Альфа Капитал

Стратегия-2026

Рецессия или перезапуск роста?

Декабрь-2025

Содержание

Мировая экономика, валюты, сырье

04 Экономика и рынки акций США и Европы

05 ФРС и ЕЦБ: разные риски, разные пути

06 Рост ВВП Китая на 5% — план, но не прогноз

07 Другая Азия

08 Еврооблигации. Глобальный рынок

09 Сырьевые активы

10 Валюты

Российская экономика

12 Вводные для 2026 г.

13 Охлаждение — подготовка к циклу роста

14 ЦБ РФ: не пропустить поворот

15 Рынок труда

16 Фискальный стимул и его форма

17 Платежный баланс. Продолжаем копить активы

18 Развилки экономики — 2026

Рынки ценных бумаг

20 ОФЗ и корпоративные рублевые облигации

21 Российские облигации: флоатеры и ВДО

22 Российские облигации в иностранной валюте

23 Российский рынок акций

24 Сегментация российского рынка акций

Сценарии и прогноз

26 Базовый сценарий

27 Пессимистичные сценарии

28 Оптимистичные сценарии

29 Прогноз-2026

Внешние условия. Мировая экономика, валюты, сырье

04 Экономика и рынки акций США и Европы

05 ФРС и ЕЦБ: разные риски, разные пути

06 Рост ВВП Китая на 5% — план, но не прогноз

07 Другая Азия

08 Еврооблигации. Глобальный рынок

09 Сырьевые активы

10 Валюты

Внешние условия для российской экономики и рынков остаются, в целом, нейтральными. Нервозный новостной фон провоцирует рост цен на золото, но мировая экономика чувствует себя стабильно. Цены на нефть и газ на достаточно низких уровнях: рынок находится в стадии избытка производственных мощностей, а значит и усиления конкуренции.

В **США** стоит отметить агрессивную и хаотичную коммуникацию по торговой политике, она сильно ухудшила ожидания. Но опасения рецессии не оправдались, зато добавились фискальные стимулы, которые поддержат экономику в следующем году.

В **Европе** экономическая активность остается слабой. Инфляция приблизилась к целевым 2%, евро укрепился, что подталкивает ЕЦБ к дальнейшему смягчению политики. Германия получает поддержку от крупного фискального пакета.

Китай растет количественно, но через качественную хрупкость. Достижение плановых показателей маскирует глубинные структурные дисбалансы. Конкуренция и избыточные мощности создают дефляционную спираль.

Индия остается самым быстрорастущим рынком, что в сочетании с активностью ЦБ подкрепляют инвестиционную привлекательность. Либерализация для прямых иностранных инвестиций, упрощение налогов, «демографический дивиденд» и стратегия «China+1» у транснациональных корпораций — поддерживают приток капитала.

Юго-Восточная Азия выигрывает от спроса на полупроводники и ИИ-инфраструктуру. АСЕАН становится новым производственным хабом, однако в 2026 году ослабление глобальной торговли может умерить импульс от экспорта. Краткосрочно региону предстоит балансировать между Пекином и Вашингтоном, долгосрочно — ускорять диверсификацию, снижая зависимость от Китая.

В условиях относительно насыщенного новостного фона **рынок нефти** в 2025 году удивил низкой волатильностью. Этому помогала усталость рынка от геополитических новостей, а также свыше 5 млн баррелей в сутки (б/с) резервных мощностей стран-участниц ОПЕК. Альянс, кстати, сменил фокус с защиты цен на нефть в пользу защиты рыночной доли, вернув на рынок 2,2 млн б/с всего за полгода. Добыча нефти в США тем временем достигла рекордных 13,8 млн баррелей в сутки. К концу 2025 года на рынке сформировался избыток предложения, форвардная кривая ушла в контанго. Новые санкции против РФ рынок не заметил: поставки устойчивы, а прогресс в переговорах может стать дополнительным фактором давления на цены.

Рынок сжиженного природного газа (СПГ) также становится «медвежьим» из-за ослабления азиатского и европейского спроса при одновременном расширении экспортных мощностей США. Однако взрывной рост энергопотребления дата-центров по мере развития технологий искусственного интеллекта будет поддерживать цены.

Золото превратилось в индикатор системного недоверия. Активные покупки центробанками и приток частных инвесторов в обеспеченные золотом ETF-фонды формируют устойчивый спрос. Цена золота побывала выше $4 350 за унцию и тянет за собой вверх и другие драгоценные металлы.

Экономика и рынки акций США и Европы

Устойчивость рынков США к новостному потоку, касающемуся торговых войн, поддержала потребительские расходы

США: стоимость активов и фискальные стимулы

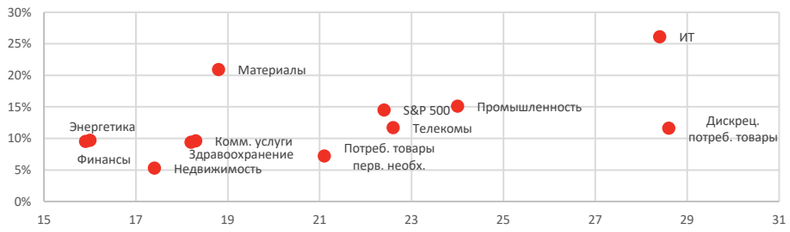
С возвращением Дональда Трампа в Белый дом и возобновлением тарифных войн казалось, что фондовый рынок столкнется с падением. Однако 2025 год, судя по всему, завершится двузначным ростом основных индексов: S&P500 с начала года прибавляет 16,4%, NASDAQ 100 в плюсе на 20,9%, Dow Jones показал рост на 12%. Компании малой капитализации вернули к себе интерес инвесторов — Russell 2000 подрос на 13%.

Оптимизма рынку придают новые фискальные стимулы и смягчение денежно-кредитной политики при и без того устойчивом росте экономики. Самый длительный «шатдаун» может отнять от роста ВВП 1 процентный пункт в IV квартале 2025 года, но в следующем году снижение налоговых ставок и новые пакеты льгот в рамках Big Beautiful Bill подпитают реальные располагаемые доходы и инвестиции.

Внутренний спрос внутри неоднороден: рост потребительских расходов наблюдается среди домохозяйств с высокими доходами, они выиграли от роста стоимости активов. Домохозяйства со средними и низкими доходами находятся под давлением инфляции, замедления реального роста зарплат и все еще высокой стоимости кредитования.

Несмотря на ухудшение потребительских настроений, розничные продажи демонстрируют устойчивость и в 2025 году в среднем росли на 4,2% г/г, что оказало поддержку потребительскому сектору.

Рост EPS против мультипликатора P/E по секторам, США



Есть ли пузырь в ИИ-акциях?

Форвардный мультипликатор P/E (отношение капитализации к прибыли) индекса S&P500 вырос до 22,4х при среднем пятилетнем значении в 20,0х и десятилетнем в 18,7х. Рост произошел не по всему рынку: наибольший вклад в увеличение P/E внесли компании с высокой долей выручки от облачных вычислений и продажи ИИ-процессоров.

Темпы роста капитализации ИИ-лидеров опережали рост ожидаемых прибылей. Ключевое отличие текущей ситуации в ИИ-акциях от предыдущих пузырей в том, что высокие оценки поддерживаются фундаментальными показателями: выручка масштабируема, операционные доходы показывают уверенный рост, при этом крупные «гиперскейлеры» наращивают прибыли и свободный денежный поток.

Высокая концентрация интереса инвесторов в технологическом секторе повышает риски ценовой коррекции

На конец 2025 года доля компаний, зависящих от развития ИИ, в капитализации S&P500 оценивается в 35–44%, поэтому в 2026 году динамика акций США вновь будет движима темой развития искусственного интеллекта. Риски не исключены — есть значительная неопределенность в части монетизации ряда ИИ-решений и избыточных инвестиций в инфраструктуру. **Концентрация интереса в узком пуле акций повышает риск коррекции в случае неоправданных ожиданий или ухудшения ситуации в экономике**.

Европа:

Европейский рынок акций уверенно начал 2025 год за счет разрыва в оценке с рынком США, недостаточного позиционирования институциональных инвесторов в европейских активах, а также резкого разворота фискальной политики Германии к стимулированию. Однако негативная динамика корпоративных прибылей из-за экспортной ориентации и одновременного укрепления евро приостановила рост рынка с июня.

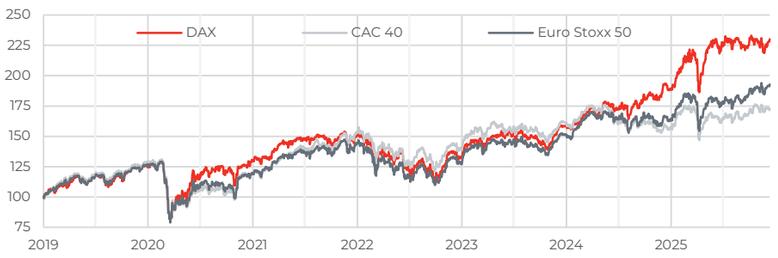
После семи месяцев негативных прогнозов оценки EPS (прибыль на акцию) на 2026 год теперь пересматриваются в позитивную сторону: консенсус предполагает рост EPS на 12% г/г за счет следующих факторов:

- стабилизации евро, которая должна снизить давление на европейские компании, получающие половину выручки на внешних рынках;
- стабилизации цен на энергоносители после ощутимого падения, которое ударило по сырьевым компаниям;
- фискального импульса (в т. ч. роста оборонных расходов);
- низких оценок в сравнении с индексами США. Разрыв в темпах роста прибылей между двумя рынками сокращается (европейские мультипликаторы на 35% ниже, чем в США: форвардный P/E индекса MSCI Europe ex-UK составляет 16х.

Низкие оценки европейского рынка обусловлены не только экономикой, но и составом индексов. В Европе меньше IT – гигантов.

Европейский банковский сектор выигрывает от крутой кривой доходностей, кредитование оживает за счет снижения процентных ставок и восстановления потребительской активности. Оборонные компании могут наращивать прибыль быстрее, чем американские аналоги, за счет запланированного увеличения военных расходов.

Динамика европейских индексов, 100 = 01.01.2019



Прогноз

В базовом сценарии ожидается умеренный рост ВВП США вблизи 2%. Текущие оценки позволяют ожидать рост S&P500 до 7 200 – 7 500 пунктов (+10%) за счет технологических компаний и возможной ротации интереса инвесторов в другие секторы.

При негативном сценарии ускорение инфляции и слабый рынок труда могут привести экономику на грань рецессии, а политическое давление на ФРС спровоцирует кризис доверия. Это может привести к снижению S&P500 до 6 700 пунктов и ниже (-10%).

При позитивном сценарии инфляция будет снижаться быстрее ожиданий, а рынок труда сможет укрепиться. Это позволит ФРС снижать ставки активнее, чем мы ожидаем сейчас. Вкупе с фискальным импульсом монетарное смягчение усилит аппетит к риску и может вынести S&P500 до 8 000 пунктов (+20%).

→ Прогноз

ФРС и ЕЦБ: разные риски, разные пути

ФРС: внутренний диссонанс

Внутренние разногласия, политическое давление, изменение состава FOMC и назначение нового главы, казалось бы, могут развернуть ФРС к более агрессивному смягчению политики

В сентябре ФРС возобновила снижение базовой ставки, сместив фокус с инфляции на риски ухудшения условий занятости. Инфляция по базовому индексу расходов на личное потребление (PCE) относительно стабильна: темпы удерживаются вблизи 2,7–2,8% г/г за счет ослабления шоков в ценах на энергоносители и продовольствие, но при сохранении давления в услугах и заработных платах. Эффекты ввозных пошлин, скорее всего, проявятся уже в следующем году в ускорении роста PCE до 3%.

Пока что регулятор имеет возможность поддерживать рынок труда и снизить риски рецессии: уровень безработицы поднялся с 4% в начале года до 4,4% из-за увеличения участия в рабочей силе. Тем более внутри Федрезерва сложился консенсус по поводу того, что, несмотря на снижение базовой ставки в сумме на 175 базисных пунктов (б. п.) в этом году, монетарная политика остается ограничительной.

Не считаем политический фактор решающим для траектории ставок ФРС

Впрочем, мнения относительно рисков для двойного мандата ФРС (стабильности цен и максимальной занятости) становятся все более разрозненными: «ястребы» указывают на проинфляционность новых ввозных пошлин, «голуби» напоминают о слабости на рынке труда. За последние два года большая часть новых рабочих мест была создана в госсекторе, образовании и здравоохранении — именно эти секторы выглядят уязвимыми к сокращению госрасходов, тогда как остальные индустрии за последние пять месяцев сокращали рабочие места.

Тем не менее рост ВВП на 1,8–2% выглядит более чем достижимым в 2025 году. В 2026 году налоговые изменения могут дать вклад в рост ВВП на 0,5–0,7 п. п. ФРС повысила прогноз роста ВВП на 2026 год с 1,8% до 2,3%, понизив оценку инфляции с 2,6% до 2,4%.

Инфляция в США и ставка ФРС

Движение к нейтральности

В следующем году ставка по федеральным фондам продолжит снижение к нейтральному уровню

С 1 декабря ФРС завершила программу сокращения портфеля гособлигаций (QT) и одобрила новые покупки казначейских облигаций с 12 декабря как меру поддержки ликвидности на рынке овернайт-финансирования. Это снижает скорость прироста предложения долгосрочных бумаг на рынке, что уменьшает премию за срок и может поддержать цены на облигации. Потенциально это создает и более благоприятные условия для вложений в рисковые активы и банковской ликвидности, что снизит волатильность на рынке акций.

Несмотря на публичное давление на ФРС со стороны Дональда Трампа, не считаем, что политический фактор реально развернет траекторию политики ФРС в пользу агрессивного смягчения, равно как и назначение нового главы ФРС после истечения срока полномочий Джерома Пауэлла в мае 2026 года. Наш **базовый сценарий** предполагает **два снижения ставки ФРС в 2026 году с шагом по 25 б. п., до диапазона 3–3,25%**, то есть к нейтральным для регулятора уровням.

→ Доллар

«Большая четверка» еврозоны

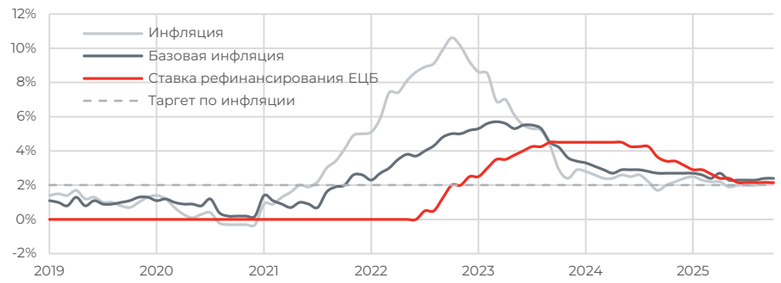
Экономика еврозоны превзошла ожидания в этом году, которые были довольно скромными

Еврозона демонстрировала позитивную динамику ВВП в каждом квартале 2025 года, показав рост на 1,4% за год и превзойдя ожидания. Слабость в промышленном секторе сохраняется, но снижение цен на энергоносители и замедление укрепления евро снимают давление на корпоративные прибыли. В следующем году определяющей для ВВП региона будет ситуация в четверке стран:

- Фискальные стимулы в **Германии** (государственные инвестиции могут вырасти на 20% в 2026 году) подстегнут деловую активность в широком спектре секторов: от обороны до транспортной инфраструктуры. Рост ВВП приблизится к 1% в 2026 г. и 2% в 2027 г.
- Во **Франции** принятие нового бюджета маловероятно из-за отсутствия консенсуса между Сенатом и Национальным собранием в преддверии выборов 2027 года. Проблемы с бюджетом могут ограничить рост ВВП 0,8% при росте ВВП еврозоны на 1,1%.
- В **Италии** рынок труда устойчив, инфляция низкая, а покупательная способность растет за счет снижения подоходного налога. Вместе с накоплением основного капитала это может компенсировать снижение чистого экспорта из-за укрепления евро и консолидации госрасходов. Рост ВВП ожидается выше среднего.
- Экономика **Испании** остается лидером в еврозоне с ростом на 3% в 2025 году. Впрочем, большая часть этого роста обусловлена количественными факторами: численность населения выросла за счет иммиграции. Качественный рост может быть обеспечен за счет нормализации частного потребления и инвестиций из Фонда восстановления и устойчивости ЕС.

