санкций и сильного рубля, который, вопреки нашим прогнозам и прогнозам рынка, существенно ограничил возможности компаний по наращиванию финансовых показателей



Российский рынок акций в 2025 году

Динамика темпов роста EBITDA в 1 пол. 2025 г. по секторам в сравнении с доходностью отраслевых индексов*



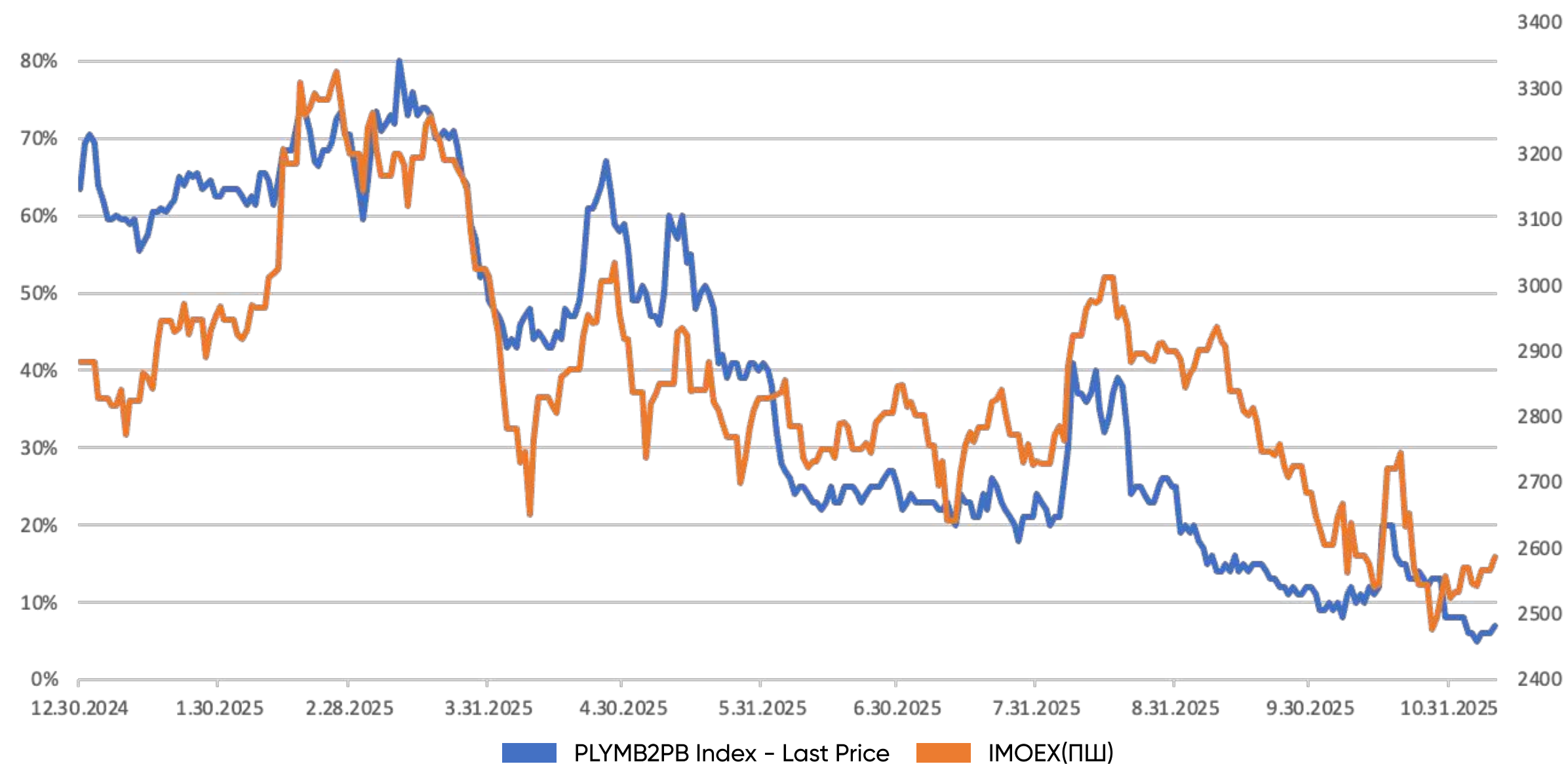
Российский рынок акций в 2026 году

Мы ожидаем, что российский рынок акций продолжит находиться под влиянием трех основных факторов, которые определяли его динамику в 2025 г.

- Геополитика
- Ставка и макроэкономика
- Рубль

Как показал 2025 год, самый влиятельный фактор и он же самый непредсказуемый – геополитика. Из-за высокой неопределенности геополитических сценариев их невозможно включить в количественную модель прогноза, поэтому базовый прогноз формируется при нейтральном геополитическом допущении.

Динамика индекса Мосбиржи (ПШ) vs динамика оценки вероятности завершения конфликта в Украине до конца 2025 г., по данным Polymarket



Матрица факторов влияния на рынок: корреляция

	Индекс Мосбиржи	Индекс Гос. облигаций	Нефть Brent	CNY/RUB	Polymarket шанс прекращения огня в 2025	Фонд «Ликвидность»
Индекс Мосбиржи	1,00	0,22	0,17	-0,06	0,37	-0,02
Индекс Гос. облигаций	0,22	1,00	0,02	-0,04	0,10	-0,12
Нефть Brent	0,17	0,02	1,00	0,12	0,04	0,01
CNY/RUB	-0,06	-0,04	0,12	1,00	-0,06	0,17
Polymarket шанс прекращения огня в 2025	0,37	0,10	0,04	-0,06	1,00	0,06
Фонд «Ликвидность»	-0,02	-0,12	0,01	0,17	0,06	1,00

Российский рынок акций в 2026 году

Сценарный прогноз по российскому рынку акций на 2026 год

Базовый сценарий:

Основные предпосылки:

Цена Urals \$45-50/барр., плавное снижение ключевой ставки, постепенное ослабление рубля, нейтральный геополитический фон

- Индекс МосБиржи: 3 400 пунктов.
- Курс рубля (USD/RUB): 90-95 руб./USD (ожидаемое ослабление на фоне низкой цены на нефть и снижения ставки).
- Ключевая ставка ЦБ на конец периода: 12%-13%.

Оптимистичный сценарий:

При оптимистичном сценарии, предполагающем прогресс в переговорах с Украиной, снижение премии за риск и дисконта на нефть, более агрессивное смягчение денежно-кредитной политики, индекс Мосбиржи может вырасти, по нашей оценке до 4000-4200 п.

Рисковый сценарий:

Рисковый сценарий, предполагающий дальнейшую эскалацию, сохранение ставки на прежнем уровне или даже ее повышение, может привести к снижению индекса в диапазон 2300 – 2500 п.



Российский рынок акций в 2026 году

Основные факторы, влияющие на российский рынок акций в 2026 году

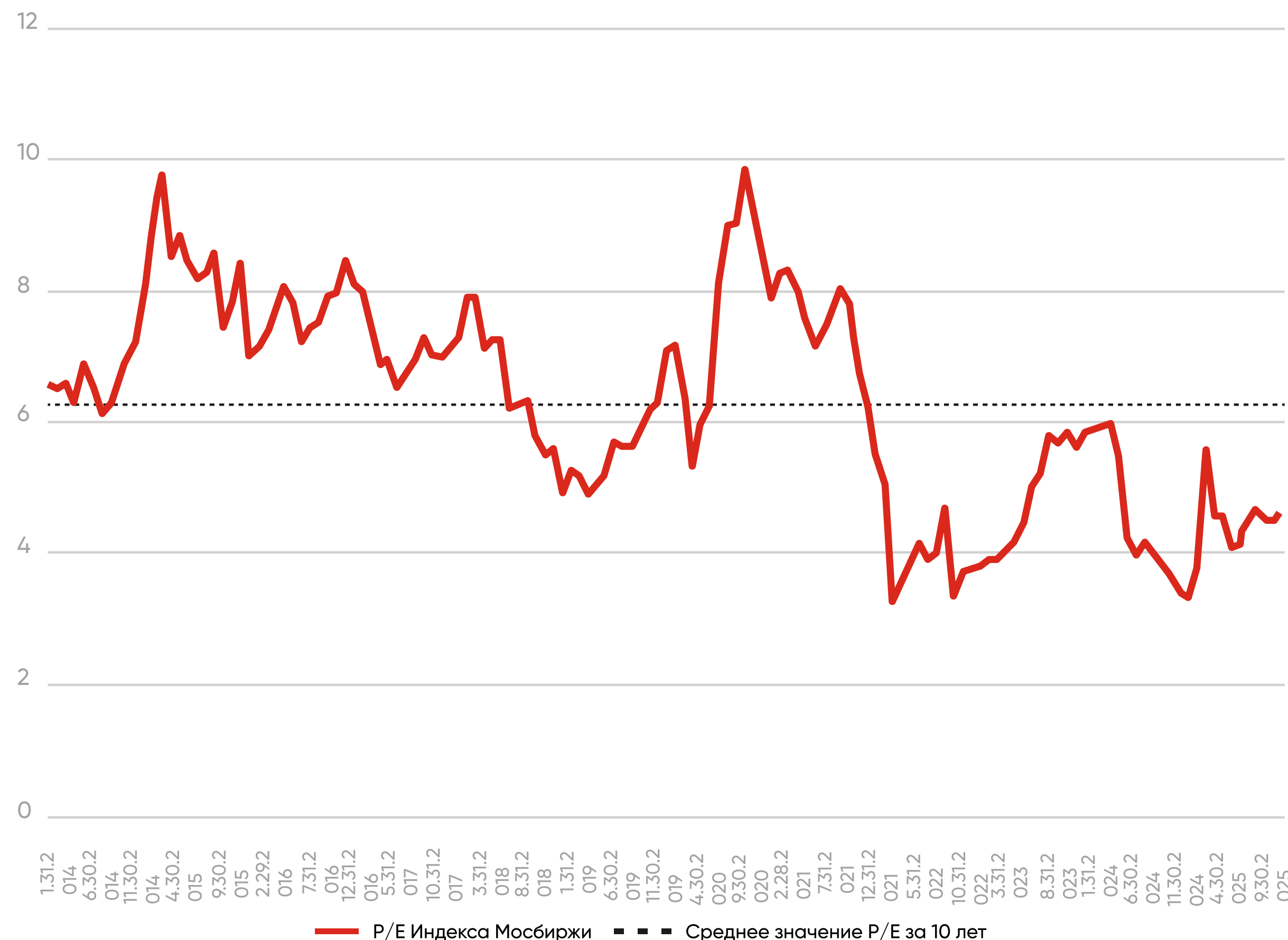
Степень влияния (корреляция с индексом MOEX)	Фактор	Комментарий
Высокая	Геополитика/санкции	Вероятность прекращения огня и деэскалации конфликта с Украиной, а также динамика санкционного давления Запада напрямую влияют на спрос на российские активы и сырьё. В прошлом ожидания по этим параметрам уже неоднократно менялись очень резко и непредсказуемо, оказывая очень значительное влияние на динамику рынка. Санкции также оказывают существенное влияние на деятельность компаний, повышая издержки и ограничивая спрос
Выше среднего	Валюта	Слишком крепкий рубль, оторванный от динамики сырьевых цен и геополитических факторов, негативно сказывается на доходах экспортеров в условиях ограниченных возможностей расширения рынков сбыта. В то же время наметилась постепенная смена тренда в этом направлении.
Средняя	Процентные ставки	Высокий уровень номинальных ставок в экономике оказывает давление на прибыль компаний, особенно имеющих высокую долговую нагрузку. При этом высокая доходность инструментов денежного и долгового рынка формирует низкорисковую альтернативу инвестициям в капитал компаний в условиях геополитической, макроэкономической и дивидендной неопределённости.
Средняя	Внутренние потоки капитала и бюджетный импульс	Значительная часть «горячего» спекулятивного капитала сосредоточена в фондах денежного рынка, средства из которых периодически перемещаются между рынком акций и долговым рынком вслед за изменением среднесрочных тенденций. В отсутствие устойчивых притоков и оттоков капитала рынок становится более подвержен краткосрочным, спекулятивным движениям.
Средняя	Макроэкономика РФ и внутреннее регулирование	Экономика РФ постепенно начинает восстанавливаться благодаря снижению ставки и ослаблению инфляционного давления. В то же время российские компании будут работать в гораздо более сложной среде, по крайней мере, в 1 полугодии 2026 г.: высокая геополитическая неопределенность, санкции и значительные издержки на логистику, повышенные налоги, все еще высокие ставки обслуживания долга, жесткий рынок труда
Средняя	Внешние рынки	Влияние динамики мировых сырьевых рынков на российский рынок заметно снизилось из-за санкционной изоляции, тем не менее, фактор цен на нефть и другие товары российского экспорта важны как для экономики/бюджета, так и для компаний-экспортеров, составляющих 60% российского фондового рынка
Средняя	Дивиденды	Дивидендная доходность российского рынка снижается и оценивается в 7% в 2026 г. Однако одновременно снижается и ключевая ставка, что ведет к уменьшению доходности альтернативных инструментов – депозитов и облигаций. По мере нормализации денежно-кредитной политики акции будут становиться более привлекательными, а по мере восстановления корпоративных прибылей можно ожидать и роста дивидендных выплат.
Низкая	Оценка по мультипликаторам	Фундаментальные факторы пока уступают по значимости геополитике и другим конъюнктурным метрикам. Тем временем, низкая оценка акций в совокупности с ожидаемым постепенным ослаблением рубля и ограниченностью спектра инструментов для инвестирования в условиях изоляции инвесторов из-за санкций может способствовать дальнейшему росту интереса инвесторов к рынку.
Низкая	Объемы депозитов населения	Огромные объемы средств на банковских депозитах – долгосрочный фактор роста фондового рынка

