

РИКОМ-ТРАСТ

с 1994 года

Инвестиционная стратегия 2026



УВАЖАЕМЫЕ ИНВЕСТОРЫ И ПАРТНЕРЫ!

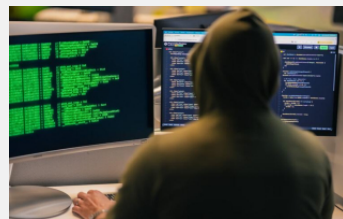
Мы рады представить вашему вниманию инвестиционную стратегию от ИК «РИКОМ-ТРАСТ» на 2026-й год

Завершается очередной год, который вновь подтвердил простую, но фундаментальную истину: единственная постоянная величина на финансовых рынках – это изменение. Высокая волатильность, геополитическая неопределенность и рекордная скорость технологических трансформаций стали новой реальностью, в которой мы все работаем.

2025-й год стал для рынка очередным периодом проверки на прочность и адаптацию. Наша осторожная позиция и фокус на качественные активы с сильным денежным потоком позволили нам не только сохранить капитал в моменты коррекций, но и извлечь выгоду из новых возможностей. Мы благодарим вас за доверие и выдержку, которые являются залогом нашего общего успеха.

Мы уверены, что макротренды – это двигатели долгосрочной доходности. Именно по этой причине мы уделили в рамках стратегии должное внимание тем трендам, которые, на наш взгляд, будут определять облик мировой и российской экономики на ближайший год:

- Искусственный интеллект и автоматизация (от чипов до enterprise-софта).
- Энергетический переход и декарбонизация (возобновляемая энергетика, сети, хранение энергии).
- Биотехнологии и здоровое долголетие (прецизионная медицина, фарма нового поколения).
- Кибербезопасность и защита данных как критическая инфраструктура цифрового мира.



В обзоре, который вы держите в своих руках, вы найдёте наиболее, по нашему мнению, актуальные тренды, тенденции и инвестиционные возможности в 2026-м году. Рост спроса на ЦФА, рост доли децентрализованных финансов, легализация оборота криптовалют, геополитическая неопределенность – эти и многие другие факторы, а также степень их влияния на рынок – всё это вы найдёте в нашей стратегии.

2026-й год потребует от всех участников рынка терпения, дисциплины и веры в выбранную стратегию. Мы уверены, что, действуя сообща, мы не только преодолеем возможные турбулентности, но и достигнем новых высот.

ПРИЯТНОГО ЧТЕНИЯ!

БЛАГОДАРИМ ВАС ЗА ДОВЕРИЕ И ГОТОВНОСТЬ
ИДТИ С НАМИ ВПЕРЕД!

С УВАЖЕНИЕМ,

К.Э.Н., НАЧАЛЬНИК АНАЛИТИЧЕСКОГО
ОТДЕЛА ИК «РИКОМ-ТРАСТ»
ОЛЕГ АБЕЛЕВ



РИКОМ-ТРАСТ

с 1994 года

СОДЕРЖАНИЕ

4	ОСНОВНЫЕ ТРЕНДЫ, КОТОРЫЕ, С ВЫСОКОЙ ДОЛЕЙ ВЕРОЯТНОСТИ, БУДУТ ФОРМИРОВАТЬ РОССИЙСКИЙ ФОНДОВЫЙ РЫНОК В 2026 ГОДУ
7	МАКРОЭКОНОМИКА
13	РЫНОК АКЦИЙ
21	СЕКТОРА
28	ДОЛГОВОЙ РЫНОК
34	РЫНОК ПФИ
37	ПРОЦЕНТНЫЕ ПФИ
39	ТОВАРНЫЕ ПФИ
44	РЫНОК КОЛЛЕКТИВНЫХ ИНВЕСТИЦИЙ
45	ЗПИФ
46	ОПИФ/БПИФ
51	РЫНОК ЦФА
56	РЫНОК КРИПТОВАЛЮТ
60	КОНТАКТЫ



ОСНОВНЫЕ ТРЕНДЫ, КОТОРЫЕ, С ВЫСОКОЙ ДОЛЕЙ ВЕРОЯТНОСТИ, БУДУТ ФОРМИРОВАТЬ РОССИЙСКИЙ ФОНДОВЫЙ РЫНОК В 2026 ГОДУ

Макроэкономический фон: «Новая нормальность» и ставки ЦБ

01

СТАВКА ЦБ КАК КЛЮЧЕВОЙ ДРАЙВЕР

Главным фактором для рынка останется монетарная политика. Ожидается, что ЦБ будет постепенно снижать ключевую ставку, но этот процесс будет очень медленным и осторожным. Цель – удержать инфляцию в районе 4%. Рынок будет чутко реагировать на каждое заявление Эльвиры Набиуллиной и данные по инфляции.

БЮДЖЕТНОЕ ПРАВИЛО В ПОЛНУЮ СИЛУ

Механизм бюджетного правила будет работать на полную мощность. Это означает, что при ценах на нефть выше учетной (сейчас это \$60 за баррель Urals) излишки нефтегазовых доходов будут направляться в ФНБ для покупки валюты. Это окажет укрепляющее давление на рубль и повысит предсказуемость для инвесторов.

ВЛИЯНИЕ САНКЦИЙ И ПЕРЕСТРОЙКА ЛОГИСТИКИ

Экономика продолжит адаптироваться к санкциям. Тренд на «дружеский аутсорсинг» (логистика, страхование, расчеты через третьи страны) сохранится, создавая дополнительные издержки для бизнеса, но обеспечивая функционирование экспорта.

Секторальные тренды и драйверы роста

02

ДОМИНИРОВАНИЕ СЫРЬЕВОГО СЕКТОРА, НО С НЮАНСАМИ

Нефтегазовые компании (ЛУКОЙЛ, Газпром, Роснефть, Татнефть) останутся «локомотивами» рынка по капитализации и дивидендным выплатам. Основной фокус сместится с роста добычи на:

- Глубину переработки и развитие нефтехимии.
- Переориентацию экспорта на Азию и развитие соответствующей инфраструктуры (например, проект «Сила Сибири-2» для «Газпрома»).
- Высокие дивиденды благодаря слабому рублю и налоговому маневру.

МЕТАЛЛУРГИЯ В ПОИСКЕ НОВЫХ РЫНКОВ

Компании (Норникель, НЛМК, Северсталь, РУСАЛ) будут зависеть от конъюнктуры мировых цен и успехов в переориентации экспорта с Европы на Азию, Ближний Восток и другие регионы.

ФИНАНСОВЫЙ СЕКТОР

«Золотая жила» при высокой ставке: банки (Сбер, ВТБ) и страховые компании будут главными бенефициарами сохраняющейся высокой ключевой ставки, так как их маржа (разница между процентами по кредитам и депозитам) остается широкой. Однако риском является рост просроченной задолженности населения и бизнеса.

ПОТРЕБИТЕЛЬСКИЙ СЕКТОР И РИТЕЙЛ

Осторожное восстановление: компании (Магнит, X5 Group, O'KEY) будут зависеть от восстановления реальных доходов населения. Тренд может быть позитивным, но медленным. Возможна консолидация на рынке.

Технологический суверенитет: ожидается повышенное внимание со стороны государства. Компании (Яндекс, МТС, Ростелеком) могут получать госзаказы на импортозамещение ПО и развитие инфраструктуры. Однако их рост может быть ограничен общими макроэкономическими условиями.

Структурные изменения рынка

03

РОСТ РОЛИ ЧАСТНОГО ИНВЕСТОРА

Тренд на увеличение числа частных инвесторов на Московской бирже сохранится. Этому способствуют:

- Программы ИИС (Индивидуальные инвестиционные счета) с их налоговыми льготами.
- Отсутствие привлекательных альтернатив для сбережений (низкие ставки по депозитам).
- Повышение финансовой грамотности.

СМЕЩЕНИЕ ЛИКВИДНОСТИ И КОТИРОВОК

Основной объем торгов и ликвидность сосредоточатся на ограниченном числе «голубых фишек» (в первую очередь, сырьевых и финансовых). Многие компании среднего и малого калибра могут страдать от низкой ликвидности.

ПОВЫШЕННАЯ ВОЛАТИЛЬНОСТЬ

Рынок будет оставаться чувствительным к геополитическим новостям, изменениям в санкционном режиме и резким колебаниям курса рубля.

Ключевые риски на 2026 год

04

ЭСКАЛАЦИЯ САНКЦИОННОГО ДАВЛЕНИЯ

Введение новых, более жестких ограничений для ключевых компаний или банковской системы.

РЕЗКОЕ ПАДЕНИЕ ЦЕН НА СЫРЬЕ

Из-за замедления глобальной экономики, особенно в Китае.

ДЕФИЦИТ БЮДЖЕТА И ИЗМЕНЕНИЕ ФИСКАЛЬНОЙ ПОЛИТИКИ

Если цены на нефть надолго упадут ниже учетной цены, правительству придется использовать резервы или повышать налоги, что негативно скажется на компаниях.

ВНУТРЕННЯЯ СОЦИАЛЬНО-ЭКОНОМИЧЕСКАЯ НЕСТАБИЛЬНОСТЬ

ИТОГ И ИНВЕСТИЦИОННЫЕ ИДЕИ НА 2026 ГОД

ДИВИДЕНДНАЯ СТРАТЕГИЯ

В условиях неопределенности и потенциально высокой ставки акции с стабильными и высокими дивидендными выплатами (нефтегазовый сектор, металлургия, часть финансового сектора) будут оставаться в фокусе внимания.

ОРИЕНТАЦИЯ НА «ГОЛУБЫЕ ФИШКИ»

Наиболее ликвидные и надежные бумаги крупнейших компаний будут менее рискованными в условиях волатильности.

ВАЛЮТНАЯ ДИВЕРСИФИКАЦИЯ

Для инвесторов, работающих через иностранные площадки (например, с депозитарными расписками), важным трендом будет поиск идей, не зависящих от курса рубля.

МАКРОЭКОНОМИКА

После относительно высокой динамики в 2023 и 2024 годах, ВВП России в 2025 году показал признаки замедления. По предварительным оценкам, рост составил около 1,2%, что ниже целевых показателей правительства в 1,5%. Ключевыми факторами являются: высокая ключевая ставка, сокращение экспортных доходов, ограниченный доступ к технологиям и инвестициям. По оценкам ЦБ рост ВВП в 2026 году может составить 1,6%, а прогнозы на 2027-2028 гг. были улучшены на 0,1 п.п. и составляют 1,9% и 2% соответственно. Средняя оценка долгосрочных темпов расширения экономики равна 2,0%, что на 0,2 п.п. выше предыдущего значения.

Ожидания по росту ВВП в 2026 году составляют 1,6%. В то же время, прогнозы на 2027 и 2028 годы были улучшены на 0,1 п.п. и составляют 1,9% и 2,0% соответственно. Средняя оценка долгосрочных темпов расширения экономики теперь равна 2,0%, что на 0,2 п.п. выше предыдущего значения. Аналитики предполагают, что к 2028 году ВВП увеличится на 14,7% по сравнению с 2021 годом, что соответствует среднегодовому темпу роста в 2,1%.

Инфляция в 2025 году оставалась одной из главных проблем российской экономики. Благодаря ужесточению денежно-кредитной политики инфляция постепенно уменьшается. Если в 2024 году годовая инфляция составляла 9,5%, то по итогам этого года может составить около 7-7,5%. По прогнозам ЦБ ожидается, что инфляция в 2026 году достигнет уровня в 4,7%, а в 2027 году приблизится к целевому уровню 4% и составит 4,2%. Основными факторами, влияющими на рост цен в 2025 году, были:

ОСЛАБЛЕНИЕ РУБЛЯ	Девальвация рубля, вызванная сокращением экспортных доходов и геополитической неопределенностью, привела к удорожанию импортных товаров и ускорению инфляции.
РОСТ ИЗДЕРЖЕК ПРОИЗВОДСТВА	Увеличение стоимости сырья, материалов и логистических услуг также оказало давление на цены, особенно в отраслях, зависимых от импортных поставок.
ПОВЫШЕННЫЙ СПРОС	Несмотря на общее замедление экономики, потребительский спрос оставался относительно высоким, поддерживая инфляционное давление. Это было обусловлено как ростом зарплат в отдельных секторах экономики, так и адаптацией населения к новым ценовым условиям.

На протяжении 2025 года ЦБ РФ неоднократно пересматривал ключевую ставку, что отражало стремление регулятора сдержать инфляцию. За 9 месяцев 2025 года ключевая ставка снизилась на 4 п.п. Первые полгода ЦБ удерживало высокую ставку в 21%. С середины лета инфляция начала замедление. В конце июля 2025 года Росстат впервые зафиксировал с сентября 2024 года недельную дефляцию. ЦБ ожидает, что ключевая ставка в 2026 году достигнет 13,2%. Прогноз сходится с видением правительства, так как в бюджет РФ на 2026 год заложен средний уровень ключевой ставки 12-13%. В то же время, прогноз ЦБ на 2027 год был увеличен на 0,1 п.п. и теперь составляет 10,3% годовых. Это выше средней оценки аналитиков.

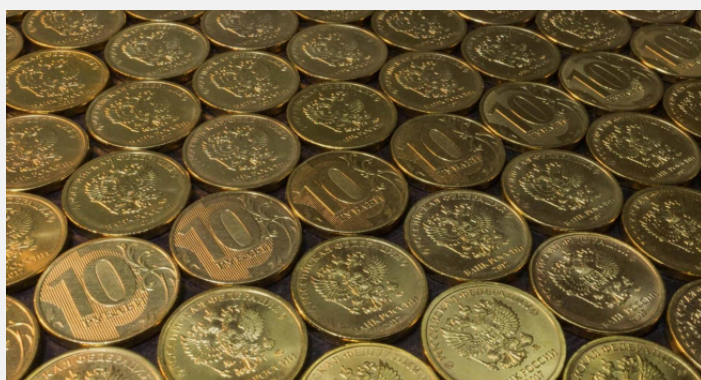
Уровень безработицы в России в 2025 году продолжил оставаться на рекордно низком уровне, к концу года может составить около 2,3% (Минэкономразвитие РФ), что свидетельствует о высокой занятости населения. Однако этот показатель скрывает ряд важных проблем: дефицит кадров, структурная безработица, сохраняющаяся в отдельных регионах и секторах экономики, неформальная занятость.

При этом замедлился рост заработной платы. В IП2025 увеличение реальной заработной платы составило 4,1% против 9,7% в IП2024. Прогнозируется, что по результатам всего 2025 года увеличение реальной заработной платы составит около 3,4% (номинальный рост – 12,6%). Это происходит из-за ослабления потребности в новых сотрудниках в экономической сфере и общей ситуации на рынке труда, характеризующейся повышенной конкуренцией. По прогнозам уровень безработицы в 2026 году может составить 2,5%, а рост номинальной ЗП замедлится – 8%.

В течение всего 2025 года на валютном рынке доминировал тренд на укрепление рубля. Такой процесс был вызван целым рядом причин:

- 01 Низкий спрос на валюту со стороны импортеров
- 02 Рост предложения валюты со стороны импортеров
- 03 Сверхжесткая денежно-кредитная политика (в 1П2025 ключевая ставка выше 20%).

В течение 9М2025 курс рубля колебался в диапазоне от 77,8 до 103,4 рублей за доллар США. В начале года рубль испытывал давление из-за снижения экспортных цен на энергоносители и укрепления доллара на мировых рынках. Однако средний номинальный курс USD/RUB за 9М2025 составил 84,4 руб., что ниже 2024 года – 90 руб. На это повлияла высокая ключевая ставка, косвенно сокращение спроса на иностранную валюту и тарифная политика Дональда Трампа. Что касается китайской национальной валюты, то наблюдается такая же тенденция. Средний номинальный курс CNY/RUB за 9М 2025 составил 11,6 руб., против 12,4 руб. годом ранее.



КЛЮЧЕВЫЕ ТРЕНДЫ, ОПРЕДЕЛЯЮЩИЕ ПРОГНОЗ ВНЕШНЕЙ ТОРГОВЛИ РФ НА 2026 ГГ.

**ГЛАВНЫЙ ТРЕНД –
СТРУКТУРНЫЙ СДВИГ
В ТОВАРОБОРОТЕ
И «ПЕРЕОРИЕНТАЦИЯ
ПОТОКОВ»**

Экспорт: Ускоренный уход от европейского рынка энергоресурсов и поиск альтернативных покупателей в Азии (в первую очередь, Китай и Индия). Рост доли углеводородов, поставляемых по трубопроводам в Китай, и сжиженного природного газа (СПГ).

Импорт: «Импортозамещение» и налаживание новых логистических цепочек для поставки товаров из «дружественных» стран (Китай, Турция, страны СНГ, ОАЭ) взамен ушедших западных брендов.

**ЦЕНОВАЯ КОНЬЮНКТУРА
НА СЫРЬЕВЫЕ ТОВАРЫ**

Доходы бюджета России по-прежнему критически зависят от экспорта нефти, газа и металлов. Цены на них будут главным фактором валютных поступлений.

**ДЕЙСТВИЕ САНКЦИЙ
И КОНТРАМЕР**

Эффективность санкций (ценовые «потолки» на нефть, ограничения на технологии) и способность России их обходить (использование «теневого флота», посредников, схем расчетов) останутся ключевым элементом неопределенности.

**ВНУТРЕННЯЯ
ЭКОНОМИЧЕСКАЯ
ПОЛИТИКА**

Курс на бюджетную консолидацию (повышение налогов), состояние промышленности и потребительского спроса будут влиять на объем и структуру импорта.

ПОДРОБНЫЙ ПРОГНОЗ ПО ОСНОВНЫМ НАПРАВЛЕНИЯМ

Экспорт

01

БАЗОВЫЙ СЦЕНАРИЙ

Стабилизация на пониженном уровне с медленным ростом.

ЭНЕРГОНОСИТЕЛИ (~50-60% ВСЕГО ЭКСПОРТА)

Нефть и нефтепродукты: Объемы экспорта останутся стабильными или немного снизятся из-за ограничений и износа инфраструктуры. Однако выручка будет сильно зависеть от цен и скидки Urals к Brent. Прогноз на 2025–2026 годы: цены в диапазоне \$65–80 за баррель. Доля Китая и Индии в нефтяном экспорте превысит 90%.

Природный газ: Постепенный рост экспорта трубопроводного газа в Китай по мере увеличения мощности «Силы Сибири-2» (если проект будет реализован в срок). Активный рост сектора СПГ, который менее зависим от трубопроводов. Экспорт в Европу останется на минимальном уровне.

Металлы, удобрения, зерно («новое золото»):

- Россия сохранит лидирующие позиции на мировом рынке пшеницы. Экспорт зерна будет расти, но его маршруты останутся сложными и дорогими.
- Металлы и удобрения столкнутся с конкуренцией и логистическими издержками, но сохранят свои доли на рынках Азии и Латинской Америки.

НЕСЫРЬЕВОЙ НЕЭНЕРГЕТИЧЕСКИЙ ЭКСПОРТ (ННЭ)

Будет демонстрировать умеренный рост, в основном за счет поставок в страны ЕАЭС, СНГ, Ближнего Востока и Африки. Основные статьи: химическая продукция, удобрения, лес, машины и оборудования (часто двойного назначения).

Импорт

02

БАЗОВЫЙ СЦЕНАРИЙ

Постепенный рост с измененной структурой.

СТРУКТУРА

Окончательно закрепится доминирование Китая как главного поставщика товаров народного потребления, автомобилей, электроники и комплектующих. Турция, страны СНГ и ОАЭ укрепят свои позиции как реэкспортные хабы.

КАЧЕСТВО И ЦЕНЫ

Импорт будет дороже из-за логистических издержек. Качество некоторых товаров (особенно сложных, высокотехнологичное оборудование) может уступать докризисному из-за отсутствия оригинальных запчастей и технологий.

СЕКТОРА РОСТА

Импорт оборудования и компонентов для оборонно-промышленного комплекса, товаров для параллельного импорта, а также продукции, не производимой внутри страны.

АЗИЯ (В ПЕРВУЮ ОЧЕРЕДЬ КИТАЙ И ИНДИЯ)	Доля в товарообороте превысит 70-75%.
ЕВРОПА	Доля упадет до 10-15% и продолжит снижаться.
СТРАНЫ БЛИЖНЕГО ВОСТОКА, АФРИКИ И ЛАТИНСКОЙ АМЕРИКИ	Доля этих стран будет постепенно увеличиваться, но останется маргинальной.

Платежи и логистика

РАСЧЕТЫ В НАЦИОНАЛЬНЫХ ВАЛЮТАХ	Полный переход на расчеты в национальных валютах (юань, рупии, дирхамы) с ключевыми партнерами. Доля евро и доллара продолжит стремительное падение.
ЛОГИСТИКА ОСТАНЕТСЯ ДОРОГОЙ И СЛОЖНОЙ	Зависимость от «теневого флота», удлинённые маршруты, риски санкций для судоходных и страховых компаний.

Прогноз внешнеторговой деятельности России на 2025-2026 годы рисует достаточно неоптимистическую картину с существенным ростом, обусловленную сложной геополитической ситуацией и глобальными экономическими тенденциями. Мы ожидаем, что экспорт в 2025 году сократится относительно 2024 года. Это связано с целым рядом взаимосвязанных факторов. Во-первых, снижение мировых цен на сырьевые товары, являющиеся основой российского экспорта, оказывает существенное понижающее давление на выручку. Во-вторых, общее замедление темпов роста мировой экономики ограничивает покупательский спрос на российские товары, усиливая конкуренцию на международных рынках. Эта конкуренция обостряется за счет практики демпинга со стороны других экспортеров, что приводит к снижению, как экспортных цен, так и физических объемов экспортируемой продукции. Ситуацию усугубляет сохранение изоляции российского экспорта на многие традиционные рынки.

В отношении импорта, то усиление торговых барьеров в мире окажет относительно умеренное воздействие. По нашим прогнозам в большей степени импорт будет ограничен слабым внутренним спросом. Наиболее значительный рост импорта будет в сегментах машиностроения и хим. продукции. Здесь ключевым торговым партнером выступает КНР. Для примера доля Китая в российском импорте составляет около 40%. В 2026 году ожидается рост импорта. По прогнозам со стороны ЦБ импорт может составить в 2025 году 384 млрд. долл. (+3 млрд. долл.), а в 2026 году – 393 млрд. долл. (+3 млрд. долл.). Этот рост будет обусловлен, главным образом, увеличением импорта продукции китайского машиностроительного комплекса (включая автомобили и запчасти), а также химической, текстильной и металлургической продукции. Прогноз Института ВЭБ указывает на вероятность увеличения торгового дефицита России с Китаем в 2026-2027 годах, что будет вызвано активизацией импорта из КНР. Это подчеркивает высокую зависимость российской экономики от внешних рынков и необходимость диверсификации как экспортных, так и импортных потоков для обеспечения более устойчивого экономического развития.