Укрепление евро и торговые трения с США ограничат чистый экспорт, что станет сдерживающим фактором для роста ВВП еврозоны в следующем году

Инфляция в еврозоне и ставка ЕЦБ



Планка для нового снижения базовых ставок ЕЦБ очень высока: инфляция остается вблизи цели, а монетарное смягчение, по мнению регулятора, не решит структурных проблем роста

ЕЦБ: цель по инфляции достигнута

Если в первой половине 2025 года для снижения базовых ставок ЕЦБ требовались позитивные макроданные, то теперь для новых шагов в смягчении ДКП необходим существенный негатив. Регулятор доволен текущей ситуацией: инфляция остается вблизи целевых 2% и в 2026 году может отставать от прогнозов ЕЦБ не столько из-за слабого внутреннего спроса, сколько из-за внешних факторов. Экономический рост ниже потенциального, но деловая активность находится на пути к циклическому росту.

ЕЦБ, скорее всего, продолжит придерживаться мнения о том, что монетарная политика не решит многочисленных структурных проблем роста. Поэтому в **базовом сценарии мы не ожидаем изменения процентных ставок в течение следующих двух лет.** Но в случае отставания инфляции от цели не исключаем вероятности одного или двух снижений ставок в 2026 году.

→ Евро

→ Еврооблигации, глобальный рынок

Рост ВВП Китая на 5% — план, но не прогноз

Увеличение производства новых товаров и услуг снова направлено на увеличение экспорта

«Инволюция»

Тренд на рост экономики Китая сохраняется, но выглядит хрупким и структурно несбалансированным. Он опирается на промышленность и инвестиции, работающие на экспорт, а не на внутренний спрос. Экономика вошла в «инволюцию»: конкуренция и стремительный рост производственных мощностей приводят к снижению цен, прибылей и доходов. Это проявляется в данных по последним месяцам:

- розничные продажи +2,9% г/г в октябре против +5,9% в марте;
- промышленное производство +4,9% (+7,7% в марте);
- вложения в основной капитал -1,7% за январь – октябрь;
- инвестиции в недвижимость -14,7%, продажи новых домов +2,9%;
- цены потребителей +0,7% г/г, в производственных ценах дефляция сохраняется с конца 2022 года (-2,2% в октябре).

Достижение цели по росту ВВП в 5% видится очевидным — это не прогноз, а политический инструмент, для обеспечения которого будут задействованы все возможные ресурсы. Тонкость в том, что китайское правительство продолжает делать ставку не на потребителей, а на инвестиции в приоритетные отрасли — электромобилей, солнечной энергетики, полупроводников и электроники.

Продажи жилья у топ-100 девелоперов, г/г

Инфляция в Китае долгое время находится на низком уровне, что при относительно стабильном номинальном курсе ослабляет юань в реальном выражении. Накопленный эффект очень значителен и оказывает стимулирующее влияние на экспорт

Выжидательная позиция руководства

Компартия сохраняет выжидательную позицию в части поддержки потребителей и рынка недвижимости, оставляя пространство для фискального маневра. Тем более что достижение компромисса между Пекином и Вашингтоном по торговым тарифам снижает давление на экономику. Вместе с уже принятыми пакетами фискальных мер это снижает краткосрочную потребность в монетарном смягчении.

Поэтому снижение ставок встало на паузу: с мая Национальный Банк Китая удерживает ставку 7-дневного обратного РЕПО на уровне 1,4%. Ставка по годовым кредитам для банков остается на отметке 3%, пятилетняя — 3,5%. НБК сохраняет жесткую позицию, предпочитая стабильность и осторожность, чтобы «накопить» инструменты и иметь гибкость для реагирования в случае ухудшения макроданных. Кроме того, регулятор, вероятно, балансирует между поддержкой экономики и защитой стабильности юаня: китайские 10-летние гособлигации предлагают доходность в 1,83% при 4,05% по трежерис США с аналогичным сроком. Поэтому поддержание привлекательности юаневых активов может выступать еще одним сдерживающим фактором в снижении ставок. Следующий шаг в смягчении ДКП скорее сдвигается с декабря этого года на начало 2026-го.

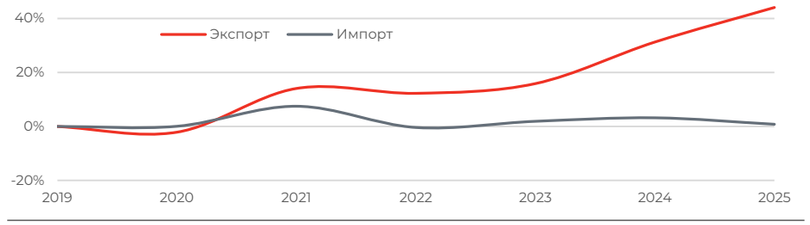
Рекордный торговый профицит

За 11 месяцев 2025 года экспорт Китая вырос на 5,4% г/г, до 3,4 трлн долл., импорт снизился на 0,6%, до 2,3 трлн долл. Торговый профицит страны составил 1,08 трлн долл., это рекорд после максимума прошлого года в 0,99 трлн долл.

Потери в торговле с США были с лихвой компенсированы ростом торговли с другими странами: экспорт в Африку, Юго-Восточную Азию и Латинскую Америку вырос на 26%, 14% и 7,1% г/г соответственно. Пекин и Вашингтон достигли торгового соглашения, США снизили пошлины, но средний тариф для КНР остается высоким — 37%.

Доля высокотехнологичной продукции (механическое оборудование и электроника) в китайском экспорте устойчива и значительна. Китай сохраняет также доминирующие позиции в глобальных цепочках поставок редкоземельных металлов, солнечных модулей, литиевых аккумуляторов и электромобилей.

Экспорт и импорт КНР, накопленное изменение с 2019 года



Китайские индексы ждут смены настроений

Рост экономики КНР может оставаться сдержанным, но рынок акций получит поддержку за счет увеличения ликвидности, стабильного роста прибылей и притока розничных инвесторов. Консенсус-прогноз MSCI China предполагает рост EPS на 15% в 2026 году после 2% в этом году и сохранение этих темпов в 2027 году (при средних 10% за десять лет).

Фундаментальный фон улучшается за счет технологических компаний, акции которых торгуются с более низкими мультипликаторами, чем их американские аналоги (25x против 31x по форвардному P/E). Смягчение регуляторных трений, более широкая интеграция ИИ, чем в других странах, и господдержка выступят факторами в пользу роста сектора.

Консенсус-прогноз роста EPS для технологического и автомобильного секторов составляет 40% и более 80% соответственно. Ключевыми рисками остаются настроения инвесторов в отношении ИИ и регулирование.

Индексы китайских акций, 100 = 01.01.2019

→ Юань

Общая средняя эффективная ставка импортных пошлин США для всех торговых партнеров в настоящее время составляет 18% и вряд ли опустится ниже 10%, которые были обозначены министром торговли Говардом Лютником как минимально возможный уровень

Пекин готов предоставить необходимую емкость и доступность долгового финансирования для достижения цели роста в 5%

Длительное снижение котировок индексов Китая — результат распродажи иностранными инвесторами. Обратный пример — Индия, где оценки «дорогие» из-за избытка оптимизма глобальных фондов

Другая Азия

Индия остается лидером по темпам роста ВВП в регионе, что оправдывает высокие оценки акций

Индия: агрессивное монетарное смягчение

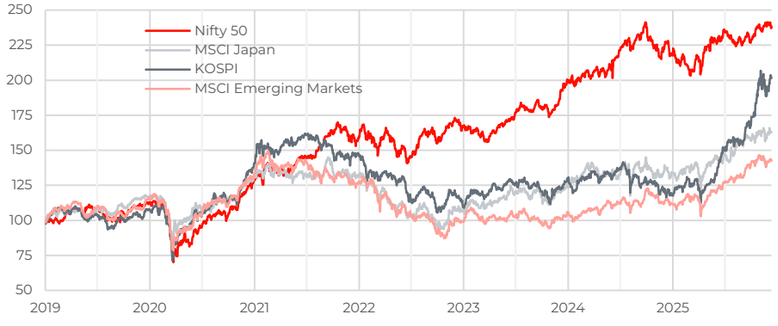
Несмотря на заявления Нью-Дели и Вашингтона о прогрессе в торговых переговорах, соглашения еще нет. Экспортеры остаются в уязвимом положении, что может снизить рост экономики в ближайшие кварталы. Недавнее снижение налогов позволит сгладить негативный эффект пошлин, но и шансы на соглашение и нормализацию торговли с США в 2026 году оцениваются примерно в 70%.

Тем не менее ослабление производственной активности из-за торговой неопределенности может привести к замедлению роста ВВП до 6,8% в 2026 финансовом году.

Несмотря на признаки замедления, Индия, вероятно, останется лидером роста в регионе в 2026 году. По итогам первых двух финансовых кварталов ВВП страны вырос на 7,8% и 8,2% г/г, а рост за полный год может составить 7,6%. Это может подстегнуть приток иностранного капитала.

Инфляция держится намного ниже целевых 4% (0,25%), несмотря на ослабление рупии на 5% с начала года. Резервный банк Индии (RBI) на этом фоне активно смягчал монетарную политику: с февраля 2025 года базовая ставка РЕПО снижена на 125 б. п., **что стало самым агрессивным темпом снижения с 2019 года.** Одновременно RBI продолжает покупки облигаций и валютные интервенции для повышения ликвидности банковской системы, поддержания курса рупии и улучшения механизма трансмиссии ставок. Это играет в пользу рынка акций.

Динамика азиатских индексов акций, 100 = 01.01.2019



Демография — ключевое отличие Индии от Китая. Индия входит в период повышенной доли трудоспособного населения, Китай — в период старения населения

Привлекательная альтернатива Китаю

Инвестиционная привлекательность Индии, в том числе для транснациональных корпораций в качестве альтернативы Китаю для размещения производств, обусловлена следующими факторами:

- снижение ставок центральными банками развитых стран и более сдержанные темпы смягчения ДКП в Индии, что обеспечивает повышенную доходность для иностранных инвесторов;
- ослабление ограничений на прямые иностранные инвестиции и упрощение налогового режима;
- выигрышная позиция в условиях геоэкономических разногласий: торговля со всеми сторонами конфликта и наращивание собственной производственной базы;
- «демографический дивиденд»: высокая доля трудоспособной молодежи (65% населения — до 35 лет), рост экономической активности женщин.

Другая Азия

Рост ВВП в странах Азии опередил ожидания, получив импульс за счет роста экспорта и инвестиций со стороны технологических компаний, а также государственных вливаний. Ориентированные на экспорт технологических товаров Тайвань и Сингапур значительно превзошли прогнозы, а в странах с более развитой экономикой (Филиппины, Таиланд, Индонезия) рост оказался скромнее из-за снижения вклада потребителей. Вьетнам и Малайзия стали основными бенефициарами диверсификации цепочек поставок.

Различия в отраслевых тарифах создают неравномерные выгоды для стран в регионе

Большинство стран Юго-Восточной Азии (АСЕАН) достигли торговых соглашений с США, при этом разрыв в тарифах с Китаем сократился. Корректировка тарифов дает различные преимущества внутри региона: в выигрыше будут экспортеры сельскохозяйственной продукции (Индонезия, Вьетнам, Филиппины), фармацевтики (Сингапур) и технологий.

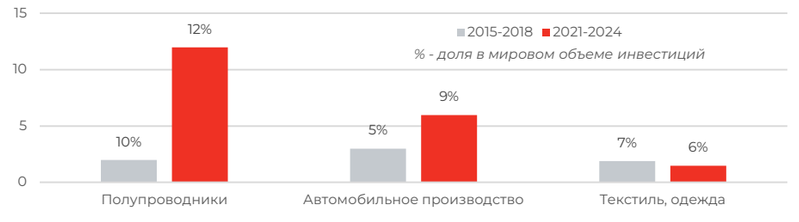
АСЕАН получает выгоду и от притока прямых иностранных инвестиций, становясь новым крупным производственным центром:

Ожидаем, что рост инвестиций в Азии останется сосредоточенным в технологическом секторе

- на регион приходится 20% мирового объема сборки, тестирования и упаковки полупроводников, за 2021–2024 годы привлечено 12 млрд долл. ежегодно, это 12% общего объема новых инвестиций в отрасли чипов. Ключевые направления — Вьетнам, Сингапур и Малайзия;
- АСЕАН обеспечивает 22% мирового экспорта автомобильных комплектующих, получив инвестиции в размере 6 млрд долл. в год за последние пять лет. Ключевые направления — Индонезия, Малайзия и Таиланд.

Растущий спрос на ИИ-решения, наращивание инвестиций в вычислительную инфраструктуру и смещение цепочек поставок в пользу Азии продолжат оказывать структурную поддержку АСЕАН как экспортеру технологий даже при нормализации циклических факторов.

Анонсированные greenfield-инвестиции в АСЕАН



Тем не менее в 2026 году импульс со стороны внешней торговли может ослабнуть: Всемирная торговая организация прогнозирует замедление роста мировой торговли с 2,4% в 2025 году до 0,5% в 2026-м, поскольку эффекты новых тарифов проявятся с временным лагом. Это может привести к более слабой динамике экспорта из Азии после роста на 5,3% в 2025 году.

Крупные пакеты фискальных стимулов в Японии и Южной Корее компенсируют замедление роста экспорта, что сделает эти экономики исключением за счет более быстрых темпов роста ВВП, чем у соседей по региону.

⇒ Краткосрочно региону придется балансировать в торговых связях с Пекином и Вашингтоном.

⇒ Долгосрочно странам АСЕАН придется усилить акцент на диверсификации цепочек поставок не только из-за ухудшения тарифных условий США, но и для снижения зависимости от Китая.

→ Европа
→ Китай

Еврооблигации. Глобальный рынок

→ ФРС

Снижение базовых ставок (ставки ФРС и ключевых ставок других ЦБ) — основной фактор поддержки глобального рынка еврооблигаций

Обнадеживающий старт — 2026

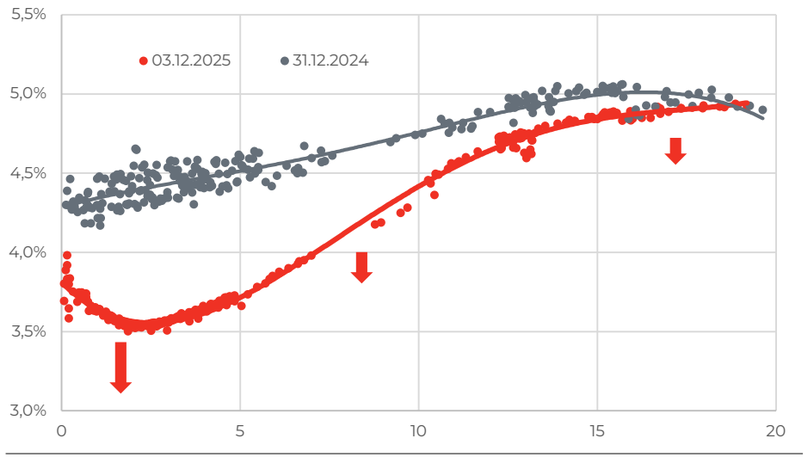
Хотя мировая экономика после неожиданно устойчивого 2025 года замедляется, инфляция приближается к целям регуляторов, а те, в свою очередь, начинают смягчать денежно-кредитную политику.

⇒ Благоприятные условия для глобальных долговых рынков.

Все еще высокие ставки и потенциал смягчения ДКП формируют как потенциал роста цен в бумагах, так и защиту от умеренно негативного сценария.

В США эффекты тарифов разгонят инфляцию в начале 2026 года, но это разовый эффект, который может обернуться торможением экономики. На этом фоне рынок закладывает 2-3 снижения ставки ФРС в 2026-м. При этом можно ожидать, что снижение в короткой части кривой будет сильнее, чем в длинной. То есть потенциал роста цен в длинных бумагах в 2026 году выглядит умеренным.

Изменение кривой доходности казначейских облигаций США



→ Экономика США

Корпоративные облигации США

В 2025 году кредитные спреды значительно сузились на фоне сильных финансовых отчетов компаний, малого числа дефолтов и высокой ликвидности, особенно в сегменте высокодоходных бумаг (high-yield, HY). Текущие уровни спредов выглядят «узко», но поводов для их расширения пока нет.