Российский рынок акций в 2026 году

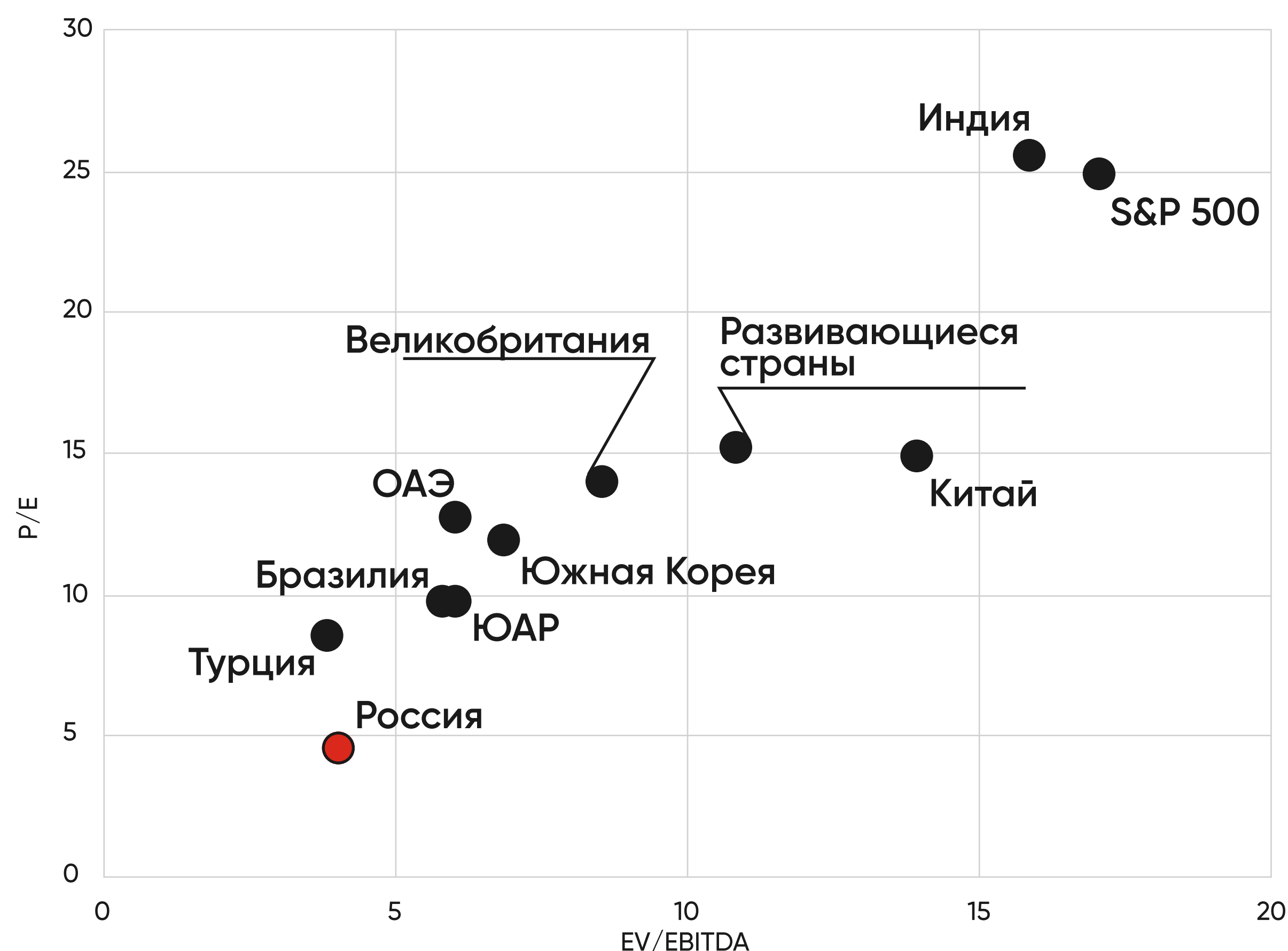
Мультипликаторы подросли из-за снижения прибылей, но по-прежнему ниже собственных средних и показателей других рынков

В основе существенного дисконта российского рынка по мультипликаторам снижение прибыли ввиду замедления экономики и геополитическая премия за риск. Первый фактор будет, скорее всего, улучшаться в 2026 г., что может отчасти способствовать переоценке российского рынка. Однако основная переоценка произойдет в случае снижения геополитической премии.

P/E12M российского рынка



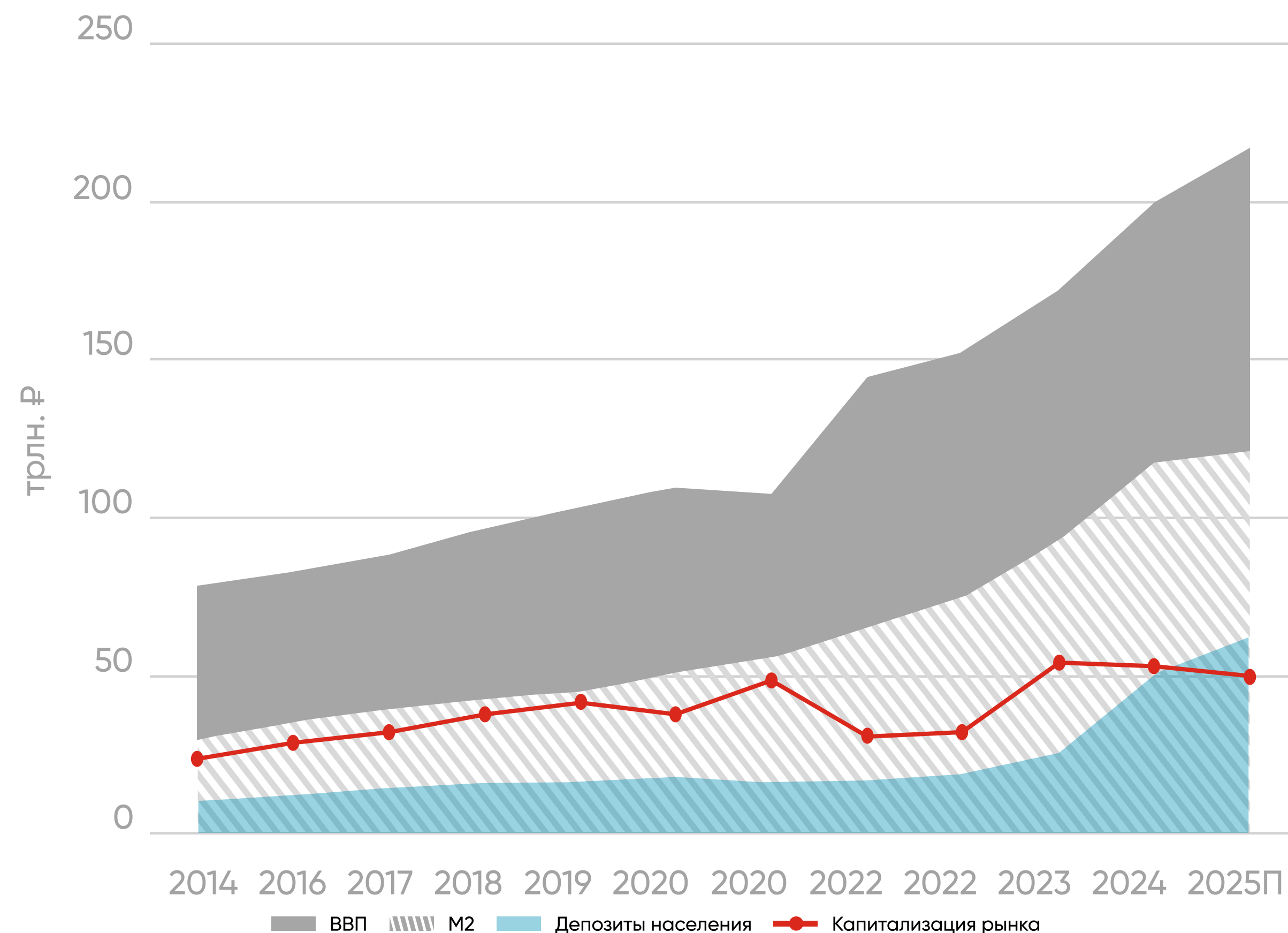
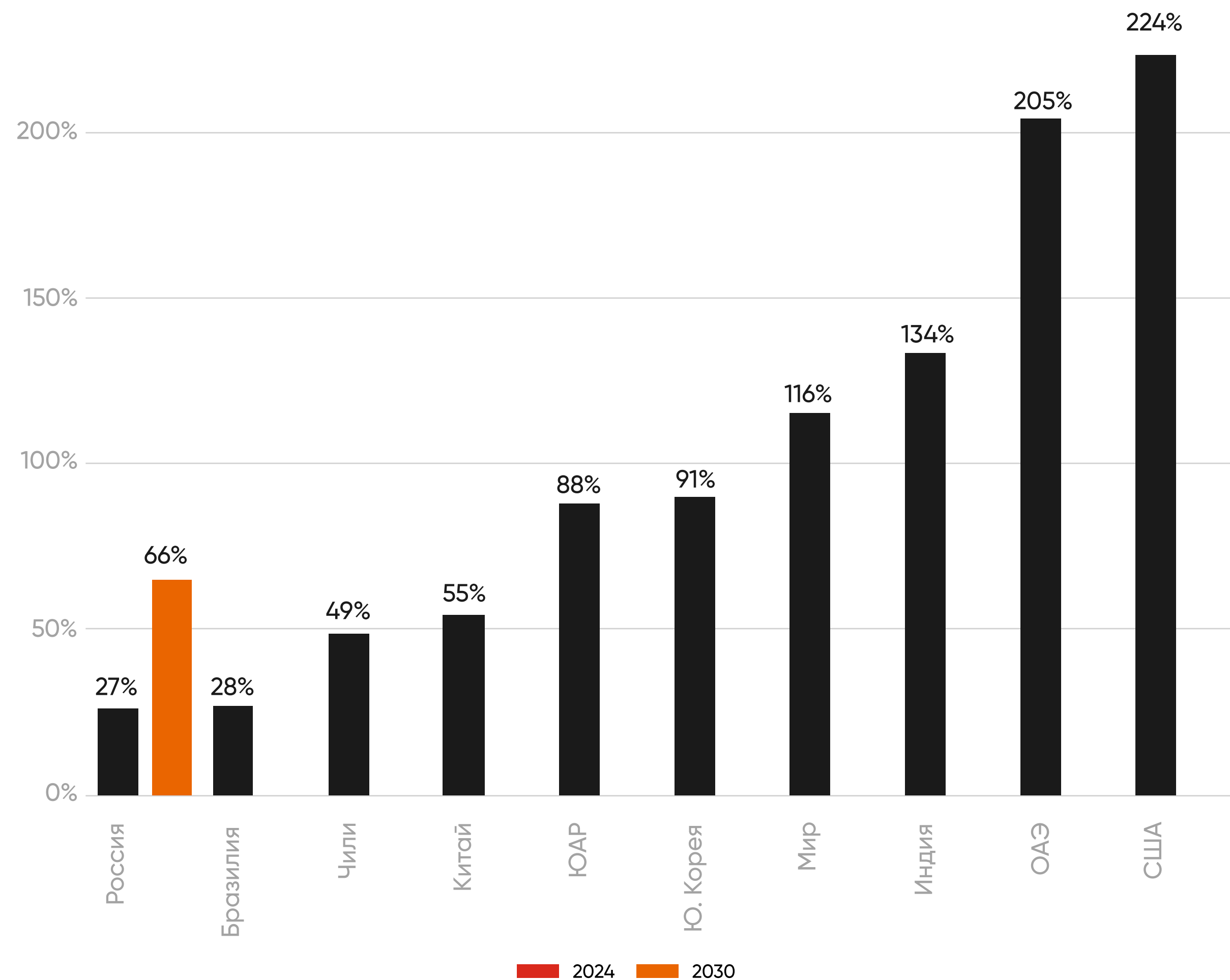
P/E vs EV/EBITDA по рынкам



Российский рынок акций в 2026 году

Капитализация российского рынка в % от ВВП существенно ниже показателей других стран, а также целевых показателей на 2030 г.