ВЫВОДЫ

«НОВАЯ НОРМАЛЬНОСТЬ»

К 2025–2026 годам внешняя торговля России окончательно адаптируется к условиям санкций. Она станет менее доходной (из-за скидок на нефть и высоких логистических издержек), но более предсказуемой.

АЗИОЦЕНТРИЧНОСТЬ

Торговля будет завязана на Азию, с Китаем в качестве безусловного лидера. Это создаёт риски зависимости от одного партнёра.

УСТОЙЧИВОСТЬ И УЯЗВИМОСТИ

Система демонстрирует высокую устойчивость к шокам, но уязвима к долгосрочным структурным проблемам: «утечке мозгов», технологическому отставанию, износу основных фондов.

**ГЛАВНЫЙ РИСК – НЕ НОВЫЕ
САНКЦИИ, А СНИЖЕНИЕ СПРОСА
НА УГЛЕВОДОРОДЫ В
ДОЛГОСРОЧНОЙ ПЕРСПЕКТИВЕ И
НЕСПОСОБНОСТЬ НАРАСТИТЬ
НЕСЫРЬЕВОЙ ЭКСПОРТ,
ЧТО ЯВЛЯЕТСЯ СТРАТЕГИЧЕСКОЙ
УГРОЗОЙ ДЛЯ ТОРГОВОГО БАЛАНСА
ПОСЛЕ 2026 ГОДА**

БЮДЖЕТ

Согласно предварительным подсчетам, за период с января по июль 2025 года федеральный бюджет Российской Федерации получил доход в размере 20,3 млрд. руб. Это превышает аналогичный показатель за тот же период 2024 года на 2,8%. Ненефтегазовые доходы составили 14,7 млрд. руб. (+14 г/г), а нефтегазовые доходы – 5,5 млрд. руб. (+- 18,5% г/г). В то же время, предварительная оценка расходов федерального бюджета за январь-июль 2025 года показывает сумму в 25,19 млрд. руб., рост составил 20,8% г/г. Учитывая текущие тенденции, вероятно, что запланированный дефицит бюджета на 2025 год будет пересмотрен в сторону увеличения по сравнению с текущим значением, составляющим 1,7% ВВП.

Мы ожидаем роста бюджетного дефицита в 2026 году примерно на 1,5-18% от ВВП. Наши бюджетные ожидания базируются на следующих тезисах:

Ожидания роста бюджетных расходов

01

Согласно бюджетному планированию, в 2026 году из федеральной казны будет выделено 44,1 трлн. руб. На 2027 год предусмотрено увеличение расходов до 46 трлн. руб. К 2028 году объем финансирования из федерального бюджета достигнет 49,4 трлн. руб. Приоритетным направлением распределения бюджетных средств остается финансирование инициатив, направленных на стимулирование роста демографических показателей, а также военные расходы.

Доля нефтегазовых доходов в бюджете в 2024 году составляла 30%, в 2025 году она может опуститься до 21,6%. Волатильность цен на энергетические ресурсы (газ, нефть) приводит к нестабильности бюджетных поступлений. Анализ текущего исполнения бюджета выявляет замедленные темпы роста доходов, формируемых за счет импортных операций и налога на прибыль. Данная ситуация обусловлена существенным сокращением импорта, укреплением национальной валюты, неблагоприятной внешней экономической обстановкой и уменьшением финансовых показателей по сравнению с предыдущим периодом. Значительное влияние на сокращение импорта оказал эффект от реализации мер протекционизма и импортозамещения, активно внедрявшихся в период с 2023 по 2025 годы.

Увеличение социальной нагрузки на государственные органы

03

Более 41 трлн. руб. из бюджетных средств запланировано для финансирования Национальных проектов в течение 6 лет. Данный объем финансирования примерно в 2,6 раза превосходит аналогичные расходы за предыдущий шестилетний период. Правительство РФ прогнозирует существенное укрепление системы социальной поддержки граждан благодаря ряду мер. В их числе – переход на двукратное индексирование страховых пенсий в течение года, существенный подъем минимального размера оплаты труда (на 20,7%). Также увеличение числа граждан, получающих ежемесячные денежные выплаты (ЕДВ).

Ожидания роста бюджетных расходов

04

В 2026 году правительство намерено выделить 1,4 трлн. руб. на финансирование всех действующих программ льготного ипотечного кредитования. Другое направление – стимулирование и развитие рынка капитала. Запланировано выделение субсидий для предприятий малого и среднего бизнеса (МСБ), включая инновационные компании, при первичном размещении их акций на бирже и инвестиционных площадках. Продолжается работа по расширению линейки финансовых инструментов для инвесторов. Учтена также в проекте бюджета задача по обеспечению технологического лидерства страны.

В этом году утверждена концепция развития субсидируемых авиаперевозок до 2030 года. В целом из регионального бюджета мы направим более 800 млн. рублей трем авиационным компаниям на субсидирование авиационных перевозок. Минфин прогнозирует рост пассажироперевозок – свыше 65 тыс. человек и рост расходов бюджета на субсидирование. Сейчас в проект бюджета на предстоящую трехлетку заложен объем финансирования льготных программ автопрома на уровне 37,2 млрд. руб. Это на четверть меньше, чем в текущем году – 50,6 млрд. руб. (18,4 млрд. руб. приходится на автокредиты, и 32,3 млрд. руб. – на лизинг). В 2026-2028 гг. программы льготного автокредитования, как заложено в проекте бюджета на новую трехлетку, будут ежегодно финансироваться в объеме по 20 млрд. руб., льготный лизинг – по 17-19 млрд. руб.

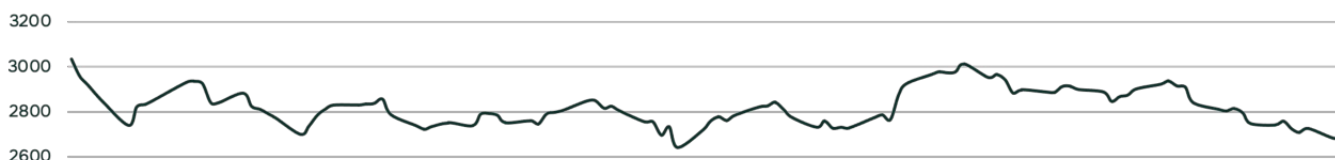
СЦЕНАРНЫЙ АНАЛИЗ / ТАБЛИЦА 1

ПАРАМЕТР	БАЗОВЫЙ СЦЕНАРИЙ	ПОЗИТИВНЫЙ СЦЕНАРИЙ	НЕГАТИВНЫЙ СЦЕНАРИЙ
ОБЩИЙ ТРЕНД	Стабилизация, медленный рост товарооборота	Ускоренный рост экспорта и импорта	Существенное падение товарооборотов
УСЛОВИЯ	Умеренная динамика экономического развития. Сохранение текущей ценовой конъюнктуры, отсутствие эскалации санкций	Частичное улучшение геополитической ситуации. Рост цен на нефть до \$90+, успешное налаживание новых логистических цепочек, снятие части санкций	Ухудшение геополитической ситуации. Резкое падение цен на нефть (<\$60), ужесточение санкций и их эффективное применение (срыв схем обхода), внутренний экономический кризис
ЭКСПОРТ	Объемы стабильны, выручка зависит от цен. Рост несырьевого экспорта в «дружественные» страны	Значительный рост поставок газа в Китай, успехи в импортозамещении о наращивание ННЭ	Сокращение физических объемов экспорта из-за технологических и логистических проблем, обвал выручки
ИМПОРТ	Умеренный рост, высокая зависимость от Китая, высокие логистические издержки	Диверсификация поставщиков, улучшение качества и снижение стоимости логистики	Вынужденное сокращение импорта из-за проблем с платежами и логистикой, ухудшение ассортимента и качества товаров
КЛЮЧЕВАЯ СТАВКА (НА КОНЕЦ ГОДА)	13%	11%	15%
РОСТ ВВП	1%	1,5%	0,8%
ИНФЛЯЦИЯ	6%	5%	7%
БЕЗРАБОТИЦА	3,5%	2,5%	5%

РЫНОК АКЦИЙ

Индексы МосБиржи (IMOEX) и RTS, будучи главными барометрами российской экономики, демонстрировали волатильность, оставаясь в целом в рамках нисходящего тренда, сформированного в предыдущие годы. Их динамика определялась сложным переплетением как внутренних факторов, так и внешних вызовов. В феврале на рынке акций геополитическая ситуация способствовала росту большинства фондовых индексов Московской Биржи, а среднедневной оборот рынка достиг максимального за 3 года значения – 211,4 млрд. рублей. По итогам месяца Индекс МосБиржи вырос на 8,6% и составил 3 200 пунктов. Примерно с середины марта рынок показывал спад. С марта по конец сентября Индекс Мосбиржи сократился на 10,9% , индекс РТС – -7,8%. С середины апреля по сентябрь рынок находился под давлением /влиянием геополитических новостей, которые не давали рынку расти. В целом российский рынок акций находился в ожидании существенных шагов (подписанных договоренностей) или определенности в решение конфликта на Украине. Можно сказать, что рынок был как сжатая пружина. За 9М2025 индекс Мосбиржи опустился на 143,9 п. (-5%), а индекс РТС наоборот вырос на 147, 4 п. (+16,8%). СПб Биржа и Московская Биржа запустили торги в выходные дни, начиная с февраля и марта соответственно. Подавляющий объем сделок приходился на розничных инвесторов.

ИНДЕКС МОСБИРЖИ (ЯНВАРЬ–СЕНТЯБРЬ 2025) / ГРАФИК 1

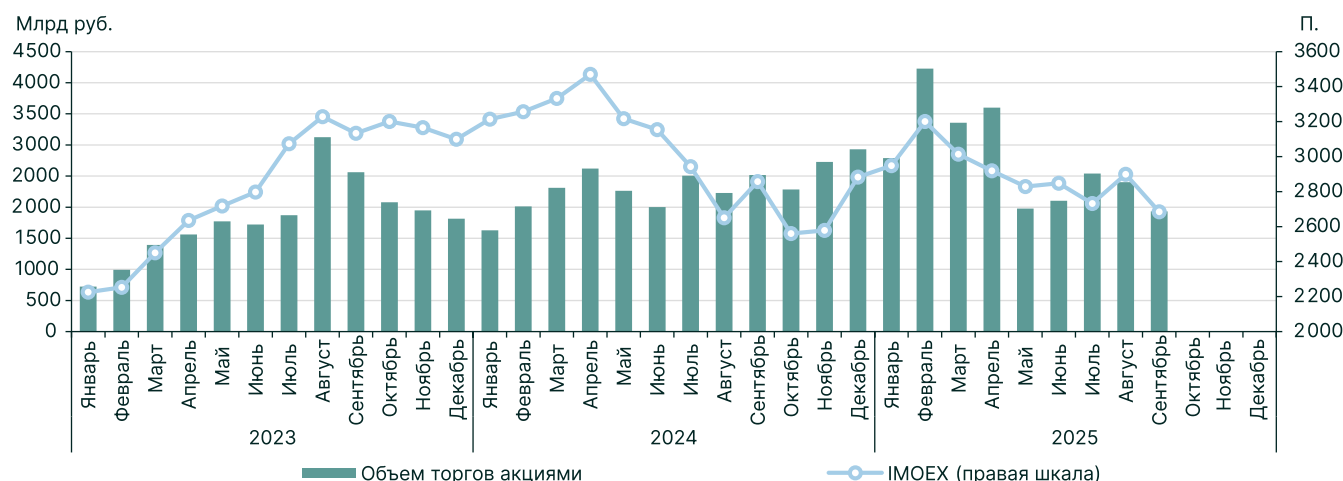


ИНДЕКС РТС (ЯНВАРЬ–СЕНТЯБРЬ 2025) / ГРАФИК 2



ОБЪЕМ ТОРГОВ АКЦИЯМИ НА ВТОРИЧНОМ БИРЖЕВОМ РЫНКЕ И ИНДЕКС МОСБИРЖИ / ГРАФИК 3

Источник: ПАО Московская Биржа, ЦБ «Обзор финансовых рисков» сентябрь 2025



МОЖНО ВЫДЕЛИТЬ СЛЕДУЮЩИЕ ФАКТОРЫ, КОТОРЫЕ ОКАЗЫВАЛИ ЗНАЧИТЕЛЬНОЕ ВЛИЯНИЕ НА ДИНАМИКУ СТОИМОСТИ АКЦИЙ:

Денежно-кредитная политика ЦБ

01

С высокой ключевой ставкой в 1П2025 тормозился рост акций. После периода жесткой денежно-кредитной политики, ЦБ начал плавный цикл смягчения на фоне сокращения инфляции. Снижение ставки в 2П2025 способствовало росту аппетита к риску и перетоку ликвидности из депозитов в акции.

Ценовая конъюнктура на сырьевые товары

02

Цены на нефть, газ и добывающие отрасли оставались ключевым драйвером. Рост нефтяных цен поддерживал IMOEX (рублёвую составляющую), особенно акций компаний-экспортёров. Цены на нефть марки Urals стабильно было выше бюджетного правила (в районе \$65-75 за баррель).

Внешнеполитическое давление и санкции

03

Рынок продолжал работать в условиях перманентного санкционного давления. Однако к 2025 году инвесторы привыкли к этой риторике. Новые ограничения, если они и вводились, носили точечный характер и не оказывали существенного системного влияния на весь индекс, вызывая коррекции лишь в бумагах конкретных компаний. Остается риск ликвидности, санкции ограничивают приток капитала и возможность иностранных инвесторов участвовать.

Волатильность рубля

04

Укрепление рубля в определённые периоды оказывало давление на RTS (снижение долларовой стоимости акций), в то время как ослабление рубля могло выступать как потенциальный драйвер для экспортёров.

ЦЕНЫ НА СЫРЬЕВЫЕ ТОВАРЫ

Ключевые факторы, влияющие на цены в 2025 году:

Макроэкономическая обстановка:

01

ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНАЯ
ПОЛИТИКА ФРС И ЕЦБ

Главный вопрос – темпы и глубина снижения процентных ставок. Мягкая политика (снижение ставок) ослабит доллар и удешевит кредитование, что подстегнет спрос и поддержит цены на сырье. Жесткая позиция (ставки остаются высокими) окажет понижающее давление.

ТЕМПЫ РОСТА МИРОВОЙ
ЭКОНОМИКИ

Замедление роста, особенно в Китае и Европе, будет сдерживать спрос на промышленные металлы и энергоносители. Восстановление экономики – напротив, станет позитивным сигналом.


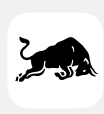


ВЫБОРЫ В США	Результат и последующая политика окажут огромное влияние на санкции, торговые отношения и климатическую повестку.
УКРАИНСКИЙ КОНФЛИКТ И БЛИЖНИЙ ВОСТОК	Продолжающаяся нестабильность создает риски для поставок энергоресурсов и продовольствия.
САНКЦИИ И ОГРАНИЧЕНИЯ	Действующие и потенциальные новые санкции против России, Ирана и других стран будут продолжать влиять на рынки нефти, газа и металлов.
ДЕГЛОБАЛИЗАЦИЯ И «ДРУЖЕСТВЕННЫЙ ШЕРИНГ»	Переориентация цепочек поставок на дружественные страны ведет к фрагментации рынков и может поддерживать более высокий уровень цен.

СТРУКТУРНЫЕ ТРЕНДЫ:

«ЗЕЛЕНАЯ» ТРАНСФОРМАЦИЯ	Ускорение перехода на ВИЭ – ключевой драйвер для металлов для ВИЭ (медь, алюминий, никель, кобальт, литий). Однако он же создает структурный спрос на природный газ как переходное топливо.
КЛИМАТИЧЕСКИЕ ЯВЛЕНИЯ	Эль-Ниньо и Ла-Нинья влияют на урожаи в ключевых аграрных регионах, вызывая волатильность на рынках продовольствия.

ПРОГНОЗЫ ПО ОСНОВНЫМ ТОВАРНЫМ ГРУППАМ

Энергоносители

 <p>Нефть (BRENT, WTI)</p>	<p>Сценарий: Ожидается умеренно высокая волатильность в диапазоне \$75-\$90 за баррель. Значительный рост выше \$100 маловероятен без крупного геополитического шока.</p>
 <p>Бычьи факторы (РОСТ)</p>	<ul style="list-style-type: none"> • Продление добровольных сокращений добычи ОПЕК+. • Геополитические риски (Ближний Восток, Украина). • Рост спроса со стороны Азии (Индия, Китай).
 <p>Медвежьи факторы (СНИЖЕНИЕ)</p>	<ul style="list-style-type: none"> • Рост добычи в не-ОПЕК+ странах (США, Бразилия, Гайана). • Замедление глобальной экономики. • Укрепление доллара.
 <p>Природный газ</p>	<p>Сценарий: Рынки останутся чувствительными. Цены в Европе (TTF) и Азии (JKM) будут сильно зависеть от погоды, заполненности хранилищ и конкуренции за СПГ.</p> <p>Факторы: Европа успешно адаптировалась к жизни без российского трубопроводного газа, но остается уязвимой к холодным зимам и всплескам спроса в Азии. Рост поставок СПГ из США и Катара окажет сдерживающее влияние.</p>

**Медь**

Сценарий: Потенциал для роста цен. Медь – ключевой металл для электропроводки, ВИЭ и электромобилей.

Факторы:

- Спрос: Ускорение «зелёного» перехода поддержит структурный спрос.
- Предложение: Дефицит инвестиций в новые крупные месторождения может привести к дефициту рынка к концу 2025 года.

**Алюминий**

Сценарий: Умеренный рост, зависящий от динамики в Китае.

Факторы:

- Высокие цены на электроэнергию в Европе делают производство дорогим.
- Спрос со стороны автомобильной промышленности и ВИЭ.
- Китай остается крупнейшим производителем и потребителем, его экономическая политика – ключевой фактор.

**Железная руда**

Сценарий: Скорее всего, снижение от текущих высоких уровней.

Факторы:

- Замедление строительного сектора Китая – главный драйвер спроса.
- Поддержку могут оказать стимулы от китайского правительства для поддержки экономики.

Сельскохозяйственные товары

03

**Зерновые**
(ПШЕНИЦА,
КУКУРУЗА, СОЯ)

Сценарий: Высокая волатильность, сильно зависящая от погоды.

Факторы:

- Урожаи в ключевых регионах: Состояние посевов в США, Бразилии, Аргентине, России и ЕС. Черноморская инициатива: Статус экспорта из Украины будет критически важен.
- Эль-Ниньо/Ла-Нинья: Влияют на урожайность в Южной Америке и Юго-Восточной Азии.

**«Зелёные» металлы**
(НИКЕЛЬ,
КОБАЛЬТ, ЛИТИЙ)

Сценарий: Цены стабилизируются после падения в 2023–2024 гг.

Факторы:

- Взрывной рост предложения (особенно в Индонезии для никеля) опережал спрос.
- Долгосрочный тренд на электромобильность остается позитивным, но темпы роста продаж ЭМ могут корректироваться.

ОБЩИЙ ТРЕНД НА 2026 ГОД:

Ожидается умеренный рост сырьевых цен по сравнению с 2025 годом, но без экстремальных всплесков, если не произойдет крупного геополитического или климатического шока.

Самая высокая волатильность ожидается на рынках энергоносителей и сельхозпродукции. Самый сильный структурный бычий тренд сохранится у меди и других металлов, критически важных для декарбонизации.

Главные риски: глубокая глобальная рецессия, эскалация геополитических конфликтов, серьёзные климатические катаклизмы.

2026 год будет годом, когда макроэкономическое управление (ставки, инфляция) и структурные сдвиги («зелёная» энергетика) будут бороться за влияние на сырьевые рынки с традиционными циклическими и геополитическими факторами. Инвесторам и компаниям следует готовиться к *continued volatility* и тщательно отслеживать данные по запасам, инфляции и политические заявления центробанков.

КЛЮЧЕВЫЕ ТРЕНДЫ САНКЦИОННОГО ДАВЛЕНИЯ НА РОССИЮ В 2026 ГОДУ

Ужесточение и совершенствование существующих механизмов

01

Основной фокус сместится с введения принципиально новых запретов на «закрытие лазеек» и усиление эффективности уже действующих санкций.

Борьба с обходом санкций – это будет приоритет № 1. Меры будут включать:

ВВЕДЕНИЕ «ВТОРИЧНЫХ САНКЦИЙ»

Под угрозой ограничений попадут компании и банки в третьих странах (Китай, Турция, ОАЭ, Казахстан и др.), которые ведут «санкционный бизнес» с Россией. Это самый мощный, но и самый рискованный с геополитической точки зрения инструмент.

ДАВЛЕНИЕ НА «ТЕНЕВОЙ ФЛОТ»

Ужесточение правил страхования, сертификации и транспортировки нефти и нефтепродуктов, которые не подпадают под *price cap*. Возможны целевые санкции против конкретных судов и судовладельцев.

КОНТРОЛЬ ЗА ЦЕПОЧКАМИ ПОСТАВОК

Усиление слежения за поставками товаров двойного назначения (чипы, электроника, станки) через третьи страны. Компаниям-экспортёрам будет вменяться в обязанность более строгая проверка конечных пользователей.

ЦЕЛЕВОЕ ВОЗДЕЙСТВИЕ НА ОБОРОННО-ПРОМЫШЛЕННЫЙ КОМПЛЕКС (ОПК)

Санкции будут нацелены на иностранные компоненты в российской военной технике. Будет проводиться обратная инженерия захваченных или уничтоженных образцов для выявления производителей микросхем, подшипников, двигателей и т. д., с последующим давлением на эти компании и их логистические цепочки.

РАСШИРЕНИЕ СПИСКОВ

Расширение списков физических и юридических лиц, связанных с ОПК.

Новые сферы для санкционного давления

02

ФИНАНСОВЫЙ СЕКТОР

Полная изоляция российских банков от SWIFT: В санкционные списки могут попасть оставшиеся системообразующие банки, не подключенные к системе (например, РНКБ, ряд других).

Давление на альтернативные системы переводов (SPFS, CIPS): Попытки ограничить функциональность этих систем за пределами России.

Окончательный отказ от остатков российского газа: Давление на страны, которые продолжают закупать российский трубопроводный газ (например, через Турцию).

Санкции на атомную энергетику: Это самый спорный и сложный вопрос. К 2026 году дискуссия о санкциях против «Росатома» и российского ядерного топлива может перейти в практическую плоскость, особенно если ситуация на фронте будет тупиковой. Это будет зависеть от готовности ЕС (в частности, Венгрии, Словакии, Болгарии) найти альтернативы.