Узкие спреды и рост долговой нагрузки в отдельных сегментах означают необходимость тщательного отбора и мониторинга эмитентов. В случае ухудшения макроданных или роста волатильности подобные выпуски могут падать сильнее рынка, как это было, например, в марте – апреле 2025 года.

В отсутствие шоков или кредитных событий доходность в 2026 году будет формироваться за счет высоких купонов. Доходности инвестиционного (IG) и высокодоходного сегментов остаются высокими в абсолютных значениях, особенно облигаций с дюрацией 5–7-лет, что делает корпоративный долг предпочтительнее депозитов и суверенного долга, особенно в случае быстрого снижения процентных ставок.

Развивающиеся рынки

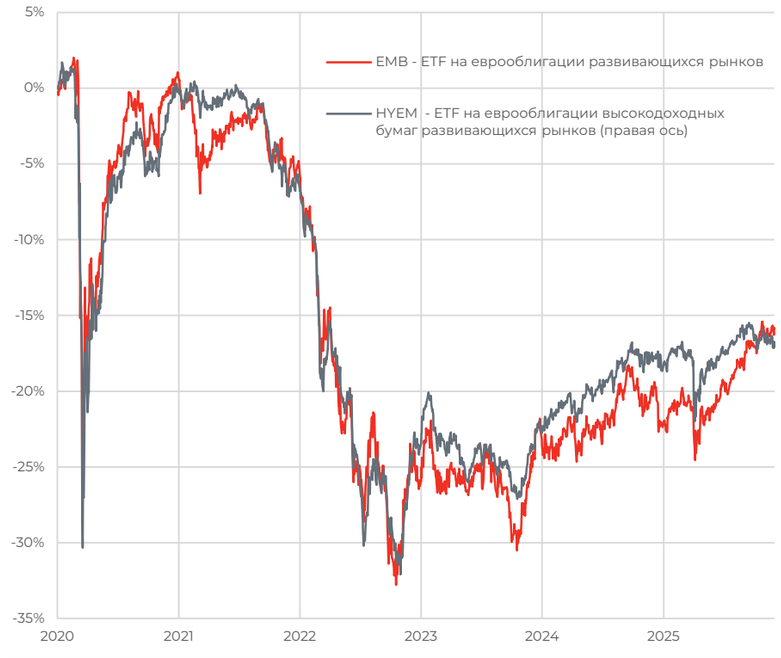
Для развивающихся рынков (EM) фон на 2026 год благоприятный:

- продолжение цикла снижения ставок ФРС;
- ослабление доллара, которое традиционно поддерживает суверенный и корпоративный долг EM.

Геополитическая фрагментация, торговые конфликты и необходимость перестройки цепочек поставок увеличивают разброс кредитного качества. Выигрывают страны с улучшением профиля экономики, доступом к сырьевым ресурсам и устойчивыми долговыми метриками.

⇒ **Оптимальна ставка на широкий, но тщательно отобранный портфель EM, с контролем странового риска.**

Динамика крупных облигационных ETF-фондов



→ Китай

→ Развивающиеся рынки

Глобальный рынок еврооблигаций еще не восстановился после коррекции 2022 года, связанной с блокировкой и списанием бумаг российских эмитентов

Прогноз

В 2026 году должна хорошо показать себя стратегия управления высокой доходностью при контролируемом риске. В текущих условиях можно брать повышенный кредитный риск, зарабатывая на кредитной премии. Высокодоходные облигации США и рынки развивающихся стран остаются источником повышенной текущей доходности, однако нужно уделять особое внимание тщательному отбору эмитентов и контролю риска.

С точки зрения дюрации и фактора базовых ставок основной сценарий — плавное снижение коротких ставок и ограниченное движение на длинном конце кривой. В этом случае оптимальным является выбор «средней» дюрации.

→ Прогноз

Сырьевые активы

Нефть

ОПЕК+ досрочно завершила выход из добровольных ограничений на 2,2 млн баррелей в сутки (б/с) и начала отказ от дополнительных добровольных корректировок на 1,65 млн б/с (объявлены в апреле 2023 года). Картель продолжает чередовать «мягкость» и «жесткость» в темпах расширения квот на нефтедобычу в зависимости от сезонности спроса. Это позволяет постепенно наращивать добычу, чтобы вернуть долю рынка, захваченную Северной и Южной Америкой, и одновременно предотвращать риск резкого падения цен.

Эта стратегия приносит результаты: стоимость барреля Brent не опускается ниже 60 долл., при этом с начала года страны альянса повысили квоты на нефтедобычу на 2,88 млн б/с. Фактическая добыча, правда, выросла меньше из-за компенсационных графиков за перепроизводство в предыдущие периоды (в первую очередь в Ираке и Казахстане).

→ Российские экспортеры

В ближайшей перспективе на рынке нефти продолжится «перетягивание каната» между геополитикой и наращиванием добычи в странах ОПЕК+, Южной и Северной Америке. Добыча нефти в США в сентябре этого года достигла рекордных 13,84 млн б/с, несмотря на сокращение числа действующих буровых установок. В среднем по итогам года добыча в США составит 13,6 млн б/с при 9,4 млн б/с в Саудовской Аравии и 9,8 млн б/с в РФ.

Предполагается, что новые санкции против российского экспорта нефти будут иметь краткосрочный и неглубокий эффект. На среднесрочном горизонте поставки российской нефти не будут иметь ощутимых препятствий. К рискам относятся продолжающиеся мирные переговоры: в случае прогресса рынок начнет закладывать в цены ожидания большего избытка предложения на мировом рынке, хотя ослабление санкций вряд ли существенно увеличит экспорт нефти из РФ из-за состояния нефтегазовых компаний и возможностей добычи.

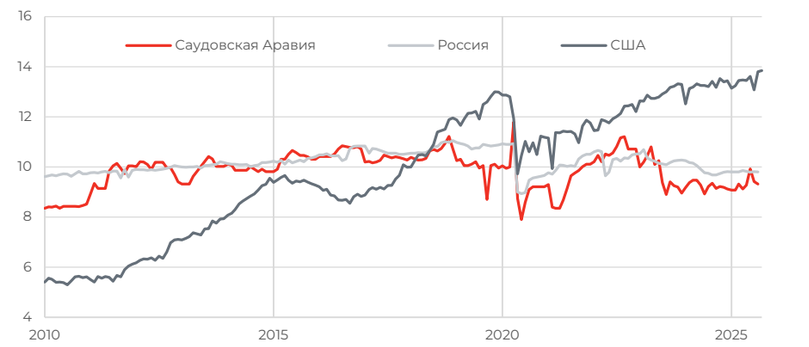
→ Платежный баланс РФ

В 2026 году избыток нефти на мировом рынке может составить более 2 млн б/с: предложение вырастет на 2,1 млн б/с, а спрос — на 800 тыс. б/с. Драйвером роста потребления выступят страны, не входящие в ОЭСР, в основном Азия, кроме Китая, где рост спроса будет умеренным.

⇒ **Фундаментально баланс рисков смещен в пользу снижения стоимости нефти**

⇒ **Для новой волны роста требуется изменение рыночного баланса: появление нового источника спроса (генерация для ИИ) или снижение предложения (нехватка инвестиций в добывающие мощности)**

Добыча нефти, млн баррелей в сутки



Тренд на рост добычи в США запущен развитием сланцевой добычи и продолжается до сих пор

Природный газ

Рынок СПГ оставался «медвежьим» из-за ряда факторов:

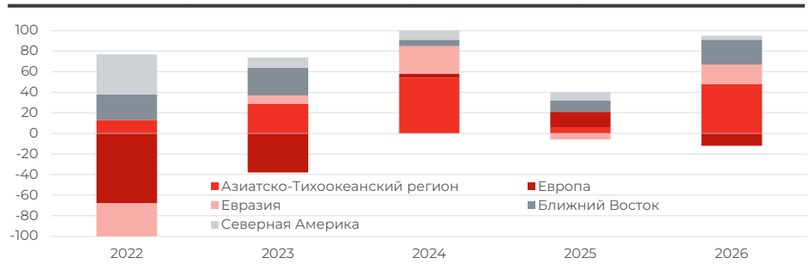
- снижение спроса в Азии, в т. ч. в Китае, где импорт СПГ, как ожидается, снизится в 2025 г. на 16% из-за увеличения внутренней добычи и снижения спроса со стороны промышленности;
- снижение цели ЕС по заполнению газовых хранилищ;
- рост экспортных мощностей в США.

Газодобывающие компании могут рассчитывать на рост спроса на электроэнергию из-за развития и широкого внедрения ИИ-технологий.

→ Российский рынок акций

→ Еврозона

Динамика потребления газа по регионам, млрд м³



Разница в ценах на газ в Европе и США возникла в 2021 году на фоне снижения производства электроэнергии ветряными и солнечными станциями из-за неблагоприятной погоды

Золото

Стоимость золота продолжила обновлять исторические рекорды, превысив 4 350 долл. за унцию, однако позднее котировки откатились вниз. Цены поддерживаются активными покупками золота центральными банками и повышенным спросом со стороны частных инвесторов через обеспеченные золотом ETF. Интерес к золоту устойчив вследствие ожиданий снижения ставки ФРС и рисков, связанных с долларом.

Дороговизна золота оживляет спрос на серебро и платину.

→ Картина российского рынка акций по секторам

Спотовая на золото и серебро, долл. за тройскую унцию

Вложения в золото со стороны ETF значительно возросли на фоне увеличения спроса на защитные активы

Прогноз

Базовый сценарий на 2026 год предполагает цены на нефть в пределах **55–60 долл. за баррель Brent.** В иных сценариях возможно как снижение до **50 долл., так и рост до 85 долл. за баррель**.

Цена на золото в 2026 году может оставаться в пределах **4 200 долл. за унцию.** В случае агрессивного снижения ставки ФРС или роста геополитической напряженности цена на золото может подняться выше **5 000 долл. за унцию**. В случае снижения геополитических рисков и улучшения глобальной макросреды — снизиться **до 3 000 долл. за унцию** или даже ниже.

→ Прогноз

Валюты

Рубль: возврат к нормальности

В 2024 году санкции на МосБиржу и основные банки, обслуживающие внешнюю торговлю, привели к распаду валютного рынка на части и выходу из строя платежной инфраструктуры. Экспортная выручка стала оседать на внешних счетах, а курс в результате ушел выше USD/RUB 110.

Тем не менее быстро появились другие схемы, экспортная выручка снова пошла в Россию. А улучшение новостного фона (встреча президентов США и России) сбило спекулятивную волну.

Валютный рынок остается «тонким», но состояние платежного баланса, а также задача снижения инфляции поддерживают рубль.

⇒ **Сохранение высокой волатильности курса рубля**

⇒ **Низкий риск устойчивого ослабления рубля**

→ ЦБ РФ

→ Платежный баланс РФ

Санкции и смягчение требований по продаже валюты экспортерами привели к резкому ослаблению рубля в конце 2024 года

USD/RUB (номинальный и реальный)

С поправкой на инфляцию рубль сейчас находится около 10-летних средних значений

Крепкий рубль и структура экономики

Крепкий рубль в 2025 году внес серьезный вклад в снижение инфляции, позволив ЦБ РФ начать снижение ставки. В то же время укрепление рубля оказало серьезное влияние на экономику, став сильным фактором ее охлаждения. При этом из-за высокой ставки крепкий рубль не смог поспособствовать росту инвестиционного импорта — станков и оборудования.

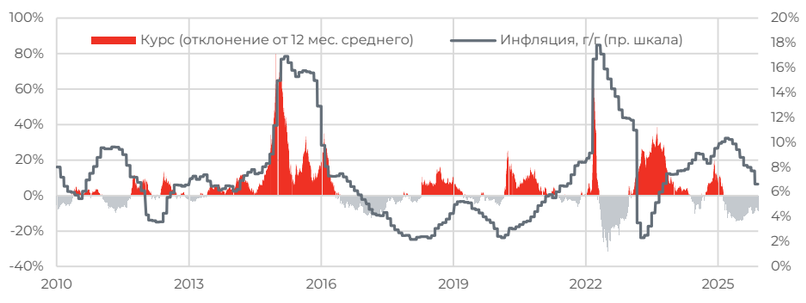
→ Охлаждение как подготовка к росту

Сильнее всего крепкий рубль ударил по экспортерам, что способствует уходу российской экономики от сырьевой модели. Усиление конкуренции с импортом также ускоряет охлаждение экономики, вынуждая ЦБ РФ снижать ставку быстрее.

⇒ **Крепкий рубль усиливает жесткость ДКП**

→ Российские акции

Рубль и инфляция



С 2014 года инфляция и курс рубля неразрывно связаны, победа над инфляцией не достигалась без крепкого рубля

CNY — внутри долгосрочного коридора

В 2025 году юань в основном укреплялся, достигнув USD/CNY 7, что, впрочем, находится в верхней части многолетнего диапазона USD/CNY 6–7,3. **По-прежнему высокая интенсивность товарооборота Китая с США, Европой и другими странами требует низкой волатильности курса.**

Укреплению CNY способствовал рост торгового профицита в 2025 году. В перспективе укрепление юаня может стать частью стратегии разворота экономики на внутренний рынок.

Разворот на внутреннее потребление обусловлен не только достигнутыми успехами в экономике, но и демографическими изменениями

USD/CNY

→ Экономика Китая

Евро: жесткий ЕЦБ — ненадежный фундамент

Европейская экономика продолжает нести основное бремя антироссийских санкций, оплачивая их спадом в промышленности, эмиграцией компаний, ростом бюджетных дефицитов. Тем не менее евро в 2025 году выглядел на удивление стабильным. Профицит счета текущих операций позволяет евро торговаться вблизи EUR/USD 1,15.

→ Европейская экономика

В случае серьезных проблем в европейской экономике евро будет быстрее лишаться статуса основной резервной валюты, чем доллар США, поэтому долгосрочный прогноз по евро негативный.

EUR/USD и счет текущих операций еврозоны

Приток денег по счету текущих операций удерживает евро от ослабления

Прогноз

При базовом сценарии **курс рубля к концу 2026 года будет находиться в пределах USD/RUB 85**, что нейтрально для инфляции. Главный фактор — ситуация в экономике. **Рецессия может обрушить рубль до USD/RUB 100–110** и выше. При благоприятном для экономики сценарии и сохранении тренда на уход от экспортной модели курс может опуститься до **USD/RUB 70.**

→ Сценарии Россия-2026

→ ЦБ РФ

Евро до конца 2026 года, вероятно, будет слабеть вслед за расхождением динамики экономики США и Европы, курс может достичь **EUR/USD 1,05**. Многое также будет зависеть от политики ФРС и ЕЦБ, ключевые ставки на коротком отрезке могут влиять на валюты сильнее макрофундамента.

→ Прогноз

Российская экономика

12
Вводные для 2026 г.