Капитализация российского рынка существенно отстает в росте от денежной массы и номинального ВВП. В 2024 г. объем депозитов населения превысил капитализацию российского рынка, и в 2025 г. эта тенденция продолжилась

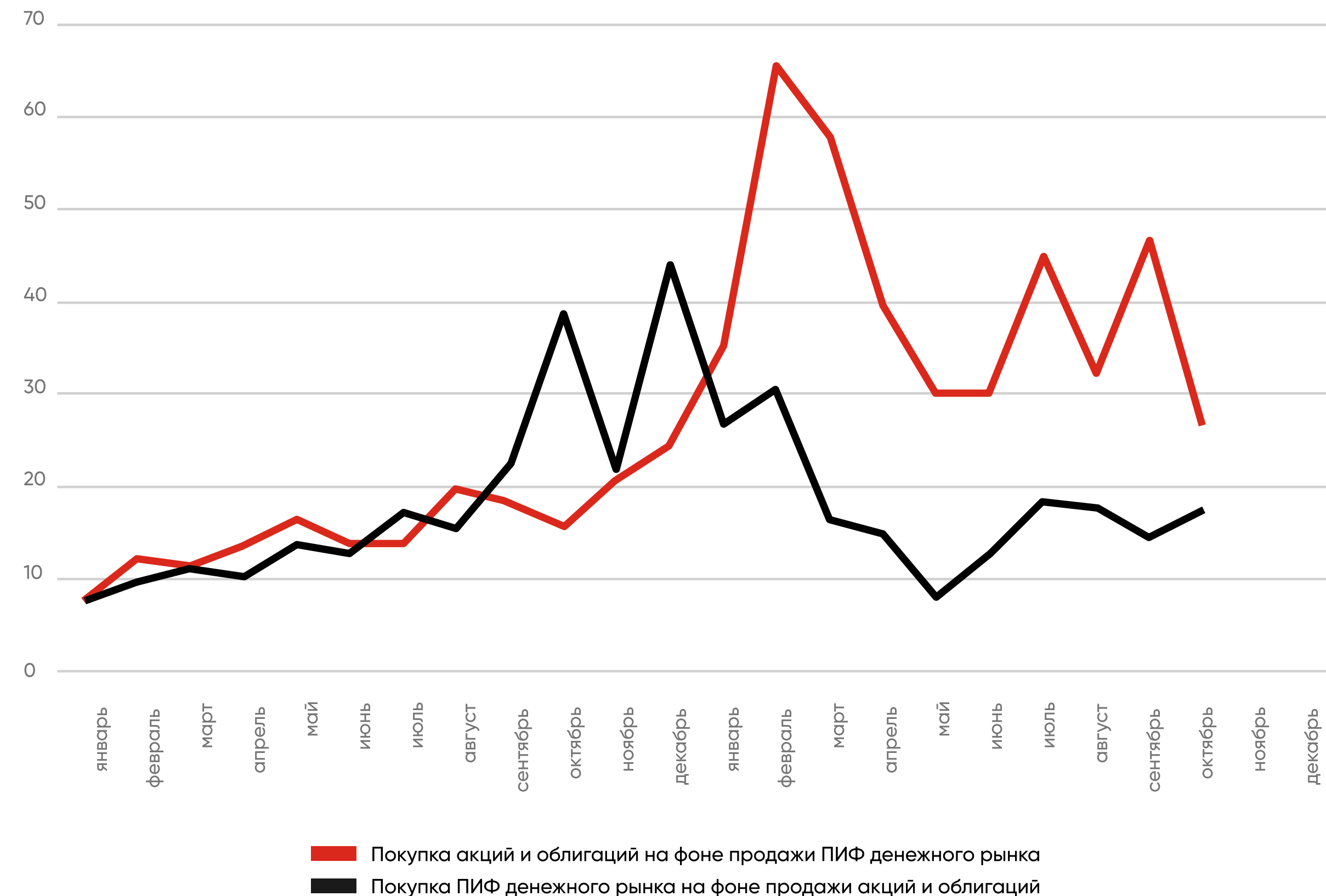


Российский рынок акций в 2026 году

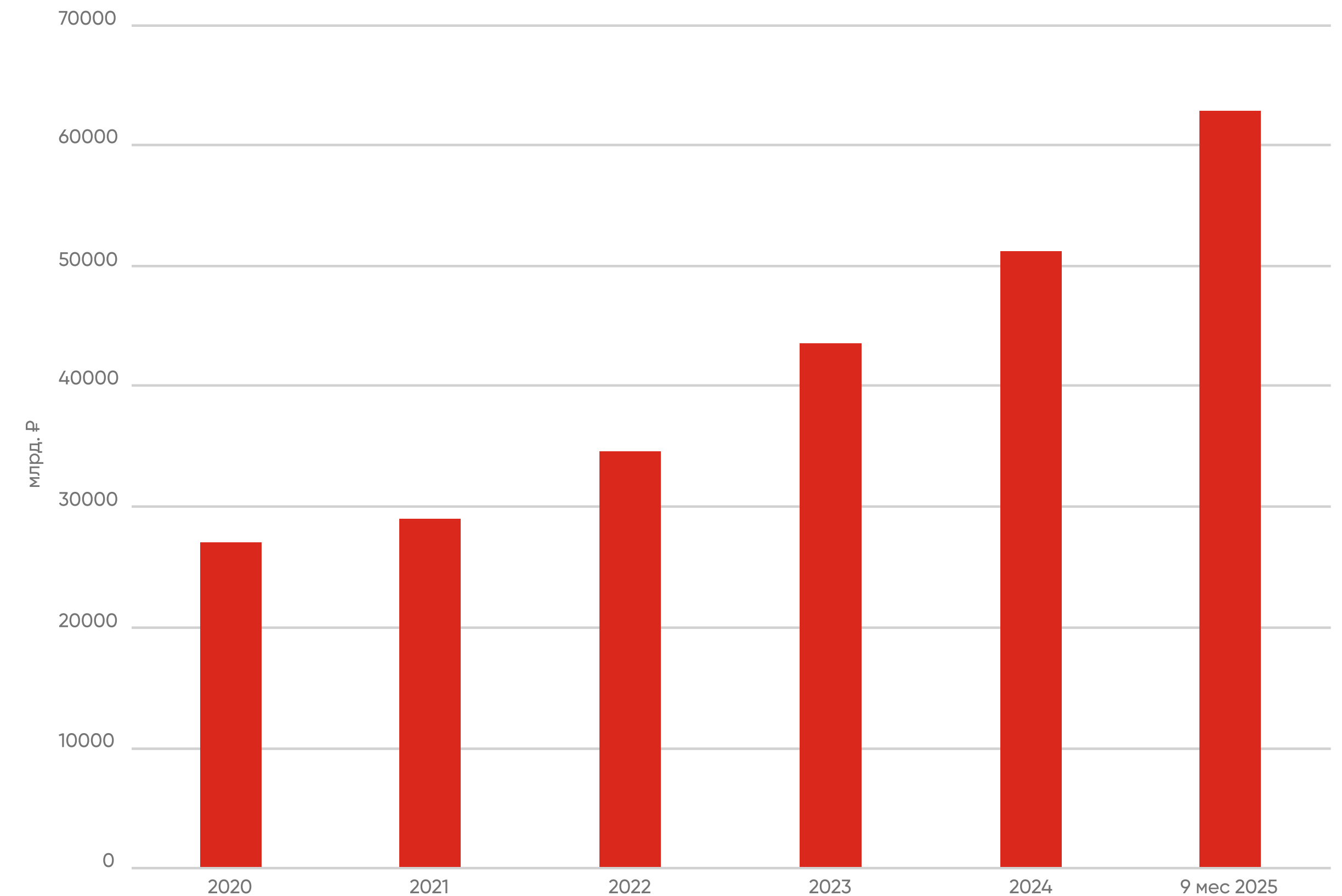
Снижение ключевой ставки и последующее снижение доходностей на рынке облигаций станет триггером для перетока средств из фондов ликвидности и облигаций на рынок акций

А депозиты – это уже основа долгосрочного роста рынка. Переток средств с банковских депозитов в ценные бумаги будет происходить постепенно по мере стабилизации макро- и геополитической ситуации

Объемы перетоков средств розничных инвесторов между рынками акций, облигаций и фондами денежного рынка, млрд руб.



Банковские рублевые депозиты физических лиц, млрд. руб.