Легализация конфискации замороженных активов ЦБ РФ: К 2026 году процесс их использования на нужды Украины может перейти из стадии дискуссий в стадию практической реализации, скорее всего, через сложные юридические конструкции (например, выдача «облигаций восстановления Украины» под залог этих активов).

Усиление правоприменения и координации

03

В США и ЕС могут быть созданы постоянные межведомственные структуры, единственной задачей которых будет расследование и преследование за обход санкций (по аналогии с OFAC в США).

Резкое увеличение штрафов для компаний, нарушающих санкции, и уголовная ответственность для их руководителей.

США, ЕС, Великобритания и Япония будут стремиться к максимальной синхронизации своих санкционных списков и мер, чтобы минимизировать возможности для арбитража.

ФАКТОРЫ, КОТОРЫЕ БУДУТ ОПРЕДЕЛЯТЬ ИНТЕНСИВНОСТЬ САНКЦИОННОГО ДАВЛЕНИЯ В 2026 ГОДУ

Любое значительное успешное наступление России может спровоцировать Запад на резкую эскалацию санкций. И наоборот, замороженный конфликт может привести к «санкционной усталости».

Если российская экономика демонстрирует устойчивость, а военное производство растёт, Запад будет вынужден признать недостаточность текущих мер и пойти на более радикальные шаги (например, санкции против биржи, вторичные санкции).

ВЕРОЯТНЫЙ СЦЕНАРИЙ НА 2026 ГОД

Наиболее вероятно постепенное, но неуклонное ужесточение санкционного режима по описанным выше направлениям. Акцент сместится на:

- Борьбу с обходом через третьи страны с использованием угрозы вторичных санкций. Точечные удары по финансовой инфраструктуре (добивание банков, возможные действия против биржи).
- Системную работу по подрыву способности России производить вооружение за счёт перекрытия доступа к критическим импортным компонентам. Риск «ядерных» санкционных вариантов (против биржи, Росатома) к 2026 году существенно возрастет, но их реализация будет по-прежнему зависеть от высшей геополитической конъюнктуры.

Базовый сценарий | ВЕРОЯТНОСТЬ: 70%

ЦЕЛЕВОЙ УРОВЕНЬ ИМОЕХ

3400-4000 пунктов

ОБОСНОВАНИЕ

Мы ожидаем продолжения плавного снижения ключевой ставки ЦБ, что будет поддерживать ликвидность на рынке. Цены на нефть сохранятся в комфортном для бюджета диапазоне. Компании продолжают адаптироваться к условиям, показывая рост прибыли. Основной прирост индексу обеспечат:

- **Финансовый сектор:** Снижение ставки может оживить кредитование и поддержать котировки банков.
- **Внутренний потребительский сектор:** Устойчивый спрос со стороны населения.
- **Сырьевой сектор:** За счет стабильных дивидендов.

Позитивный сценарий | ВЕРОЯТНОСТЬ: 15%

ЦЕЛЕВОЙ УРОВЕНЬ ИМОЕХ

Более 4000 пунктов

ОБОСНОВАНИЕ

Реализация этого сценария возможна при существенном улучшении внешнеполитической конъюнктуры или резком скачке цен на нефть до \$90+ за баррель на фоне дефицита предложения на глобальном рынке. Это приведет к мощному притоку иностранного капитала (где это будет возможно) и масштабному пересмотру оценок российских активов в сторону повышения.

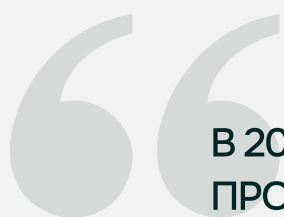
Негативный сценарий | ВЕРОЯТНОСТЬ: 15%

ЦЕЛЕВОЙ УРОВЕНЬ ИМОЕХ

Ниже 3400 пунктов

ОБОСНОВАНИЕ

Риски связаны с резким ухудшением внешней конъюнктуры: обвал цен на нефть, введение жестких санкций вторичного характера или эскалация геополитической напряженности. Внутренним триггером может стать возвращение высокой инфляции, которая вынудит ЦБ вновь резко повысить ключевую ставку, что негативно скажется на котировках большинства бумаг.



В 2026 ГОДУ РОССИЙСКИЙ РЫНОК, ВЕРОЯТНО, ПРОДОЛЖИТ ДВИЖЕНИЕ В ФАРВАТЕРЕ ГЛОБАЛЬНЫХ СЫРЬЕВЫХ ТРЕНДОВ И ВНУТРЕННЕЙ МОНЕТАРНОЙ ПОЛИТИКИ. ПРИ ОТСУТСТВИИ НЕПРЕДВИДЕННЫХ ШОКОВ НАИБОЛЕЕ ВЕРОЯТЕН УМЕРЕННЫЙ РОСТ ДО УРОВНЕЙ 3400-4000 ПУНКТОВ. В 2026 ГОДУ МЫ ПРОГНОЗИРУЕМ ОЖИВЛЕНИЕ IPO-РЫНКА. С Понижением ключевой ставки ожидается приток новых компаний на биржу. В следующем году на рынок могут выйти такие компании как: Дом РФ, COSMOS HOTEL GROUP, ADTECH, ЮРЕНТ, МЕДСКАН и др.

ЛИДЕРЫ ДИВИДЕНДНОЙ ДОХОДНОСТИ / ТАБЛИЦА 2

АКЦИИ	СЕКТОР	ПЕРИОД	ВЫПЛАТА НА АКЦИЮ (ПРОГНОЗ)	ДОХОДНОСТЬ ВЫПЛАТЫ	ДАТА ЗАКРЫТИЯ РЕЕСТРА (ОЦЕНКА)
ОГК-2	Энергетика	годовые 2024	0,0598	14,97%	05.11.2025
Евротранс	Нефть/Газ	II квартал 2025	8,18	6,05%	20.10.2025
НоваБев Групп (Белуга Групп)	Продовольствие	I полугодие 2025	20	5,30%	18.10.2025
Банк Санкт-Петербург (БСП)	Финансы и Банки	I полугодие 2025	16,61	5,10%	06.10.2025
Газпром нефть	Нефть/Газ	6 месяцев 2025	17,30	3,50%	13.10.2025

БЕНЕФИЦИАРЫ СНИЖЕНИЯ КС / ТАБЛИЦА 3

АКЦИИ	СЕКТОР	ЦЕНА 22.09.25	ЦЕЛЕВАЯ ЦЕНА 31.03.2026 В СЛУЧАЕ КС В ДИАПАЗОНЕ 12-13%	ОЖИДАЕМАЯ ДОХОДНОСТЬ ЗА ПЕРИОД, %
ВТБ	Финансы	71,1	81,2	14,21%
Северсталь	Металлургия	991,2	1071	8,05%
Русагро	АПК	117,26	137,2	17%
Евротранс	Финансы	140	167	19,67%
Positive	ПО и IT	1174,8	1284	9,3%

ВЫБОР АКЦИЙ ОТ РИКОМ-ТРАСТ НА ИНТЕРВАЛ ДО ГОДА / ТАБЛИЦА 4

АКЦИИ	СЕКТОР	ЦЕНА 22.09.25	ЦЕЛЕВАЯ ЦЕНА 31.03.2026	ОЖИДАЕМАЯ ДОХОДНОСТЬ ЗА ПЕРИОД, %
Астра	ПО и IT	356,15	414	16,24%
Яндекс	ПО и IT	4112	4782	16,29%
ЮГК	Металлургия	0,6357	0,84	32,14%
Полюс	Металлургия	2318	2550	10%
Сургутнефтегаз АП	Нефть/газ	42,82	58,12	35,73%

СЕКТОРА

НЕФТЕГАЗОВЫЙ СЕКТОР

Прибыль нефтяных компаний значительно снизилась в 2025 году, что является испытанием для бюджета страны. Главной причиной послужило снижение стоимости нефти. Так, средняя стоимость фьючерса марки Brent в 2024 году составляла 79,67 долл. США, за 9М2024 – 81,6 долл. США и за 9М2025 – 69,76 долл. США. Также часть экспорта реализуется с дисконтом. Другие факторы, оказавшие давление, были санкции со стороны Западных стран. Они были направлены на теневой флот, доступ к технологиям и оборудованию, на связанные компании. По итогу ключевые проекты «Восток Оил», «Арктик СПГ-2» и другие СПГ терминалы («Криогаз-Высоцк», «Портовая») имели затруднения с оборудованием и сроками реализации.

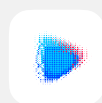
Мы ожидаем, что компании нефтяного сектора реабилитируют своё положение на рынке и увечат доходы относительно негативных результатов 2025 года. В 2026 году темп роста спроса на нефть будет на уровне 1,38 млн. б/с (баррелей в сутки) (2025 г. – 1,29 млн. б/с) по прогнозам ОПЕК (отчет июль 2025 г.) Прогнозы также предполагают сохранение высоких темпов роста спроса на нефть в странах Азии. Риском для отрасли является ужесточение налогового режима со стороны государства.



ЛИДЕРЫ РОСТА В СЕКТОРЕ
ЗА 9М2025:

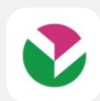


ГАЗ САРАТОВ ОБЛ.
+6% ▲



НОВАТЭК
+2,5% ▲

АУТСАЙДЕР В СЕКТОРЕ
ЗА 9М2025:



БАШНЕФТЬ АНК
-44% ▼

ТРАНСПОРТНЫЙ СЕКТОР

К 2025 году транспортный сектор России завершил острую фазу адаптации к санкциям, введенным после 2022 года, и вступил в период новой, условной стабильности. Произошел масштабный разворот логистики на Восток. Ключевыми партнерами стали Китай, Индия, страны Ближнего Востока, Юго-Восточной Азии и Африки. Значительно выросла загрузка Транссибирской магистрали и коридоров, ведущих к портам Каспийского моря. Проблемы с импортозамещением повлияли больше всего на авиационную отрасль. К 2025 году развернута масштабная программа по сертификации и наладке серийного производства отечественного самолета SJ-100 (Сухой Суперджет-Новый) и лайнера МС-21. Ожидается, что их серийное производство может начаться в 2026 году. Параллельный импорт через третьи страны позволил обеспечить флот необходимыми запчастями, хотя и с большими логистическими издержками и рисками. География полетов будет ограничена странами Азии, Ближнего Востока, Африки и СНГ. Полноценного восстановления сообщения с Западной Европой и США к 2026 году не ожидается. Внутренний спрос на авиаперевозки полностью восстановился в 2025 году и, вероятно, превысит докризисный уровень. Для Аэрофлота 2026 год станет годом закрепления достигнутой стабильности, но риски останутся крайне высокими. Авиационный сектор останется в сильной зависимости от государственной поддержки и успехов отечественного авиапрома.

Морской торговый флот столкнулся с проблемами страхования, фрахта и запретом заходов в порты ЕС. Ответом стал перевод значительной части судов под российскую юрисдикцию и флаги дружественных стран, а также активное развитие портовой инфраструктуры на юге (порт Кавказ, Тамань) и на востоке страны (порты Дальнего Востока, чьи мощности активно наращиваются).

Грузооборот морских портов за 9М2025 сократился на 2,3% г/г (653,4 млн. т.), снизился во всех бассейнах, кроме Дальневосточного. Драйверами роста в данной отрасли являются увеличение перевозок СПГ и развитие СМП (северного морского пути). При этом, новые проекты по СПГ и расширение флота ледокольных судов класса Arc7 частично ограничены санкциями.



ЛИДЕР РОСТА В СЕКТОРЕ
ЗА 9М2025:

НЕТ

АУТСАЙДЕРЫ В СЕКТОРЕ
ЗА 9М2025:



ГЛОБАЛТРАК
МЕНЕДЖМЕНТ
-28% ▼



ПРИМОРСКОЕ МОРСКОЕ
ПАРОХОДСТВО
-28% ▼

ДОБЫВАЮЩИЙ СЕКТОР (ЧЕРНАЯ/ЦВЕТНАЯ МЕТАЛЛУРГИЯ)

Прошедший период адаптации металлургического сектора сменился фазой «новой нормальности», для которой характерны переориентация логистических потоков, изменение рынков сбыта и повышенное внимание к внутреннему спросу.

Однако из-за ужесточения ДКП и как вследствие замедление строительной и машиностроительной отраслей, внутренний спрос на сталь и чугун спрос сократился в 2025 году. По итогу, внутренне-ориентированные компании могут показать снижение доходов в 2025 году. Восстановление прогнозируется в 2П2026 года. Экспортно-ориентированные компании сталкиваются с трудностями со снижением рентабельности экспортных поставок. В 2025 году был бесповоротный разворот экспортных потоков. Традиционные маршруты в Европу заменила мощная, хотя и более затратная, логистическая артерия на Восток. Уголь Кузбасса и руда Урала идут в Китай и Индию длинным круглым путем, создавая невероятную нагрузку на порты Дальнего Востока и железные дороги.



В 2025 году угольная промышленность России переживает серьезный спад. Глобальное снижение цен на уголь, логистические трудности, сокращение спроса и рост издержек спровоцировали резкое увеличение убытков. Уже второй год подряд экспортные операции, являющиеся основным источником доходов для многих угольных компаний, не приносят прибыли, что ставит под угрозу их финансовую устойчивость. Решением для отрасли может стать развитие направления глубокой переработки угля.

Прогнозируется, что спрос на уголь стабилизируется в 2026 году. Он будет колебаться в узком диапазоне. Это связано с тем, что экономический рост в Китае замедляется, а Индия, наращивая собственную добычу, демонстрирует снижение темпов импорта угля. Стратегическая цель Минэнерго на 2026 год выйти на объем добычи 460 млн. т. угля и увеличить экспорт до 230-240 млн. т. в год.

Что касается золотодобывающего сектора, то оказался в выигрышном положении. Цена на золото за 9М2025 год выросла на 44,5% с начала года (3 825 долл. США за 1 унцию на 30.09.2025). Россия в 2025 году демонстрирует увеличение золотых резервов и объемов золотодобычи (1П2025 +5,5% г/г). Параллельно фиксируется значительный интерес инвесторов к этому драгоценному металлу из-за нестабильности мировой экономики.

ЦЕНА НА ЗОЛОТО ЗА ГОД (ОКТ. 2024 – ОКТ. 2025) / ГРАФИК 4

Источник: TradingView



Мы видим следующие общие риски в добывающем секторе:

- 01 Нехватка высокотехнологического оборудования
- 02 Падающее качество ресурсной базы: легкодоступные месторождения истощаются. Требуется колоссальные капиталовложения и технологии в разработку новых месторождений в труднодоступных местах
- 03 Конкуренция за государственные инвестиции
- 04 Ужесточение налогового режима (НДПИ, акцизы)

ЛИДЕР РОСТА В СЕКТОРЕ
ЗА 9М2025:



ПОЛЮС
+73,5% ▲

АУТСАЙДЕРЫ В СЕКТОРЕ
ЗА 9М2025:



КОРШУНОВСКИЙ ГОК
-99% ▼



МЕЧЕЛ
-46,6% ▼

ФИНАНСОВЫЙ СЕКТОР

В 2025 году банковский сектор столкнулся с ростом риска неплатежеспособности и ухудшением качества кредитных портфелей, сокращению ликвидности и чистой процентной маржи (NIM). На фоне высокой ключевой ставки происходило замедление темпов кредитования. На 30.08.2025 объем кредитов юр. лицам составляет 89,2 трлн. руб., физ. лицам – 37,1 трлн. руб. Для сравнения в августе 2024 года общий объем корпоративных кредитов (юр. лица и субъекты МСП) составляют 96 трлн. руб., а объемы кредитов физ. лицам – 37,9 трлн. руб. В прошедшем году можно было увидеть тренд на консолидацию банков. Например, присоединение «ФК Открытие» к БМ-Банку (дочка ВТБ) и Росбанка к Т-Банку. В 2025 году для банковской сферы был регуляторный вызов – ужесточение требований по содержанию капитала и резервов. Однако банки по-прежнему сохраняют достаточные буферы капитала; норматив Н1.0 (один из ключевых нормативов Банка России) находится на уровне около 13,0%, что выше некоторых исторических средних.

В 2026 году мы прогнозируем, что рентабельность бизнеса не будет расти, продолжит повышаться уровень концентрации рынка. Ожидается, что ключевая ставка будет постепенно снижаться, и объем выдачи кредитов увеличится относительно результатов 2025 года.



ЛИДЕР РОСТА В СЕКТОРЕ
ЗА 9М2025:



СПБ БИРЖА
+66% ▲

АУТСАЙДЕР В СЕКТОРЕ
ЗА 9М2025:



МКБ
-31,5% ▼

СТРОИТЕЛЬНЫЙ СЕКТОР

Строительный рынок в начале 2025 года демонстрирует неоднозначную динамику. С одной стороны, общий объем строительных работ показывает рост, поддерживаемый национальными проектами и инфраструктурными вложениями, в то время как с другой – рынок жилищного строительства сталкивается со спадом из-за ужесточения ДКП, отмены льготной ипотеки. В 2025 году снижение активности в жилищном строительстве может составить 30% г/г. За 9М2025 запуск нового жилья составил 28,6 млн. кв. м., что меньше на 16% по сравнению с прошлым годом. При высокой ключевой ставке снижался спрос в массовом сегменте, рос интерес к премиальному жилью, и замедлилась динамика продаж новостроек. За 9 месяцев стоимость жилья на новостройки выросла на 6,1% и составила 10,9 млн. руб. за лот. Медианная ставка долгосрочной аренды жилья по всем мегаполисам в стране на сентябрь составляет 38 тыс. руб., рост за 3КВ2025 11%.

Мы прогнозируем оживления жилой строительной отрасли в 2026, если ключевая ставка опустится ниже 12%. Восстановление отрасли предполагается за счет привлечения государственных инвестиций и оживлению деловой активности.

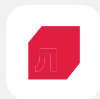


ЛИДЕР РОСТА В СЕКТОРЕ
ЗА 9М2025:



ИНГРАД
+2,5% ▲

АУТСАЙДЕР В СЕКТОРЕ
ЗА 9М2025:



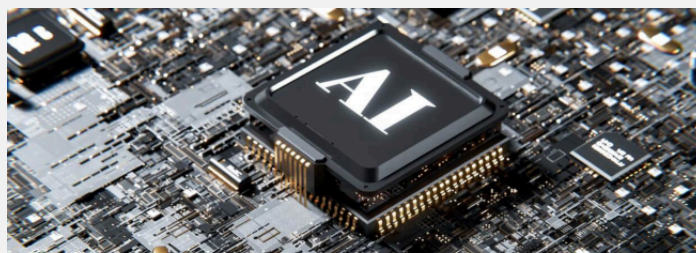
ГРУППА ЛСР
-19% ▼

ИТ СЕКТОР

ИТ-сектор России демонстрирует устойчивую динамику развития, несмотря на внешние вызовы. Ключевыми тенденциями в 2025 году были: развитие ИИ, облачные технологии, цифровизация, импортозамещение и кооперация компаний (M&A) сделки. Вызовами для отрасли оставались интеграция отечественных программных решений, дефицит узконаправленных специалистов. Рост новых выданных лицензий значительно сократился по сравнению с 2024 годом.

Часть компаний, активно продававших лицензии, в 2025 году начали трансформировать структуру выручки, где большая доля приходится на подписки. Соответственно, темп роста выручки у эмитентов в ближайшие пару лет (2025-2026 гг.) существенно замедлится. ИТ-сектор переходит из стадии роста в стадию зрелости.

В 2026 году ожидается дальнейшая интеграция цифровых технологий в различные сферы экономики, рост спроса на кибербезопасность и устойчивые технологические решения. Возможный выход на IPO в 2026 году компаний «Самолет Плюс», «Омега», «Цифровые привычки», IBS.



ЛИДЕР РОСТА В СЕКТОРЕ
ЗА 9М2025:



ЦИАН
+27% ▲

АУТСАЙДЕР В СЕКТОРЕ
ЗА 9М2025:



ГРУППА ПОЗИТИВ
-45,8% ▼

ПОТРЕБИТЕЛЬСКИЙ СЕКТОР

В 2025 году российский потребительский сектор демонстрирует замедлением темпов роста, население переходит к сберегательной модели поведения. Продолжается рост популярности онлайн-торговли и сервисов доставки, а также увеличение спроса на платные услуги и отечественные товары. Как и в других секторах экономики, в 2025 году можно наблюдать снижение рентабельности и временное сокращение FCF. Мы ожидаем, что с среднесрочной перспективой компании потребительского сектора восстановят свою рентабельность. Обороты розничной торговли в стране за 1П2025 увеличились на 11%. Продуктовый ритейл всегда остается устойчивым бизнесом при любой экономике. Не смотря на высокую ставку и инфляцию, его рост выше непродуктового ритейла.

Маркетплейсы продолжают укреплять позиции, расширяя географию присутствия и ассортимент. Региональные рынки становятся новым фронтиром роста, как для маркетплейсов так и ритейлеров. За 1П2025 объем рынка онлайн-торговли увеличился на 36% и достиг 5,3 трлн. руб.



Сегмент фармацевтики получил за последние пару лет существенный импульс развития. Идеальные условия сложились из-за защищенного внутреннего рынка, государственной поддержки через механизмы льготного финансирования и госзакупок, а также уход некоторых иностранных конкурентов.

В 2026 году ожидается рост покупательной способности за счет снижения инфляционных расходов, при снижении ключевой ставки роста доступности потребительских кредитов. По прогнозу ЦБ к концу 2026 года уровень инфляции может достичь 4-4,7 % годовых.

ЛИДЕР РОСТА В СЕКТОРЕ
ЗА 9М2025:



ЛЕНТА
+56,3% ▲

АУТСАЙДЕР В СЕКТОРЕ
ЗА 9М2025:



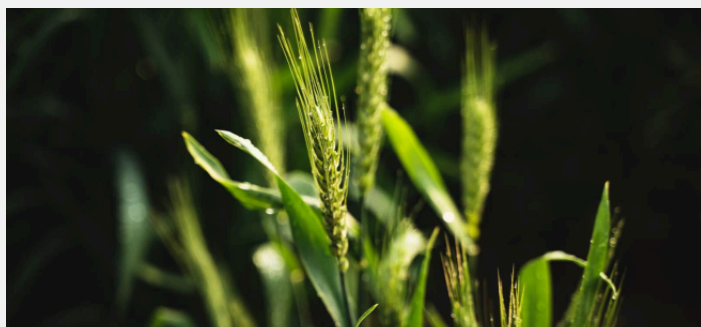
ФИКС ПРАЙС
-45% ▼

СЕЛЬСКОХОЗЯЙСТВЕННЫЙ СЕКТОР

Аграрный сектор России в 2025 году, по предварительным оценкам, ожидает возобновление роста после спада, наблюдаемого в 2024 году. Это обусловлено, в первую очередь, эффектом низкой базы предыдущего года. Традиционно, наибольший вклад в положительную динамику вносит растениеводство. Однако, в текущем году рекордных урожаев не предвидится, несмотря на ожидания роста.