13
Охлаждение — подготовка к циклу роста

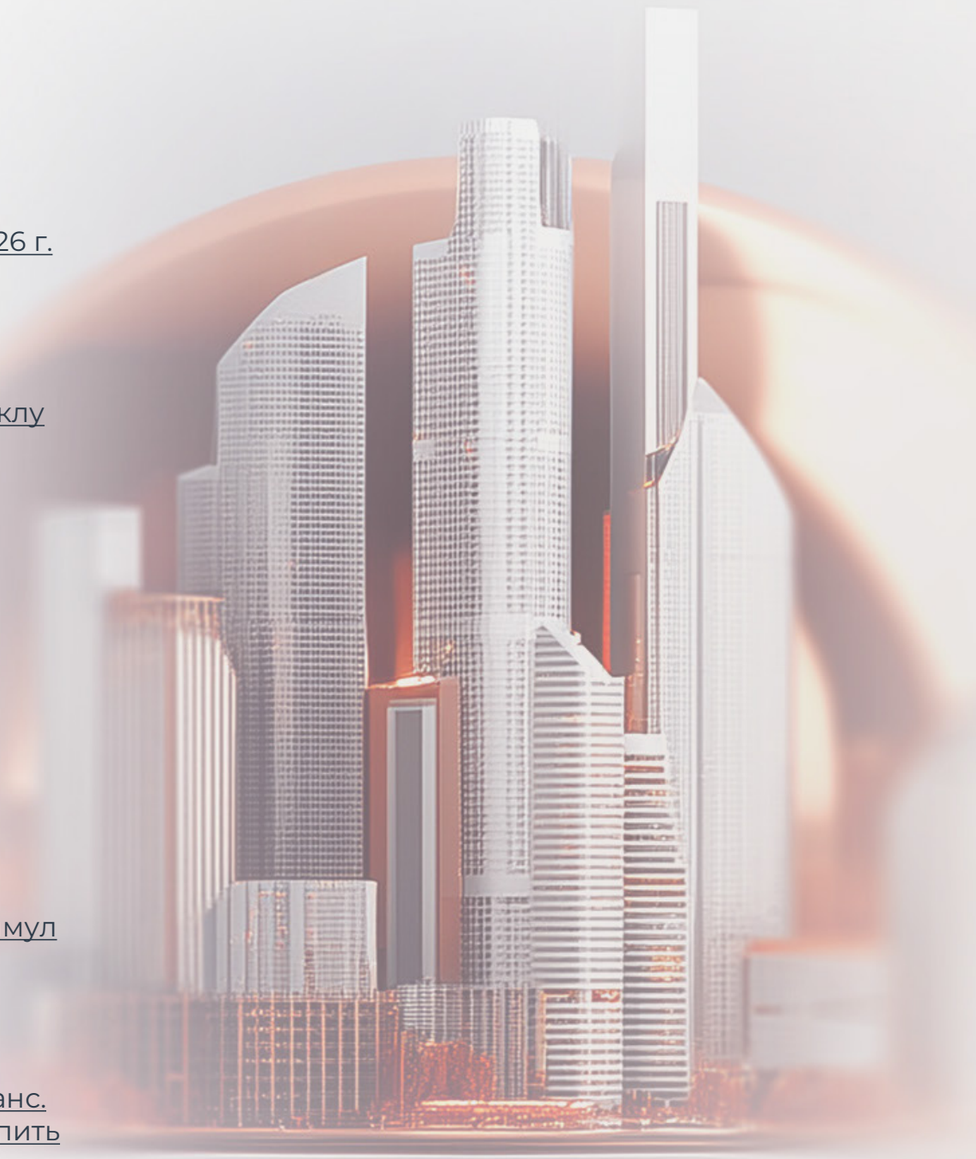
14
ЦБ РФ: не пропустить поворот

15
Рынок труда

16
Фискальный стимул и его форма

17
Платежный баланс. Продолжаем копить активы

18
Развилки экономики — 2026



В 2022, 2023 и 2024 годах российская экономика удивляла своей способностью противостоять санкциям, резким колебаниям курса рубля, проблемам с платежами и поставками оборудования. Она сумела расти и в условиях дефицита трудовых ресурсов. В 2022 году спад оказался меньше самых смелых ожиданий, а в 2023 и 2024 годах рост на 4,1% был выше самых оптимистичных оценок.

Тем не менее в 2025 году сочетание высокой ключевой ставки, повышения налога на прибыль и крепкого рубля затормозили рост промышленности почти до нуля. В этот раз оптимистичные ожидания не оправдались, у экономики не хватило запаса сил для продолжения роста.

Впрочем, снижение потребительской инфляции и почти нулевой рост цен производителей позволили ЦБ РФ начать цикл снижения ставки. И хотя реальная ставка остается крайне высокой, рынок закладывает в цены нормализацию уровня ставок в будущем.

Если инфляция продолжит снижаться, чему, кстати говоря, может поспособствовать крепкий рубль, ЦБ РФ сможет продолжить снижение ключевой ставки в 2026 году. В этом случае следует ожидать оживления деловой активности и возобновления роста промышленного производства.

Основные макроэкономические риски 2026 года также связаны с политикой ЦБ РФ. Если регулятору удастся провести контролируемое охлаждение деловой активности, то впоследствии экономика может выйти на новый цикл роста. Ошибка грозит кризисом и уходом в «турецкий сценарий».

Вводные для 2026 г.

Риски рецессии стали реальностью

Торможение российской экономики в 2025 году стало результатом комплекса причин. Среди них:

- **Жесткая денежно-кредитная политика ЦБ РФ**, обеспечившая рост стоимости кредитов, в том числе потребительских, задержки платежей, снижение прибылей и инвестиций.
- **Низкая безработица**, вызывающая рост заработных плат и ограничивающая возможности увеличения производства.
- **Крепкий рубль**, усиливший конкуренцию внутреннего производства с импортом.

При исчерпании запаса финансовой прочности компаний рост заработных плат остановится, следующий шаг — снижение занятости

Поддержку экономике оказывали:

- **Оборонные расходы**, обеспечившие рост в сегментах, связанных с военным производством. Гражданская часть экономики, судя по всему, уже находится в рецессии;
- **Импортозамещение**, которое приводит к росту внутреннего производства за счет снижения импорта;
- **Новые территории**, не отражаясь напрямую в статистике, создают дополнительный внутренний спрос и предложение;
- **Запас финансовой прочности компаний**. Деньги, заработанные и привлеченные многими компаниями в 2022–2024 гг., позволяли им, несмотря на сокращение спроса, сохранять персонал и основные активы в расчете на улучшение условий в 2026 г.;
- **Изменения на рынке труда**, структура предложения труда меняется в сторону изменившейся структуры спроса.

→ Рынок труда

Рисковая стратегия ЦБ РФ

Судя по риторике ЦБ РФ, нас ждет сохранение жесткой монетарной политики, направленной на охлаждение экономики. На практике это означает:

→ ЦБ РФ

- больше дефолтов, закрытие компаниями направлений бизнеса;
- рост безработицы;
- замедление экономического роста, рецессия.

→ Рецессия как шаг к новому циклу роста

Не исключено, что в начале 2026 года жесткая политика ЦБ РФ вызовет рецессию, рост безработицы и снижение инфляционного давления. В этом случае дальнейшее развитие событий будет зависеть от устойчивости снижения инфляции.

Если рецессия не спровоцирует панику на валютном рынке, то инфляция сможет остаться низкой. Тогда ЦБ РФ сможет быстрее снижать ставку, что ускорит выход из рецессии и переход к новому циклу роста во второй половине года.

Если жесткая денежно-кредитная политика не вызывает дефолты, банкротства и рост безработицы, значит, не работают трансмиссионные механизмы

Если же рецессия вызовет ослабление рубля, результатом станет и рост инфляции. И в этом случае уже будут вопросы по поводу доверия к ЦБ со стороны правительства. Здесь возможен как сценарий стагфляции, если ЦБ будет упорно пытаться задавить инфляцию ставкой, так и «турецкий сценарий», предполагающий приоритет роста экономики над инфляцией.

Жесткая денежно-кредитная политика в текущих условиях также способствует ускорению изменения структуры экономики. В частности, снижение зависимости от сырьевого экспорта может позитивно сказаться на росте ВВП и инфляции в долгосрочной перспективе.

Постепенный уход от сырьевой модели

Показатели добывающей промышленности в 2025 году оставались слабыми. Это выражалось не только в динамике цен на акции и финансовых показателей компаний, но и в физических объемах добычи и экспорта. **Снижение объемов добычи и экспорта нефти — это не только следствие санкций, но и процесс, имеющий внутренние причины.** На фоне сильного снижения спроса на вывоз капитала за рубеж отпадает и потребность в значительном торговом профиците для финансирования дефицита по финансовому счету.

Снижение объемов экспорта, которое необходимо для переориентации экономики на внутренний спрос, приводит на первом этапе к спаду ВВП

→ Платежный баланс

Проблема в том, что спад в добывающих отраслях и снижение экспорта — это прямой удар по ВВП, что может ошибочно трактоваться как наличие серьезных проблем в экономике. Хотя фактически это высвобождение ресурсов из отраслей, производящих товары для других стран (и при этом не формирующих встречный поток товаров). Эти ресурсы впоследствии могут быть использованы отраслями, производящими товары для внутреннего потребления.

Рост ВВП и промышленного производства

Замедление роста ВВП и промышленного производства — результат как жесткой политики ЦБ РФ, так и изменений в экономике

Новые регионы

Интеграция этих регионов в российскую экономику дает заметную прибавку к размеру и особенно росту ВВП (вследствие эффекта низкой базы). Сейчас ВВП России рассчитывается без учета Донецкой, Луганской, Херсонской и Запорожской областей. При этом в данных регионах уже собираются налоги и финансируются госпрограммы, они уже интегрированы в систему госфинансов, вносят значительный вклад в совокупный спрос в экономике. Со временем вклад этих регионов будет увеличиваться, особенно после окончания СВО.

Новые регионы могут стать и источником пополнения рабочей силы. Например, в связи с возвращением населения в эти регионы после окончания конфликта.

При включении же в официальную статистику сработает эффект низкой базы. Из-за сжавшейся экономики рост в процентном выражении в этих регионах будет очень серьезным.

Выводы для прогноза-2026

Российская экономика имеет ресурсы для роста. Но выход на устойчивую траекторию требует следующих шагов:

- охлаждение и адаптация структуры рынка труда к новым условиям;
- очистка рынка от наименее эффективных компаний (рискованный этап, успех зависит от действий ЦБ РФ);
- планомерное сокращение избыточного экспорта.

→ Прогноз

Охлаждение — подготовка к циклу роста

→ Бюджетный стимул

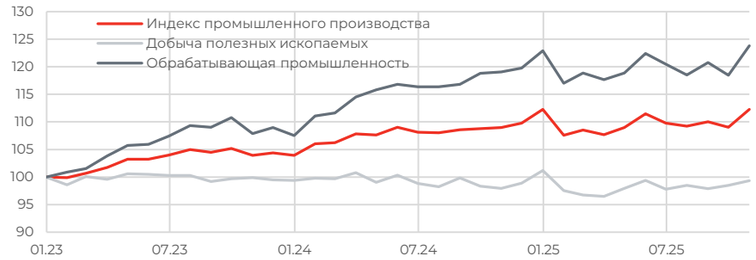
Остановка роста обрабатывающей промышленности сейчас главный фактор торможения экономики

Остановка промышленного роста

За 10 месяцев 2025 года обрабатывающая промышленность выросла всего на 3,1%, промышленное производство в целом — на 1,1%. В 2024 году рост за те же месяцы составил 9,3% и 5,2% соответственно. Как следствие: в 3 квартале 2025 года ВВП вырос всего на 0,6% г/г. По итогам всего года рост ВВП рискует не превысить 1%.

В структуре производства увеличилась доля связанных с ВПК сегментов, гражданские производства в общем объеме сократились. Так что если к высоким ставкам добавится сокращение оборонного заказа, рецессия выглядит почти неминуемой. Если, конечно, оборонные расходы не будут перераспределены на другие нужды.

Индексы промышленного производства



→ Рынок труда

Запас финансовой прочности компаний быстро сокращается, что приближает ситуацию массовых дефолтов / сокращений производства

→ Высокодоходные облигации

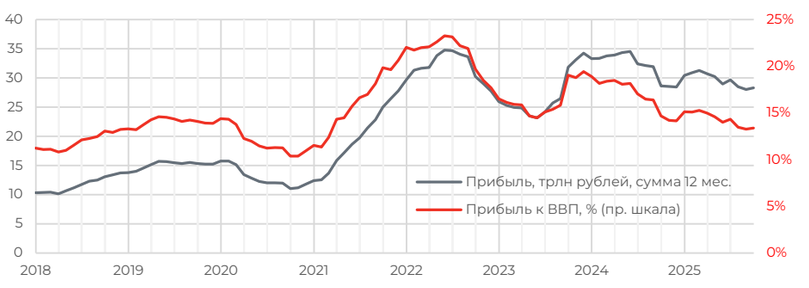
Запас финансовой прочности сокращается

Несмотря на остановку роста производства, компании не торопятся сокращать персонал. В результате безработица не сокращается, реальные заработные платы продолжают расти быстрее производительности труда, плюс сохраняется дефицит производственных мощностей, что сказывается на стоимости аренды. За это компаниям приходится расплачиваться прибылью. По данным Росстата за январь–сентябрь 2025 года, финансовые результаты компаний оказались на 7,7% ниже аналогичного периода прошлого года.

Результаты снижения прибылей в условиях высоких ставок:

- резкое увеличение дебиторской задолженности;
- затухание инвестиционной активности предприятий — инвестиции в основной капитал в 1П25 выросли лишь на 4,3%, хотя за тот же период 2024 года они выросли на 10,9%.

Финансовые результаты компаний



Зачем нужно охлаждение

Рыночная экономика циклична, и связано это с тем, что бурный рост, как, например со второй половины 2022 по 2024 годы в России, создает условия для рецессии. В период оптимизма очень многие инвесторы и компании принимают излишне смелые решения, переоценивая долгосрочный рост рынка и недооценивая влияние аналогичных решений конкурентов. В результате возникает избыточный спрос на рабочую силу и капитал, растут издержки, снижаются финансовые результаты. Это называется перегревом экономики. В итоге часть компаний не выдерживает конкуренции, происходит волна дефолтов, начинают страдать финансовые компании, и в худшем варианте все сваливается в финансово-экономический кризис.

Жесткая политика ЦБ РФ препятствует перегреву экономики. Но если перегрев уже начался, то жесткая ДКП позволяет сократить время, требуемое для ухода с рынка наименее эффективных компаний.

К числу компаний, уходу которых сейчас способствует жесткая ДКП, относятся и сырьевые компании, что способствует долгосрочному изменению структуры экономики в пользу обрабатывающей промышленности.

Индекс реального ВВП на одного занятого в экономике, млн руб.

Прогноз

Накопленный компаниями финансовый запас прочности позволяет очень многим из них занимать выжидательную позицию, удерживать персонал, не освобождать производственные помещения. Многие рассчитывают на то, что в сложных экономических условиях конкуренты ослабнут и, когда ЦБ РФ снизит ставку, а экономика возобновит рост, можно будет серьезно улучшить свои позиции на рынке.

Хотя для каждой отдельной компании такая стратегия оптимальна, для экономики в целом это создает проблемы.

Во-первых, ЦБ РФ приходится быть еще жестче. Ведь помимо отключения канала валютного курса плохо работает и трансмиссия через совокупный спрос. Отсюда и медленное снижение ключевой ставки, и более долгий период стагнации.

Во-вторых, увеличиваются риски, связанные с ДКП. Это касается как повышения вероятности позднего переключения к стимулирующей политике, так и потенциальной инфляции предложения, когда компании перекладывают высокие ставки в цены.

Доля расходов на оборону и безопасность выросла за счет снижения доли социальных расходов и национальной экономики

→ ЦБ РФ

→ Российские акции

Замедление роста производительности труда в 2025 г. — сигнал избыточной занятости у большого числа компаний

→ Рубль

Все еще высокая доля нефтегазовых доходов ограничивает скорость ухода от экспортной модели

→ Прогноз

ЦБ РФ: не пропустить поворот

→ Рынок труда

→ Фискальный стимул

Снижение ключевой ставки до 16%, тем не менее, сохранило рекордный дифференциал между ставкой и инфляцией, политика ЦБ РФ остается сверхжесткой

Вынужденная жесткая политика ЦБ РФ

Несмотря на начавшийся в этом году цикл снижения ключевой ставки ЦБ РФ, монетарная политика все еще остается репрессивной. Это выражается не только в сильном превышении ставки над инфляцией, но и в макропруденциальных мерах, направленных на ограничение кредитования.

Причиной столь продолжительного периода жесткой ДКП является рынок труда. К 2025 году на рынке образовался острый дефицит кадров: безработица в РФ только в этом году трижды обновляла исторический минимум. Это привело к опережающему росту заработных плат, что поддерживает потребительский спрос и увеличивает издержки компаний.

Дополнительным фактором удержания реальной ключевой ставки в положительной зоне являются налоги. Одна только новость о повышении НДС со следующего года привела к росту инфляционных ожиданий. Фактическое же повышение НДС приведет хоть и к краткосрочному, но скачку инфляции, что, скорее всего, вынудит ЦБ РФ осторожничать с темпом снижения ставки.

Инфляция в РФ и ключевая ставка ЦБ РФ

Санкции и закрытие «мостов» между российской и глобальной финансовыми системами выключили часть трансмиссионного механизма. Ключевая ставка сейчас намного слабее влияет на курс рубля

→ Рубль

Крепкий рубль приходит на помощь

Укрепление рубля в этом году стало приятным подарком для ЦБ РФ, оказав дополнительное давление на инфляцию. Более того, укрепление оказалось неожиданным для большинства участников рынка, консенсус-прогноз в начале 2025 года составлял USD/RUB 100 на конец года с дальнейшим ослаблением рубля.