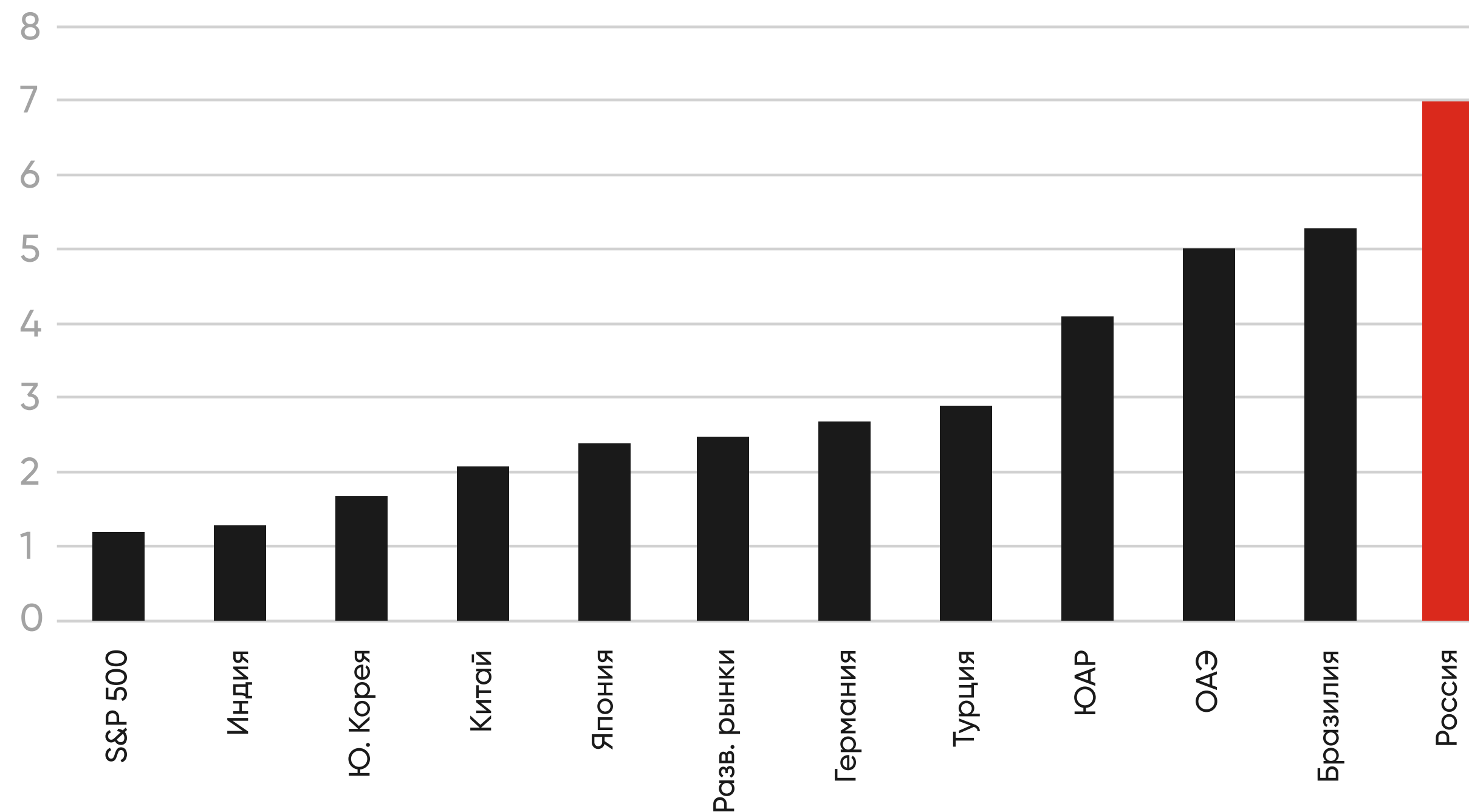
Российский рынок акций в 2026 году

Дивиденды как фактор поддержки

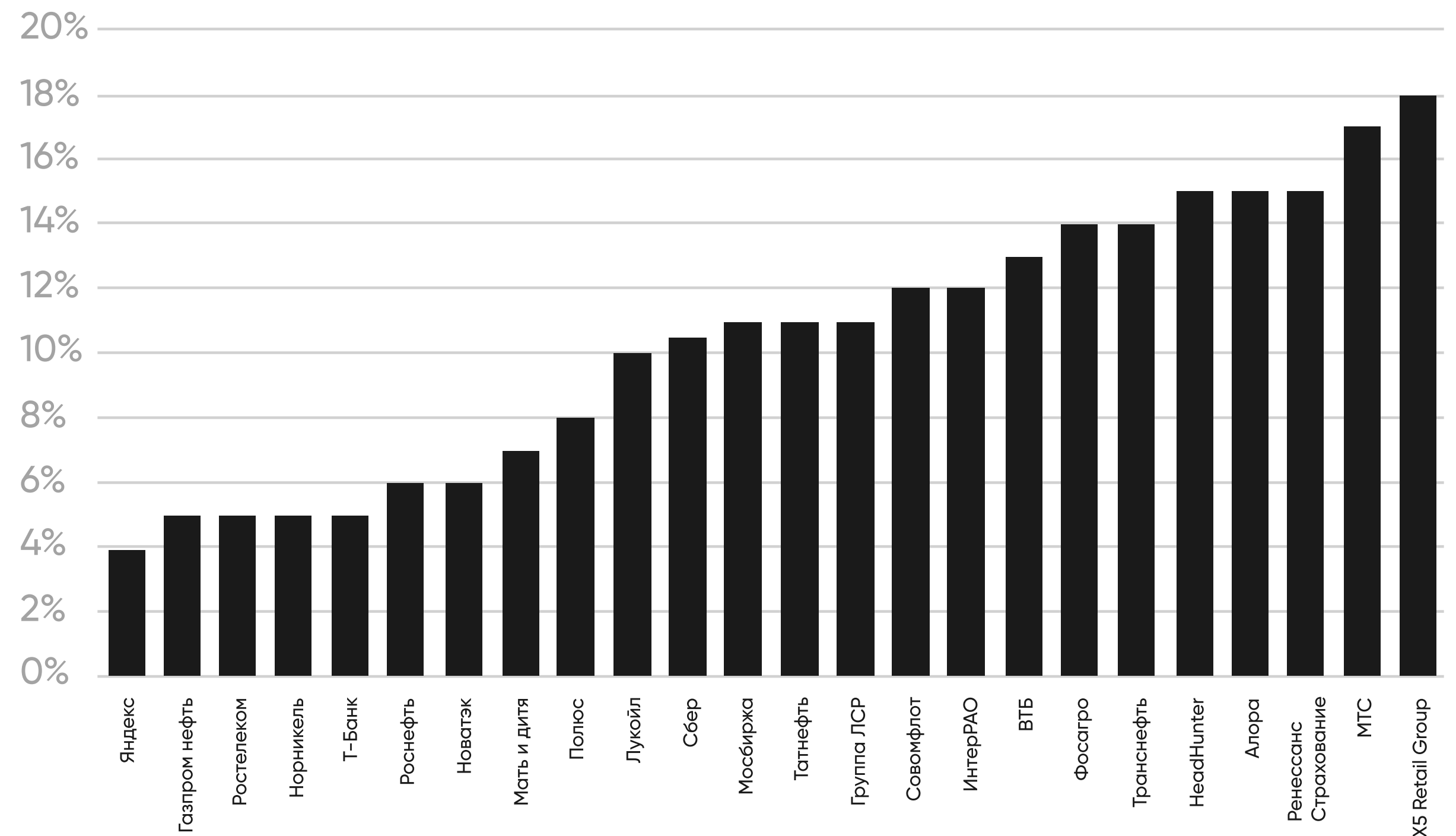
Дивидендный фактор остается значимым фактором поддержки российского фондового рынка, тем более, при высокой доле операций физических лиц на рынке.

Дивидендная доходность по итогам 2025 г. (выплачиваемая в 2026 г.), по нашим оценкам, снизится до 7% в среднем по рынку, но по мере снижения ключевой ставки, а значит и доходности альтернативных инвестиций (депозиты и облигации) этот показатель будет выглядеть более привлекательно, тем более, что дивиденды также будут восстанавливаться вместе с прибылью компаний.

Прогнозная дивидендная доходность по рынкам



Ожидаемая дивидендная доходность по отдельным российским акциям



Российский рынок акций в 2026 году

Вгляд на 12 месяцев. Базовый сценарий

По категориям акций



Комментарий

Идеи

Бенефициары снижения ставки



Тренд на снижение ставки представляется устойчивым, что в конечном счете позитивно отразится на акциях компаний, особенно выигрывающих от снижения ставки

Ренессанс Страхование, ЛСР, Сбер, Т-Технологии, Северсталь, НЛМК, Совкомбанк, Русал

Бенефициары мирного урегулирования



Данный сценарий не поддается прогнозированию, но если реализуется, последует масштабная переоценка всего рынка и в особенности акций компаний, сильнее других пострадавших от санкций

Газпром, Новатэк, Лукойл, Роснефть, Сургутнефтегаз, Мосбиржа, С-Петербургская биржа, Аэрофлот, Совкомфлот

Экспортеры



Учитывая наш взгляд, предполагающий ослабление рубля в 2026 г., перспективы экспортеров выглядят более привлекательными, но, скорее, этот сценарий начнет разворачиваться ближе ко 2 кв. 2026 г. Для отдельных категорий экспортеров (нефтяных компаний) позитивный эффект от ослабления рубля может нивелироваться эффектом снижения цен на нефть

Лукойл, Роснефть, Татнефть, Сургутнефтегаз прив., Фосагро, Норникель, Русал, НЛМК

Компании роста с высокой бетой, ориентированные на внутренний рынок



Российская экономика вступает в фазу пост-кризисного восстановления на фоне снижения ключевой ставки, что означает, что капитал снова идет в более рискованные активы, а следовательно акции с высокой бетой растут быстрее защитных

Яндекс, Озон, Хэдхантер, Позитив, Делимобиль

Компании стоимости



Защитные акции с высокой дивидендной доходностью выступают основой портфеля при любых сценариях

Транснефть, Сбер, Фосагро, Полюс, Хэдхантер, Мать и дитя

Российский рынок акций в 2026 году

Вгляд на 12 месяцев. Базовый сценарий

По секторам		Комментарий	Идеи
Нефтяные компании		Позитивный эффект ослабления рубля может быть нивелирован эффектом снижения цен на нефть и санкциями (снижением объемов)	—
Газовые компании		В этом секторе основные риски реализовались. Компании входят в фазу восстановления, где им окажет поддержку валютный курс	Татнефть, Роснефть, Лукойл
Финансы		Основные риски сектора уже по большей части отражены в котировках акций финансовых компаний, которые могут показать опережающее восстановление в случае улучшения макроэкономического фона.	Сбер, Т-Технологии, Ренессанс Страхование
ИТ		Компании демонстрируют стабильные и даже растущие финансовые показатели, несмотря на сложные условия рынка. При этом акции очень сильно снизились, не учитывая данный фактор. Восстановление экономики на фоне снижения ключевой ставки должно положительно сказаться на поставщиках ИТ-решений для внутреннего рынка	Ренессанс Страхование, ЛСР, Сбер, Т-Технологии, Северсталь, НЛМК, Совкомбанк, Русал
Хим. промышленность		Сочетание высоких цен на продукцию сектора и ослабления рубля делает данный сектор особенно привлекательным в 2026 г.	Фосагро
Телекоммуникации		Сектор также чувствителен к фазе экономического цикла, снижение ставок – облегчение долговой нагрузки, а значит восстановление прибыли. Однако нужно учитывать, что сектор очень капиталоемкий, поэтому его время, скорее, придется на более позднюю стадию восстановительного роста	Ростелеком
Медицина/Фарма		Сектор защитный и устойчивый к циклам, при этом показывает солидные темпы роста, выигрывая среди прочего от импортозамещения	Промомед, Мать и дитя
Ритейл		Ожидаем давления на рентабельность ритейлеров, особенно в 1 пол. 2025 г.	Х5, Лента
Строительный сектор		Девелоперы выигрывают от снижения ставки и оживления кредитования, однако восстановление займет время	ЛСР
Цвет. и др. металлы		Сочетание восстановления цен (в случае золота – сохранения цен на высоких уровнях) и ослабления рубля	Полюс, Норникель
Сталепроизводители		Это более долгосрочная история восстановления. Бумаги будут интересны, скорее, ближе ко 2 половине года	—
Транспорт		С одной стороны, данный сектор выигрывает от восстановления экономики, но с другой – он сильно зависит от геополитического фона	—

Российский рынок акций в 2026 году

Наши фавориты

1

В перспективе ближайших 3–6 месяцев мы предпочитаем фокусироваться на более защитных компаниях, которые предлагают высокие темпы роста и/или стабильную дивидендную доходность. Среди них такие акции, как Сбербанк, Транснефть, Яндекс, Озон, Т-Технологии, Полюс, X-5, Хэдхантер.

2

По мере появления предпосылок для возобновления тренда на снижение ставок (ближе ко 2 кв. 2025 г.) можно добавлять бумаги бенефициаров снижения ставки – компаний финансового сектора, таких как Совкомбанк, Ренессанс Страхование, девелоперов (ЛСР) и, возможно, сталепроизводителей (Северсталь, НЛМК), а также выборочно компаний с высокой долговой нагрузкой, таких как, например, Русал.

3

Время экспортеров, скорее, также придет ближе ко 2-му кварталу. Среди них мы выделяем Норникель, Фосагро, Татнефть, Новатэк, возможно, Роснефть и Лукойл.

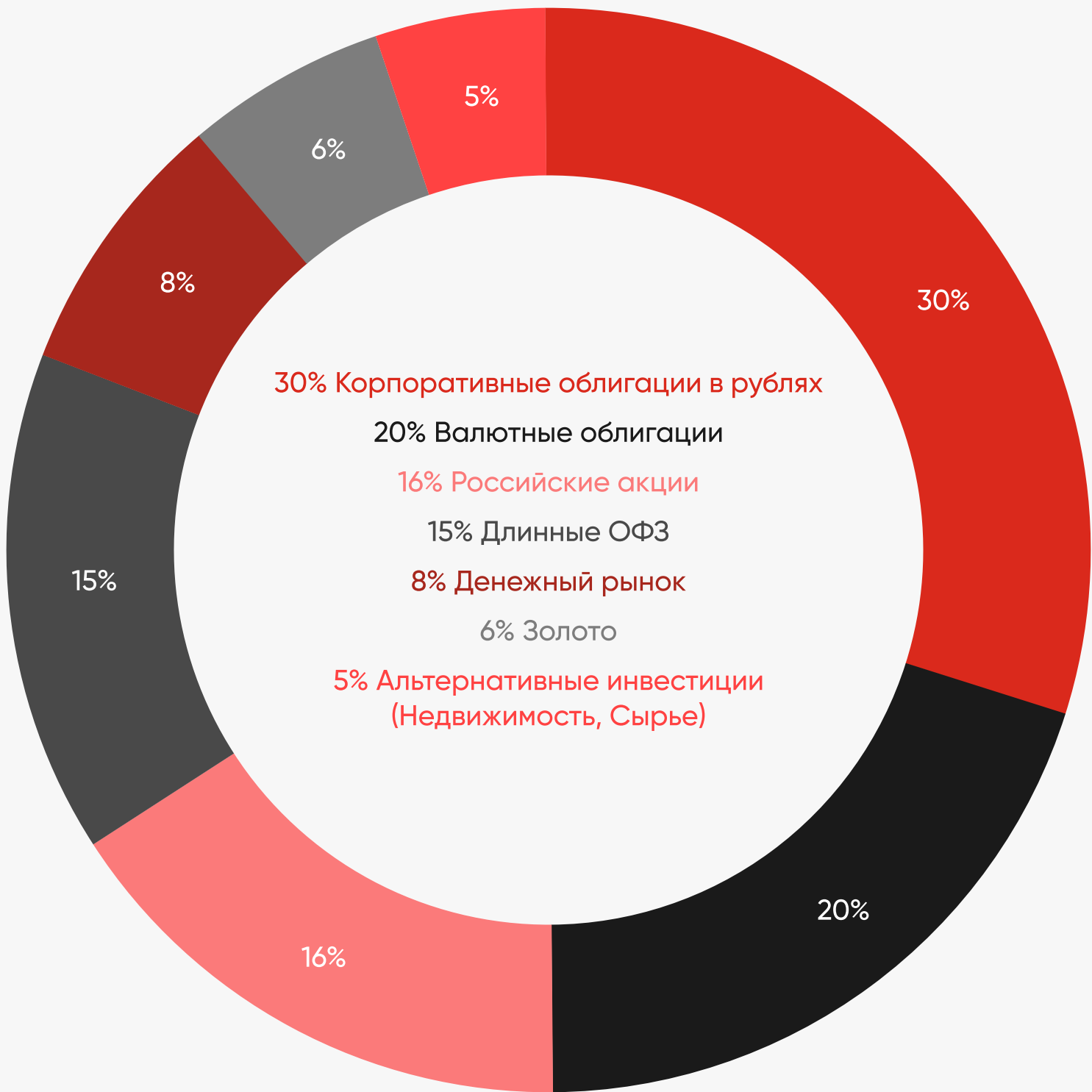
4

Более высокие темпы снижения ставки помогут восстановиться акциям с высокой долговой нагрузкой, в том числе Ростелеком, Русал, АФК Система.