Развитие отрасли сталкивается с некоторыми препятствиями, основными из которых являются высокая ключевая ставка ЦБ, которая значительно удорожает кредитование для сельхозпроизводителей, и, как следствие, падение рентабельности сельскохозяйственного производства.

Что касается экспортного потенциала АПК, то здесь наблюдается позитивная тенденция. Общий объем экспорта сельскохозяйственной продукции растет, особенно в страны Евразийского экономического союза (ЕАЭС). Лидерами экспорта остаются зерновые культуры (прежде всего, пшеница), масличные культуры (подсолнечник, рапс), мясо птицы и свинина. При этом общая геополитическая ситуация в мире и западные санкции накладывают свои ограничения на экспорт на мировые рынки за пределы ЕАЭС. Они затрагивают различные сферы, включая финансовые расчеты, страхование судов, процедуру сертификации экспортируемой продукции и доступ к портам многих стран. Ключевыми драйверами экспорта, помимо зерновых, остаются масличные культуры, птицеводство и свиноводство. Министерство сельского хозяйства США (USDA) в своем новом прогнозе подтверждает лидирующую позицию России как крупнейшего в мире экспортера пшеницы. Прогноз сбора пшеницы 2025/2026 составляет 83 миллиона тонн, а экспорт оценивается в 45 миллионов тонн. Однако, следует отметить, что фактические показатели могут отличаться от прогнозов в зависимости от погодных условий, цен на мировом рынке.



Государственная поддержка сельскохозяйственного сектора в 2025 году составила более 500 млрд. руб., что, безусловно, оказывает стимулирующее воздействие на развитие отрасли. Для сравнения в 2024 году сумма составляла 665 млрд. руб. В 2026 году государство планирует сохранить поддержку отрасли.

ЛИДЕР РОСТА В СЕКТОРЕ
ЗА 9М2025:

НЕТ

АУТСАЙДЕР В СЕКТОРЕ
ЗА 9М2025:



РУСАГРО
-42,6% ▼

ХИМИЧЕСКАЯ ПРОМЫШЛЕННОСТЬ

В России набирает обороты нефтепереработка, нацеленная на выпуск полимеров, высококачественных смазочных материалов и широкой гаммы каучуков. Однако, в текущий момент Россия, в силу изношенности оборудования и сдержанных темпов развития, вынуждена оставаться поставщиком продукции с невысокой добавленной стоимостью и значительными издержками. В сложившихся обстоятельствах государство будет разрабатывать программу развития данной отрасли, чтобы укрепить ресурсную независимость страны и оградить её от внешних колебаний.

На фоне продолжающегося подъема нефтехимической промышленности, прогнозы сулят дальнейший уверенный рост. В соответствии с утвержденной Энергетической стратегией Российской Федерации, к 2035 году производство крупнотоннажной нефтехимии должно достигнуть 14 миллионов тонн, а к 2050 году – 18 миллионов тонн. Эти амбициозные цели позволят увеличить долю легкого углеводородного сырья, направляемого на нужды нефтехимии, до 45% к 2036 году и существенно снизить зависимость внутреннего рынка полимеров от импортных поставок. Кроме того, к 2050 году планируется увеличить объемы переработки нефти в России на 3%, что составит внушительные 283 миллиона тонн.

Россия занимает лидирующие позиции в качестве поставщика удобрений на мировом рынке. Производители конкурентоспособны благодаря невысокой себестоимости производства, несмотря на возросшие издержки, связанные с логистикой. За первые 8 месяцев 2025 года российские компании продемонстрировали увеличение экспорта минеральных удобрений на 8% г/г, достигнув объема в 29,8 млн. т. Если текущая динамика сохранится, то к концу года экспорт может составить около 45 млн. т. По оценкам Министерства сельского хозяйства России, в 2025 году использование удобрений внутри страны составит от 5,5 до 6,5 млн. т. активного вещества. Ожидается, что к 2030 году этот показатель увеличится до 8,2 млн. т. в соответствии с оптимистичным сценарием, в то время как базовый сценарий предполагает потребление в 6,7 млн. т. В долгосрочной перспективе, к 2030 году, мировой спрос на минеральные удобрения, по оценкам, вырастет на 11%, при этом основной вклад в этот рост внесут страны Латинской Америки и Южной Азии.

Государственное регулирование играет ключевую роль в развитии российской отрасли удобрений. С 2025 года экспортные пошлины были упразднены и заменены акцизом на природный газ, используемый для производства аммиака (важный компонент азотных удобрений), а также увеличением налога на добычу полезных ископаемых для фосфорного и калийного сырья. Предполагается, что эти изменения приведут к снижению налоговой нагрузки на отрасль в целом, учитывая ее экспортную направленность, однако прибыльность производства продукции, ориентированной на внутренний рынок, скорее всего, уменьшится.



ЛИДЕР РОСТА В СЕКТОРЕ
ЗА 9М2025:



ФОСАГРО
+13% ▲

АУТСАЙДЕР В СЕКТОРЕ
ЗА 9М2025:



НИЖНЕКАМСКНЕФТЕХИМ
-11,7% ▼

ДОЛГОВОЙ РЫНОК

КОРПОРАТИВНЫЕ ОБЛИГАЦИИ

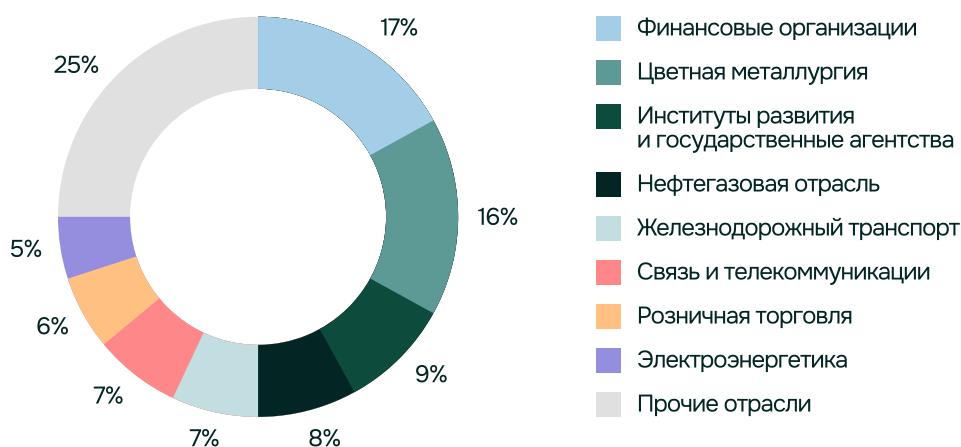
Суммарный объем рынка корпоративных облигаций на 9М2025 составлял 34,47 трлн. руб., рост на 21,5% относительного такого же периода прошлого года. К концу 1П2025 общий объем корпоративного долга в облигациях, выраженный в непогашенном номинале, достиг 30,6 трлн. руб., увеличение на +3,5% с начала года. Общий объем новых размещений на 1П2025 вырос на 56% г/г (4,6 трлн. руб.). Причинами стали рефинансирование эмитентами кредитов и потребность финансирования крупных инвестиционных проектов. При этом прирост рынка корпоративного долга в рублевом эквиваленте оказался сдержанным. Это обусловлено как погашениями, так и переоценкой валютных облигаций в связи с укреплением курса рубля. На 01.07.2025 основной объем обращающихся облигаций по непогашенному номиналу приходился на эмитентов первого эшелона – 56%. Компании второго эшелона занимали почти 23% рынка, а эмитенты высокорискового сегмента – около 2%. К концу года данная структура рынка практически не поменяется. В 1П2025 наблюдалось сокращение доли валютных выпусков. Это было связано с прекращением торгов долларом и евро на Московской бирже, а также с умеренной активностью компаний нефтегазового сектора на рынке долговых обязательств.

После активного роста доли юаневых облигаций (2023-2024 гг.), в 1П2025 происходит замедление. Это было обусловлено сокращением ликвидности юаня и конкуренцией с замещающими облигациями. Стоит отметить, что существенно сократилась и доля финансовых организаций в структуре новых размещений. В 1П2025 доля составила 17% против 40% в 1П2024. В общем объеме корпоративных облигаций на финансовый сектор приходится 37%, а доля реальной экономики 62% на 01.07.2025.



ОТРАСЛЕВОЕ РАСПРЕДЕЛЕНИЕ НОВЫХ ЭМИТЕНТОВ В 1П2025 / ГРАФИК 5

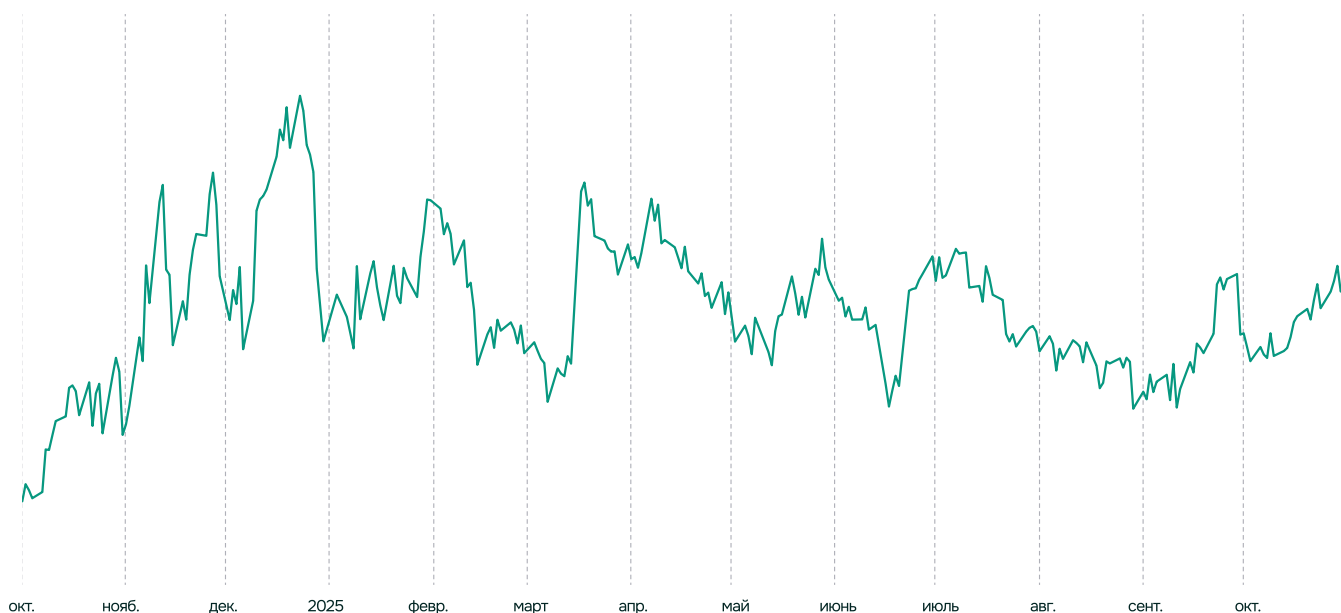
Источник: Cbonds, Бюллетень долгового рынка от АКРА



Индекс IFX-Cbonds G-Spread полной доходности российских корпоративных облигаций демонстрировал отличающуюся от прошлого года динамику. Данный индекс является индикатором, он показывает разницу в доходности между российской корпоративной облигацией и государственным ценным бумагой (ГЦБ) той же дюрации. За 9М2025 медианное значение составило 353,16 б.п., в прошлом году за тот же период – 153,3 б.п. Повышенный спред в 1П2025 указывает на сокращение ликвидности рынка корпоративных облигаций и увеличение кредитного риска.

ИНДЕКС IFX-CBONDS G-SPREAD ЗА ГОД / ГРАФИК 6

Источник: Cbonds



Такую же тенденцию дублирует индекс RUCBTRNS. Ориентировочная доходность корпоративных облигаций (RUCBTRNS) на конец 9М2025 составила 16,9%, снизившись на 3,57 п.п. по сравнению с прошлым годом. В 1П2025 спред был заметно шире, чем в 2022-2024 годах. Однако постепенное снижение ключевой ставки с июля привело к существенному сокращению спреда. Прогнозируется, что при дальнейшем смягчении монетарной политики разница в доходностях между облигациями эмитентов разных уровней надежности будет постепенно сокращаться.

ИНДЕКС RUCBTRNS ЗА ГОД / ГРАФИК 7

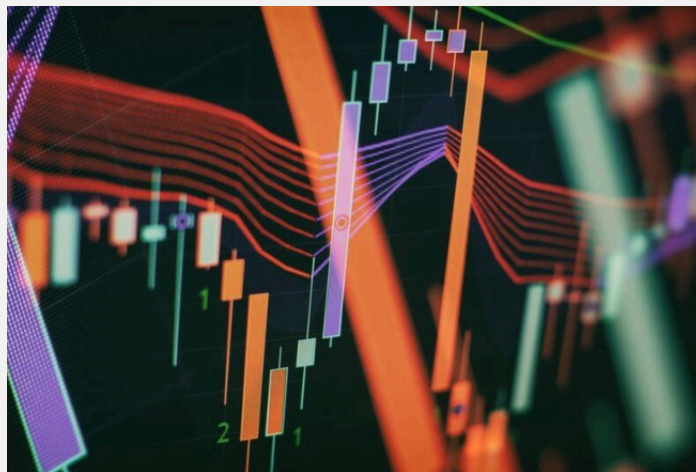
Источник: TradingView



ВЫСОКОДОХОДНЫЕ ОБЛИГАЦИИ (ВДО)

Первая половина 2025 года был рекордным на рынке высокодоходных облигаций (ВДО) в России. Объем привлеченных средств эмитентами достиг почти 47 млрд. руб. При этом существенно увеличилось количество дефолтов, и выросли премии за риск. Повысился также и кредитный рейтинг основных эмитентов. Так если в 2024 году преимущественно были компании с рейтингом В, то в 1П2025 на рынке ВДО преобладали эмитенты с рейтингом ВВВ. Этот сдвиг весьма показателен и указывает на серьезные изменения в структуре рынка. Мы связываем увеличение количества дефолтов среди компаний с рейтингом В с перегрузкой их долговой нагрузкой. В 1П2025 произошло 17 дефолтов, объем составил 5,3 млрд. руб. Для сравнения, в 1П2024 было всего 2 дефолта на сумму 1,3 млрд. руб.

За 1П2025 компании разместили ВДО на 4,2 трлн. руб. Однако, увеличение объема эмиссии не привело к снижению доходности для инвесторов. Напротив, инвесторы, осознавая повышенные риски, требовали более высокую компенсацию за инвестиции. Хотя медианная доходность новых выпусков облигаций снизилась до уровня 28,6–32,9%, спред к ОФЗ существенно увеличился, достигнув 8,75–15 п.п. Это увеличение спреда ясно указывает на возрастающую обеспокоенность инвесторов, которые все чаще предпочитают более надежные и предсказуемые инструменты, такие как ОФЗ.



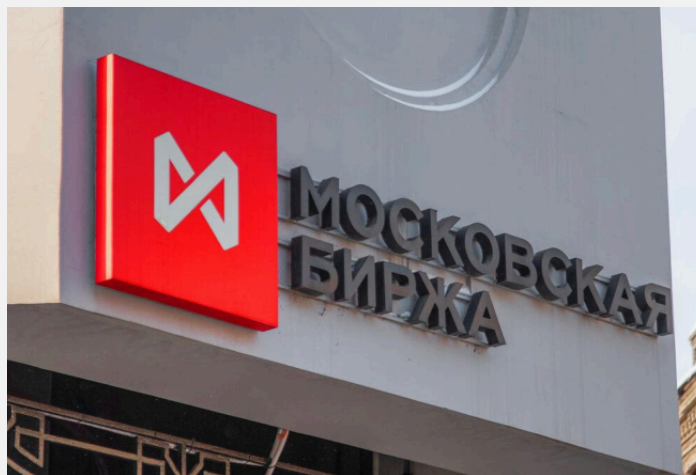
ГОСУДАРСТВЕННЫЕ ОБЛИГАЦИИ

Доходность государственных облигаций снизилась. За период 9М2024–9М2025 доходность по 10 летним ОФЗ сократилась на 0,92 п.п. (30.09.2024 – 15,85%, 30.09.2025 – 14,93%). Если ранее доходность по краткосрочным ОФЗ была выше долгосрочных в 1П2025, то с конца сентября наблюдается противоположная ситуация. Структура рынка ОФЗ практически осталась неизменной. Большую долю на рынке занимают ОФЗ с постоянным доходом (ОФЗ-ПД) – около 55%. Доля ОФЗ с переменным купоном (ОФЗ-ПК) составила около 38%. Доминирование ОФЗ-ПД указывает на предпочтение инвесторами консервативной стратегии в условиях, когда они ожидают стабильности или снижения процентных ставок.

На 1 июля 2025 года на Московской Бирже обращались 80 выпусков субфедеральных и муниципальных облигаций общим объемом 371,17 млрд. руб. (по номинальной стоимости). Структура рынка представлена 73 выпусками субфедеральных облигаций на сумму 365,9 млрд. руб. и 7 выпусками муниципальных облигаций – 5,27 млрд. руб. Лидером по объему обращающихся облигаций является Москва (80,4 млрд. руб., 21,7% рынка), что подтверждает её финансовую устойчивость и активное использование облигационных займов для финансирования инфраструктурных и социальных проектов. Новосибирская область укрепила свои позиции (45,5 млрд. руб., 12,3% рынка), заняв второе место благодаря активной эмиссионной деятельности в 2024 году. Это свидетельствует о растущей потребности региона в привлечении заемного финансирования для реализации региональных программ развития.

В 1КВ2025 Минфин разместил 1,4 трлн. руб., на 40% перевыполнив план. Минфин в этом периоде сделал акцент на выпусках ОФЗ-ПД со сроком более 10 лет, при этом, не выпустив ОФЗ-ПК. Это является значительным отходом от тенденции, наблюдавшейся в 2024 году, когда ОФЗ-ПК составляли 59% от общего объема выпущенных облигаций. Инвесторы проявляли активность на рынке ОФЗ-ПД, рассчитывая на потенциальное уменьшение ключевой ставки ЦБ. Во 2КВ2025 Минфин разместил 1,46 трлн. руб., реализовав квартальный план заимствования на 112,8%. Доля ОФЗ со сроком погашения менее 10 лет в аукционах за данный период составила около 20%. Ключевыми покупателями ОФЗ в 1П2025 являются кредитно-финансовые учреждения.

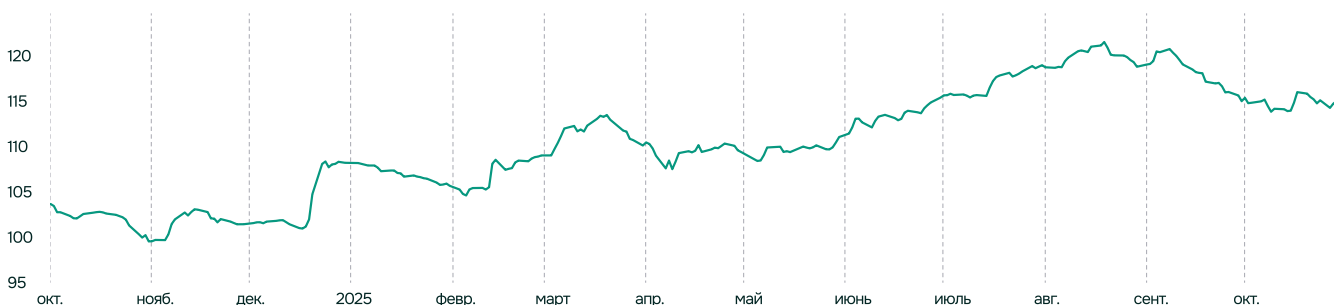
Стоит заметить, что коэффициент покрытия спроса на государственные ценные бумаги (bid-to-cover ratio) в 1П2025 выше 1П2024. Если в 1КВ2025 Bid/cover ratio составлял 1,6х, в 2КВ2025 – 1,7х, то за тот же период в 2024 он составлял 1,5х и 1,5х соответственно. В 3КВ2025 было размещено ОФЗ на сумму 1,57 трлн. руб., что выше плана на 4,6%. Всего за год по плану Минфина должен был разместить ОФЗ объемом 4,78 трлн. руб., однако данный показатель был увеличен на 2,2 трлн. руб. из-за дефицита федерального бюджета. Для сравнения в 2024 году объем составлял 4,37 млрд. руб.



Индекс Государственных облигаций Московской Биржи (RGBI) активно рос с начала 2025 года, однако после первой недели сентября наблюдается снижение значений. Данный показатель является индикатором российского государственного долга. В августе индексу удалось превысить максимальное значение 2024 года. Если сравнивать результаты 2025 года с предыдущим годом, то стоимость индекса ниже. При этом весь 2024 год был тренд на снижение с высоких значений 2023 года. Медианное значение за 8М2025 составило 109 пунктов, в 8М2024 – 114 пунктов. Можно сказать, что в начале года индекс рос за счет вектора на снижение ключевой ставки, и в целом, было увеличение спроса на ОФЗ. Мы ожидаем, что индекс до конца года вырастет на 3-5% , так как продолжится постепенное смягчение ДКП.

ИНДЕКС RGBI ЗА ГОД / ГРАФИК 8

Источник: Cbonds



СТРАТЕГИЯ

2026 – год роста спроса на дисконтные облигации

01

Постепенно со снижением ключевой ставки до 12-13% к концу 2026 года по базовому сценарию, заложенному в бюджет 2026 года, будет снижаться доходность облигаций к погашению. Целесообразным представляется приобретение дисконтированных облигаций со сроком дюрацией от 2 до 3 лет с последующим удержанием до момента их погашения.