После перехода к инфляционному таргетированию в 2014 году ЦБ РФ ни разу не побеждал инфляцию без укрепления рубля. Более того, ослабление рубля, как правило, было предвестником роста инфляции.

Отметим, что, когда 2023 году рубль начал серьезно слабеть, а инфляция набирать обороты, даже очень серьезное повышение ключевой ставки ЦБ РФ не смогло ни развернуть динамику рубля, ни затормозить рост потребительских цен.

При этом высокая ставка все-таки оказывает влияние на рубль через охлаждение экономики, что вызывает снижение импорта, а также через высокую привлекательность рублевых депозитов, что снижает внутренний спрос на иностранную валюту. Но эти и подобные эффекты слабее притока валюты в рамках carry trade (*игра на разнице ставок в разных странах*) и требуют времени, чтобы проявиться.

Ловушка уверенности

Когда ЦБ РФ в 2023 году начал повышение ключевой ставки, слишком большая уверенность экономических агентов в способности регулятора контролировать инфляцию привела к тому, что рост ставок был воспринят как временный. Компании продолжили наращивать инвестиции, а люди — брать кредиты.

Из-за этого не произошло сокращения совокупного спроса, и ЦБ РФ пришлось еще больше ужесточать ДКП. Как результат — большой рост расходов на обслуживание долга.

Запас финансовой прочности, сформированный компаниями в 2023 году, позволил им выдерживать давление со стороны ЦБ РФ. Кроме того, понимая, что выжившие после периода жесткой ДКП компании получат «приз» в виде пустого рынка, очень многие не увольняют персонал даже при недозагрузке производств, так как понимают, что потом нанять его обратно будет очень проблематично.

Получаем очень опасную ситуацию:

ЦБ РФ долго не мог добиться значимого охлаждения экономики, что вынудило его взвинтить ставки. Это привело к быстрому ухудшению финансовых показателей компаний. С другой стороны, компании всеми силами пытаются удержаться на рынке: собственники, инвесторы и кредиторы уже вложили в это массу сил и средств. Поэтому до того, как промежуточная цель ЦБ РФ — охлаждение экономики и рост безработицы — будет достигнута, финансовое состояние «победителей» в гонке на выживание будет очень шатким и быстро ухудшающимся.

Задача ЦБ РФ в этой ситуации — точно определить момент для смягчения денежно-кредитной политики.

Несколько эпизодов повышения ключевой ставки ЦБ РФ показывают критическую важность валютного курса в рамках трансмиссионного механизма

Прогноз

Пока ситуация развивается по базовому сценарию. ЦБ РФ снижает ключевую ставку от заседания к заседанию, пускай и не такими темпами, как того ожидал рынок летом. Тем не менее процесс смягчения ДКП идет, а потенциал дальнейшего снижения ставки еще явно не исчерпан.

В базовом сценарии мы ожидаем длительного периода «осторожных» снижений ключевой ставки в первой половине года. Регулятор будет оценивать последствия повышения НДС и искать точку баланса на валютном рынке. На конец года ожидаем ключевую ставку на уровне 13% при инфляции порядка 5%.

В позитивном сценарии жесткая ДКП в первой половине года приведет к дальнейшему замедлению экономики и высвобождению трудовых ресурсов. Рост зарплат замедлится, потребительский спрос упадет. Для поддержания роста ЦБ РФ начнет снижать ставку ускоренными темпами. На конец 2026 года она составит 11% при инфляции 4%.

Негативный сценарий предполагает рост инфляционного давления из-за ослабления рубля или инфляции предложения. В этом случае регулятор будет вынужден вернуться к жесткой ДКП и поднять ключевую ставку до 16,5%. Инфляцию в этом случае ЦБ РФ сможет удержать в пределах 7%.

→ Сценарии для России — 2026

Укрепление рубля позволяет ЦБ РФ быстрее перейти к снижению ключевой ставки, что улучшает прогноз по росту ВВП на 2025 и 2026 гг.

→ Прогноз

Рынок труда

→ Охлаждение экономики

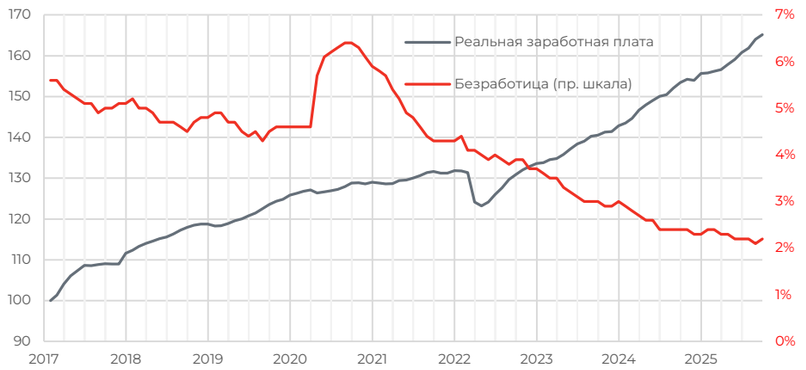
Уклоняемся от перегрева

Если в первый год СВО компании еще могли относительно «безболезненно» расширять производства ввиду упавших реальных заработных плат (из-за скачка инфляции) и наличия соискателей, то к 2025 году на рынке образовался выраженный дефицит кадров.

В последнее время проявляются первые признаки нормализации ситуации. Рост реальных заработных плат замедляется (+6,1% за 9М25 против +7,3% за 9М24). Безработица «отскочила» от минимума, а численность рабочей силы продолжает расти.

Рекордно низкая безработица — серьезнейший фактор роста заработных плат

Безработица и реальная заработная плата



Данные «Хэдхантера» как индикатор ситуации

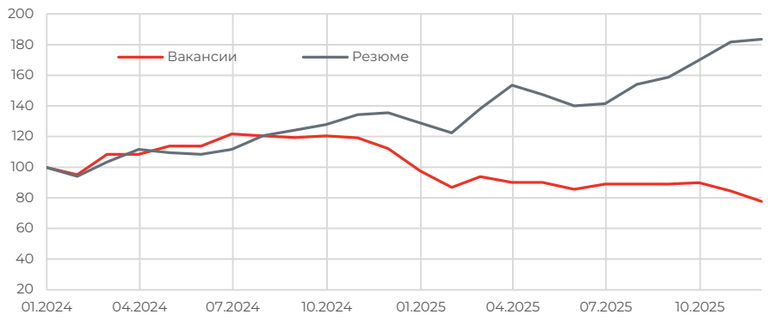
Оперативные данные hh.ru и вовсе указывают на приближение к «рынку работодателя»: число вакансий за год упало на 30%, а число резюме выросло на 33%. Связано это с замедлением экономики и снижением загрузки производственных мощностей.

Впрочем, квартальные опросы Росстата все еще указывают на сохранение высокого спроса на **квалифицированных рабочих**. В третьем квартале предприятия обрабатывающей промышленности все еще отмечали нехватку квалифицированных сотрудников как один основных факторов, ограничивающих увеличение выпуска продукции. **Судя по всему, снижение прибылей ограничивает возможности компаний конкурировать за рабочую силу.**

→ Рублевые облигации

Хотя данные «Хэдхантера» собраны по смещенной выборке, динамика заслуживает внимания

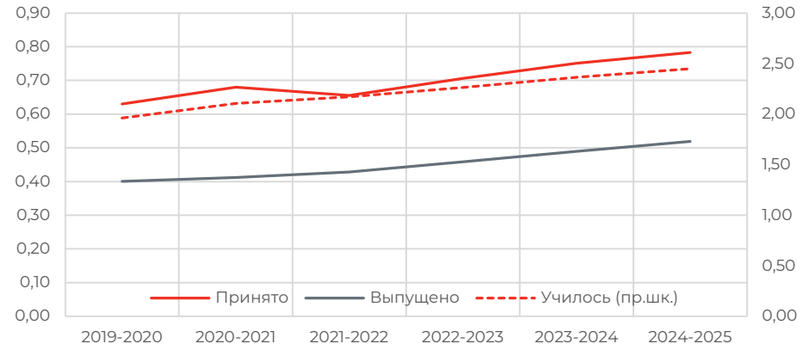
Индекс активных вакансий и резюме



Изменение структуры рабочей силы

Увеличение спроса со стороны промышленных компаний постепенно начинает менять и структуру предложения труда. В частности, стоит отметить изменение численности обучающихся в учебных заведениях среднего специального образования. В последние годы очень заметно стал расти прием, выпуск и число студентов в средних специальных учебных заведениях. Постепенная адаптация структуры предложения труда позволит удовлетворить спрос компаний обрабатывающей промышленности на квалифицированных сотрудников.

Государственное среднее специальное образование

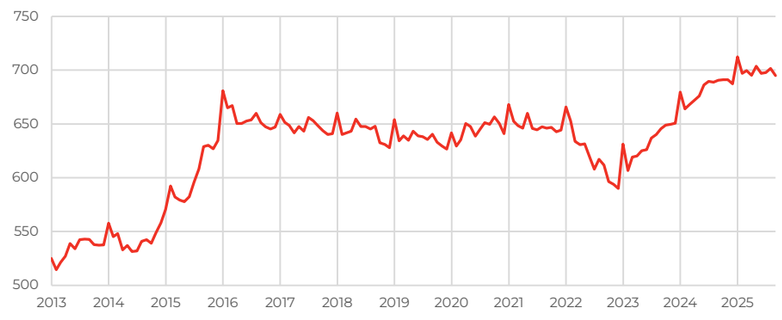


Ресурс для роста стоимости активов

Рост заработных плат и высокие ставки по депозитам позволили домохозяйствам увеличить не только расходы, но и сбережения. **Отношение объема сбережений к средней заработной плате находится на максимумах.**

Эти деньги не пойдут на потребление при снижении ставки. По крайней мере, такого не было после 2015–2016 гг. Тогда после снижения ключевой ставки депозиты стали подпитывать фондовый рынок. В этот раз снижение ключевой ставки, скорее всего, также приведет к росту спроса на инструменты фондового рынка, недвижимость, покупки автомобилей, нежели к росту потребления товаров, входящих в корзину ИПЦ.

Количество средних заработных плат на депозитах, млн шт.



→ Российские облигации

Увеличение спроса на рабочую силу в 2015 году также привело к росту сбережений. Люди не склонны направлять все дополнительные доходы на потребление

→ Российские акции

Сильный рост сбережений обеспечивается не только ростом ставки, но и ростом доходов большого числа людей, а также ограничениями на вывод капитала

Фискальный стимул и его форма

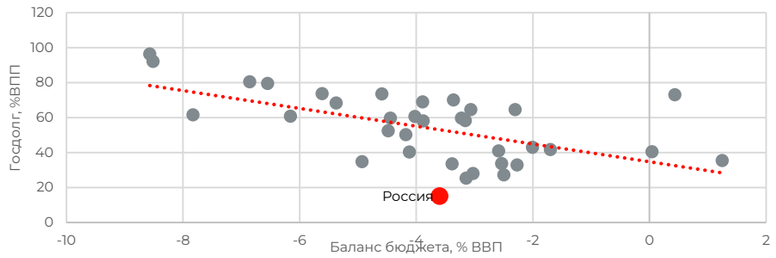
→ Нефть

У России одни из лучших суверенных кредитных метрик среди развивающихся и развитых стран

Умеренный дефицит, низкий госдолг

После дефолта 1998 года российское правительство максимально консервативно в формировании бюджета. Это обеспечило низкую долговую нагрузку и отсутствие хронического дефицита бюджета. Даже начало СВО, хотя и резко увеличило расходы на оборону, во многом было профинансировано за счет снижения расходов по другим статьям.

Дефицит бюджета и госдолг (% ВВП)



Инфляционные последствия дефицита

Обычно рост дефицита бюджета способствует росту инфляции, но всегда необходимо учитывать структуру расходов и доходов, а также источники финансирования дефицита.

1. **Рост оборонных расходов, потянувший общее увеличение расходов бюджета**. Однозначно проинфляционный фактор.
2. **Налоговые поступления снизились**, но это **деинфляционный фактор**, и вот почему:

- выросли ненефтегазовые поступления, бюджет изымает больше доходов у населения и компаний для своих целей;
- **меньше нефтегазовых доходов — меньше** квазиэмиссии.

3. Размещение ОФЗ — деинфляционный фактор (меньше денег может пойти на инвестиции, что снижает совокупный спрос).

4. Использование ФНБ — нейтрально (при продаже валюты ЦБ РФ).

→ Структура экономики

→ Непростая задача ЦБ РФ

Планируемое в 2026 году снижение использования ФНБ, повышение НДС вместе со снижением дефицита и доли нефтегазовых доходов — факторы снижения инфляции.

Доля нефтегазовых доходов в федеральном бюджете

Тенденция к снижению доли нефтегазовых доходов бюджета уменьшает проинфляционное влияние бюджета и дефицита

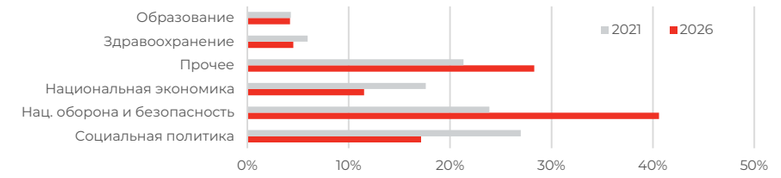
→ Рубль

Структура фискального стимула

Изменение структуры расходов бюджета после 2022 года имеет проинфляционный эффект. Повышение спроса и рост заработных плат в узком круге специальностей (в том числе военных) повышает зарплатные ожидания и в других сегментах, подстегивает совокупный спрос.

Увеличение производства оборонной продукции требует роста мощностей обрабатывающей промышленности. Это важнейший фактора ее роста в последние годы. С одной стороны, это увеличивает дефицит рабочей силы, но, с другой стороны, увеличивает долю квалифицированных рабочих и технических специалистов.

Изменение структуры расходов бюджета



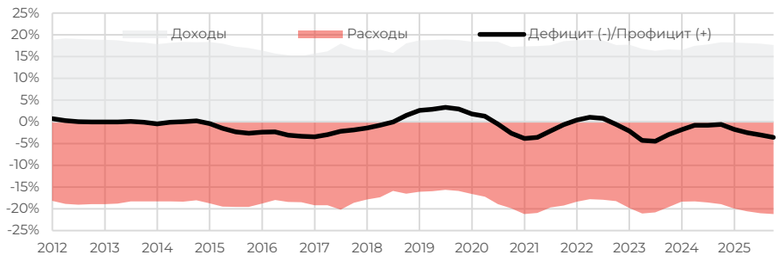
Доля расходов на оборону и безопасность выросла за счет снижения доли социальных расходов и национальной экономики

Мир ≠ фискальное сжатие

Если необходимость в больших оборонных расходах отпадет, это не обязательно будет означать переход к бюджетной экономии. Во-первых, никуда не делась задача импортозамещения. Во-вторых, деньги нужны будут на инфраструктурное строительство, причем в обоих случаях очень кстати придется высвобождение рабочей силы из армии. В-третьих, СВО показала, что очень полезно иметь запасы на случай конфликта, и запасы эти неплохо бы восполнить.

→ Промышленность

Доходы, расходы и баланс бюджета (% ВВП)



→ Рубль

Выводы для прогноза

- Проинфляционный эффект фискального стимула ослаблен изменением структуры доходов.
- У правительства есть возможности для сохранения и даже наращивания оборонных расходов.
- В случае мирного сценария оборонные расходы могут быть перераспределены на нужды развития экономики.
- При продолжении конфликта бюджет может увеличить стимулирование экономики в случае рецессии.

Фискальный стимул ошибочно привязывают к СВО. Ее окончание может привести к перераспределению расходов с обороны на инфраструктуру

Платежный баланс. Продолжаем копить активы

Торговый профицит

Торговый профицит формирует постоянное чистое предложение иностранной валюты и спрос на рубли

Несмотря на все санкционные ограничения, Россия сохраняет профицит по внешней торговле. Изменились основные направления экспорта и источники импорта, сократился экспорт, изменилась его структура, уменьшился импорт. Не изменилось одно: ни разу за последние 25 лет не было ни одного 12-месячного периода не то что с торговым дефицитом, но даже с дефицитом по счету текущих операций.

Быстрый выход из кризиса 1998 года во многом был связан с восстановлением доверия к экономике, обеспеченной сильным притоком иностранной валюты от экспорта. Необходимость торгового профицита с тех пор прописана где-то на уровне рефлексов у российских инвесторов. Многие из-за этого ошибочно восприняли снижение торгового профицита как предвестник ослабления рубля.