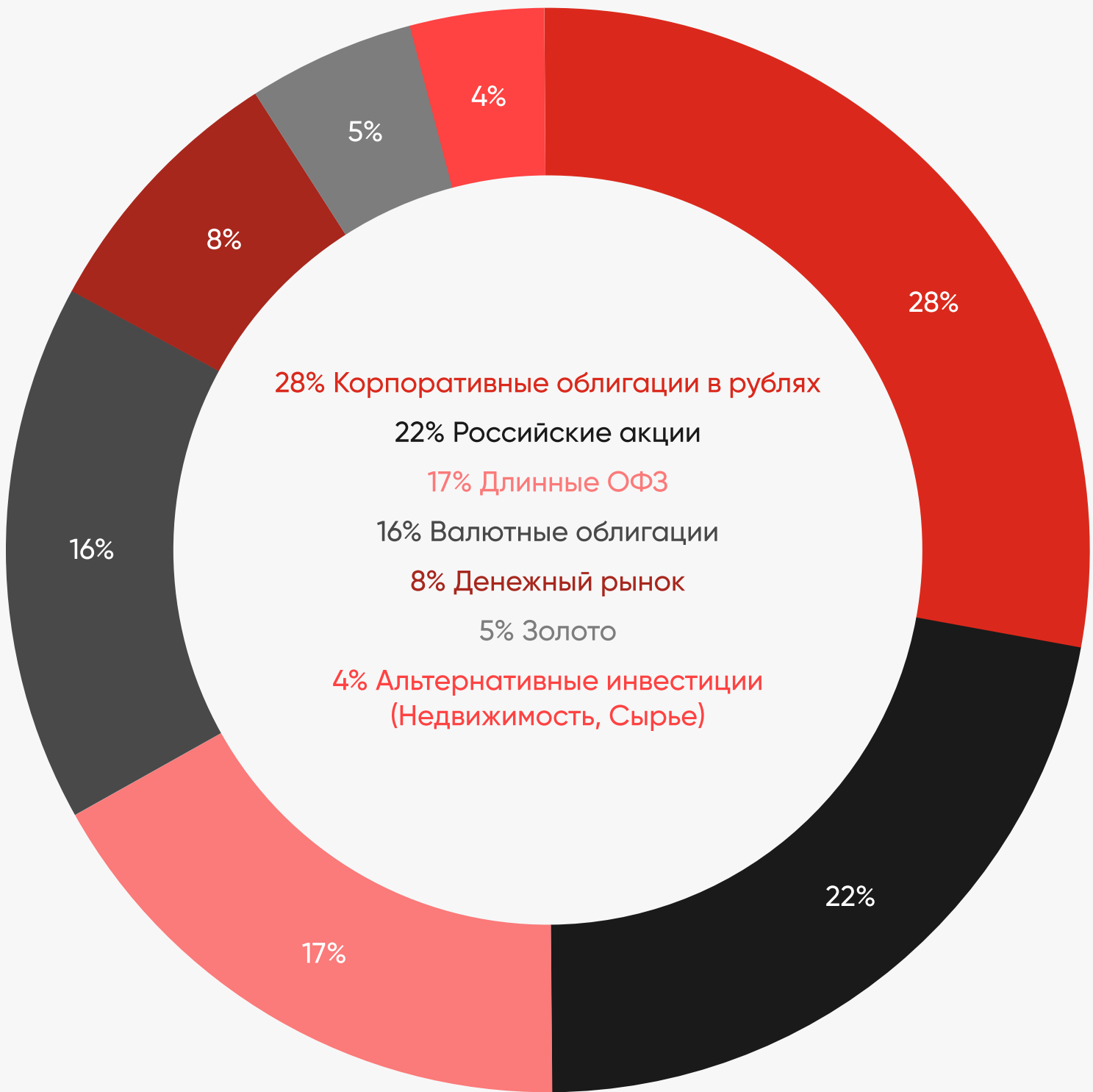
Распределение активов в зависимости от профиля инвестора

Мы распределили все покрываемые классы активов в наиболее сбалансированные модельные портфели, зависящие от риск-профиля инвесторов.

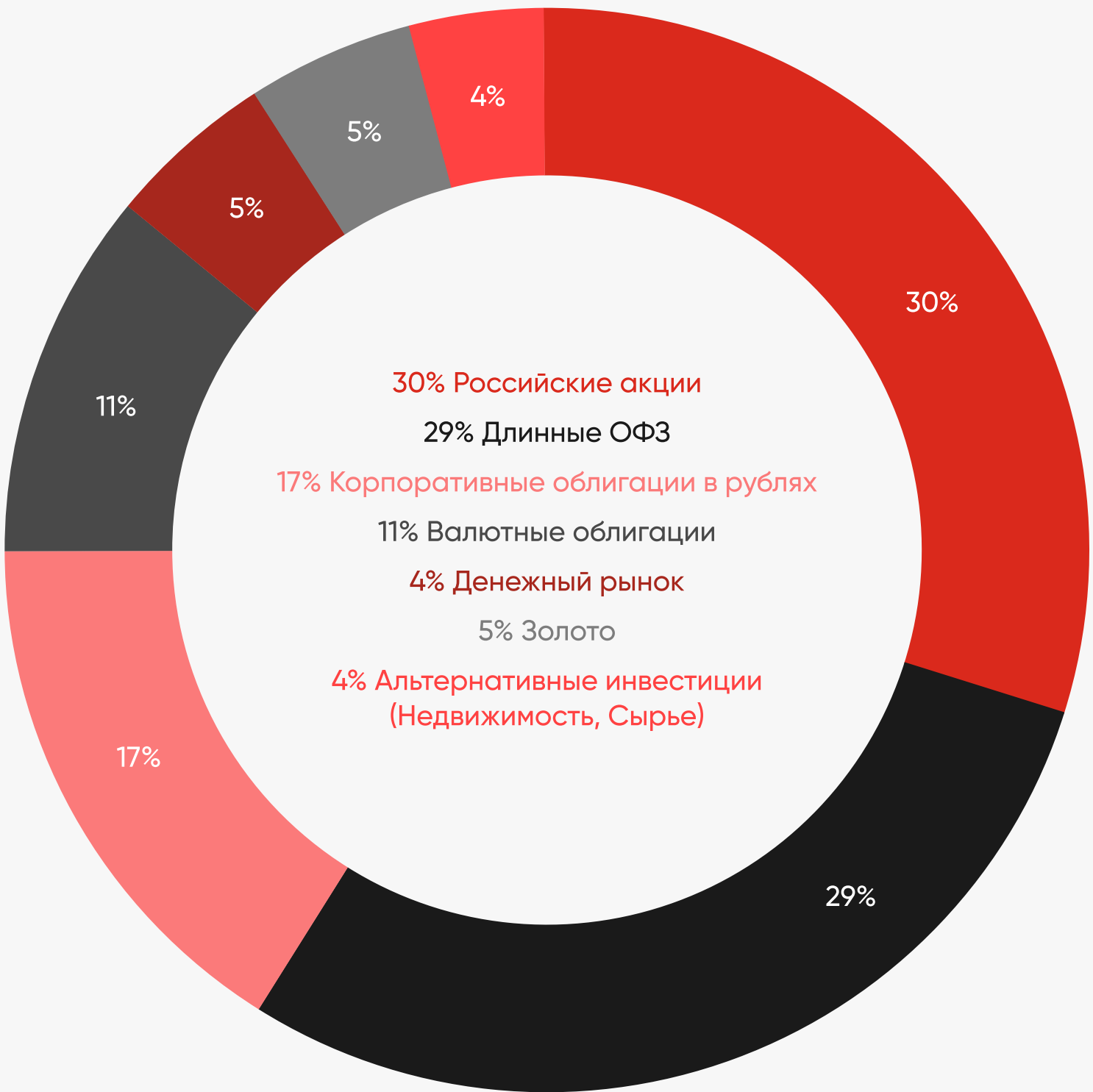
Консервативный



Сбалансированный



Агрессивный

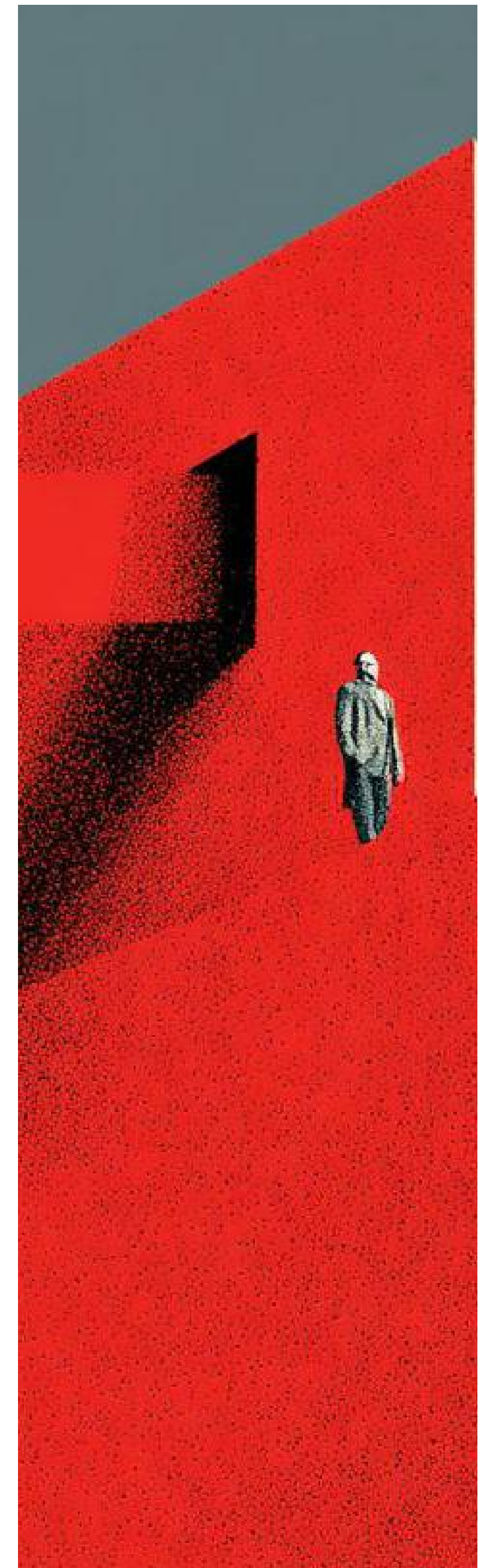


Рекомендации и риски

A man in a dark suit is walking across a light gray rectangular path that leads through a maze of large, rounded red blocks. Each block has a circular hole. The background is a solid dark red color. The overall scene is a metaphor for navigating through complex recommendations and risks.

Рекомендации

- Выделяем сегмент качественных корпоративных облигаций. Рекомендуем обратить особое внимание на корпоративные облигации с высоким кредитным рейтингом (АА- и выше) и дюрацией 2-4 года. В условиях ожидаемого снижения ключевой ставки и замедления экономического роста облигации надёжных эмитентов обладают потенциалом устойчивого роста. Важно отметить, что доходности по качественным корпоративным облигациям и депозитам в последнее время значительно разошлись из-за опережающего снижения ставок по депозитам, что может быть использовано консервативными инвесторами для повышения доходности своих портфелей. Дополнительным фактором привлекательности является возможное сужение кредитных спредов.
- Рекомендуем диверсифицировать портфель длинными ОФЗ с фиксированным купоном. Прогнозируемое замедление инфляции и дальнейшее снижение ключевой ставки в течение 2026 года создадут благоприятные условия для роста длинных ОФЗ. Снижение доходностей ОФЗ обеспечит инвесторам дополнительную прибыль за счёт увеличения стоимости облигаций. Размещение ОФЗ в юанях может поддержать этот тренд, снизив давление на рублёвый сегмент.
- Рекомендуем рассмотреть селективные инвестиции в короткие валютные облигации (1-2 года) в долларах США и юанях. Этот сегмент обеспечит защиту от потенциальной девальвации рубля в случае реализации негативных сценариев, связанных с санкционными рисками или ухудшением внешнеэкономической конъюнктуры. Короткие сроки обращения снизят процентный риск и повысят ликвидность портфеля. Первичные размещения валютных облигаций предлагают привлекательный уровень доходности, что делает их интересным инструментом для консервативных инвесторов, стремящихся к диверсификации валютных рисков.
- Полагаем, что в 1 квартале 2026 г. рынок акций может оставаться под давлением негативного сентимента, однако в дальнейшем в течение года снижение ставки и ослабление рубля могут, по нашему мнению, изменить ситуацию на рынке в лучшую сторону. Считаем, что в ближайшее время облигации будут интереснее с точки зрения соотношения риск/доходность, но тем не менее, инвестору все же стоит иметь позиции в акциях, учитывая непредсказуемость геополитического фактора. Для таких позиций мы бы выбирали акции с устойчивым балансом, низкой долговой нагрузкой, сильными позициями на рынке и с дивидендами, такие как Сбербанк, Транснефть, Яндекс, Хэдхантер, Полюс, Т-технологии. В дальнейшем, портфель можно расширить за счет акций бенефициаров снижения ставки (Ренессанс Страхование, Совкомбанк, возможно и более рискованные истории, такие как девелоперы и сталепроизводители), а также за счет экспортеров, которые выиграют от ожидаемого ослабления рубля.



Риски

- Для российского рынка акций самые значимые риски лежат в области геополитики. Эскалация конфликта с Украиной и/или западными странами способна свести на нет весь позитив, связанный с восстановительной фазой экономического цикла на фоне снижения ставки. Да и сама монетарная политика в этом случае может быть кардинально пересмотрена. Напротив, снижение геополитических рисков позволит быстрее снижать ставку и может привести к масштабной переоценке рынка акций.
- Макроэкономические риски, даже без привязки к геополитике, также актуальны. В ближайшее время мы можем увидеть усиление инфляционного давления в связи с повышением НДС. Кроме того, риски несет в себе бюджетная политика, поскольку параметры бюджета могут меняться в течение года, как это было, например, в 2025 г.
- Регуляторные и в целом внутривнутриполитические риски также не утратили свою актуальность: риски новых регуляторных и налоговых инициатив, а также риски других возможных непопулярных решений способны оказать влияние на финансовые и операционные показатели компаний, на спрос, модель поведения потребителей, импорт, рынок труда и т.д.
- Еще один специфический российский риск – инфраструктурный, связанный с санкциями, удлинением и удорожанием логистических цепочек, а также с прекращением торгов различными инструментами финансового рынка. Он также продолжит оказывать влияние на динамику отечественного рынка, тем более в связи с последними санкциями на две крупнейшие российские нефтяные компании Роснефть и Лукойл.
- Для рубля ключевой риск – изменение тренда в монетарной политике, а также действия ЦБ РФ и Минфина на валютном рынке.