01 Нет налога на прибыль с купонов, т.к. нет купонов

02 Последовательное формирование портфеля из подобных облигаций дает возможность для реинвестирования высвобождающихся средств

СПИСОК РОССИЙСКИХ ДИСКОНТНЫХ ОБЛИГАЦИЙ СО СРОКОМ ДЮРАЦИИ 2-3 ГОДА, ВЫБОР РИКОМ-ТРАСТ / ТАБЛИЦА 5

ЭМИТЕНТ	ОБЛИГАЦИЯ	ЦЕНА	СРОК ПОГАШЕНИЯ	ДОХОДНОСТЬ
ВТБ	С-1-1395	70,635%	20.12.2027	17,152%
ВТБ	С-1-1454	68,58%	24.04.2028	16,002%
ВТБ	С-1-1396	72,925%	27.12.2027	15,32%
ВТБ	С-1-1348	74,09%	31.01.2028	13,858%
ВТБ	С-1-1423	83,565%	13.03.2028	7,687%
Sber CIB	CIB-CO-EQ-001S-44	84,2%	04.07.2028	6,485%
Sber CIB	CIB-CO-EQ-001S-67	82,8%	18.09.2028	6,618%
Sber CIB	CIB-CO-EQ-001S-51	85,2%	07.08.2028	5,823%
Sber CIB	CIB-CO-EQ-001S-60	87,06%	04.09.2028	4,883%
Sber CIB	CIB-CO-EQ-001S-55	89,31%	21.08.2028	4,020%

Облигации с фиксированным купоном и со сроком дюрации 2-3 года. Эмитенты высокого кредитного качества

02

Еще одним следствием смягчения ДКП на корпоративном рынке станет приток инвестиций из флоатеров в облигации с фиксом. По мере снижения ключевой ставки купонная доходность флоатеров будет неуклонно падать. Стремясь зафиксировать более высокую доходность, инвесторы будут наращивать свои позиции в облигациях с фиксированным купоном.

ОФЗ С ФИКСИРОВАННЫМ КУПОНОМ / ТАБЛИЦА 6

ТИКЕР ОФЗ 26237	РЕЙТИНГ AAA	ЦЕНА, ПП 79,71	ДОХОДНОСТЬ, % 14,94	ДЮРАЦИЯ 3,05	КУПОН, % 6,7
ВАЛЮТА RUB	ОБЪЕМ, МЛН 418 953	Г-СПРЕД, БП 12	ТЕКУЩАЯ ДОХОДНОСТЬ, % 8,41	ПОГАШЕНИЕ 14.03.2029	РАЗМЕЩЕНИЕ 16.06.2021
ТИКЕР ОФЗ 26236	РЕЙТИНГ AAA	ЦЕНА, ПП 81,6	ДОХОДНОСТЬ, % 14,97	ДЮРАЦИЯ 2,37	КУПОН, % 5,7
ВАЛЮТА RUB	ОБЪЕМ, МЛН 498 594	Г-СПРЕД, БП -	ТЕКУЩАЯ ДОХОДНОСТЬ, % 6,99	ПОГАШЕНИЕ 17.05.2028	РАЗМЕЩЕНИЕ 11.11.2020
ТИКЕР ОФЗ 26232	РЕЙТИНГ AAA	ЦЕНА, ПП 86,03	ДОХОДНОСТЬ, % 14,86	ДЮРАЦИЯ 1,89	КУПОН, % 6
ВАЛЮТА RUB	ОБЪЕМ, МЛН 447 934	Г-СПРЕД, БП -	ТЕКУЩАЯ ДОХОДНОСТЬ, % 6,97	ПОГАШЕНИЕ 06.10.2027	РАЗМЕЩЕНИЕ 04.12.2019
ТИКЕР ОФЗ 26212	РЕЙТИНГ AAA	ЦЕНА, ПП 86,13	ДОХОДНОСТЬ, % 14,94	ДЮРАЦИЯ 2,09	КУПОН, % 7,05
ВАЛЮТА RUB	ОБЪЕМ, МЛН 348 054	Г-СПРЕД, БП 6	ТЕКУЩАЯ ДОХОДНОСТЬ, % 8,19	ПОГАШЕНИЕ 19.01.2028	РАЗМЕЩЕНИЕ 23.01.2013

ОФЗ С ФЛОАТЕРОМ / ТАБЛИЦА 7

ТИКЕР	РЕЙТИНГ	ОБЪЕМ, МЛН	ЦЕНА, ПП	СПРЕД К RUONIA, БП	ТЕК. ДОХ-ТЬ, %	СРОК ПОГАШЕНИЯ	КУПОН, %	ПОГАШЕНИЕ	РАЗМЕЩЕНИЕ
ОФЗ 29027	AAA	1 000 000	95,78	74	17,62	10,93	16,88	11.09.2036	11.12.2024
ОФЗ 29026	AAA	1 000 000	96,88	42	17,6	12,91	17,05	04.09.2038	04.12.2024

КОРПОРАТИВНЫЕ ОБЛИГАЦИИ СО СРОКОМ ДЮРАЦИИ 1,5-3 ГОДА, С ФИКСИРОВАННЫМ КУПОНОМ / ТАБЛИЦА 8

ТИКЕР	РЕЙТИНГ	ЦЕНА, ПП	ДОХОДНОСТЬ, %	ДЮРАЦИЯ	ОПЦИОН	КУПОН, %
ВЭБ.РФ 21	AAA	105,51	16,19	1,62	24.08.2027Put	19,15
ВАЛЮТА	ОБЪЕМ, МЛН	G-СПРЕД, БП	ТЕКУЩАЯ ДОХОДНОСТЬ, %	ПОГАШЕНИЕ		РАЗМЕЩЕНИЕ
RUB	15 000	135	18,15	17.02.2032		13.03.2012
ТИКЕР	РЕЙТИНГ	ЦЕНА, ПП	ДОХОДНОСТЬ, %	ДЮРАЦИЯ	ОПЦИОН	КУПОН, %
РЖД 1Р-37R	AAA	110,38	16,1	2,23	-	19,5
ВАЛЮТА	ОБЪЕМ, МЛН	G-СПРЕД, БП	ТЕКУЩАЯ ДОХОДНОСТЬ, %	ПОГАШЕНИЕ		РАЗМЕЩЕНИЕ
RUB	28 000	117	17,67	24.08.2028		26.02.2025
ТИКЕР	РЕЙТИНГ	ЦЕНА, ПП	ДОХОДНОСТЬ, %	ДЮРАЦИЯ	ОПЦИОН	КУПОН, %
РЖД БО1Р1R	AAA	105,85	16,17	2,07	23.05.2028Put	18,4
ВАЛЮТА	ОБЪЕМ, МЛН	G-СПРЕД, БП	ТЕКУЩАЯ ДОХОДНОСТЬ, %	ПОГАШЕНИЕ		РАЗМЕЩЕНИЕ
RUB	15 000	129	17,38	18.05.2032		07.04.2017
ТИКЕР	РЕЙТИНГ	ЦЕНА, ПП	ДОХОДНОСТЬ, %	ДЮРАЦИЯ	ОПЦИОН	КУПОН, %
РостелР16R	AAA/AA+	103,49	16,11	1,31	-	17,65
ВАЛЮТА	ОБЪЕМ, МЛН	G-СПРЕД, БП	ТЕКУЩАЯ ДОХОДНОСТЬ, %	ПОГАШЕНИЕ		РАЗМЕЩЕНИЕ
RUB	15 000	129	17,05	12.04.2027		22.04.2025
ТИКЕР	РЕЙТИНГ	ЦЕНА, ПП	ДОХОДНОСТЬ, %	ДЮРАЦИЯ	ОПЦИОН	КУПОН, %
РЖД 1Р-07R	AAA	105,91	15,74	2,1	01.06.2028Put	18
ВАЛЮТА	ОБЪЕМ, МЛН	G-СПРЕД, БП	ТЕКУЩАЯ ДОХОДНОСТЬ, %	ПОГАШЕНИЕ		РАЗМЕЩЕНИЕ
RUB	10 000	86	17	26.05.2033		14.06.2018
ТИКЕР	РЕЙТИНГ	ЦЕНА, ПП	ДОХОДНОСТЬ, %	ДЮРАЦИЯ	ОПЦИОН	КУПОН, %
РусГидБП13	AAA	104,3	15,68	1,57	-	17,35
ВАЛЮТА	ОБЪЕМ, МЛН	G-СПРЕД, БП	ТЕКУЩАЯ ДОХОДНОСТЬ, %	ПОГАШЕНИЕ		РАЗМЕЩЕНИЕ
RUB	15 000	84	16,63	11.08.2027		23.05.2025
ТИКЕР	РЕЙТИНГ	ЦЕНА, ПП	ДОХОДНОСТЬ, %	ДЮРАЦИЯ	ОПЦИОН	КУПОН, %
РусГид2Р07	AAA	97,58	15,98	2,32	-	13,85
ВАЛЮТА	ОБЪЕМ, МЛН	G-СПРЕД, БП	ТЕКУЩАЯ ДОХОДНОСТЬ, %	ПОГАШЕНИЕ		РАЗМЕЩЕНИЕ
RUB	50 000	103	14,19	26.07.2028		11.08.2025

РЫНОК ПФИ

Замедление восстановления рынка ПФИ в 2024-1П2025 было следствием ограниченного доступа к международным торговым площадкам. Особенно это было заметно в сегменте валютного ПФИ. После санкций со стороны Минфина США, Мосбиржа с 13 июня приостановила торговлю производными финансовыми инструментами в евро и долларах США. В другом сегменте – процентные ПФИ наблюдается умеренный рост. Сдерживающей силой здесь является высокая ключевая ставка. Развитие товарных деривативов затруднено из-за дефицита надежных российских индикаторов, отражающих актуальные цены. Из всех представленных сегментов существенный прогресс показали биржевые ПФИ. Общий объем открытых позиций по фьючерсным контрактам на срочном рынке Московской Биржи увеличился почти на 30-33%.

ВАЛЮТНЫЕ СВОПЫ

В связи с сокращением потребности банковских учреждений в валютных ресурсах, наблюдается устойчивое снижение объемов операций валютного свопа. Вопреки общей нисходящей тенденции, в отдельные периоды времени отмечались кратковременные всплески активности на внебиржевом рынке валютных свопов, что, вероятно, было обусловлено колебанием курса рубля.

Основными участниками внебиржевого рынка свопов остаются нефинансовые организации и кредитные учреждения. При этом, в операциях с валютами стран, поддерживающих тесные экономические связи, нефинансовые компании размещают избыточные валютные активы посредством валютных свопов. В 2024 году в операциях с валютами государств, не входящих в эту категорию, преобладало размещение рублевых активов, однако, в 2025 году произошла переориентация, и данные компании предпочли размещать валютные средства. Эта перемена может быть объяснена тем, что в 1П2025 инвесторы ожидали девальвацию рубля. Также количество сделок в данном сегменте в 1П2025 сократились на 28% г/г. Среднемесячное количество сделок у корпоративных клиентов в 1П2025 составляет 1 778, в 1П2024 – 2 475.



ВАЛЮТНЫЕ ФОРВАРДЫ

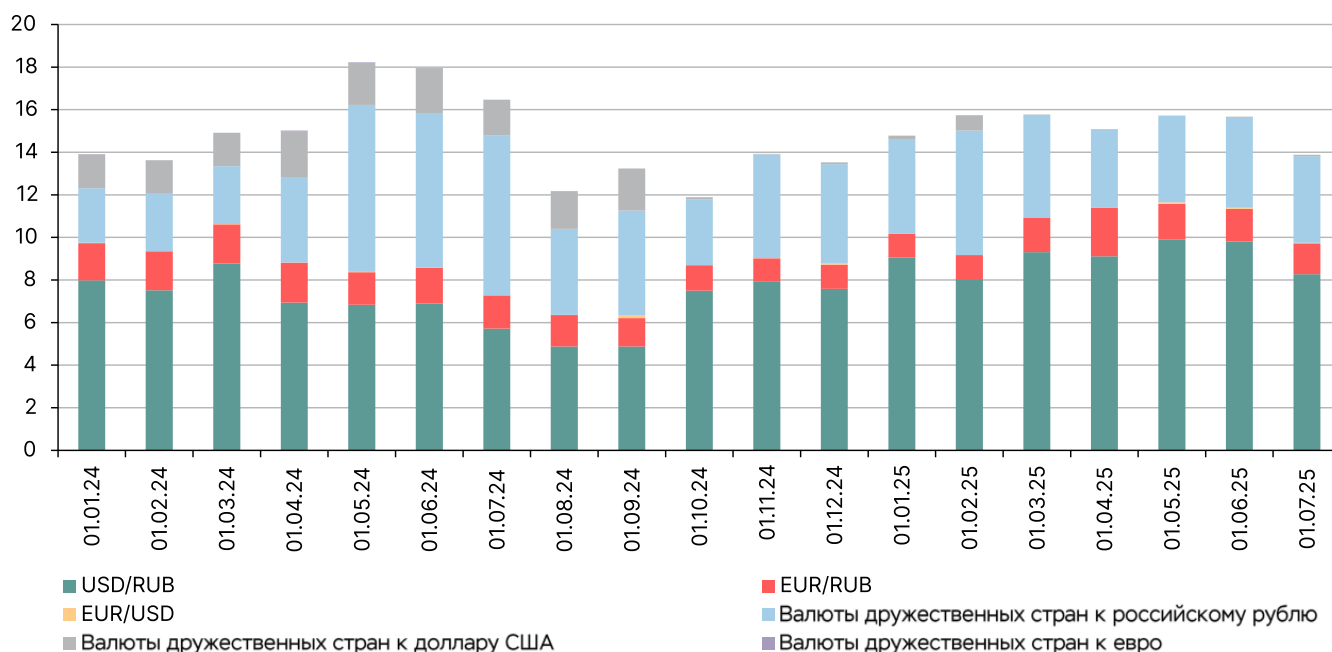
В отношении валют недружественных государств зафиксировано ощутимое увеличение объема сделок, не предусматривающих физическую поставку актива. Подобные операции предоставляют экономическим агентам эффективный инструмент для управления валютными рисками, минимизируя при этом транзакционные издержки и риски, сопряженные с фактической поставкой соответствующей валюты. Структура продавцов, оперирующих валютными форвардами, продемонстрировала относительную стабильность. Ключевыми участниками рынка остаются крупные банковские учреждения и корпорации, не относящиеся к финансовому сектору. При этом отмечено расширение присутствия нефинансовых организаций (НФО) как в сегменте покупателей, так и в сегменте продавцов валют недружественных стран.

С ноября 2024 года более стабильно розничные клиенты продолжили использовать валютные форварды. Если же с ноября по декабрь 2024 года было всего 3 сделки, то в 1П2025 67 шт. Корпоративный сектор демонстрирует иную динамику. Количество сделок, заключенных корпоративными клиентами в 1П2025 сократилось на 16,8%. Среднемесячное количество сделок в 1П2025 составило 1 674 шт., в то время как в аналогичном периоде 2024 года этот показатель равнялся 2 012 шт.



ОБЪЕМ ОТКРЫТЫХ СДЕЛОК «ВАЛЮТНЫЙ ФОРВАРД» В ОСНОВНЫХ ВАЛЮТНЫХ ПАРАХ, В МЛРД. РУБ. / ГРАФИК 9

Источник: НКО АО НРД, отчет Банка России «рынок производственных финансовых инструментов»



ВАЛЮТНЫЕ ОПЦИОНЫ

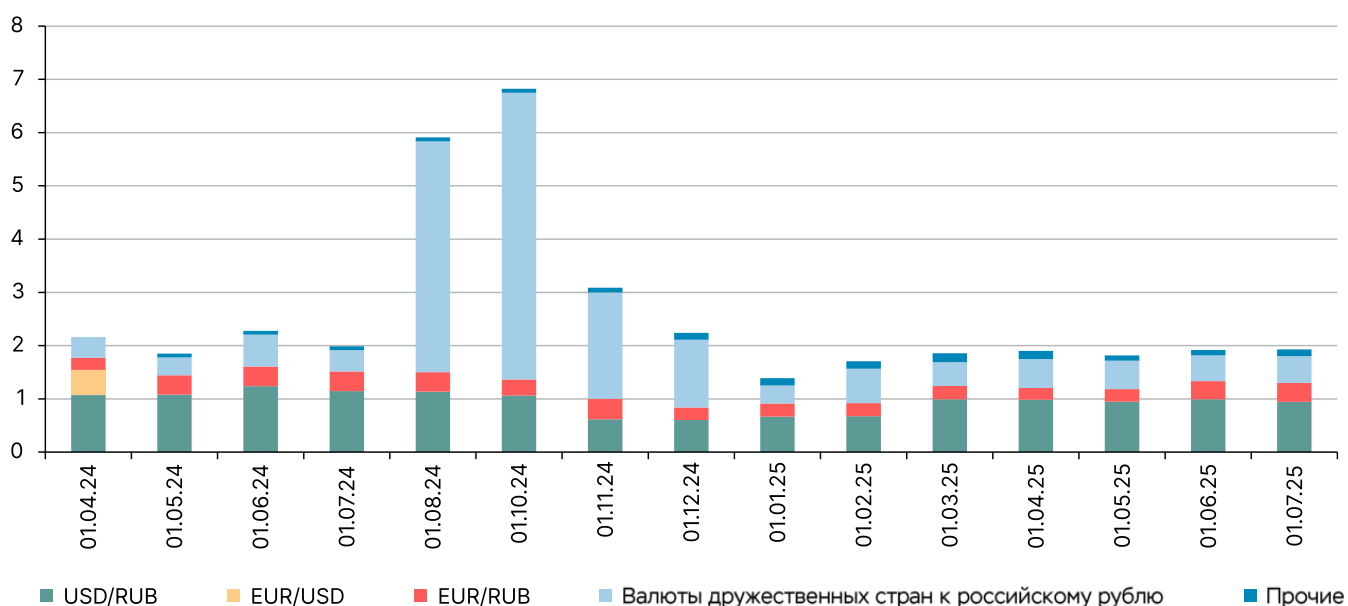
Объемы сегмента валютных опционов в 1П2025 остаются на низком уровне относительно 2022 года. При этом существенного роста позиций в валюте дружественных стран в 1П2025 также не наблюдается. Ключевыми игроками по-прежнему выступают предприятия реального сектора и субъекты малого и среднего предпринимательства. Нефинансовые организации значительно сократили операции с валютными опционами, и теперь расширение данного сегмента обусловлено главным образом потребностями нефинансовых компаний в страховании валютных рисков.



Степень удаленности средних цен исполнения опционов от среднего рыночного курса валютной пары (на дату заключения соглашения) сохраняется на уровне, сопоставимом с предыдущими периодами. Величина отклонения между средним страйком и рыночной ценой варьируется в зависимости от волатильности рынка. Данный факт указывает на то, что компании склонны страховать себя от резкой и непредсказуемой девальвации рубля, которая может негативно сказаться на их деятельности, покупая опционы с более высокими ценами исполнения. Рыночный курс USD колебался, но в целом был стабильнее EUR. С начала 2025 года наблюдается отчетливое снижение курса доллара. Средний страйк USD следовал за рыночным курсом с определенной задержкой, что может свидетельствовать о запаздывающей реакции рынка на изменения в динамике доллара.

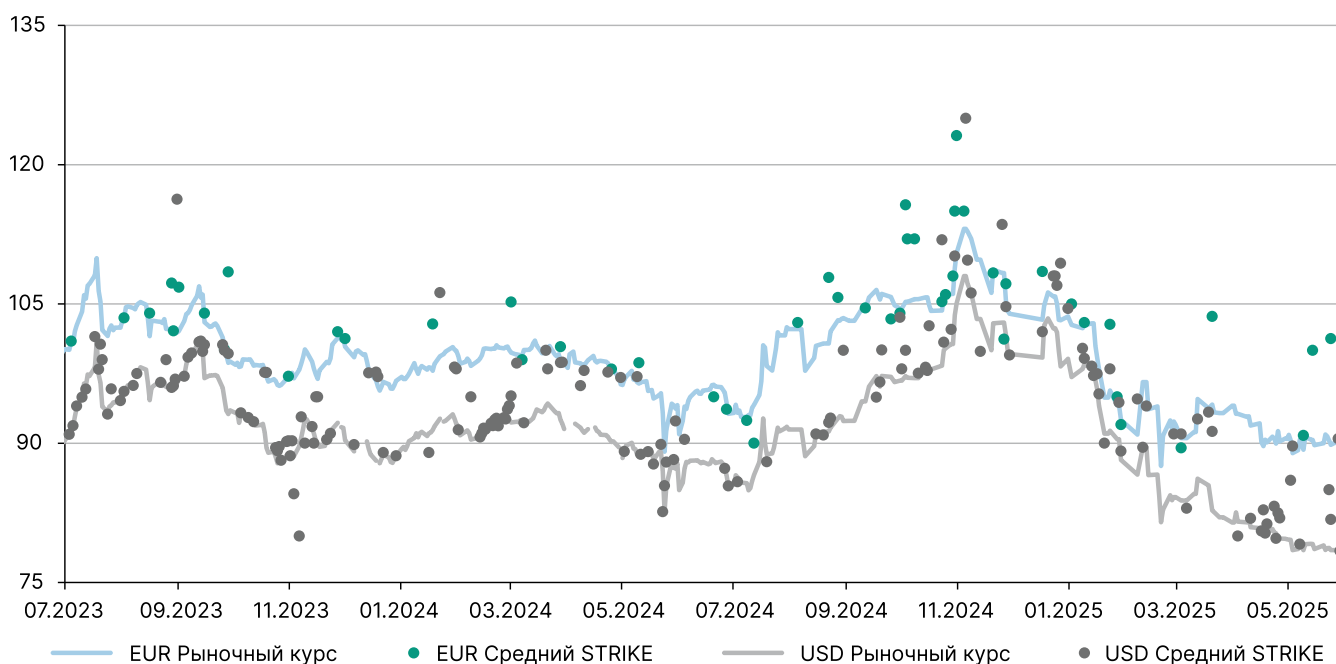
ОБЪЕМ ОТКРЫТЫХ СДЕЛОК ПО ВАЛЮТНЫМ ОПЦИОНАМ В РАЗРЕЗЕ ВАЛЮТНЫХ ПАР ПО НОМИНАЛУ, МЛРД. ДОЛЛ. США / ГРАФИК 10

Источник: НКО АО НРД, отчет Банка России «рынок производственных финансовых инструментов»



СРЕДНИЙ СТРАЙК И РЫНОЧНЫЙ КУРС (ДОЛЛАР США/РУБЛЬ И ЕВРО/РУБЛЬ) / ГРАФИК 11

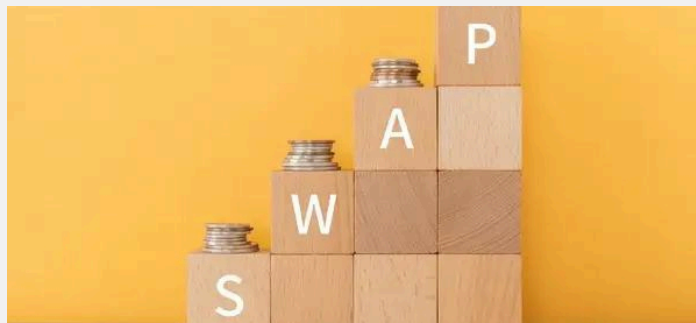
Источник: НКО АО НРД, отчет Банка России «рынок производственных финансовых инструментов»



ПРОЦЕНТНЫЕ ПФИ

ВАЛЮТНО-ПРОЦЕНТНЫЕ СВОПЫ

Торговая динамика в данном инструменте слабая. За 1П2025 всего 251 сделка и участвуют только корпоративные клиенты. Суммарный объем сделок в 1П2025 практически не отличается от предыдущего года. Компании нефинансового сектора чаще всего заключали сделки в валюте дружественных стран. При этом наблюдалось дальнейшее уменьшение сроков валютно-процентных свопов.