Ситуация на деле в корне изменилась. Внешний долг уменьшился, ограничены возможности вывода капитала за рубеж, изменилась структура доходов бюджета. Все это серьезно изменило привычный баланс спроса и предложения на валютном рынке.

→ Нефть

Торговый баланс и счет текущих операций

Профицит счета текущих операций сократился, но баланс еще далек от уравновешенного состояния

Внешний валютный долг сокращается

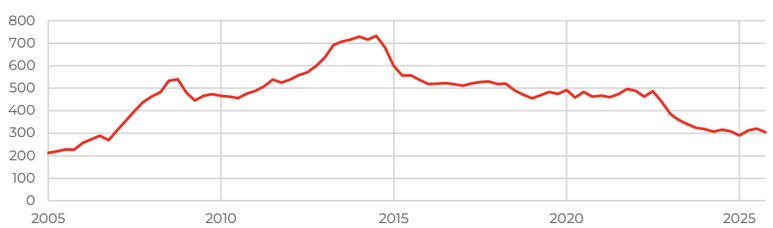
Начало СВО отрезало российских заемщиков от внешних рынков. Но при этом Россия не стала отказываться от обслуживания и погашения внешних обязательств. Это обстоятельство сформировало повышенный спрос на иностранную валюту, то есть было фактором ослабления рубля.

Вместе с тем погашение внешнего долга в иностранной валюте привело к быстрому снижению как объема задолженности, так и процентных расходов, что выразилось в долгосрочном изменении по статьям платежного баланса, уменьшив потребность в иностранной валюте для обслуживания этих платежей.

→ Рубль

Снижение внешнего долга после 2014 года — результат пересмотра рисков российскими эмитентами. После 2022-го — инфраструктурные ограничения

Внешний долг России, млрд USD



→ Бюджет РФ

Чистое приобретение иностранных активов

Санкции после начала СВО привели к системному сокращению возможностей и готовности приобретать иностранные активы

До 2022 года российские инвесторы массово предпочитали иностранные активы. Покупка иностранных ценных бумаг, пополнение депозитов за рубежом, вложения в недвижимость и другие активы — все это формировало постоянный спрос на иностранную валюту и способствовало накоплению валютных резервов. **Сейчас возможности для покупки иностранных активов ограничены, а инфраструктурные риски уменьшили спрос на них**.

Сейчас «чистое приобретение активов» — это вынужденное накопление валюты экспортерами. Реализовывать эту валюту стало сложнее: **уменьшился объем внешнего долга и возможности зарубежных инвестиций.**

Понятно, что экспортеры не торопятся продавать валюту в условиях крепкого рубля, и тогда это фактор его стабилизации при просадке курса. Если, конечно, рубль не будет слабеть из-за панических покупок валюты на фоне проблем в экономике.

→ Локальные валютные облигации

Объем валютных резервов и чистая инвестиционная позиция

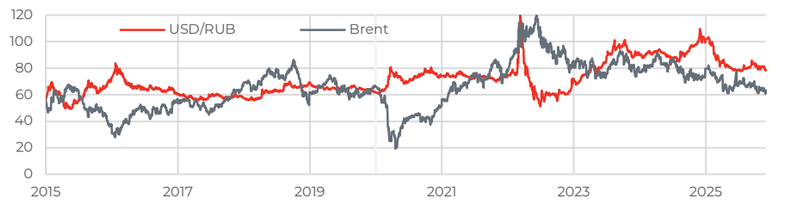
Россия является нетто-кредитором по сумме внешних активов и обязательств

Бюджетное правило убирает фактор нефти

Продажи валюты ЦБ РФ в рамках использования ФНБ являются фактором поддержки рубля в периоды низких цен на нефть. В то же время они сдерживают укрепление рубля в условиях высоких цен. Фактически бюджетное правило обеспечивает отвязку рубля от ситуации на нефтяном рынке.

Рубль и цены на нефть

После включения бюджетного правила в 2016 году динамика курса рубля отвязалась от нефти



Выводы для прогноза

- В текущих условиях рубль может продолжать укрепляться (избыток предложения иностранной валюты) даже при снижении торгового профицита.
- Устойчивое ослабление рубля требует специальных усилий от ЦБ РФ или правительства либо проблем в экономике.
- Снятие ограничений на вывод капитала — риск для рубля.

→ Прогноз

Развилки экономики — 2026

→ Стартовые позиции 2026 г.

Сценарий плавной посадки

В идеальном мире цель денежно-кредитной политики — обеспечить плавное развитие экономики, избегая перегрева и следующей за этим глубокой рецессии. Если же экономика уже перегрета, необходимо ее охладить через ужесточение ДКП, а затем по мере снижения инфляционного давления смягчать монетарные условия, обеспечивая плавное торможение.

Российская экономика по отдельным показателям движется по траектории плавной посадки, что **позволяет ЦБ РФ снижать ставку**:

- рост ВВП замедлился;
- инфляция снижается.

При этом по другим показателям охлаждение экономики еще недостаточное, из-за чего **ставка остается высокой:**

- низкая безработица;
- высокие темпы роста заработных плат.

→ Охлаждение экономики

→ ЦБ РФ

Поэтому в базовом сценарии ЦБ РФ продолжит снижать ставку в 2026 году, но медленно, из-за чего реальная ставка будет оставаться очень высокой. Рост экономики на этом фоне может лишь немного ускориться, так как, несмотря на общее оживление активности, значительное число компаний покинет рынок.

Риски ошибок ДКП

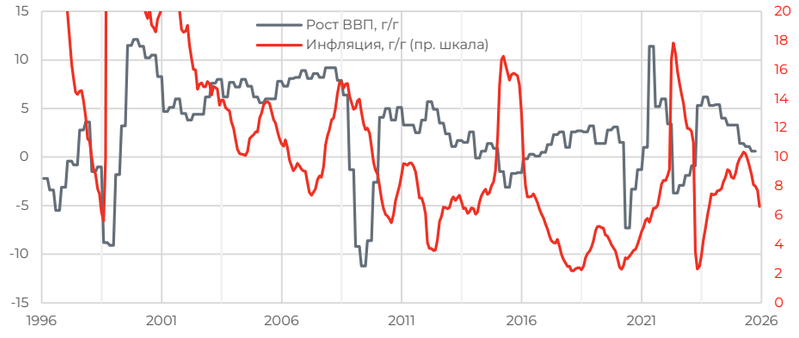
→ Рубль

В текущих российских условиях есть как минимум два источника риска, связанных с политикой ЦБ . Они связаны либо с неверной оценкой влияния ставки на инфляцию, либо со слишком долгим удержанием ключевой ставки на высоком уровне.

1. **Риск инфляции предложения**. Если компании массово начнут перекладывать высокие процентные издержки в цены, это создаст сильную инфляционную волну. ЦБ РФ может ответить еще большим повышением ставки, что будет означать дополнительное торможение роста экономики.
2. **Инфляция из-за рецессии**. Если жесткая ДКП вызовет спад в экономике, это, например, может привести к бегству из рубля и его резкому ослаблению, что также создаст инфляционную волну.

В обоих случаях: рецессия, инфляция и слабый рубль.

Инфляция и ВВП (стагфляции в России)



В условиях кризиса российские инвесторы бегут в иностранную валюту, обесценивая рубль

Контроль рубля или «турецкий сценарий»

Если инфляция предложения не набрала обороты, инфляционные **риски жесткой ДКП можно купировать за счет усиления контроля движения капитала. В условиях профицита счета текущих операций это задача вполне реализуема.**

В этом случае ЦБ РФ сможет, смягчив ДКП, обеспечить разогрев экономики, которая за счет высвободившихся трудовых и производственных ресурсов сможет быстро набрать обороты. Не исключено, что при таком сценарии рост экономики по итогам 2026 года может оказаться даже выше, чем в сценарии мягкой посадки.

Исправление ошибки ДКП может потребовать от ЦБ РФ отказа от подхода невмешательства на валютном рынке

Если же ЦБ РФ остается в парадигме свободного курса рубля, то рецессия в сочетании с инфляцией могут быстро лишить ЦБ РФ кредита доверия со стороны правительства. Регулятору будет сложно сохранить независимость принятия решений, а так как приоритет сейчас — это рост экономики, а не инфляция, то ключевая ставка будет снижена, несмотря на инфляционные риски. Также будут увеличены госрасходы (фискальный стимул), такая возможность есть на фоне низкого долга и контролируемого дефицита.

→ Рубль

Слабый рубль и снижение ставок улучшат положение экспортеров, что даст определенный импульс росту ВВП. Снижение реальных заработных плат также поможет улучшить финансовые показатели в целом по экономике. Кроме того, высокая инфляция еще и снизит реальную долговую нагрузку.

→ Изменение структуры экономики

В этом сценарии рост экономики будет выше, чем в 2025 году, но платой за это может стать увеличение экспортной ориентации. Особенно с учетом усиления спроса на иностранные активы и активизации вывода капитала за рубеж.

Последствия для классов активов

Реакция различных классов активов на описанные сценарии серьезно различается.

В базовом сценарии хорошо будут себя чувствовать облигации, причем даже с относительно высоким кредитным риском. На рынке акций ситуация у экспортеров продолжит ухудшаться на фоне крепкого рубля, но вот компании, ориентированные на внутренний спрос, способные поглощать конкурентов, испытывающих проблемы, будут среди фаворитов. Валютные инструменты при этом будут неинтересны.

→ Рублевые облигации

→ ВДО и флоатеры

→ Валютные инструменты

→ Российские акции

Если проявится инфляция предложения и ДКП будет слишком жесткой, то в облигациях лучше быть в инструментах с плавающим купоном и в денежном рынке. Рынок акций при этом вряд ли сможет ощутимо вырасти, здесь могут быть интересны разве что самые защитные истории (например, ретейлеры и телекомы).

Рецессия в условиях контроля движения капитала — время для ОФЗ и первого эшелона корпоративных облигаций. Темп снижения ключевой ставки ускорится, что даст преимущество длинным бумагам. На рынке акций особо плохо себя будут чувствовать экспортеры, но компании внутреннего спроса получат дополнительную идею роста.

→ Сегментация российского рынка акций

Стагфляция, если будет сопровождаться ослаблением рубля, — время для экспортеров на рынке акций, а среди облигаций — для защитных (денежный рынок) и валютных инструментов. Рост инфляционных ожиданий и долгосрочного прогноза по ставкам увеличит спрос на денежный рынок и флоатеры.

→ Прогноз

Рынки ценных бумаг

20
ОФЗ и корпоративные рублевые облигации

21
Российские облигации: флоатеры и ВДО

22
Российские облигации в иностранной валюте

23
Российский рынок акций

24
Сегментация российского рынка акций

Прошедший год оказался неоднозначным для рынка ценных бумаг: очень неплохо показали себя облигации, тогда как в акциях инвесторы так и не нашли повода для устойчивого роста.

Цены российских акций в основном двигались за новостным фоном, причем массовые инвесторы, похоже, особо не разбирались в особенностях отдельных бумаг. Индекс МосБиржи по итогам года находится в условном нуле, но внутри года наблюдались настоящие эмоциональные качели. В результате к началу 2026 года рынок подходит с низкими оценками, но очень неоднородными перспективами по секторам. Лучше выглядят компании внутреннего спроса, хуже — экспортеры.

В рублевых облигациях ситуация выглядит намного более предсказуемо. Рынок входил в 2025 год на высоких доходностях, что уже обещало высокие результаты по портфелям. Но они еще улучшились на фоне разворота траектории ключевой ставки ЦБ РФ. Что приятно, потенциал в большинстве сегментов сохранился, особенно с учетом вероятного продолжения цикла смягчения денежно-кредитной политики. Правда, **в сегменте высокодоходных облигаций худшее еще впереди: для перехода к мягкой ДКП потребуется охлаждение экономики, что предполагает рост числа дефолтов.**

Валютные локальные инструменты за 2025 год выбрали свой потенциал роста, там можно рассчитывать в основном на текущую доходность к погашению, это 7–8% в иностранной валюте. Этот сегмент будет интересен при ослаблении рубля или в случае сильного снижения ключевой ставки, которое через снижение рублевых доходностей приведет и к сжатию долларовых доходностей. Правда, в этом случае высокая долларовая доходность может не компенсировать эффекта укрепления рубля.

ОФЗ и корпоративные рублевые облигации

Неровное снижение доходностей ОФЗ

Чем длиннее ОФЗ, тем медленнее доходности реагируют на ключевую ставку

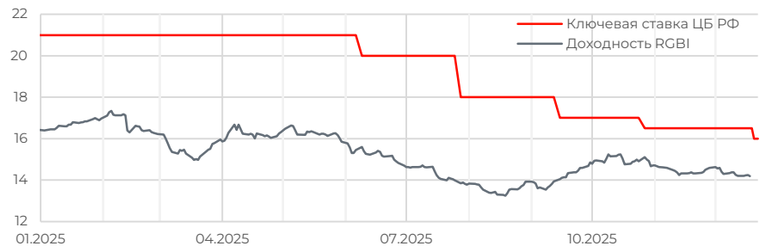
С июня, когда ЦБ РФ начал цикл смягчения ДКП, ключевая ставка снизилась на 500 б. п., в то время как доходность индекса гособлигаций RGBI снизилась всего на 180 б. п. Это обусловлено рядом причин:

- рынок уже закладывал снижение ставки в цены на ОФЗ;
- цены были под давлением риторики руководства США и России по поводу мирных переговоров;
- риторика ЦБ РФ по будущей траектории ключевой ставки была более жесткой, чем предполагалось.

→ ЦБ РФ

В августе доходности длинных госбумаг к погашению опустились ниже YTM 14%, а средние и короткие — до YTM 12,5–13,3%. Затем доходности двинулись вверх на фоне роста инфляционных рисков. К началу декабря доходность индекса RGBI составила 14,6% против 13,2% в августе.

Ключевая ставка и доходность индекса ОФЗ



Доходности ОФЗ в начале 2025 года соответствовали гораздо более низкой долгосрочной ключевой ставке, чем ее фактическое значение

ОФЗ в 2026 году

Отставание доходностей ОФЗ от ключевой ставки сохранило потенциал рынка. В базовом сценарии ЦБ РФ продолжит осторожное снижение ставки, следуя за постепенным движением инфляции к цели — 4%. **Форма кривой при этом будет принимать положительный наклон (сейчас она почти горизонтальна), что ограничит рост цен в длинной части кривой**.

→ Сценарии для России

Впрочем, даже без снижения ключевой ставки портфели ОФЗ могут показать результаты существенно лучше инфляции. В зависимости от длины бумаг (срока до погашения) они могут принести от 13% до 18%. Хотя в этом случае предпочтительнее будут, конечно, инструменты денежного рынка.

В оптимистичном для ОФЗ сценарии низкой инфляции портфели из длинных гособлигаций могут принести до 40%. Такой сценарий предполагает устойчивое снижение инфляции до 4% и ниже, что сформирует ожидания дальнейшего снижения ключевой ставки.

Сценарий	Ключевая ставка	Инфляция	ОФЗ 3г	ОФЗ 5л	ОФЗ 10л
Базовый	12–13%	4–5%	15,3-17,8%	15,7-19,5%	16,2-22,0%
Низкая инфляция	11–12%	4%	19,0-22,5%	24,5-28,3%	34,1-39,7%
Высокая инфляция	16–16,5%	5%+	12,8-14,0%	13,1-15,0%	14,5-17,3%

Рынок закладывает в цены ОФЗ снижение ключевой ставки, часть потенциала роста уже отыграна в 2024-2025 гг.

Корпоративные облигации

В 2025 году доходности корпоративных облигаций снижались быстрее доходностей ОФЗ. К началу декабря доходность индекса корпоративных облигаций Cbonds IFX снизилась до 16,6%, а спред по доходности к индексу RGBI сузился с 580 до 190 б. п.

Хотя доходности корпоративных облигаций находятся выше средних за последние 5 лет значений, премия к ОФЗ соответствует среднему уровню. Например, в облигациях первого эшелона спреды сжались до стандартной величины около 100 б. п.