ГЛОБАЛЬНАЯ ЭКОНОМИКА



Макроэкономическая ситуация

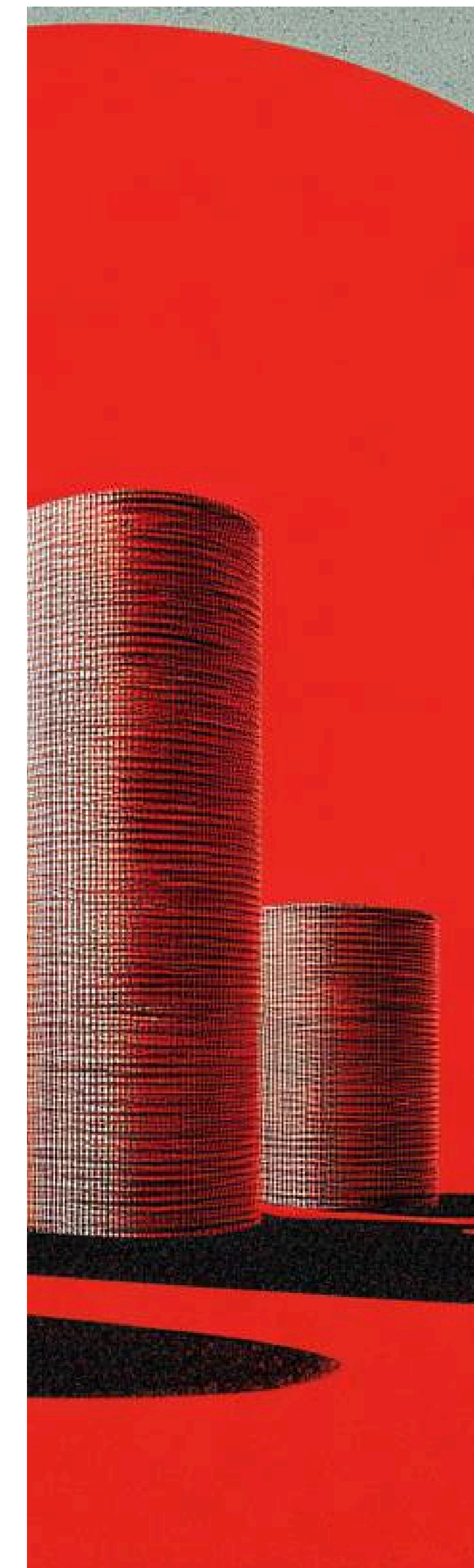
После тарифного шока экономический рост продолжится

Весной 2025 года тарифы, объявленные Дональдом Трампом, оказались настолько выше ожиданий, что стали практически рекордными за 100 лет. На данном фоне в первом полугодии 2025 большинство институтов пересмотрели прогнозы по мировому экономическому росту в сторону существенного понижения. Однако апокалипсиса не произошло: второе полугодие 2025 показало: (1) стремление США и большинства стран договариваться по тарифам, что привело к ощутимому смягчению тарифной политики; (2) сильные корпоративные прибыли в США; (3) продолжающийся бум в секторе ИИ и связанных с ним технологий и инфраструктуры; (4) фискальные и/или монетарные стимулы в большинстве мировых экономик; (5) отсутствие значимого роста инфляции в США, несмотря на тарифы.

По итогам 2025 года немедленного ощутимого урона мировому ВВП так и не произошло. В 2025 году рост мировой экономики будет ниже, но все еще на приемлемом уровне: 3,2%. МВФ отмечает, что негативный эффект от тарифных войн может стать более очевидным в 2026 и 2027 годах, но все же рост мировой экономики продолжится, пусть даже и чуть меньшими, чем ожидалось, темпами. При этом стоит отметить, что большинство экономик сейчас и без тарифов находятся в стадии позднего экономического цикла, поэтому определенное замедление является естественным явлением и пока не свидетельствует об угрозе рецессии.

Согласно базовому прогнозу МВФ, мировой экономический рост в 2026 году составит 3,1%, что соответствует ежегодному снижению на 0,1 п.п. по сравнению с 2024 и 2025 годами. Это ниже среднеисторического показателя за период 2000–2019 гг., который составляет 3,8%, но не так далеко от, например, показателя за период 2007–2016 гг. (3,4%).

В развитых странах совокупный экономический рост в 2026 году ожидается на уровне 1,6%, что на 0,2 п.п. ниже как фактического роста 2024 года, так и предыдущих прогнозов на 2025 год. При этом одним из лидеров роста останутся США. В 2026 году американская экономика даже покажет ускорение на 0,1 п.п. по сравнению с 2025 годом. Однако по сравнению с 2024 годом замедление будет существенным – на 0,7 п.п. В то же время регионом, где ожидается ускорение роста по сравнению с 2024 годом, станет Еврозона. Если в 2024 году рост составил 0,9%, то, по ожиданиям, паневропейский ВВП вырастет на 1,2% в 2025 году и на 1,1% в 2026 году. Этот рост обусловлен преимущественно рекордными фискальными стимулами Германии, эффект от которых ожидается в 2026 году. Однако это все еще ниже прогнозов, данных до тарифных войн. Аналогичная ситуация складывается и в Японии: если в 2024 году рост ВВП составил 0,1%, то в 2025 году экономика покажет 1,1%, а в 2026 году – 0,6%. Несмотря на урон для Страны восходящего солнца со стороны тарифов США, ВВП поддерживается ростом реальных зарплат и частного потребления.



Макроэкономическая ситуация

После тарифного шока экономический рост продолжится

В развивающихся странах экономический рост, по ожиданиям, замедлится на 0,1 п.п. до 4,2% в 2025 году, а впоследствии снизится до 4,0% в 2026 году. Этот показатель на 0,2 п.п. ниже, чем предполагалось в прогнозах, данных в конце 2024 года. Основной причиной снижения также являются тарифы. При этом экономический удар распределен неравномерно: основной удар приходится на страны ASEAN.

Однако умеренное снижение их ВВП ожидается преимущественно в 2026 году, поскольку в 2025 году эти страны поддержали как сильный внутренний спрос, так и эффект опережающего спроса на их экспорт. Это произошло по мере того, как импортеры в США пополняли товарные запасы перед объявлением тарифов. Большинство экономик, в особенности азиатских, не покажут существенного снижения в 2025 году, однако замедление в 2026 году будет более ощутимым.

Так, ВВП Китая останется стабильным: если в 2024 году он составил 5%, то покажет 4,8% в 2025 году и, по ожиданиям, 4,0% в 2026 году. В Индии в 2025 году ВВП даже подрастет на 0,1 п.п. и достигнет 6,6%, впоследствии снизившись до 6,2% в 2026 году. Экономики за пределами ASEAN преимущественно останутся стабильными или даже покажут рост.

Фактические и ожидаемые темпы экономического роста в мире

	Среднее 2007-16	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025 (прогнозы)	2026	2030
Мир	3.4	3.8	3.6	3.0	-2.7	6.6	3.8	3.5	3.3	3.2	3.1	3.1
Развитые страны	1.3	2.6	2.3	1.9	-3.9	6.0	3.0	1.7	1.8	1.6	1.6	1.5
США	1.5	2.5	3.0	2.6	-1	6.2	2.5	2.9	2.8	2.0	2.1	1.8
Зона Евро	0.7	2.6	1.8	1.6	-6.0	6.4	3.6	0.4	0.9	1.2	1.1	1.1
Япония	0.4	1.7	0.6	-0.4	-4.2	2.7	1.0	1.2	0.1	1.1	0.6	0.5
Прочие развитые страны	2.2	3.1	2.5	1.9	-3.9	6.5	3.4	1.5	2.0	1.6	1.8	1.9
Развивающиеся рынки и развивающиеся страны	5.3	4.8	4.6	3.8	-1.8	7.0	4.3	4.7	4.3	4.2	4.0	4.0

На конец 2025 года индекс мировой экономической неопределенности на максимумах. Однако неопределенность торговой политики снижается.



Макроэкономическая ситуация

Мировая экономика замедляется?

Инфляция в 2026 году: снижение на всех ключевых рынках кроме США и Японии

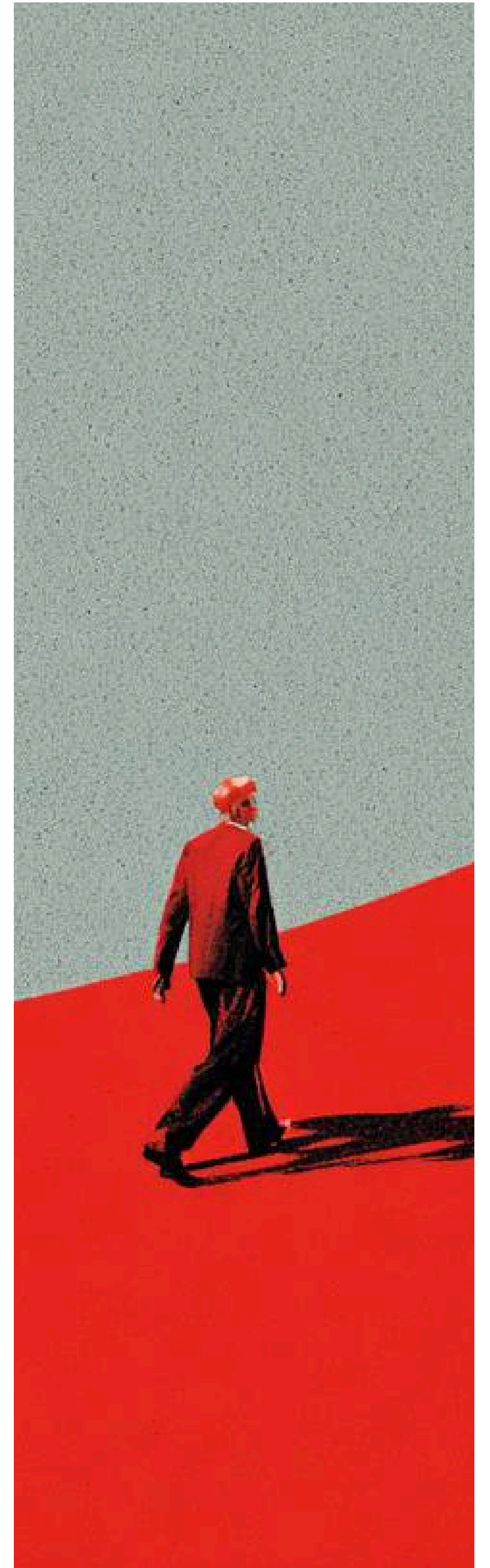
Ожидается, что мировая инфляция продолжит снижаться. Индекс мировых потребительских цен опустится до 4,2% в этом году и до 3,7% в 2026 году. В отличие от прогнозов по экономическому росту, этот показатель пока не претерпел пересмотров в сторону ухудшения. В то же время ситуация в разрезе отдельных стран отличается существенно.

(1) В первую очередь стоит отметить США, где, по ожиданиям МВФ, ускорение инфляции начинается уже сейчас: если в 2025 году урон от тарифов несли в первую очередь импортеры, то в 2026 году поднимутся цены для потребителей. Несмотря на это, ожидается, что уже к 2027 году инфляция в США достигнет целевого уровня ФРС 2%. При этом в 2026 году тарифная инфляция может сопровождаться слабеющим рынком труда: если это приведет к снижению потребительских расходов, то можно ожидать, что таким образом тарифная инфляция может быть нивелирована.

(2) За пределами США рост инфляции возможен в таких странах, как Соединенное Королевство, Мексика и Бразилия, где инфляция вызвана комбинацией факторов: единовременными (индексация цен в Великобритании), фискальными, валютными и политическими (в Бразилии), а также удорожанием продовольствия и услуг (в Мексике).

(3) В большинстве азиатских экономик, за исключением преимущественно Японии, динамика инфляции ожидается более низкой, чем прогнозировалось. Это обусловлено как ожиданиями частичного экономического замедления на фоне тарифов, так и более дешевым, чем прогнозировалось, доступом к энергоносителям и продовольствию, а также монетарными и фискальными стимулами. Особняком в этой когорте стоит Япония, где десятилетия низких процентных ставок, казалось бы, возымели свой эффект: вкупе с более существенным повышением зарплат населения и курсом на мягкую фискальную политику, Япония впервые за много лет наблюдает рост инфляции.

(4) Отдельной строкой необходимо отметить тарифные войны: к концу года объявленные по всему миру тарифы снизились до совокупной номинальной ставки чуть более 15%, однако фактическая тарифная нагрузка (то есть доходы, полученные от тарифов) стала даже более низкой: 10%. Именно эта мягкость тарифов по сравнению с весенними ожиданиями и дала передышку финансовым рынкам, позволив показать рост. Мы ожидаем, что тарифная оттепель может продолжиться, и после ожидаемого роста потребительской инфляции в 1П26 тарифные страхи начнут постепенно ослабевать.



Макроэкономическая ситуация

Мировая экономика замедляется?