Свыше 75% всех сделок по объему приходилось на периоды до 1 года, и не было зарегистрировано ни одной операции сроком более 3 лет. Нефинансовые организации по-прежнему применяют валютно-процентные свопы как способ привлечения иностранного финансирования. Однако, в отличие от прошлых лет, теперь они склонны выбирать плавающую ставку в рублях вместо фиксированной.

ПРОЦЕНТНЫЕ ОПЦИОНЫ

Развитие сегмента процентных опционов затормозилось из-за высоких процентных ставок. Объемы открытых позиций по опционам на процентную ставку после максимальных значений в ноябрь-декабрь в 2024 году сократились с 4 трлн. руб. до 2,3-2,4 трлн. руб. в 1П2025. Совокупный объем за 1П2025 существенно сократился относительно 2024 года. По срокам сделок ситуация в 1П2025 году повторяет 2023 год.



Большая часть сделок от 1-3 лет (50%), сделки до 1 года сократились до 38%. В 2024 году наоборот, был всплеск интереса к краткосрочным сделкам до 1 года (63% от всех сделок). Что касается базовых ставок, на которые заключались сделки, то в 1П2025 аналогично 2023 году практически 100% приходится на ключевую ставку ЦБ. Высокая доля таких сделок также была и в 2021-2022 гг. Главными игроками на данном рынке являются банки нефинансовые организации. СЗКО (банки) – это плательщики рублевых ставок в рамках опционов, а нефинансовые компании – получатели. Компании прибегают к заключению рублевых процентных опционов для страхования от колебаний процентных выплат по займам с переменной процентной ставкой. В течение 2024 года в ряде процентных опционов в качестве базиса использовался показатель инфляции. Таким образом, фирмы защищались от увеличения инфляции сверх установленного порога. Начиная с конца 2024 года, произошло расширение спектра цен исполнения (страйков) в опционах, базирующихся на ключевой ставке.

ПРОЦЕНТНЫЕ СВОПЫ

В сегменте процентных свопов главными участниками являются банки. Они стремятся увеличить сроки погашения обязательств. Участие нефинансовых компаний в данном сегменте снизилось из-за отсутствия потребности хеджирования от значительного роста процентных ставок.

В процентных свопах преимущественно преобладают свопы по обмену фиксированной ставки на плавающую. Также стоит отметить, что около 75% воп-операций привязаны к ключевой ставке ЦБ. Инструменты, базирующиеся на RUONIA – всего 25%.

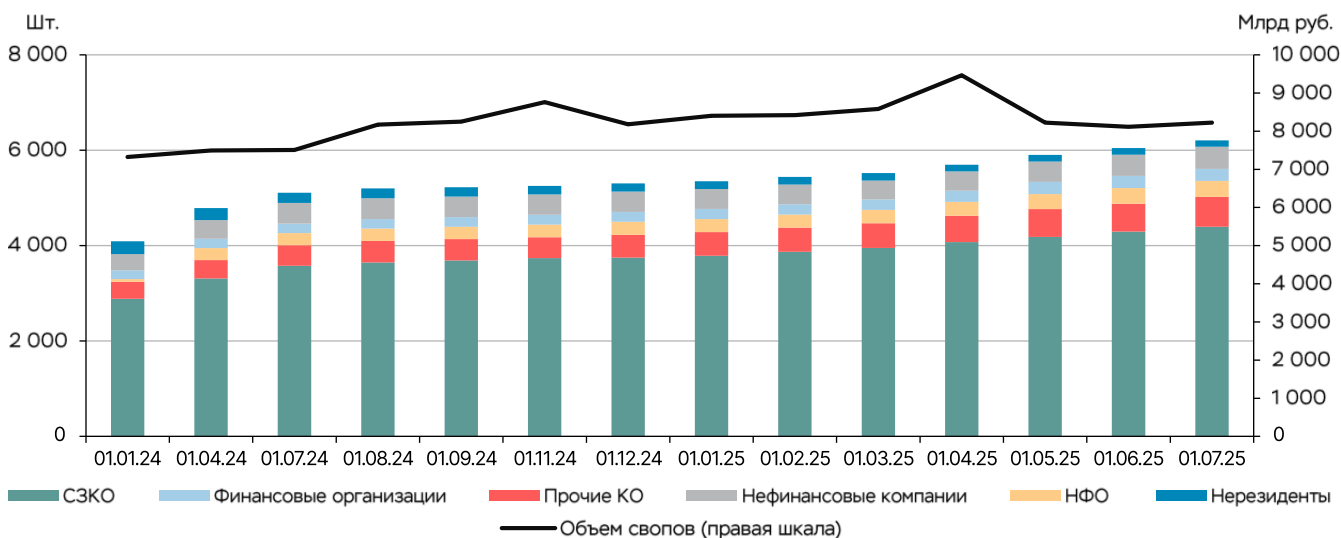
Отчетливо прослеживается тенденция к сокращению сроков заключаемых своп-контрактов. В 2025 году превалируют процентные свопы с дюрацией до 1 года (69% от общего числа сделок). Доля контрактов со сроком более 3 лет остается относительно стабильной – 12%, в то время как доля сделок сроком свыше 5 лет демонстрирует снижение, опускаясь до 8%. Такое происходит из-за прогнозов смягчения денежно-кредитной политики в будущем.



Аналогичная динамика отражена на графике IRS (Interest Rate Swap) на 1 год, который иллюстрирует рыночные ожидания по ставкам через год. Когда инвесторы ожидают снижение ключевой ставки центральным банком, доходности IRS неизбежно сокращаются. Пик по свопам был отмечен в декабре 2024 года, далее последовало устойчивое снижение. Рост популярности свопов, индексируемых на ключевую ставку, неразрывно связан с нарастающими объёмами кредитования нефинансовых организаций по плавающим ставкам, что порождает острую потребность в хеджировании процентных рисков. В то же время фиксируется заметное развитие межбанковского рынка процентных свопов на ключевую ставку, что красноречиво свидетельствует об углублении ликвидности и повышении эффективности ценообразования.

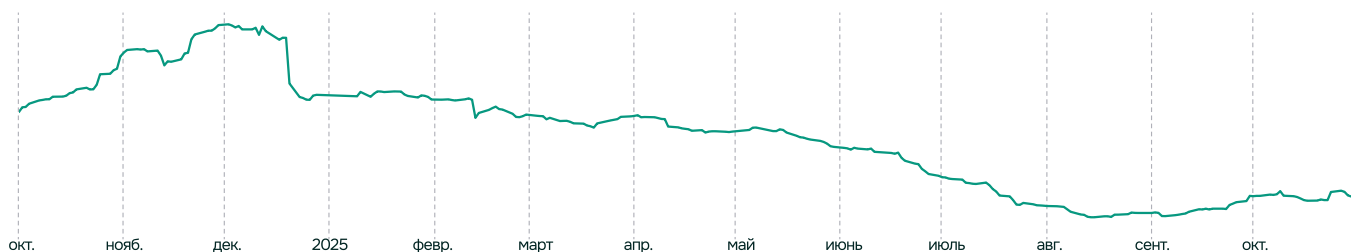
КОЛИЧЕСТВО ОТКРЫТЫХ СДЕЛОК И ОБЪЕМ ОТКРЫТЫХ ПОЗИЦИЙ С ПРОЦЕНТНЫМИ СВОПАМИ В РУБЛЯХ / ГРАФИК 12

Источник: НКО АО НРД, отчет Банка России «рынок производственных финансовых инструментов»



IRS (INTEREST RATE SWAP) RUB VS RUB KEYRATE 1Y MID / ГРАФИК 13

Источник: Cbonds



ТОВАРНЫЕ ПФИ

Развитие товарных деривативов на российском рынке сталкивается с трудностями. Вместе с тем, в текущем году наблюдается определенная активизация в области товарных форвардов: количество заключенных сделок за 1П2025 почти достигло уровня всего 2024 года. Несмотря на это, суммарный объем операций составил 75% от объема, зафиксированного в 1П2024. Увеличение числа сделок вызвано, в большей степени, ростом активности нефинансовых предприятий, заключающих сделки на небольшие суммы.

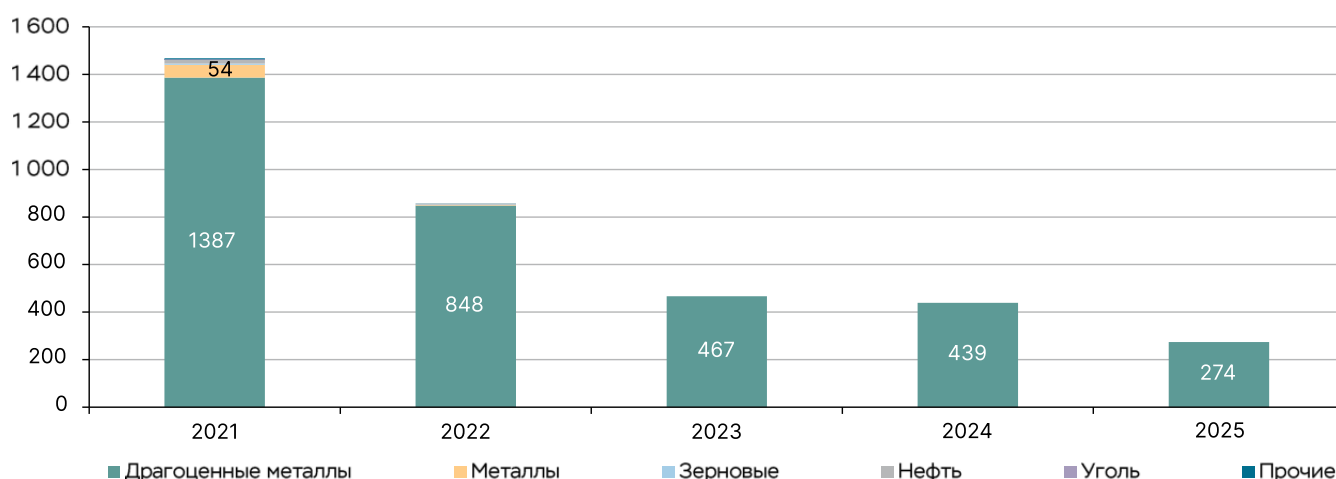


Основная активность по товарным ПФИ происходила с инструментом товарным форвардом в сегменте корпоративных клиентов. В товарных опционах и свопах была около нулевая активность. Об этом свидетельствует незначительное количество сделок, заключенных в 1П2025: по товарным опционам – 15 сделок, а по товарным свопам – 13 сделок.

В настоящее время базовым активом в форвардных сделках выступают исключительно драгоценные металлы. С 2022 года операции с иными активами не осуществляются. Анализ 1П2025 демонстрирует существенные изменения в структуре участников рынка. Ключевыми покупателями выступили системы значимых кредитных организаций (СЗКО), доля которых составила 66%. Для сравнения: в 2024 году аналогичный показатель находился на уровне 24%, что свидетельствует о значительном росте влияния данной категории участников. В структуре продавцов наблюдается стабильность. Преобладающую долю (83%) по-прежнему занимают нефинансовые компании, что подтверждает их устойчивую позицию на рынке форвардных контрактов.

РАСПРЕДЕЛЕНИЕ СДЕЛОК ПО ТИПАМ БАЗОВОГО АКТИВА / ГРАФИК 14

Источник: НКО АО НРД, отчет Банка России «рынок производственных финансовых инструментов»



ФЬЮЧЕРСЫ НА СРОЧНОМ РЫНКЕ МОСБИРЖИ

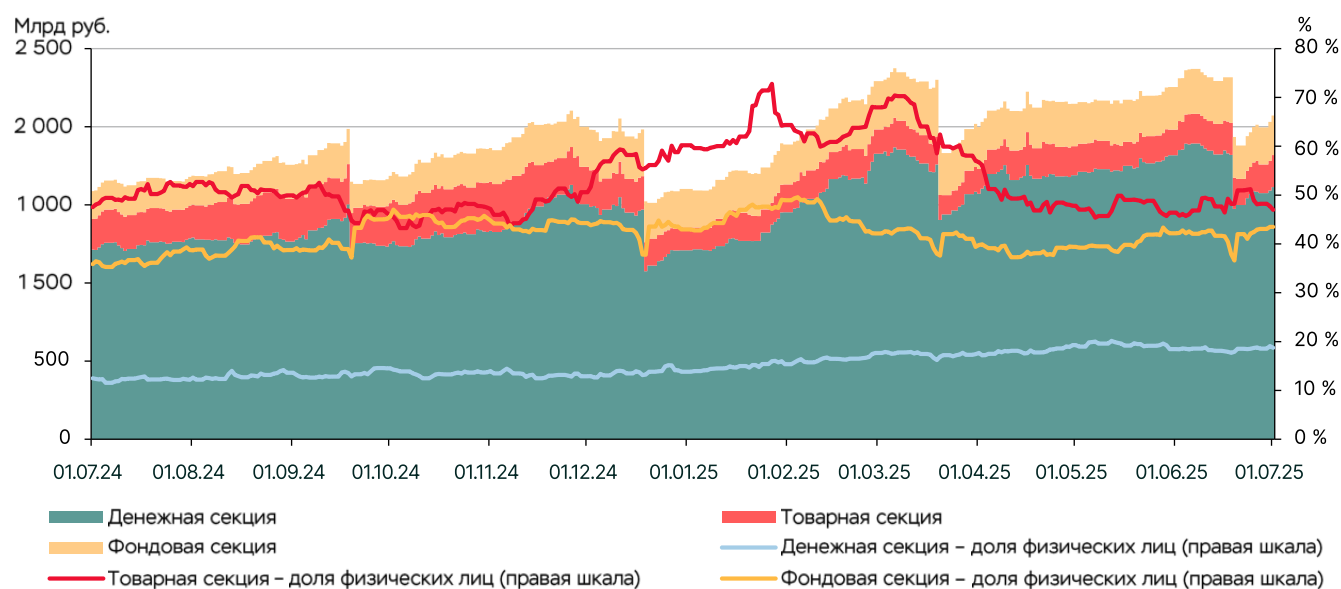
Рынок фьючерсов на срочном рынке Мосбиржи продемонстрировал рост. Объем открытых позиций во фьючерсных контрактах с 2П2024 по 1П2025 составил 28%.

Структура роста демонстрирует неоднородную динамику по секциям рынка. Наибольший прирост наблюдался в денежной секции, где показатель вырос на 31% (период 2П2024-1П2025) как и годом ранее. В товарной секции зафиксировано снижение объема открытых позиций на 3% относительно аналогичного периода прошлого года, однако данная секция занимает наименьшую долю в совокупном объеме. Распределение участников по секциям характеризуется существенными различиями в структуре открытых позиций. В денежной секции доминирующее положение занимают юридические лица, чья доля составляет от 80% и выше. В товарной секции наблюдается преобладание физических лиц, доля которых варьируется в диапазоне от 43% до 73%.



ОБЪЕМ ОТКРЫТЫХ ПОЗИЦИЙ НА СРОЧНОМ РЫНКЕ МОСБИРЖИ / ГРАФИК 15

Источник: Банк России, ПАО Московская Биржа, отчет Банка России «рынок производственных финансовых инструментов»



В условиях современных экономических реалий денежная секция срочного рынка МосБиржи представляет собой надежную площадку для проведения операций с валютами недружественных государств. Ключевое преимущество данного сегмента заключается в отсутствии риска блокировки активов благодаря исключительно расчетному характеру фьючерсных контрактов. Механизм защиты активов. Все операции на данном сегменте осуществляются в формате расчетных фьючерсов, что исключает возможность прямой поставки валюты. Расчеты производятся исключительно в российских рублях, что полностью исключает риск заморозки средств и обеспечивает безопасность торговых операций.

Наблюдается устойчивый рост интереса участников рынка к следующим инструментам:

- 01 Фьючерсы на валютную пару доллар/рубли (основная доля от всего объема открытых позиций в денежной секции)
- 02 Фьючерсы на пару евро/рубли
- 03 Фьючерсы на пару евро/доллар

Особого внимания заслуживает тенденция, наметившаяся в первом квартале 2025 года, связанная с увеличением спроса на фьючерсные контракты, номинированные в долларах США к валютам дружественных государств. В анализируемый период структура открытых позиций продемонстрировала существенные изменения по товарному и фондовому сегментам. Товарный сегмент характеризовался доминирующим положением золотых фьючерсов, которые стабильно занимали от 50% до 80% совокупного объёма открытых позиций. В фондовом сегменте существенно выросла доля фьючерсов на индексы, с 32% до 61%. При этом значительно сократилась доля фьючерсов на российские акции, с 40% до 24%.

Мосбиржа активно расширяет линейку деривативов. В 1П2025 площадка осуществила запуск двух инновационных криптопродуктов. В мае 2025 года были инициированы торги фьючерсными контрактами на ETF iShares Bitcoin Trust, эмитируемым компанией BlackRock. В июне последовал запуск фьючерсов на индекс биткойна, расчёт которого осуществляется с 10 июня на основании данных ведущих криптовалютных бирж. Параллельно с развитием криптонаправлений, биржа провела расширение линейки гонконгских контрактов, доведя их количество до четырёх инструментов.

ОСНОВНЫЕ ТЕНДЕНЦИИ РОССИЙСКОГО РЫНКА ПФИ В 2026 ГОДУ

Углубление и развитие внутреннего рынка хеджирования

01

Потеря доступа к международным рынкам и волатильность курса рубля, цен на сырьё и процентных ставок заставляют компании активнее искать инструменты для управления рисками внутри страны.

Проявления данной тенденции:

СПРОС НА ДЛИННЫЕ СВОПЫ	Компании будут стремиться хеджировать риски на более длительные сроки (3-5 лет и более), что создаст вызов для ликвидности.
РОСТ ВНЕБИРЖЕВОГО РЫНКА (ОТС)	Биржевые инструменты не всегда могут покрыть специфические потребности компаний. Будет расти объем неунифицированных внебиржевых сделок (например, валютных свопов и форвардов), заключаемых через российских банкиров.
ХЕДЖИРОВАНИЕ НОВЫХ РИСКОВ	Помимо валютных и процентных рисков, компании начнут активнее хеджировать риски, связанные с цепочками поставок, ценовыми колебаниями на внутреннем рынке товаров (металлы, зерно, химия).

Доминирование валютных ПФИ и курс на «дедолларизацию»

02

В 2026 году рубль сохраняет статус основного объекта для хеджирования, однако структура операций претерпевает существенные изменения.

Ключевые проявления тенденции:

СДВИГ В СТОРОНУ «ДРУЖЕСТВЕННЫХ» ВАЛЮТ	Активное развитие инструментов хеджирования операций с юанем, индийской рупией, дирхамом ОАЭ и другими валютами стран-партнёров. Московская биржа будет последовательно расширять линейку производных инструментов (фьючерсы, опционы) на эти валюты.
РОСТ ВОЛАТИЛЬНОСТИ ПАРЫ «РУБЛЬ/ЮАНЬ»	С увеличением доли расчётов в юанях данный инструмент станет центральным для экспортёров и импортёров. Ожидается рост ликвидности по фьючерсам CNY/RUB и появление новых производных инструментов на базе этой валютной пары.

Рост значимости товарных ПФИ

03

Изменение логистических цепочек и необходимость ценообразования на новые экспортные направления повышают спрос на инструменты, привязанные к ценам на сырьё.

Проявления данной тенденции:

РАЗВИТИЕ ФЬЮЧЕРСОВ
НА НАЦИОНАЛЬНЫЕ
ЭТАЛОННЫЕ СОРТА СЫРЬЯ

Развитие фьючерсов на национальные эталонные сорта сырья: продолжаться развитие контрактов на нефть сорта Urals, российский уголь, СПГ и другие ключевые товары, которые торгуются с дисконтом к международным аналогам.

ХЕДЖИРОВАНИЕ ДЛЯ
НЕСЫРЬЕВОГО ЭКСПОРТА

Хеджирование для несырьевого экспорта: агропромышленные компании будут активнее использовать фьючерсы для фиксации цен на свою продукцию.

ПОПЫТКИ СОЗДАНИЯ
НОВЫХ ЦЕНОВЫХ
ИНДИКАТОРОВ

Биржи и участники рынка будут работать над созданием ликвидных и прозрачных товарных индикаторов, независимых от западных бирж.

Развитие инфраструктуры и регулирования

04

Государство и Банк России начнут в 2026-м году активно создавать новую, самодостаточную финансовую экосистему.

Проявления данной тенденции:

КЛИРИНГ ЧЕРЕЗ НКЦ

Национальный клиринговый центр станет абсолютно доминирующим центром клиринга для всех ПФИ, что снизит контрагентские риски.

УЖЕСТОЧЕНИЕ РИСК-
МЕНЕДЖМЕНТА

Банки и другие маркет-мейкеры будут ужесточать требования к залогам (марже) при заключении сделок, особенно с неквалифицированными контрагентами.

СТИМУЛИРОВАНИЕ
БИРЖЕВЫХ ИНСТРУМЕНТОВ

Регулятор будет поощрять вывод внебиржевых сделок на биржевой клиринг для повышения прозрачности и снижения системных рисков.

Снижение активности спекулянтов и усложнение доступа

05

Розничный интерес к ПФИ как к высокорисковым спекулятивным инструментам будет снижаться на фоне макроэкономической неопределенности и ужесточения регулирования.

Проявления данной тенденции:

ВВЕДЕНИЕ СТАТУСА
«СУПЕРКВАЛИФИЦИРО-
ВАННОГО ИНВЕСТОРА»

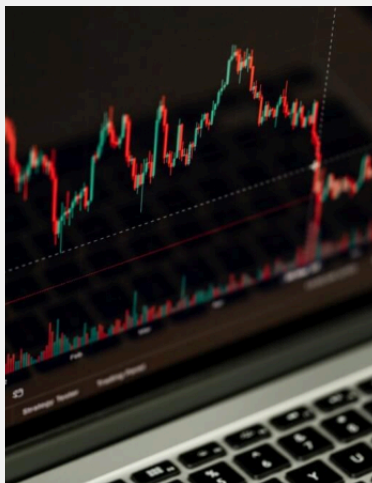
Доступ к сложным производным финансовым инструментам (в частности, опционам и экзотическим деривативам) будет существенно ограничен. Даже квалифицированные частные инвесторы смогут работать с ними только при наличии дополнительного статуса, подтверждающего высокий уровень опыта и капитала.