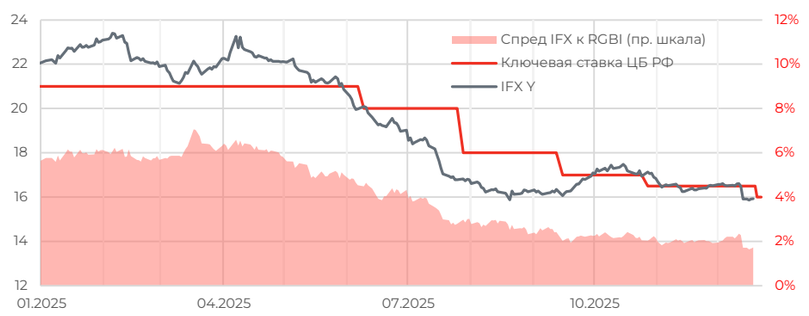
⇒ Дальнейший рост цен на корпоративные облигации возможен в основном вместе с сегментом госбумаг.

⇒ Опережающий рост за счет сужения кредитных премий почти исчерпан.

Исключением остаются облигации с кредитным рейтингом от АА- до А-, где спреды по-прежнему сильно расширены.

Сужение кредитных спредов в этом году обеспечило опережающую динамику корпоративным облигациям

Ключевая ставка и доходность индекса IFX Cbonds



Из-за более низкой средней дюрации динамика доходности корпоративных облигаций ближе к ключевой ставке, чем доходность ОФЗ

Корпоративные облигации в 2026 году

Снижение ключевой ставки в 2026 году создает потенциал роста цен во всех эшелонах корпоративных облигаций **вслед за снижением доходностей ОФЗ.** В облигациях третьего эшелона сохраняется существенный потенциал сужения спредов, но здесь требуется внимательный анализ финансового состояния эмитентов. **Уровень кредитных рисков здесь остается высоким.**

Рост числа дефолтов — закономерное явление в условиях охлаждения экономики

→ Снижение корпоративных прибылей

В базовом сценарии лучше других будут выглядеть 3–5-летние облигации первого эшелона, а также качественные истории в сегменте с кредитным рейтингом ниже АА.

В оптимистичном сценарии корпоративные бумаги в портфеле снизят его просадки в течение года, а также сбалансируют доходность на длинном горизонте инвестирования.

Сценарий	Ключевая ставка	Инфляция	Ниже АА	АА	ААА
Базовый	12–13%	4–5%	20,3-21,8%	17,0-19,0%	18,5-21,5%
Низкая инфляция	11–12%	4%	23,3-24,8%	21,0-23,0%	23-26%
Высокая инфляция	16–16,5%	5%+	15,8-16,5%	14,0-15,0%	14,6-16,1%

→ Прогноз

Российские облигации: флоатеры и ВДО

→ ЦБ РФ

Облигации с плавающей ставкой

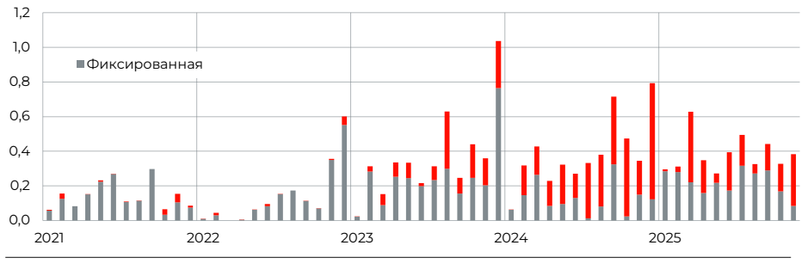
Облигации с переменным купоном (флоатеры) стали популярны в 2024 году, когда ожидания быстрого смягчения денежно-кредитной политики ЦБ РФ не оправдались. Инвесторы переключились на фонды денежного рынка, а в сегменте облигаций фаворитами стали флоатеры, предлагающие премию к ставкам денежного рынка.

В 2025 году звучали опасения, что на фоне снижения ключевой ставки инвесторы начнут массово переходить в бумаги с фиксированным купоном, что окажет давление на стоимость флоатеров. Этот сценарий не реализовался, а сужение кредитных спредов привело к росту цен на бумаги с плавающим купоном.

⇒ Низкая волатильность флоатеров.

⇒ Доходность на уровне рынка облигаций с фиксированным купоном, хотя и несколько ниже, чем у длинных инструментов.

Объемы размещений облигаций по ставке (трлн рублей)



Флоатеры в 2026 году

На конец 2025 года кредитные спреды остаются расширенными, что дает дополнительную премию к ставке денежного рынка. Но так как цена на флоатеры чувствительна к изменению кредитного спреда и «кредитной дюрации» (срока до оферты/погашения), важно обращать внимание на кредитное качество эмитента. Ситуация в экономике и жесткая ДКП могут спровоцировать расширение кредитных спредов.

→ Сценарии для России

Давление оказывает «навес» первичного предложения новых выпусков. Рекордные объемы рефинансирования в 2026 году могут оказать заметное влияние на котировки.

Наиболее интересными сейчас являются **короткие выпуски качественных эмитентов**. Такие бумаги наименее подвержены переоценке при расширении рыночных спредов.

Важно: за весь период снижения ставок облигации с плавающим купоном, скорее всего, уступят длинным облигациям с фиксированным купоном.

Рынок закладывает в цены на ОФЗ длительный период высоких процентных ставок

Сценарий	Ключевая ставка	Инфляция	Ниже AA	AA	AAA
Базовый	12–13%	4–5%	18,5–19,5%	17,5–18,5%	17–17,5%
Низкая инфляция	11–12%	4%	19–20%	17–18%	16–17%
Высокая инфляция	16–16,5%	5%+	18–20%	19–20%	19–20%

Высокодоходные облигации

2025 год стал настоящим вызовом для сегмента высокодоходных облигаций (ВДО). Расширение премий в конце 2024 года и сохранение высоких ставок привели к резкому удорожанию заимствований для компаний второго и третьего эшелонов. Тем не менее это позволило инвесторам получить существенную положительную переоценку в течение 2025 года.

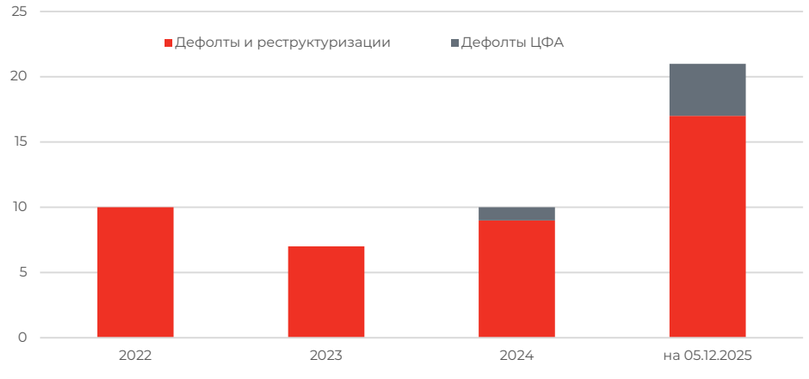
В 2026 год сегмент входит с высокими кредитными спредами, предлагая повышенную доходность. **Премия по доходности индекса высокодоходных облигаций (Cbonds CBI HY) относительно индекса ОФЗ RGBI в ноябре достигала 14%** (в нормальных условиях она находится в пределах 3–7%).

Высокие кредитные премии в высокодоходных облигациях — прямое следствие роста кредитных рисков и частоты дефолтов

Обратная сторона высокой доходности — повышенные риски сегмента, проявлениями которых являются:

- рост долговой нагрузки (чистый долг / EBITDA);
- снижение покрытия процентных платежей (EBITDA/проценты);
- высокая стоимость обслуживания долга.

Число дефолтов растет



Рост числа дефолтов — закономерное явление в условиях охлаждения экономики

Высокодоходные облигации в 2026 году

Рентабельность инвестированного капитала (ROIC) у компаний третьего эшелона находится в диапазоне 15–25%. Если стоимость заимствований превышает 25%, выживание бизнеса зависит от того, хватит ли запаса прочности дожить до снижения ставок.

Критически важными в 2026 году будут диверсификация и отбор имен. Часто дополнительные 1–3% к доходности означают риск потери 50–70% в случае дефолта или реструктуризации. **Отсюда смещение фокуса с третьего эшелона на второй эшелон.**

Сценарий	Ключевая ставка	Инфляция	ВДО
Базовый	12–13%	4–5%	20–25%
Низкая инфляция	11–12%	4%	25–30%
Высокая инфляция	16–16,5%	5%+	13–18%

→ Прогноз

→ ЦБ РФ

Российские облигации в иностранной валюте

→ Рубль

→ Сценарии для 2026 г.

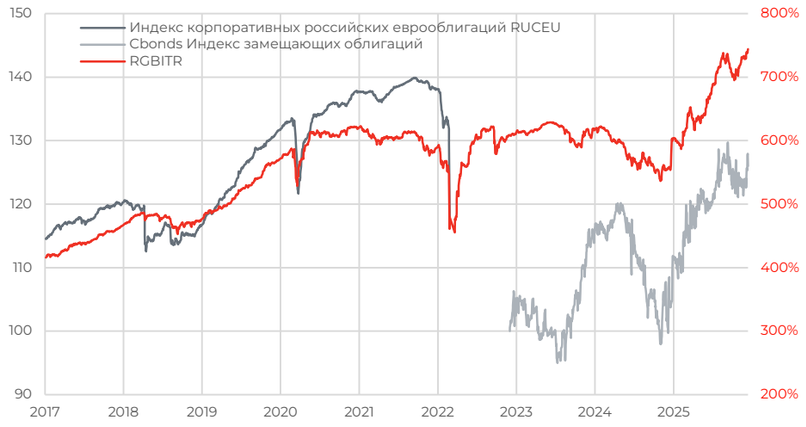
Локальные валютные облигации: итоги-2025

Локальные валютные облигации показали отличную долларовую доходность в 2025 году. Этому способствовали следующие факторы:

- не оправдавшиеся опасения распродажи замещенных суверенных еврооблигаций. В начале года стало понятно, что держатели замещенных бумаг не торопятся их продавать;
- снижение доходностей в рублевом сегменте из-за смягчения политики ЦБ РФ. Изоляция от внешних рынков оставила локальным валютным облигациям единственный ориентир — локальные рублевые доходности. Тем более такая связь работала и до 2022 года;
- высокий спрос со стороны различных участников рынка с целью защиты от потенциального ослабления рубля.

⇒ **Рост индекса на 11,5% в 2025 году**

Замещающие облигации следуют за ОФЗ



Нормализация рынка

Доходности замещающих/локальных валютных облигаций держатся на повышенном уровне, что обусловлено высокими доходностями в рублевом сегменте.

Рынок замещающих облигаций пришел в норму

Не реализовавшиеся риски распродажи суверенных замещенных облигаций привели к быстрому росту цен на бумаги (падению доходностей)

Взгляд на 2026-й

Основным дайвером роста сегмента в 2026 году будет выступать дальнейшее снижение ставки со стороны ЦБ РФ и, как следствие, снижение доходностей рублевого рынка. Также сохраняется спрос на валютные облигации как инструмент, приносящий постоянный доход, для хеджирования риска снижения рубля.

При ослаблении рубля (росте курса до USD RUB 90 и выше) до конца 2026 года валютные облигации будут оптимальным выбором на 2026 год.

→ ЦБ РФ

→ ОФЗ

Облигации в CNY

В декабре 2025 года Минфин РФ вышел на рынок с выпусками в юанях. Основной объем выкупили банки (почти 60%), но более 15% приобрели розничные инвесторы. Спрос со стороны физических лиц — серьезный фактор снижения доходностей в сегменте.

Минфин планирует ежегодно выходить на рынок с подобными выпусками, но именно с целью рефинансирования. Поэтому давления на рынок с этой стороны не будет. Хотя краткосрочно цены на облигации могут снижаться в преддверии новых размещений.

Доходность облигаций в CNY на МосБирже

Доходности облигаций в CNY обвалились вслед за доходностями облигаций в долларах и евро

Прогноз-2026

Консервативные долларовые портфели средней дюрации должны принести 7–8% в базовом сценарии по итогам года. В случае ослабления рубля это может дать до 30% рублевой доходности.

Долгосрочно валютные облигации в РФ должны стоить ближе к международным аналогам сопоставимого кредитного качества — зона 5,5–6% YTM при средней дюрации на уровне суверена.

Сценарий	Ключевая ставка	Инфляция	Валютные облигации (в USD)
Базовый	12–13%	4–5%	7–8%
Низкая инфляция	11–12%	4%	15%
Высокая инфляция	16–16,5%	5%+	0%

→ Прогноз

Российский рынок акций

→ Модель роста — 2025

→ Рубль

→ ЦБ РФ

Неспокойный год для российских акций

В 2025 году российский рынок акций не показывал внятного направления, при этом индекс МосБиржи колебался в очень широком диапазоне. Частая и очень резкая смена настроений инвесторов была обусловлена новостным фоном вокруг конфликта на Украине. Заявления нового президента США то о мире, то о новых санкциях в отношении России заставляли инвесторов то активно покупать, то распродавать российские акции.

Такая динамика однозначно указывает на увеличение доли операций розничными инвесторами, которые более склонны к эмоциям и «стадному поведению». **Результатом стало увеличение числа ценовых аномалий на российском рынке и снижение его эффективности.**

Индекс МосБиржи в сравнении с зарубежными аналогами

Индекс МосБиржи весь год провел в «боковике»

Смена ориентира для оценки

Обычно в спокойные периоды показатель P/E (капитализация к прибыли) российского рынка находился выше 6х. Правда, до 2022 года основными покупателями российских акций были нерезиденты, поэтому рублевые ставки почти не влияли на их оценку. Сейчас ключевая ставка ЦБ РФ не только определяет стоимость долга, но и сильно влияет на приток/отток денег на/из российского рынка акций.

Прогнозный показатель P/E на 2026 год находится на уровне 3,7х. Это соответствует возврату на инвестиции в акции **1 / 3,7 = 27%.** Даже на фоне высоких процентных ставок это много. Если ориентироваться на **доходность 5-летних ОФЗ, которая равна YTM 14,5%**, премия за риск инвестирования в акции составляет **27% – 14,5% = 12,5%**

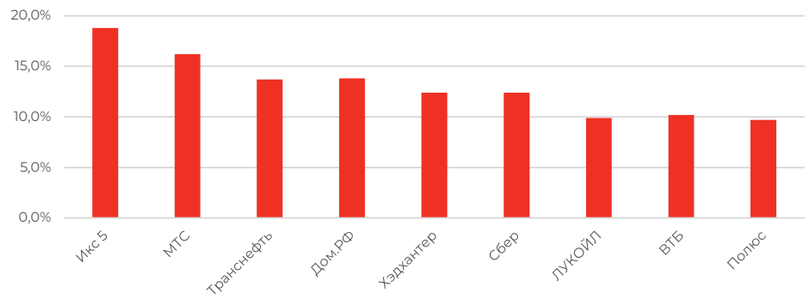
P/E и дивидендная доходность индекса МосБиржи

Снижение цен на акции не сопровождалось сопоставимым снижением прогнозов по прибылям и дивидендов. Оценка относительно будущих доходов снизилась

Дивиденды

Одной из центральных идей российского рынка акций остаются дивиденды. При этом расстановка сил между отраслями довольно существенно изменилась. Например, не стоит ждать крупных выплат от большинства нефтегазовых компаний. В лидерах по дивидендам в 2026 году будут банки и компании, ориентированные на внутренний спрос.

Ожидаемая див. доходность российских акций в 2026 г.



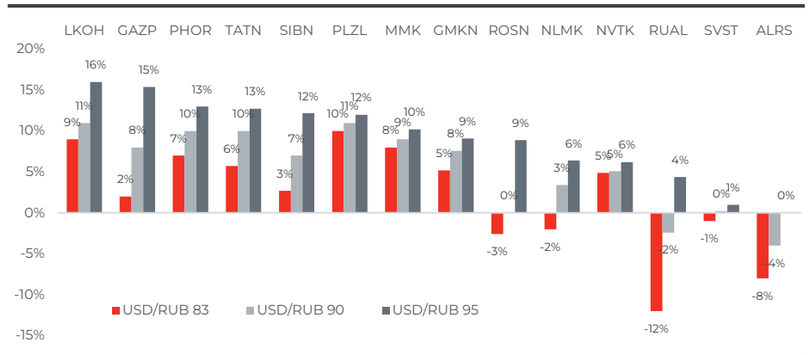
→ Нефть

→ Рубль

Ресурсные компании под давлением

Моделирование свободного денежного потока (Free Cash Flow), из которого большинство компаний выплачивает дивиденды, показывает, что экспортеры и ресурсные секторы при текущем курсе рубля (средний курс рубля в 2025 г. USD/RUB 83) не выглядят привлекательно. **И лишь курс выше USD/RUB 95 (среднее за год) делает доходность по свободному денежному потоку (FCFY) выше 10% в среднем.**

Оценки доходности по свободному денежному потоку (FCFY) российских экспортеров при разном курсе рубля



Банки и компании, ориентированные на внутренний спрос., захватывают лидерство по дивидендной доходности, вытесняя сырьевые компании, страдающие от низких цен на нефть и крепкого рубля

Прогноз-2026

При базовом сценарии портфели российских акций могут принести порядка 30%, причем как за счет роста цен на бумаги в сторону более справедливой оценки, так и за счет дивидендов. Приоритет при формировании портфелей следует отдавать компаниям, ориентированным на внутренний спрос.