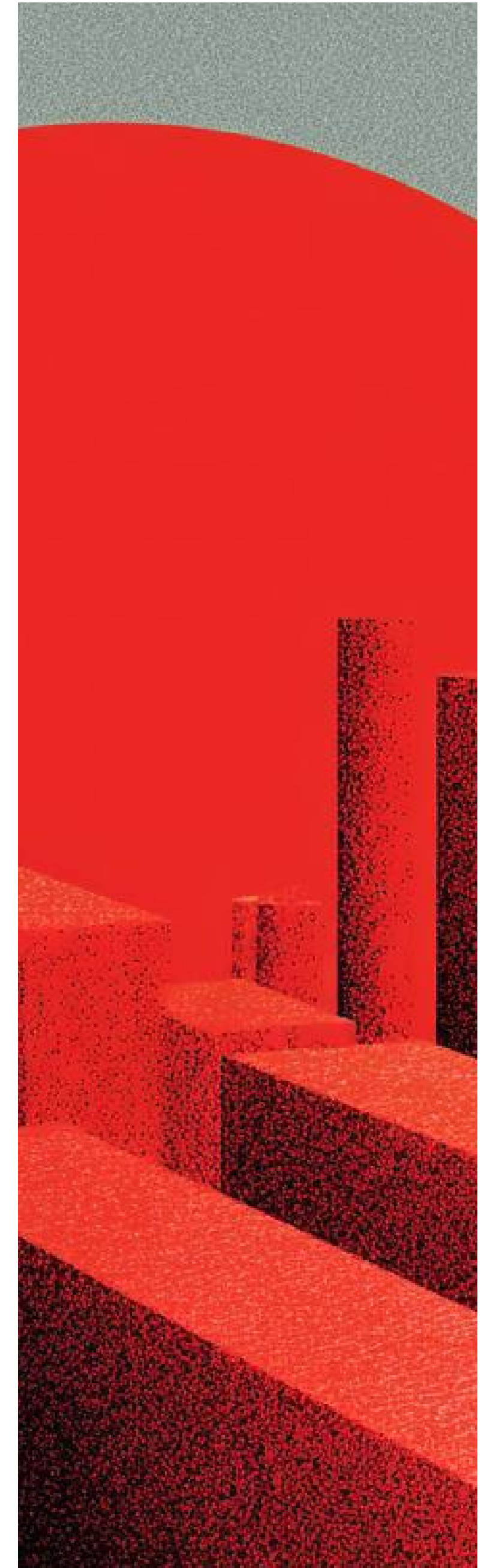
Ставки в 2026 году: разнонаправленная динамика

Если период 2022–2024 годов характеризовался одним из самых агрессивных циклов монетарного ужесточения в мире, то в 2025 году большинство экономик перешли к нормализации монетарной политики. Эта нормализация продолжится и в 2026 году. Однако пока рано говорить о глобальном монетарном смягчении – мировые экономики становятся более фрагментированными, а инфляционная, фискальная и политическая ситуации рознятся от страны к стране. Более того, все больше на первый план выходят риски обслуживания государственного долга в таких странах, как США, Япония и в странах ЕС, а также риски утраты независимости мировыми ЦБ, в первую очередь, ФРС, что делает комплексное прогнозирование мировой монетарной политики затруднительным.

В США, по ожиданиям, цикл монетарного снижения продолжит набирать обороты, и в 2026 году ставка снизится на 1%. Такая динамика ожидается, несмотря на риски ускорения потребительской инфляции в 2026 году, и может быть обусловлена такими причинами, как слабеющий рынок труда, растущая стоимость обслуживания государственного долга и политическое давление Трампа на ФРС.

В Еврозоне и Японии существуют риски ужесточения монетарной политики. Евросоюз начал снижать ставки раньше США, но рекордные фискальные стимулы Германии (500 млрд) могут вынудить Европу отказаться от дальнейшего снижения ставок. При этом в Японии ужесточение монетарной политики может продолжиться на фоне инфляционных рисков и экспансивной фискальной политики нового премьер-министра.

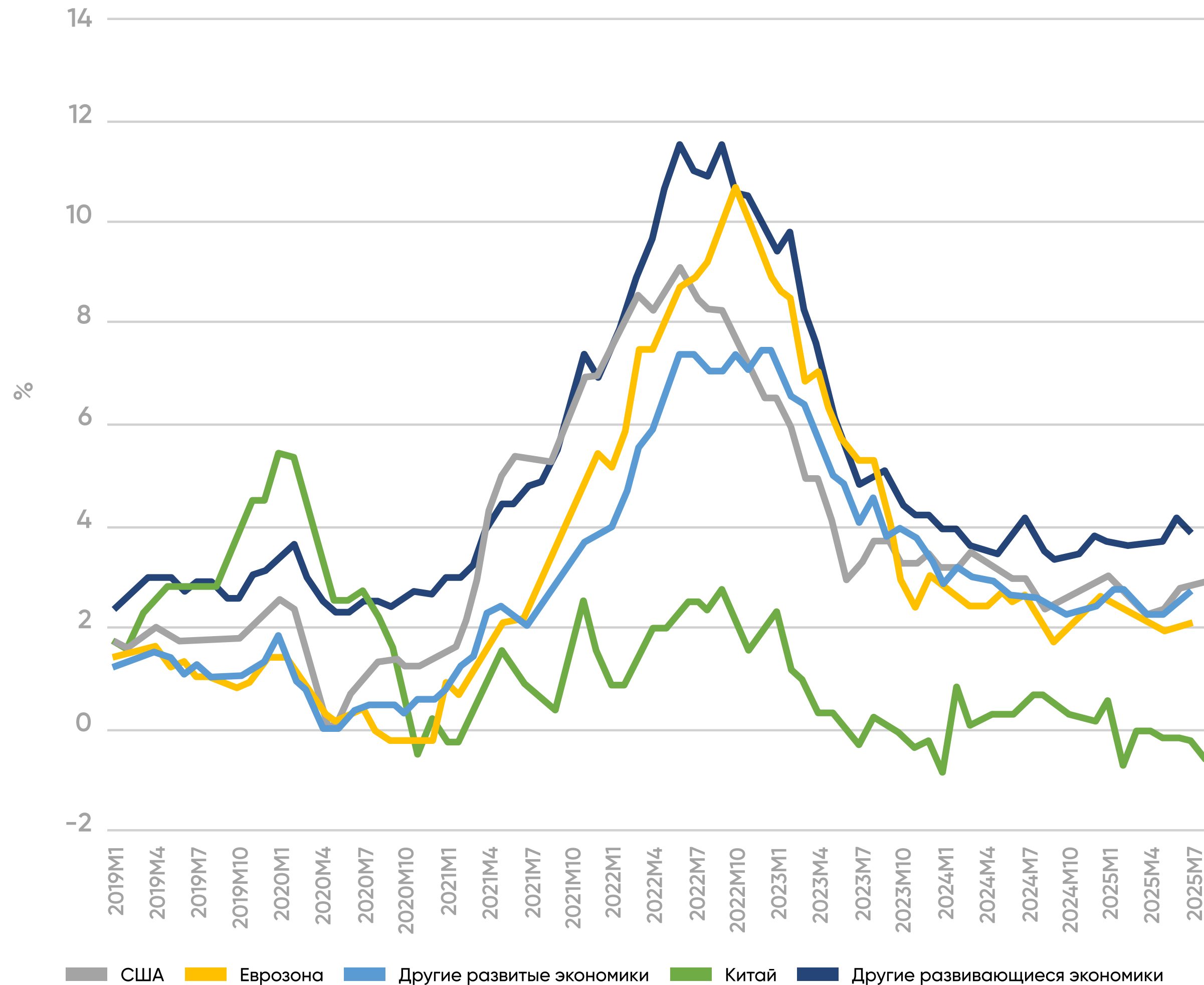
В большинстве остальных стран смягчение монетарной политики более вероятно. Для многих торговых держав Азии (в первую очередь, Китая) тарифные войны – это глубоко дезинфляционное событие, что позволяет местным властям стимулировать экономику монетарными методами. В некоторых других странах, например, в Бразилии, инфляция остается повышенной, но снижается, что предполагает, если не снижение ставки, то как минимум сохранение нейтрального курса монетарной политики.



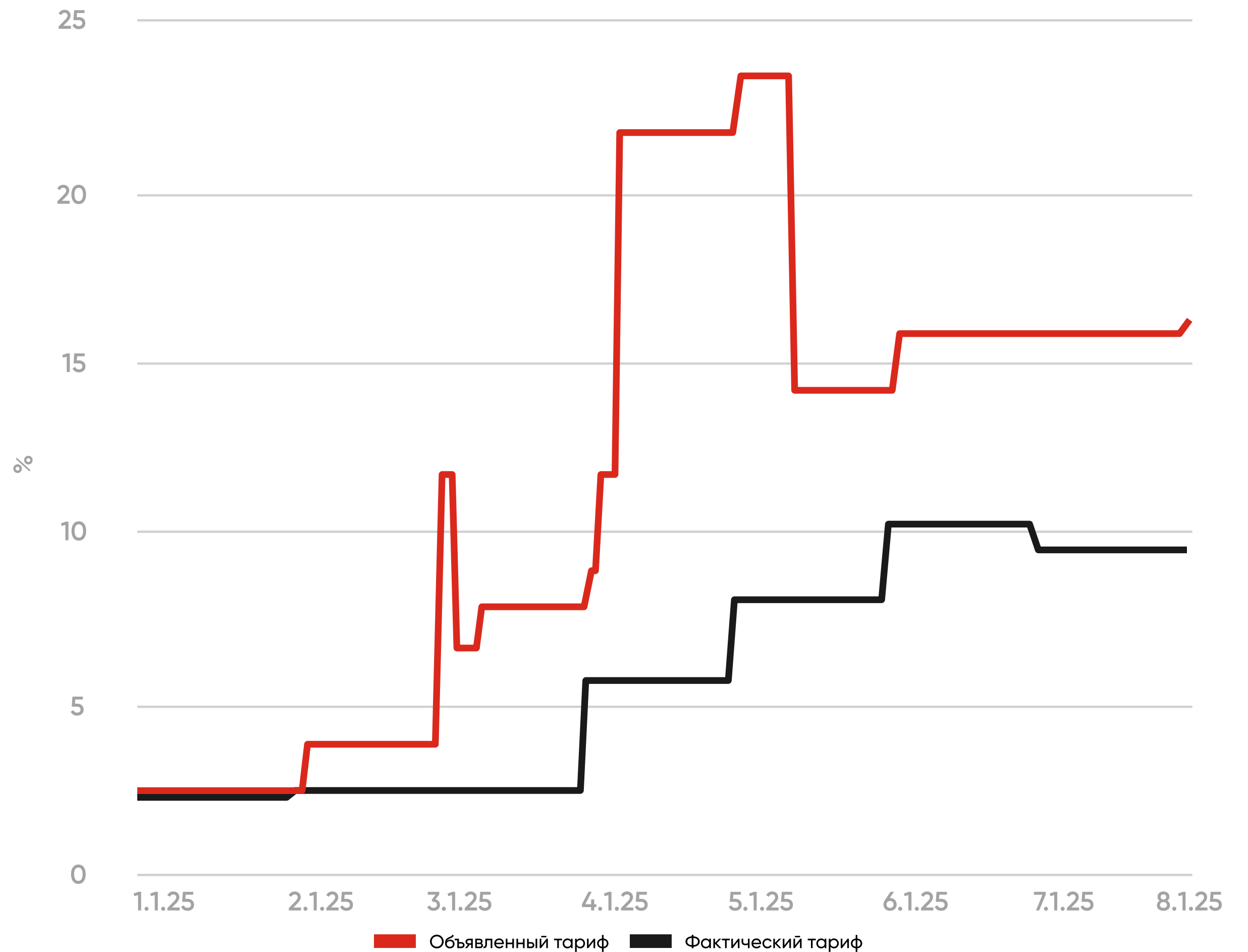
Макроэкономическая ситуация

После тарифного шока экономический рост продолжится

В 2025 году инфляция в мире продолжала снижаться и по прогнозу МВФ в 2026 году достигнет 3,7%