СНИЖЕНИЕ
МАРЖИНАЛЬНОГО ПЛЕЧА

Биржи могут продолжить политику увеличения гарантийного обеспечения по фьючерсам, что сделает их менее привлекательными для мелких спекулянтов.

ФОКУС НА
ПРОФЕССИОНАЛЬНЫХ
УЧАСТНИКАХ

Рынок ПФИ все больше будет становиться инструментом для корпоративного хеджирования и профессиональных финансовых институтов, а не для розничных спекуляций.



Рынок ПФИ России в 2026 году – это рынок хеджеров, а не спекулянтов. Его основная функция – обеспечение стабильности российского бизнеса в условиях изоляции от глобальных рынков.

Ключевыми драйверами будут:

- 01 Волатильность курса рубля и цен на сырье
- 02 Госрегулирование, направленное на дедолларизацию и снижение рисков
- 03 Развитие внутренней финансовой инфраструктуры

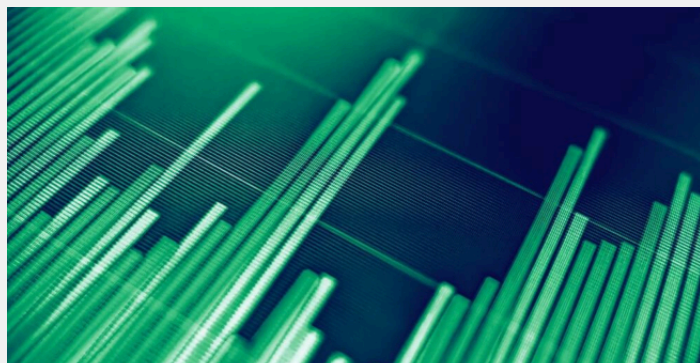
“
**РЫНОК СТАНЕТ БОЛЕЕ ЗРЕЛЫМ,
ПРОФЕССИОНАЛЬНЫМ И
ОРИЕНТИРОВАННЫМ НА РЕАЛЬНЫЙ
СЕКТОР ЭКОНОМИКИ, НО ПРИ ЭТОМ
МЕНЕЕ ЛИКВИДНЫМ И БОЛЕЕ
СЛОЖНЫМ ДЛЯ ДОСТУПА
ШИРОКОГО КРУГА ИНВЕСТОРОВ**

РЫНОК КОЛЛЕКТИВНЫХ ИНВЕСТИЦИЙ

По состоянию на 1П2025 совокупный объем активов под управлением управляющих компаний достиг 29,7 трлн. руб., продемонстрировав прирост в 26,2% г/г. Можно сказать, что динамика роста по квартально была не однородной. В 1К2025 происходило замедление темпов прироста активов. Однако существенное увеличение объемов активов в 2К2025 позволило достичь обозначенных показателей по итогам полугодия. Более 80% роста совокупной стоимости чистых активов (СЧА) во 2К2025 было обеспечено ростом СЧА паевых инвестиционных фондов (ПИФ) для квалифицированных инвесторов. Общая СЧА на 30.06.2025 составила 19,5 трлн рублей. Если рассматривать объем СЧА в разрезе типов инвесторов, то юридические лица занимают долю в 48%, а физические лица – 51,7%.

Динамика рынка обусловлена увеличением чистого притока средств в ПИФ, на которые приходится основной объем активов под управлением УК. Совокупный нетто-приток за 1П2025 составил 1 095 млрд рублей, что на 43,3% выше аналогичного показателя прошлого года. Исторически, в период с 2022 по 2024 годы, наибольший приток наблюдался в 4К. Если же в 1К2025 чистый приток средств в ПИФ сократился вдвое по сравнению с предыдущим кварталом (455,3 млрд. руб.), то в 2К2025 рост составил 40,6% к/к (640 млрд. руб.).

Это было связано с чистым оттоком средств из биржевых ПИФ после рекордного притока в конце 2024 года, а также со снижением темпов притока в закрытые ПИФ – крупнейший сегмент рынка. Общее количество уникальных пайщиков ПИФ на 30.06.2025 достигло 11,5 млн. человек. Во втором квартале 2025 года количество ПИФ увеличилось на 119 единиц, достигнув 3406. Основной рост, как и в предыдущие кварталы, пришелся на закрытые ПИФ.



В конце 3К2025 динамика объемов привлечения в ПИФы изменилась. Сохраняющаяся жесткая политика ДКП снижает заинтересованность инвесторов. В частности, за сентябрь чистые привлечения в розничные паевые фонды сократились в 2,5 раза (75,8 млрд. руб.). Наибольшей степени негативное воздействие ощутили фонды облигаций, которые ранее демонстрировали лидирующие позиции по объему привлеченных инвестиций в последние месяцы. По структуре активов в ПИФ преобладают денежные фонды, доля около 52,6% на 30.06.2025. Второе место занимает невидимость – 24,87%, третье – облигации 14%. В этом году повышенный интерес со стороны инвесторов привлекают инвестиционные фонды, специализирующиеся на облигациях.

СТРУКТУРА СЧА ПИФ, МЛРД. РУБ. / ГРАФИК 16

Источник: ЦБ



ЧИСТЫЙ ПРИРОСТ/УМЕНЬШЕНИЕ В РЕЗУЛЬТАТЕ ВЫДАЧИ/ПОГАШЕНИЯ ИНВЕСТИЦИОННЫХ ПАЕВ (НЕТТО ПОЗИЦИЯ), ЗА КВАРТАЛ, МЛРД. РУБ. / ГРАФИК 17

Источник: ЦБ



ЗПИФ

За 1П2025 рынок закрытых паевых инвестиционных фондов продемонстрировал устойчивую динамику развития. Совокупная стоимость чистых активов (СЧА) ЗПИФ показала положительную динамику, что свидетельствует о растущем интересе инвесторов к данному инструменту. Нетто приток в ЗПИФ в 1К2025 составил 355 млрд. руб., в 2к25 приток вырос до 402 млрд. руб. Структура притока средств претерпела существенные изменения по сравнению с аналогичным периодом прошлого года. Корпоративные ЗПИФ стали основным драйвером роста, при этом наблюдался значительный рост инвестиций в фонды, ориентированные на розничных инвесторов.

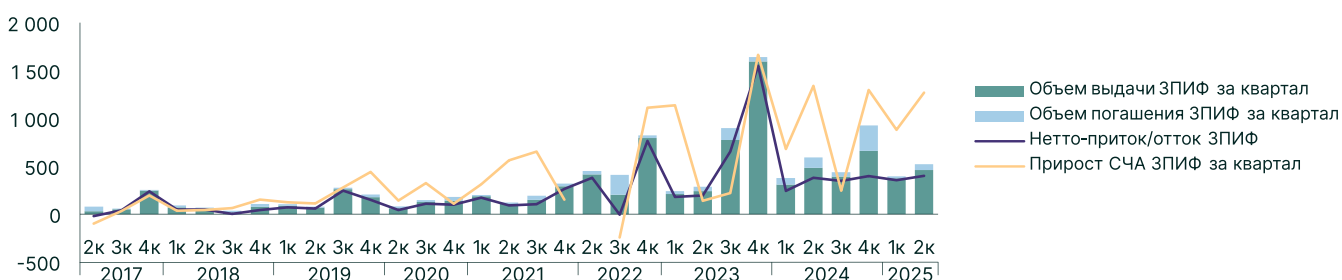
За шестимесячный период зафиксировано существенное увеличение числа фондов: индивидуальные ЗПИФ – прирост на 88 единиц; массовые ЗПИФ – прирост на 13 единиц. Средний размер инвестиций физических лиц в массовых ЗПИФ во 2К2025 составил 265 тыс. руб. (в 1К2025 – 831 тыс. руб.). Общее количество пайщиков-физлиц к концу июня 2025 года достигло 304 тыс. человек (+18%).



В 1К2025 наблюдалась следующая динамика доходности различных категорий ЗПИФ: Массовые ЗПИФ: медианная доходность составила 2,7%, продемонстрировав стабильность относительно предыдущих периодов. Индивидуальные ЗПИФ: зафиксировано снижение доходности до 1,2%. Во 2К2025 отмечено дальнейшее снижение показателей доходности массовых ЗПИФ – медианное значение составило 1%.

ДИНАМИКА СЧА, ОБЪЕМОВ ВЫДАЧИ И ПОГАШЕНИЯ ИНВЕСТИЦИОННЫХ ПАЕВ ЗПИФ, МЛРД. РУБ. / ГРАФИК 18

Источник: Банк России Отчет «Обзор ключевых показателей управляющих компаний»



ОПИФ/БПИФ

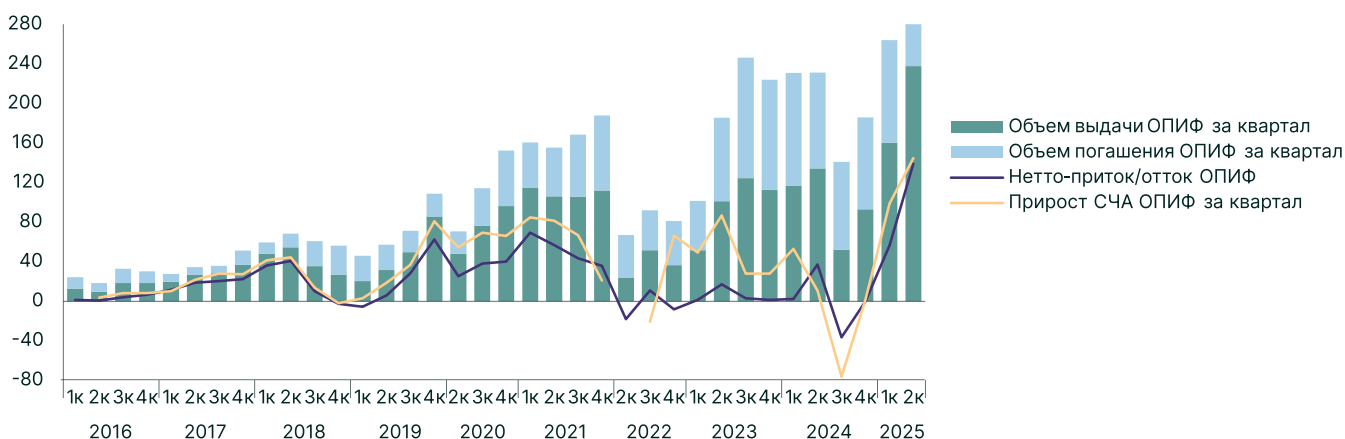
В 1К2025 розничные инвестиционные фонды (ОПИФ, БПИФ) испытали на себе сдержанность инвесторов, аккумулировав 48,4 млрд. руб. чистых поступлений. Однако в 2К2025 нетто-приток достиг 219,3 млрд. руб. Большую долю этого притока обеспечили ОПИФ (138,8 млрд. руб.), зафиксировав исторический рекорд. Рост интереса к ОПИФ был преимущественно обусловлен фондами облигаций, где главенствующую роль сыграл один из игроков, аккумулировавший 2/3 чистого притока. Он был лидером и в 1К2025. В 1К2025 БПИФы сохранили приверженность фондам денежного рынка, которые продолжали пользоваться заслуженной популярностью. Привлекательность данных инструментов определялась их конкурентной доходностью, зачастую превосходящей ставки по депозитам, несмотря на снижение ключевой ставки. Во 2К2025 приток обеспечили фонды, инвестирующие в облигации.

Число физических лиц, инвестирующих в БПИФ, продемонстрировало экспоненциальный рост, достигнув 13,7 млн. человек. Количество пайщиков в ОПИФ также увеличилось, до 2 млн. При этом средний объем инвестиций в ОПИФ существенно превышал аналогичный показатель для БПИФ, составляя 475 тыс. и 92 тыс. руб. на 30.06.2025 соответственно. Во 2К2025 средневзвешенная доходность БПИФ несколько снизилась, до 4,4%. Средневзвешенная доходность ОПИФ также продемонстрировала снижение, зафиксировавшись на уровне 1,4%. Данная динамика была обусловлена снижением российского фондового рынка на фоне сохраняющейся геополитической нестабильности.



ДИНАМИКА СЧА, ОБЪЕМОВ ВЫДАЧИ И ПОГАШЕНИЯ ИНВЕСТИЦИОННЫХ ПАЕВ ОПИФ, МЛРД. РУБ. / ГРАФИК 19

Источник: Банк России Отчет «Обзор ключевых показателей управляющих компаний»



БУДУЩЕЕ РАЗВИТИЕ РЕГУЛИРОВАНИЯ РЫНКА КОЛЛЕКТИВНЫХ ИНВЕСТИЦИЙ

Рынок коллективных инвестиций в России демонстрирует значительный потенциал для развития. При сохранении текущих трендов и благоприятных макроэкономических условий, к 2026 году ожидается существенный рост. Одним из ключевых изменений в следующем году это возможность для переквалификации фондов.

Данные поправки в закон увеличивают универсальность данного инструмента и повышают его привлекательность для более широкой аудитории. С 1 марта 2026 года ПИФы могут с квалифицированных перейти на неквалифицированные. Изменение статуса фондов предоставит квалифицированным инвесторам возможность более гибкого управления своими инвестициями, позволяя выйти из инвестиционного проекта по завершении этапа повышенного риска и привлечь новых пайщиков, заинтересованных в стабильном доходе от зрелых активов.



В современных условиях развития финансового рынка особую актуальность приобретает вопрос совершенствования нормативно-правовой базы розничных паевых инвестиционных фондов (ПИФ). Данная задача обусловлена необходимостью укрепления роли ПИФ в российской экономике и обеспечения эффективного функционирования данного сектора. ЦБ опубликовал доклад, в котором выделил перспективные направления развития регулирования розничных ПИФ.

Новые объекты инвестирования

01

НЕТОРГУЕМЫЕ ФИНАНСОВЫЕ ИНСТРУМЕНТЫ

Дать возможность вложения активов ПИФов в неторгуемые на рынке в акции, облигации, инвестиционные паи интервальных и закрытых ПИФ, предназначенные для неквалифицированных инвесторов. Чтобы снизить потенциальные риски для пайщиков, предложено установить ограничение на долю неликвидных ценных бумаг в портфеле: 10% для открытых, биржевых и интервальных ПИФов, и 20% для ЗПИФов рыночных финансовых инструментов.

ЦФА

Включить ЦФА в состав активов ПИФов. На данный момент действующее законодательство не предусматривает механизмов для разделения в информационных системах ЦФА, принадлежащих управляющей компании, от ЦФА, находящихся в собственности учредителя доверительного управления. Это создает угрозу признания ЦФА, переданных в доверительное управление, собственностью управляющего.

Новые стратегии

02

ПОВЫШЕНИЕ РАЗМЕРА ФИНАНСОВОГО РЫЧАГА

Это позволит создать розничные ПИФы с повышенным размером финансового рычага. Внедрение данных изменений создаст более гибкие и адаптивные инвестиционные инструменты, отвечающие потребностям как консервативных, так и агрессивных инвесторов.

В настоящее время действующее законодательство в сфере инвестиционных фондов содержит существенное ограничение: управляющей компании запрещается включать инвестиционные паи одного ПИФ под её управлением в состав активов другого ПИФ, находящегося в её ведении. Предлагается рассмотреть возможность либо полной отмены, либо существенного смягчения данных ограничений.

Модернизация механизмов управления риском ликвидности

03

Предлагается наделить управляющие компании следующими дополнительными инструментами:

- 01 Внедрение механизма swing pricing (гибкого ценообразования) для более точного отражения влияния операций инвесторов на стоимость активов фонда
- 02 Применение специальных компенсационных сборов, направленных на предотвращение негативного эффекта «размытия» активов фонда при массовых операциях с паями
- 03 Введение системы скидок и надбавок в пользу фонда при осуществлении операций с инвестиционными паями

Совершенствование лимита концентрации

04

Ключевая проблема заключается в изолированном подходе к расчету лимитов концентрации для аффилированных компаний. Несмотря на наличие контроля или значительного влияния (в соответствии с МСФО), ограничения рассчитываются индивидуально для каждой организации, что создает искаженную картину реального уровня концентрации рисков в портфеле. Дополнительные риски остаются вне зоны контроля существующей системы лимитов. В частности, не учитывается риск, связанный с поручителями и гарантами, что может привести к недооценке потенциальных угроз для инвестиционного портфеля.

Ограничения методологии также проявляются в неполном охвате различных категорий ценных бумаг. Система не включает в расчет лимитов:

- 01 Ценные бумаги, полученные в качестве обеспечения по сделкам
- 02 Ценные бумаги, приобретенные посредством операций РЕПО

Такая неполнота учета создает значительные пробелы в системе риск-менеджмента и требует существенной модернизации подходов к расчету и контролю лимитов концентрации активов.

Регулирование ПИФ в России движется по пути:

- 01 либерализации (расширение инструментов и стратегий);
- 02 риск-ориентированности (усиление контроля за концентрацией и ликвидностью);
- 03 технологической адаптации (интеграция ЦФА, автоматизация процессов).

Ключевые факторы успеха:

- 01 баланс между доступностью ПИФ для розничных инвесторов и защитой от чрезмерных рисков;
- 02 синхронизация изменений с развитием инфраструктуры финансового рынка (биржи, депозитариум);
- 03 прозрачность коммуникации ЦБ с участниками рынка для снижения неопределённости.

ВЫСОКИЕ КЛЮЧЕВЫЕ СТАВКИ И «ДОХОДНЫЙ» ТРЕНД

Банк России, сохраняя жесткую денежно-кредитную политику для сдерживания инфляции, поддержит привлекательность инструментов с фиксированной доходностью. Основным интерес инвесторов будет сосредоточен на фондах облигаций (ОПИФы, БПИФы) и фондах денежного рынка. Наибольший приток капитала ожидается в фонды ОФЗ и облигаций надежных корпоративных эмитентов, обеспечивающих стабильную доходность выше депозитов при минимальных рисках.

УСИЛЕНИЕ РОЛИ РЕГУЛЯТОРА И ЗАЩИТА ИНВЕСТОРОВ

ЦБ РФ продолжит усиливать контроль за рынком коллективных инвестиций, повышая стандарты прозрачности и снижения рисков для неквалифицированных инвесторов. Биржевые фонды (БПИФы) укрепят доминирующие позиции благодаря ликвидности, прозрачной структуре и низким издержкам. Ожидается дальнейшее ужесточение требований к составу активов фондов для розничных инвесторов, а также развитие нового поколения индивидуальных инвестиционных счетов (ИИС-3), стимулирующих долгосрочные вложения в ПИФы и БПИФы.

ИМПОРТОЗАМЕЩЕНИЕ И «НАЦИОНАЛЬНАЯ» ИНВЕСТИЦИОННАЯ ПОВЕСТКА

Под влиянием санкций и снижения внешней зависимости экономика все больше будет ориентироваться на внутренний капитал. Фонды, инвестирующие в российские компании «защищенных» отраслей – сырьевой, IT, телеком, потребительский сектор, финансы – станут приоритетными. Особое внимание инвесторов привлекут инфраструктурные и промышленные проекты, а также эмитенты, получающие государственную поддержку.

Тренды в продуктовой линейке ПИФов

02

РОСТ ПОПУЛЯРНОСТИ ОТРАСЛЕВЫХ И ТЕМАТИЧЕСКИХ БПИФОВ

Инвесторы будут активно искать более точечные и понятные идеи вместо широких фондов на весь индекс МосБиржи.

Примеры подобных идей:

- Фонды на акции IT-компаний: поддержка государством и высокий потенциал роста.
- Фонды дивидендных акций: спрос на регулярный доход.
- Сырьевые фонды (металлы, нефть, газ): волатильность, но высокий потенциал доходности.
- Фонды облигаций с индексацией к инфляции (ОФЗ-ИН): защита от инфляционных рисков.

РАЗВИТИЕ ФОНДОВ АЛЬТЕРНАТИВНЫХ АКТИВОВ

Управляющие компании будут искать новые способы диверсификации. Могут появиться или получить развитие фонды недвижимости (REIT-подобные структуры), фонды, инвестирующие в частный капитал (Private Equity) или в проекты на поздних стадиях.

«ЗЕЛЁНАЯ» ПОВЕСТКА И ESG-ФОНДЫ (С РОССИЙСКОЙ СПЕЦИФИКОЙ)

Несмотря на сложности, тема устойчивого развития не исчезла. Будут развиваться фонды, ориентированные на компании с наилучшими экологическими и корпоративными практиками по российской методике.

РОСТ РОЛИ ФИНТЕХА
И АВТОМАТИЗИРОВАННЫХ
СОВЕТНИКОВ

Покупка паев через мобильные приложения банков и брокеров станет абсолютной нормой.

Появятся и будут развиваться сервисы, которые автоматически подбирают паи ПИФов под цели и риск-профиль инвестора.

ИНДИВИДУАЛИЗАЦИЯ
И ОБРАЗОВАТЕЛЬНЫЙ
КОНТЕНТ

УК будут бороться за клиента не только тарифами, но и сервисом. Предоставление детальной аналитики, персональных рекомендаций и большого количества образовательного контента для привлечения и удержания инвесторов.

«ДЕМОКРАТИЗАЦИЯ»
ИНВЕСТИЦИЙ

ПИФы останутся одним из самых доступных инструментов для начинающих инвесторов, позволяя диверсифицировать риски даже с небольшим капиталом.

ВЫВОД: ПОРТРЕТ РОССИЙСКОГО РЫНКА ПИФОВ В 2026 ГОДУ

01 Доминирование БПИФов

Они станут основным инструментом для коллективных инвестиций

02 Консервативный уклон

Из-за высокой ставки основная масса денег будет в фондах облигаций и денежного рынка

03 Точечные ставки на рост

Более рискованные инвесторы будут использовать отраслевые и тематические фонды акций для получения сверхдоходности

04 Технологичность и доступность

Процесс инвестирования будет полностью цифровым, простым и интегрированным в привычные банковские приложения

05 Ориентация на внутренний рынок

Подавляющее большинство новых фондов будет строиться вокруг российских активов



РЫНОК ЦФА

Во 2К2025 рынок ЦФА продемонстрировал экспоненциальный рост, резко выйдя из фазы умеренного развития, наблюдавшейся на протяжении трёх предыдущих кварталов. Объем рынка достиг 514,13 млрд руб., рост с начала года составил 86%. Динамика ключевых показателей рынка демонстрирует явную тенденцию к смягчению условий. Доходность средняя доходность к погашению (УТМ) сократилась на 3,1 п. п. (с 21,18% в июле до 18,08% в сентябре). Спред к ключевой ставке ЦБ уменьшился более чем вдвое – с 1,45 до 0,62 п. п. Примечательно, что достигнутый в сентябре уровень спреда (0,62 п. п.) оказался самым низким с начала года, когда этот показатель стабильно держался на отметке 4–5 п. п.

ОБЪЕМ И КОЛИЧЕСТВО НОВЫХ ВЫПУСКОВ ЦФА / ГРАФИК 20

Источник: Sbonds «Бюллетень по ЦФА, сентябрь»



Основной тренд среди эмитентов – предпочтение краткосрочных выпусков со сроком обращения 1–3 месяца. Причины такой стратегии:

- 01 Возможность рефинансирования по более выгодным ставкам в условиях изменяющейся рыночной конъюнктуры
- 02 Снижение процентного риска – краткосрочные инструменты менее чувствительны к колебаниям ставок.
- 03 Оптимизация оборотного капитала – быстрый цикл оборачиваемости средств.

Сегментация эмитентов: доминирование крупных банков. Ключевыми игроками на рынке выступили крупные банки с рейтингами AA–AAA. Их преимущества:

- 01 Эффективное управление ликвидностью – способность оперативно перераспределять ресурсы
- 02 Минимальные комиссионные издержки за счёт масштаба операций
- 03 Высокий кредитный рейтинг, снижающий риски для инвесторов
- 04 Доступ к дешёвому фондированию, что позволяет предлагать конкурентоспособные условия

Среди эмитентов большую часть рынка занимает Альфа-банк (35%), количество выпусков составляет 515 шт., а общий объем 248 млрд. руб. Стоит выделить дебют Sber CIB. Дебют состоялся в сентябре 2025 года – 39 выпусков, общий объем 77,9 млрд. руб. Эмитент занял долю 11% на рынке ЦФА.

РЭНКИНГ ЭМИТЕНТОВ ЦФА НА СЕНТЯБРЬ 2025 / ТАБЛИЦА 9

Источник: Cbonds

ЭМИТЕНТ	ОБЪЁМ, ТЫС. РУБ.	ВЫПУСКИ, ШТ.	ДОЛЯ, %
Альфа-Банк	248 003 922	515	35
ВБРР	102 100 000	12	15
Банк ПСБ	83 283 180	17	12
Sber CIB	77 908 483	39	11
Банк ВТБ (ПАО)	49 925 000	10	7

РЭНКИНГ ОПЕРАТОРОВ ИНФОРМАЦИОННЫХ СИСТЕМ ЦФА ПО ОБЪЕМУ РАЗМЕЩЕНИЙ НА СЕНТЯБРЬ 2025 / ТАБЛИЦА 10

Источник: Cbonds

ОПЕРАТОР ИНФОРМАЦИОННОЙ СИСТЕМЫ	ОБЪЁМ РАЗМЕЩЕНИЯ, ТЫС. РУБ.	ДОЛЯ, %
Альфа-Банк	288 344 080	41
НРД	134 090 030	19
Токеон	84 319 800	12
Сбербанк России	82 539 840	12
ВТБ Капитал Трейдинг	49 925 000	7

КЛЮЧЕВЫЕ ТЕНДЕНЦИИ, КОТОРЫЕ БУДУТ ФОРМИРОВАТЬ РЫНОК ЦФА В РОССИИ В 2026 ГОДУ

Смещение фокуса на «реальные» активы (Real-World Assets – RWA)

01

Это будет главный тренд 2026 года. После периода экспериментов с чисто цифровыми правами бизнес и регуляторы видят главную ценность ЦФА в оцифровке традиционных активов.

ТОКЕНИЗАЦИЯ ФИНАНСИ- ИНСТРУМЕНТОВ

Облигации, векселя, доли в ETF и ПИФах. Это упрощает выпуск, учет и торговлю, делая их доступнее для среднего и малого бизнеса.

ТОКЕНИЗАЦИЯ МАТЕРИАЛЬНЫХ АКТИВОВ

Недвижимость (доли в зданиях), товары (зерно, металлы), интеллектуальная собственность. ЦФА здесь выступает как цифровой двойник, подтверждающий право собственности и упрощающий дробление и продажу долей.

ЦИФРОВЫЕ ПРАВА ТРЕБОВАНИЯ

Будут активно использоваться для факторинга и торгового финансирования, создавая более прозрачную и ликвидную систему.

Пионерные проекты в области цифровизации активов уже вышли на стадию практической реализации:

- | | |
|----|--|
| 01 | «Система» первой внедрила механизм токенизации в сегменте коммерческой недвижимости |
| 02 | Консорциум ведущих банков, включая Сбербанк, приступил к эмиссии цифровых финансовых активов (ЦФА) |
| 03 | Платформа Atomyze открыла возможности для токенизации промышленных активов, расширяя границы применения технологии |

Взросление и специализация инфраструктуры

02

Рынок будет уходить от универсальности к созданию специализированных платформ и сервисов.

ПОЯВЛЕНИЕ ВТОРИЧНОГО РЫНКА	Инфраструктурные платформы (как «Мастерчейн», ВТБ, Сбер и др.) будут активно развивать возможности для вторичных торгов ЦФА, повышая их ликвидность и привлекательность для инвесторов.
«ЦФА КАК СЕРВИС» (CFAAAS)	Банки и технологические компании начнут предлагать бизнесу готовые решения для выпуска и управления ЦФА, что значительно снизит порог входа.
ИНТЕГРАЦИЯ С ТРАДИЦИОННЫМИ СИСТЕМАМИ	Углубление интеграции платформ ЦФА с системами клиринга, кастодиальными услугами и государственными реестрами (например, Росреестром для недвижимости).

Развитие корпоративных ЦФА и DFA

03

Цифровые финансовые активы станут стандартным инструментом корпоративных финансов.

КОРПОРАТИВНЫЕ ЗАЙМЫ ЧЕРЕЗ ЦФА	Компании, особенно из сектора МСП, будут массово использовать выпуск ЦФА для привлечения финансирования как альтернативу банковским кредитам или сложным выпускам облигаций.
ЛОЯЛЬНОСТЬ И B2B-РАСЧЕТЫ	Схемы лояльности и расчеты между юрицами станут одной из самых популярных областей применения ЦФА благодаря простоте учета и передачи прав.
ИНТЕГРАЦИЯ С ТРАДИЦИОННЫМИ СИСТЕМАМИ	Углубление интеграции платформ ЦФА с системами клиринга, кастодиальными услугами и государственными реестрами (например, Росреестром для недвижимости).

Исторически ключевым барьером для роста рынка ЦФА в России выступали налоговые ограничения: действующее законодательство не позволяло эмитентам учитывать процентные выплаты по цифровым активам при формировании налогооблагаемой базы. Эта норма существенно снижала экономическую привлекательность инструмента для участников рынка. В ответ на вызовы бизнеса сейчас готовится пакет поправок, который может нивелировать существующий дисбаланс и создать более благоприятные условия для эмитентов.

2026 год должен стать годом «тонкой настройки» законодательства.

**БОРЬБА
С НЕДОБРОСОВЕСТНЫМИ
ЭМИТЕНТАМИ**

ЦБ РФ ужесточит требования к эмитентам и операторам платформ, чтобы очистить рынок от спекулятивных и мошеннических схем.

**РЕГУЛИРОВАНИЕ МАЙНИНГА
И ВЫПУСКА ЦФА**

Окончательное принятие закона о промышленном майнинге и его связке с выпуском ЦФА создаст легальную основу для «крипто-обеспеченных» активов.

НАЛОГООБЛОЖЕНИЕ

Будет продолжена работа по прояснению налоговых процедур для операций с ЦФА, что критически важно для широкого принятия институциональными инвесторами.

Постепенное движение к межгосударственной совместимости

05

Несмотря на изначальную изолированность российского рынка ЦФА, будет нарастать тренд на поиск путей взаимодействия с иностранными юрисдикциями.

**ЭКСПЕРИМЕНТЫ
С ТРАНСГРАНИЧНЫМИ
РАСЧЕТАМИ**

В первую очередь, в торговле со странами ЕАЭС, Китаем и другими «дружественными» юрисдикциями, где также развиваются аналогичные технологии (например, цифровой юань).

РАЗРАБОТКА СТАНДАРТОВ

Начнется обсуждение технических и правовых стандартов, которые позволят обеспечить взаимное признание ЦФА на разных платформах.

Рост интереса со стороны институциональных инвесторов

06

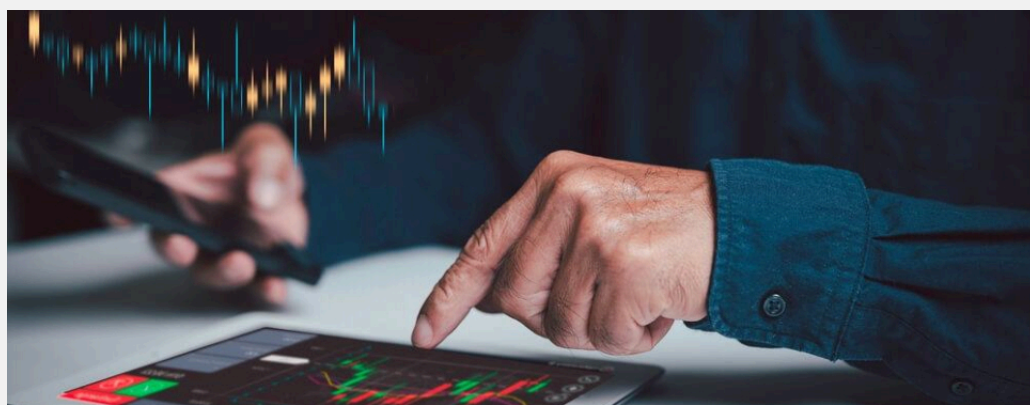
По мере созревания регуляторной базы и инфраструктуры, на рынок придут крупные игроки.

**БАНКИ И УПРАВЛЯЮЩИЕ
КОМПАНИИ**

Начнут предлагать клиентам продукты на основе ЦФА (например, структурированные ноты или долги в форме ЦФА).

**ПЕНСИОННЫЕ И СТРАХОВЫЕ
ФОНДЫ**

Будут рассматривать ЦФА, обеспеченные высоконадежными активами (гособлигации, ликвидная недвижимость), как новый класс активов для диверсификации портфелей.



КЛЮЧЕВЫЕ ВЫЗОВЫ И РИСКИ НА РЫНКЕ ЦФА В 2026 ГОДУ

НИЗКАЯ ЛИКВИДНОСТЬ	Несмотря на развитие вторичного рынка, он может остаться фрагментированным и малоликвидным.
РЕГУЛЯТОРНЫЕ БАРЬЕРЫ	Сложность и постоянные изменения в регулировании могут сдерживать быстрый рост.
НЕДОСТАТОК ФИНАНСОВОЙ ГРАМОТНОСТИ	Нехватка понимания технологии и ее преимуществ как среди бизнеса, так и среди потенциальных инвесторов.
КИБЕРРИСКИ	Безопасность платформ остается критически важным вопросом.



ВЫВОД: В 2026 ГОДУ РЫНОК ЦФА В РОССИИ ОКОНЧАТЕЛЬНО ПЕРЕЙДЕТ ИЗ СТАДИИ ЭКСПЕРИМЕНТОВ В СТАДИЮ ПРАКТИЧЕСКОЙ УТИЛИТАРНОСТИ. ФОКУС СМЕСТИТСЯ С ТЕХНОЛОГИИ РАДИ ТЕХНОЛОГИИ НА РЕШЕНИЕ КОНКРЕТНЫХ БИЗНЕС-ЗАДАЧ: УДЕШЕВЛЕНИЕ ФИНАНСИРОВАНИЯ, ПОВЫШЕНИЕ ЛИКВИДНОСТИ АКТИВОВ И СОЗДАНИЕ НОВЫХ, БОЛЕЕ ЭФФЕКТИВНЫХ ФИНАНСОВЫХ ИНСТРУМЕНТОВ.

РЫНОК КРИПТОВАЛЮТ

ОСНОВНЫЕ ТЕНДЕНЦИИ РЫНКА КРИПТОВАЛЮТ В МИРЕ НА 2026 ГОД

Ключевой глобальный тренд 2026 года: Ончейн-данные как новый фундамент анализа.

Мы ожидаем, что главным драйвером принятия решений в 2026 году станут «ончейн-сигналы» (on-chain signals). Это означает переход от спекуляций и новостного фона к глубокому анализу реальных данных, записанных в блокчейне.



Основные тренды, которые станут реальностью в 2026 году

АНАЛИЗ ПОВЕДЕНИЯ КОШЕЛЬКОВ («КИТОВ»)

Отслеживание перемещений крупных сумм с кошельков основателей проектов, фондов и ранних инвесторов. Рост переводов на биржи может сигнализировать о готовящейся продаже, а вывод с бирж – о намерении долгосрочного хранения.

МЕТРИКИ СЕТЕВОЙ АКТИВНОСТИ

Количество ежедневных активных адресов, объем транзакций, комиссии. Рост этих показателей указывает на реальное использование блокчейна, а не просто ценовую спекуляцию.

ДАННЫЕ DEFI (ДЕЦЕНТРАЛИЗОВАННЫХ ФИНАНСОВ)

Сумма активов, заблокированных в протоколах (TVL – Total Value Locked), динамика стейкинга и доходность. Это покажет, в какие экосистемы перетекают «умные деньги».

Таким образом, в 2026 году успех будет все больше зависеть от способности читать и интерпретировать эти данные с помощью различных платформ, таких как Dune Analytics, Nansen, Glassnode.

Основные мировые тенденции рынка криптовалют на 2026 год

Помимо доминирования ончейн-анализа, мы ожидаем активного развития следующих направлений:

МАССОВАЯ ИНСТИТУЦИОНАЛИЗАЦИЯ

- Традиционные финансы (TradFi) и CeFi. Банки, хедж-фонды и управляющие компании будут предлагать клиентам крипто-продукты (ETF, деривативы) как неотъемлемую часть портфеля.
- Регулятивная ясность. К 2026 году в ключевых юрисдикциях (ЕС, США, Великобритания) сформируются четкие правила игры, что снизит риски для крупных игроков.

ВЗРЫВНОЙ РОСТ DEFI И RWA (REAL-WORLD ASSETS)

- DeFi перестанет быть нишевым продуктом для крипто-энтузиастов. Появятся удобные интерфейсы, похожие на интернет-банки.
- Токенизация реальных активов (RWA) станет мейнстримом. Токены, обеспеченные недвижимостью, облигациями, товарами. Это приведет на рынок триллионы долларов традиционного капитала.

РАЗВИТИЕ WEB3 И ДЕЦЕНТРАЛИЗОВАННОЙ ИДЕНТИЧНОСТИ (DID)

- Проекты, предлагающие реальные услуги в модели Web3 (социальные сети, игры, маркетплейсы), начнут набирать критическую массу пользователей.
- Цифровая идентичность, которой владеет пользователь, станет ключевым элементом для доступа к сервисам, кредитованию и голосованиям в DAO.

МАСШТАБИРУЕМОСТЬ И ИНТЕРОПЕРАБЕЛЬНОСТЬ

- Война L2-решений (Layer 2) за лидерство продолжится. Победят те, кто предложит наилучший баланс скорости, стоимости транзакций и безопасности.
- Межсетевые мосты станут еще более безопасными и простыми, что позволит капиталу и данным свободно перемещаться между разными блокчейнами.

L2-решение (Layer 2 Solution) – это технология, которая строится «поверх» базового блокчейна (который называется Layer 1), чтобы увеличить его пропускную способность и снизить стоимость транзакций, при этом используя его главный актив – безопасность. Проще говоря, это как «надстройка» или «второй этаж» для основного блокчейна.

Покажем эту разницу на примере:

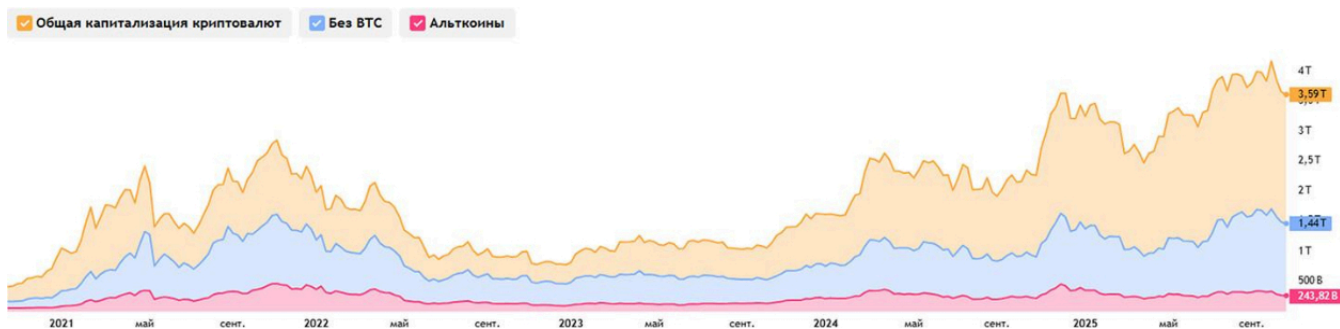
LAYER 1 (БАЗОВЫЙ БЛОКЧЕЙН, НАПРИМЕР, ETHEREUM)

Layer 1 – это Верховный суд. Он не может рассматривать каждое мелкое дело (транзакцию), потому что это займет много времени и будет невероятно дорого. Он занимается только самыми важными вопросами и фиксацией итоговых результатов.

LAYER 2 (РЕШЕНИЕ ВТОРОГО УРОВНЯ)

Layer 2 – это сеть быстрых и дешевых местных судов. Они обрабатывают тысячи мелких дел (микротранзакций, игровых действий, лайков в соцсетях) быстро и с минимальными издержками. Периодически они отправляют в Верховный суд (Layer 1) сводный отчет: «Итог: за последний час мы обработали 10 000 операций, и итоговый баланс изменился вот так». Верховный суд проверяет честность этого отчета и фиксирует его в своем окончательном реестре.

КАПИТАЛИЗАЦИЯ КРИПТОВАЛЮТ ЗА 5 ЛЕТ / ГРАФИК 21



ОСНОВНЫЕ ТЕНДЕНЦИИ НА РЫНКЕ КРИПТОВАЛЮТ В РОССИИ В 2026 ГОДУ

Российский рынок будет развиваться под сильным влиянием двух факторов: глобальных трендов и уникального национального регуляторного ландшафта.



Нам видится преобладание следующих основных трендов в 2026 году:

ЛЕГАЛИЗАЦИЯ
И РЕГУЛИРОВАНИЕ
ДЛЯ МЕЖДУНАРОДНЫХ
РАСЧЕТОВ

- К 2026 году будет полностью сформирована и запущена государственная инфраструктура для использования криптовалют в международной торговле. Это главный драйвер легализации в РФ.
- Появятся уполномоченные банки-операторы, через которые будет происходить обмен криптовалют на фиатные деньги для расчетов с иностранными контрагентами.

«СУВЕРЕННЫЙ»
КРИПТОРЫНОК

- Вся инфраструктура (биржи, кошельки, аналитические сервисы) будет жёстко регулироваться и, скорее всего, локализована внутри страны.
- У пользователей появится легальный способ покупать и продавать криптовалюту, но через контролируемые государством каналы («экспериментальный правовой режим»).

СПЕЦИАЛИЗАЦИЯ
НА ЦИФРОВЫХ АКТИВАХ
С УТИЛИТАРНОЙ ФУНКЦИЕЙ

- В отличие от глобального тренда на DeFi и Web3, в России акцент сместится на цифровые финансовые активы (ЦФА). Это, по сути, токенизированные права требования или товары (например, цифровые обязательства банков, токены на поставку зерна или металлов).
- Майнинг криптовалют окончательно узаконят и интегрируют в энергетическую систему страны, возможно, с привязкой к избыточной энергии.

РОСТ ИНТЕРЕСА
СО СТОРОНЫ НАСЕЛЕНИЯ
И БИЗНЕСА

- Легализация криптовалют подтолкнёт более консервативных граждан и компании к использованию криптоактивов, в первую очередь как средства сбережения и инструмента для международных расчётов.
- Появятся российские аналоги аналитических платформ, фокусирующихся на ончейн-данных, но с учётом локальной регуляторики.

“ ЕСЛИ В МИРЕ 2026 ГОД МОЖЕТ СТАТЬ ГОДОМ «ЗРЕЛОСТИ» КРИПТОРЫНКА, ГДЕ РЕШЕНИЯ БУДУТ ПРИНИМАТЬСЯ НА ОСНОВЕ ДАННЫХ (ON-CHAIN), А ТЕХНОЛОГИИ DEFI, RWA И WEB3 НАЧНУТ РЕАЛЬНО МЕНЯТЬ ТРАДИЦИОННЫЕ ИНДУСТРИИ, ТО В РОССИИ С БОЛЬШОЙ ДОЛЕЙ ВЕРОЯТНОСТИ РЫНОК ПОЙДЁТ ПО ПУТИ «УТИЛИТАРНОЙ ЛЕГАЛИЗАЦИИ», ГДЕ КРИПТОВАЛЮТЫ БУДУТ РАССМАТРИВАТЬСЯ В ПЕРВУЮ ОЧЕРЕДЬ КАК ИНСТРУМЕНТ ДЛЯ ОБХОДА САНКЦИЙ И МЕЖДУНАРОДНОЙ ТОРГОВЛИ, А НЕ КАК СПЕКУЛЯТИВНЫЙ АКТИВ ИЛИ ОСНОВА ДЛЯ ДЕЦЕНТРАЛИЗОВАННОГО ИНТЕРНЕТА.

Таким образом, к концу 2026 года инвесторы могут увидеть два параллельных, но все еще слабо связанных между собой мира: глобальный, открытый и инновационный крипторынок, и российский, регулируемый, ориентированный на внешнюю торговлю и цифровизацию традиционных активов.

АО ИНВЕСТИЦИОННАЯ
КОМПАНИЯ
«РИКОМ-ТРАСТ»
121099, МОСКВА,
ПРОТОЧНЫЙ ПЕР. Д.6

ТЕЛЕФОН
+7 495 921-15-55

САЙТ
WWW.RICOM.RU

ПОЧТА
CORP@RICOM.RU

ТЕЛЕГРАМ
RICOM_TRAST

АБЕЛЕВ О.А.

НАЧАЛЬНИК АНАЛИТИЧЕСКОГО ОТДЕЛА
АО ИК «РИКОМ-ТРАСТ», К.Э.Н.

ABELEV@RICOM.RU
+7 495 241-44-54 / ДОБ. 259

ПОПОВА В.В.

АНАЛИТИК АО ИК «РИКОМ-ТРАСТ»

POPOVA@RICOM.RU
+7 495 241-44-54 / ДОБ. 105

ПИСАРЕВА Г.И.

АНАЛИТИК АО ИК «РИКОМ-ТРАСТ»

PISAREVA@RICOM.RU
+7 495 241-44-54 / ДОБ. 105

РИКОМ-ТРАСТ

с 1994 года