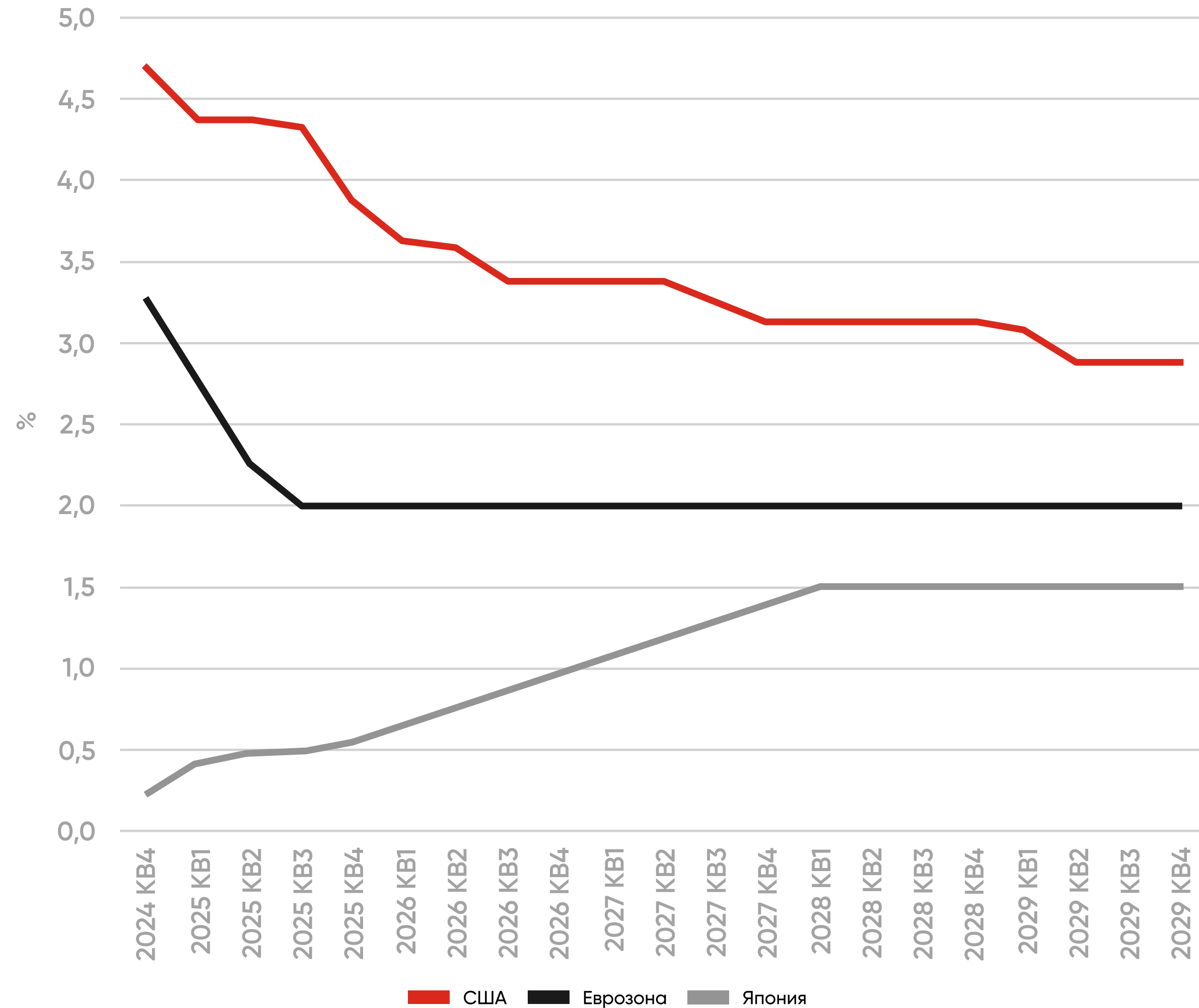
На конец 2025 года формальная ставка тарифов снижается, однако фактически собранные тарифы не соответствуют даже этой ставке (т.е. являются ниже)



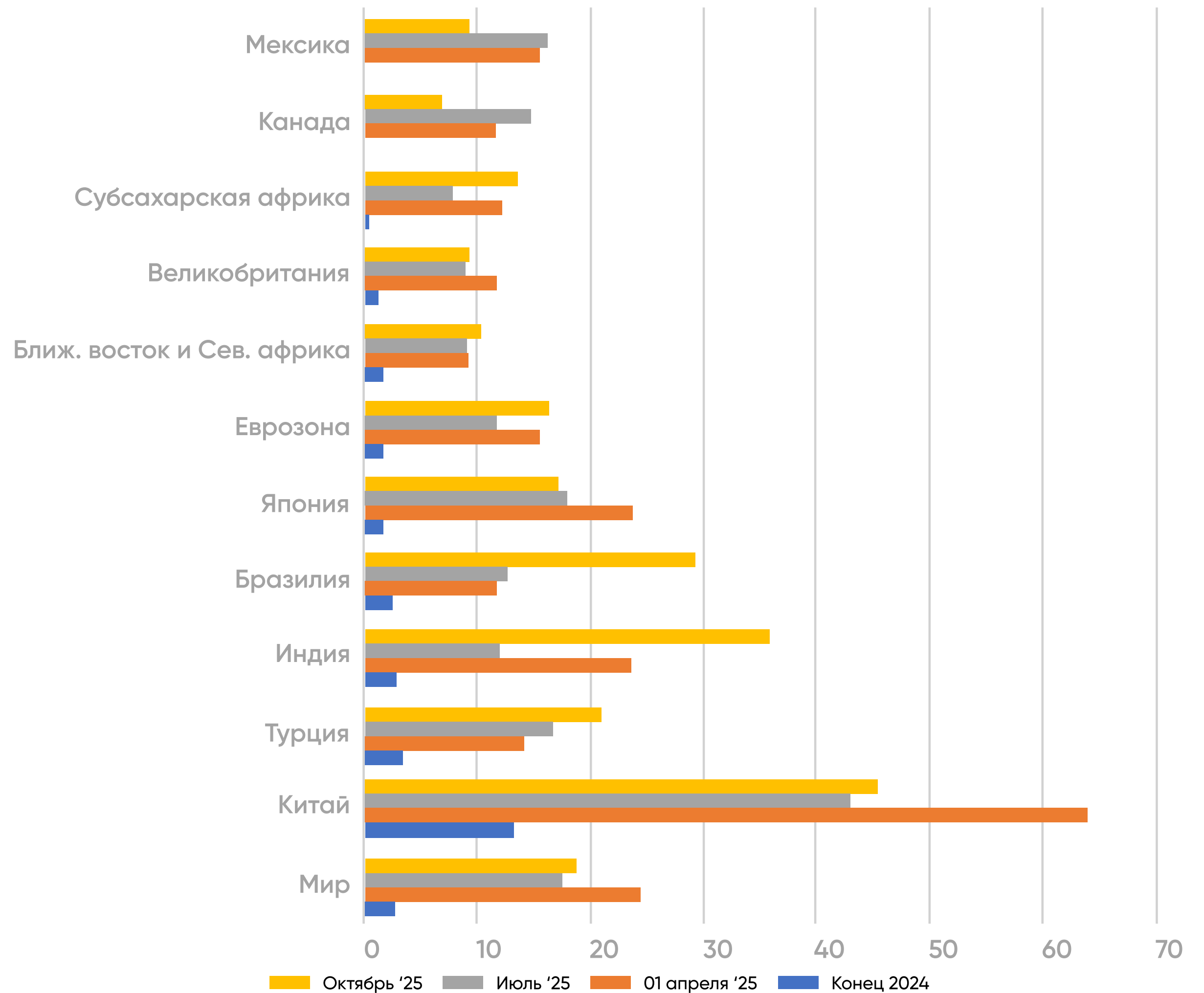
Макроэкономическая ситуация

После тарифного шока экономический рост продолжится

По прогнозам МФВ ставка в США продолжит падать, в Еврзоне оставаться без изменений, а в Японии расти



Ставки тарифов на конец 2025 года по факту стали более низкими чем то, что было объявлено в апреле



Контакты

Москва

ул. Петровка, дом 7
+7 (495) 727 0077

Санкт-Петербург

Морской проспект, дом 15, лит. А, 12Н
+7 (812) 602 9990

Тюмень

ул. Первомайская, дом 1 а
+ 7 (3452) 53 88 55

Казань

ул. Островского, дом 98, офис 303
+ 7 (843) 208 6866

Екатеринбург

ул. Бориса Ельцина, дом 1 а
+7 (343) 226 0026

Краснодар

ул. Н. Кондратенко, дом 5/1
+7 (861) 205 5907



[Наш канал в телеграм](#)



[Наш канал на рутуб](#)

GeneraInvest

Дисклемер

Данный материал подготовлен аналитиками ООО Концерн «ДЖЕНЕРАЛ-ИНВЕСТ», отображает частное мнение и не является обещанием в будущем эффективности деятельности (доходности финансовых вложений). Данный материал не является предложением финансовых инструментов (адресованной определенному лицу или кругу лиц информацией, направленной на побуждение к приобретению определенных ценных бумаг и (или) заключению определенных договоров, являющихся производными финансовыми инструментами). Данный материал не является «Рекламой» в понимании Федерального закона от 13.03.2006 N 38-ФЗ «О рекламе». Любой вид инвестиций или инвестиционной деятельности, если о нем говорится в данном материале, доступен только Указанным получателям материала и имеет отношение только к Указанным получателям материала. Настоящий материал не предназначен для доступа к нему третьих лиц, в том числе – розничных инвесторов за пределами Российской Федерации. В случае если данный материал содержит указание на ценные бумаги, то описываемые в материале ценные бумаги могут не подлежать продаже во всех юрисдикциях или определенным категориям инвесторов. Прошлые показатели, в том числе основанные на реальных показателях в прошлом (в случае их наличия в материале), не являются обещанием доходности и/или гарантией будущих результатов. Производные финансовые инструменты и/или структурные финансовые инструменты, если таковые указаны в материале, могут не подходить для всех инвесторов, и торговля этими инструментами может нести риск потери средств инвестора. Все цифры и/или значения, включая, но не ограничиваясь, цифры и/или значения, указанные в «границе роста базисного актива», «барьерах» различного типа, «защите капитала», «купоне», «базисном активе», «доходности», «минимальной доходности», «стоимости варранта», «стоимости ноты», а также любые обозначения любых валют, а также любые сроки, указанные в настоящем материале, предназначены исключительно в качестве примера описания финансового инструмента, ноты, ценной бумаги и не являются какими-либо реальными показателями и/или обещанием доходности и/или гарантией будущих результатов. Несмотря на то, что информация и мнения, содержащиеся в данном материале, были получены из компетентных источников, мы не берем на себя никаких обязательств и не даем никаких гарантий в отношении их точности и полноты. Стоимость инвестиций, в любом случае, подвержена влиянию множества факторов и, соответственно, может упасть или вырасти, при этом инвестор может не вернуть себе сумму первоначальных инвестиций, как в части, так и полностью. При этом отдельные инвестиции могут стать неосуществимыми в связи с неликвидностью рынка ценных бумаг или отсутствием вторичного рынка, и поэтому оценка инвестиций и определение рисков инвестора могут не поддаваться какой-либо оценке. Инвестиции в неликвидные ценные бумаги подразумевают высокую степень риска и приемлемы только для инвесторов, разбирающихся в соответствующих рисках и не требующих и не рассчитывающих на легкую и быструю возможность преобразования инвестиций в денежные средства. Стоимость номинированных в иностранной валюте ценных бумаг подвержена колебаниям в зависимости от курсов иностранных валют по отношению к российскому рублю и/или курсов иностранных валют по отношению друг к другу, что может негативно сказаться на стоимости или цене инвестиций, а также на доходах, получаемых от инвестиций. Иные факторы риска, влияющие на цену, стоимость или доходы от инвестиций, включают, но не обязательно ограничиваются политическими рисками, экономическими рисками, кредитными рисками, а также рыночными рисками. Инвестиции в развивающиеся рынки имеют высокую степень риска, и инвесторы перед осуществлением инвестиций должны тщательно оценить все возможные риски, связанные с осуществлением деятельности на таких рынках. Уведомление о рисках: Совершение сделок на рынке ценных бумаг является рискованным мероприятием, участие в котором может привести к потере всех или части инвестированных средств. С полным перечнем рисков, связанных с инвестированием в ценные бумаги и финансовые инструменты, необходимо ознакомиться до заключения договоров на оказание услуг на финансовых рынках и совершения сделок с ценными бумагами и финансовыми инструментами.

Данный материал не является индивидуальной инвестиционной рекомендацией, и финансовые инструменты либо операции, упомянутые в нем, могут не соответствовать Вашему инвестиционному профилю и инвестиционным целям (ожиданиям). Определение соответствия финансового инструмента либо операции Вашим интересам, инвестиционным целям, инвестиционному горизонту и уровню допустимого риска является Вашей задачей. ООО Концерн «ДЖЕНЕРАЛ-ИНВЕСТ» не несет ответственности за возможные убытки в случае совершения операций либо инвестирования в финансовые инструменты, упомянутые в данной информации, и не рекомендует использовать указанную информацию в качестве единственного источника информации при принятии инвестиционного решения.

Общество с ограниченной ответственностью Концерн «ДЖЕНЕРАЛ-ИНВЕСТ». Адрес места нахождения: 107031, г. Москва, вн.тер.г. муниципальный округ Тверской, ул Петровка, д. 7. Ознакомиться с условиями соответствующих договоров, а также получить иную информацию, которая должна быть предоставлена в соответствии с нормативными правовыми актами Российской Федерации можно по адресу: 107031, г. Москва, вн.тер.г. муниципальный округ Тверской, ул Петровка, д. 7, или по телефону +7 (495) 727-00-77. Лицензии профессионального участника рынка ценных бумаг Общества с ограниченной ответственностью Концерн «ДЖЕНЕРАЛ-ИНВЕСТ»: на осуществление брокерской деятельности № 177-12660-100000 от 10 ноября 2009 г.; на осуществление дилерской деятельности № 177-12665-010000 от 10 ноября 2009 г.; на осуществление деятельности по управлению ценными бумагами № 177-12670-001000 от 10 ноября 2009 г.; на осуществление депозитарной деятельности № 177-13612-000100 от 21 июня 2011г.

СИЛАСИ 50



ВАВНИМАНИЕ