→ Прогноз

Сегментация российского рынка акций

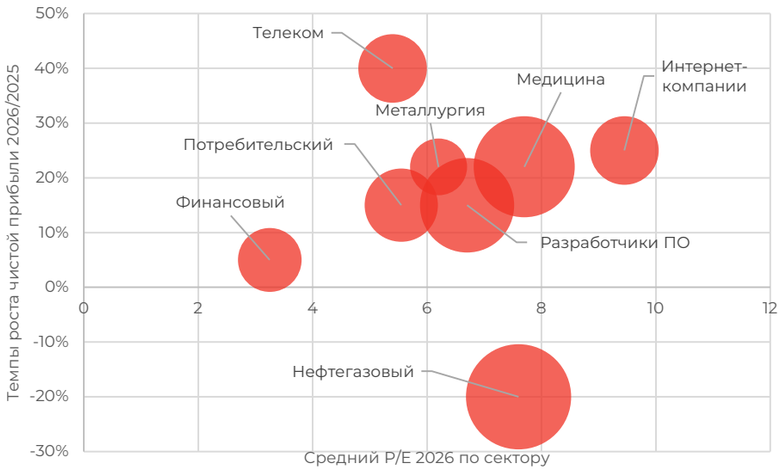
Влияние санкций и ситуации в экономике неодинаково по секторам экономики. Экспортные отрасли оказались в сложном положении

→ Вводные для 2026 г.

Неоднородная адаптация к условиям СВО

Публичные компании внутреннего спроса — лидеры в своих отраслях. У них растет рыночная доля, значительно увеличивается выручка. Самое главное, у них намного выше иммунитет к санкциям, курсу рубля и ценам на сырье по сравнению с экспортерами.

Рост и рентабельность по крупным отраслям



Экспортеры

→ Рубль

→ Нефть

Строительная отрасль — ключевой потребитель стали

Нефтяной сектор. Находится под давлением как внешних, так и внутренних рисков. В нашем базовом сценарии курс рубля останется относительно крепким в следующем году, а цены на нефть не смогут вырасти из-за активности ОПЕК+ по восстановлению доли рынка и роста добычи в странах вне ОПЕК (Гайана, США). Сокращение дисконта российской нефти до USD 10–12 за баррель займет до полугода. Кроме того, сохраняются риски замедления роста мировой экономики.

Поэтому даже при среднем курсе USD/RUB 90 дивидендная доходность по сектору составит только 7%. С учетом отсутствия роста компаний они остаются непривлекательными с точки зрения инвестиций.

Металлурги и добыча. Черная металлургия испытывает проблемы, связанные с высокой ключевой ставкой. Она тормозит развитие бизнеса в целом и бьет по строительству (70% потребления стали в РФ). Однако ближе к концу 2026 года (при снижении ставки до 13%) ситуация должна улучшиться. Тем не менее возврат к дивидендным выплатам ожидается не ранее 2027 года.

Среди других секторов выделяем «Полюс» и «Фосагро» с относительно высокой дивидендной доходностью в 10% и перспективами долгосрочного роста в случае успешной реализации новых проектов (Сухой Лог у «Полюса»). «Норильский никель» теоретически может возобновить выплаты в 2026 году, однако не выглядит дешево по мультипликаторам.

В отрасли алмазов (АЛРОСА) пока нет признаков завершения кризиса , да и крепкий курс не добавляет оптимизма.

Внутренние отрасли

Динамика ключевой ставки — основной фактор для оценки компаний в 2026 году.

→ Ключевая ставка ЦБ РФ

Финансовый сектор зависим от ключевой ставки. При ее снижении до 12–13% оценка банковского сектора серьезно вырастет. При этом из-за ужесточения требований к капиталу большинству банков придется выбирать между ростом бизнеса и дивидендами.

Только компании с высоким запасом прочности по капиталу смогут наращивать кредитный портфель, сохраняя темпы роста без ущерба для дивидендных выплат. Среди них Сбербанк и «Т-Технологии». Недавно вышедший на биржу «Дом.РФ» — отличная дивидендная история. Около 15% дивидендной доходности по итогам 2025 года — самый высокий показатель в финансовом секторе.

Потребительский сектор отличается двумя фаворитами: «Озон» и «Икс 5».

«Озон» уверенно консолидирует рынок электронной коммерции, компания вышла в прибыль и, вероятно, продолжит наращивать финансовые показатели быстрее рыночных прогнозов. Выплата дивидендов также поддержит оценку компании.

«Икс 5» удерживает лидерство в продовольственной рознице. Новый формат магазинов «Чижик» должен выйти в плюс по финансам в 2026 году, что поддержит рентабельность всего бизнеса и позволит выплатить двузначные дивиденды за 2026 год. Исходя из мультипликаторов, рынок недооценивает возможности роста финансовых показателей на 2026–2027 годы.

Медицина и фармацевтика сохраняют двузначные темпы роста выручки и EBITDA на фоне консолидации отрасли, расширения мощностей и нового регулирования. Запуск новых мощностей «Озон Фармацевтикой» позволит кратно нарастить свободный денежный поток, что увеличит ее оценку. «Мать и дитя» сохраняет потенциал двузначной дивидендной доходности, а также возможности для роста за счет поглощения мелких игроков.

Производители решений ПО (или софта) входят в непростой для себя год. Высокая ключевая ставка и сокращение клиентских бюджетов на закупку IT-решений продолжат давить на финансовые показатели. Позитивные новости ожидаются во второй половине 2026 года в случае снижения ставки и оживления экономики.

IT-сектор очень неоднороден внутри и требует разделения на несколько направлений

Телеком-операторы оперируют на стабильном рынке, способны поддерживать хорошие темпы роста бизнеса и рентабельность даже в сложных макроусловиях. Это делает их традиционной защитной идеей. Например, акции МТС предлагают одну из лучших дивидендных доходностей на рынке.

Традиционный IT-сектор включает в себя широкий круг инвестиционных компаний, но фаворитами остаются «Яндекс» и «Хэдхантер».

«Яндекс» быстро растет и развивает при этом дополнительные направления бизнеса (технологические решения для компаний, банк, робототехника). При этом торгуется по низким оценкам.

→ Рынок труда

«Хэдхантер» в 2025 году рос слабо, и дальнейшее ускорение будет зависеть от ситуации в экономике. Но даже в таких сложных внешних условиях компания может выплатить дивиденды с доходностью около 13%.

Транспорт. В этом секторе главная идея — «Аэрофлот». Он сохраняет лидерство в авиаперевозках. При снижении геополитической напряженности может расширить географию полетов и сократить затраты на обслуживание самолетов. Рынок недооценивает потенциальную дивидендную доходность компании.

→ Прогноз

Сценарии и прогноз

26
Базовый сценарий

27
Пессимистичные сценарии

28
Оптимистичные сценарии

29
Прогноз-2026

Как и в любом прогнозе, существует бесчисленное множество вариантов развития событий, которые приведут к отклонению фактических показателей от прогнозных. Сочетание разных факторов и вариации во времени их включения и выключения могут приводить к разнообразным комбинациям значений. **Мы не приводим законченные разные сценарии (из-за их бесконечной вариативности),** а рассматриваем отдельные факторы или возможные события в свете их влияния на прогнозные показатели.

Для российской экономики основной фактор — это действия ЦБ РФ. Регулятор идет на серьезный риск, удерживая ключевую ставку высокой в течение длительного времени. Если не угадать с моментом изменения параметров ДКП, можно спровоцировать глубокую и резкую рецессию. С другой стороны, без охлаждения рынка труда экономике сложно будет выйти на следующий цикл роста. Кроме того, жесткая ДКП — это еще и фактор, ускоряющий структурные изменения через дополнительное торможение активности в экспортном секторе.

Также остается неопределенность по поводу СВО. Эскалация конфликта или, наоборот, его затухание будет серьезным образом сказываться на экономической политике и приоритетах.

Сохраняется и **необходимость изменения экономической модели** России Хотя отток капитала сейчас носит скорее вынужденный характер, экспортные доходы по-прежнему превышают потребности, что снижает эффективность экономики в целом. Альтернативная модель с опорой на внутреннее производство требует не только жесткого контроля движения капитала, но и снижения объемов сырьевого экспорта.

Снижение нефтегазовых доходов бюджета и повышение «несырьевых» налогов — это проявление позитивных изменений, хотя и воспринимается рынком болезненно.

Для глобальной экономики основной вопрос — к устойчивости роста, особенно в отдельных регионах. Кроме того, есть вопросы к балансу спроса и предложения на сырьевых рынках.

Из доступных инвестиционных активов хорошие результаты ожидаются от рублевых облигаций, могут выстрелить отдельные сегменты российского рынка акций. Многое будет зависеть от траектории ключевой ставки и динамики экономических показателей. Если ЦБ РФ сможет провести контролируемое охлаждение экономики и вовремя переключиться на мягкую ДКП, вторая половина года может оказаться очень удачной для российского фондового рынка.

Что касается валютных активов, то они пока выглядят как инструмент диверсификации на случай, если ситуация в экономике выйдет из-под контроля, что вызовет резкое ослабление рубля.

Базовый сценарий

Особенности базового сценария

Базовый сценарий описывает наиболее вероятный, на наш взгляд, ход событий, изменения в экономике и динамику рынков. Указанные в прогнозе данные являются ориентировочными, их задача — обрисовать общее направление развития ситуации. Вероятность полного соответствия фактических данных прогнозу всегда низкая.

1. Стабильная ситуация в мировой экономике

→ Китай

→ США

→ Европа

Хотя мировая экономика может продолжить замедление, общая ситуация будет стабильной. Продолжится формирование новых цепочек поставок и связей, мировая торговля продолжит адаптироваться к новым условиям. Сохраняются риски торговых войн со стороны США.

Экономика еврозоны продолжит выдерживать давление санкций и разрыва отношений с Россией. Это поддержит спрос на ресурсы и общее состояние мировой экономики.

Индия продолжит расти, сохраняя при этом курс на собственную внешнюю политику, что будет способствовать сохранению товарооборота с Россией. Отношения России с Китаем также останутся на довольно хорошем уровне.

→ **Относительно стабильные цены на нефть и газ**

→ **Нейтральный или улучшающийся внешний новостной фон**

→ **Сохранение стабильных источников импорта для России**

2. Поляризация мира

В 2022 году произошло политическое разделение мира на условный «Запад», к которому можно отнести США, Европу и другие развитые страны, и «Восток», где главную роль играет Китай и другие развивающиеся страны, включая Россию.

Такая конфигурация позволила сохранить спрос на российский экспорт, переориентировавшийся с Европы на азиатские рынки. Упрощается задача восстановления производственных цепочек, включающих импортные компоненты, пусть и благодаря параллельному импорту. Внешняя торговля нивелировала просадку российской экономики и способствовала быстрому началу восстановительного роста.

Экономические интересы США и Китая продолжают расходиться, вызывая обострение по текущим вопросам Это вопрос и Тайваня, и островов в Китайском море, и вопросы торговли. Для глобальной экономики это источник дополнительного риска, а для России — возможность развивать отношения с Китаем.

Взаимная важность США и Китая как торговых партнеров предполагает низкую скорость «развода». Тем не менее процесс уже не может пойти в обратном направлении, так как демографический переход в Китае (сокращение трудоспособного населения) исключает следование стратегии «мировой фабрики» на длинном горизонте.

→ **Увеличение объема взаимной торговли России и Китая**

→ **Низкие риски новых внешнеэкономических шоков для России**

3. Фискальный стимул и СВО

→ Бюджет и фискальный стимул

Оборонные расходы останутся повышенными даже в случае окончания СВО, так как нужно будет восполнять запасы техники, имущества и боеприпасов, готовить армию к возможным новым конфликтам. Производство военной продукции будет тянуть за собой смежные отрасли. Также серьезный вклад в промышленное производство внесет развитие новых территорий и их интеграция в российскую экономику.

Рост оборонной промышленности означает необходимость выкачивания ресурсов из гражданских секторов. Для этого необходимы высокие ставки (что снизит **потребительский** спрос и нагрузку на гражданские сектора), рост налогов, а также крепкий рубль — для закрытия разрыва спроса и предложения импортом.

→ Три сценария — 2026

При этом санкции и потребность наращивания выпуска военной продукции означают сохранение поддержки обрабатывающей промышленности. Кроме того, это означает приоритет роста экономики, даже если это будет угрожать ценовой стабильности.

→ **Локомотив — промышленное производство**

→ **Стабильный рубль, стимулирующий импортозамещение**

→ **Инфляционные риски и повышенная ключевая ставка ЦБ РФ**

4. Умеренное снижение цен на сырье

→ Сырьевые рынки

В условиях замедления мировой экономики цены на сырьевые товары должны снижаться. Инфраструктурные ограничения и санкции будут оказывать локальное влияние, не меняя общую картину. Баланс спроса и предложения на сырьевом рынке будет меняться скорее не в пользу предложения.

Например, ОПЕК+ будет стремиться отвоевать долю рынка, что требует низких цен на нефть, чтобы выдавить конкурентов. С другой стороны, цены уже ниже комфортных значений для многих членов организации. Поэтому цены будут не столь низкими, зато дольше, чем хотелось бы.

→ Охлаждение и рост

Слабый рынок ожидается и в других сегментах сырьевого рынка (металлы, сельхозсырье и т. п.): стабильные или снижающиеся цены. Исключение — драгоценные металлы.

→ **Умеренное снижение экспортных доходов РФ, сохранение профицита внешней торговли**

→ **Снижение доли сырьевых отраслей в ВВП РФ и доходах бюджета**

5. Мягкая посадка российской экономики

→ ЦБ РФ

Текущая динамика инфляции и рубля позволяют рассчитывать на смягчение денежно-кредитной политики ЦБ РФ в 2026 году. Если инфляционное давление будет оставаться низким, снижение ставок позволит расти экономической активности, возобновится рост промышленного производства.

→ Российские облигации

Это очень благоприятный сценарий для российских облигаций, а также акций компаний, ориентированных на внутренний спрос. Правда, экспортерам такой сценарий не сулит ничего хорошего: обязательное условие низкой инфляции — крепкий рубль.

→ **Рост российских акций (в части компаний внутреннего спроса)**

→ **Высокие результаты портфелей облигаций**

Пессимистичные сценарии

Многообразие стресс-сценариев

Из-за разнообразия существующих рисков реализация в разных сочетаниях имеет различное влияние на прогнозные показатели. Единого негативного сценария как такового не существует. Здесь мы приводим варианты событий с наиболее существенным влиянием на отклонение от базового прогноза.

Некоторые негативные сценарии для одних активов не являются таковыми для других.

1. Жесткая посадка экономики США и Европы

→ Экономика США

Резкое замедление инфляции вместе с поводом отпраздновать победу над ней ставит перед экономическими властями США новые проблемы. Это и взятые по высоким ставкам кредиты за последние пару лет, и быстрый рост реальных заработных плат на фоне низкой безработицы, и увеличение потребности в новых заимствованиях, так как скорость обесценения текущего долга замедлится.

Выбор низкой инфляции в качестве приоритета может привести к резкому торможению деловой активности и в конечном счете к рецессии.

→ Сырьевые рынки

- **Снижение базовых доходностей в USD, рост кредитных спредов**
- **Сильное снижение рынка акций США**
- **Снижение цен на нефть и другие сырьевые товары**
- **Новый виток роста цен на золото и другие защитные активы**
- **Рост цен на активы на рынках, изолированных от США**
- **Снижение цен на активы на глобальных рынках с высокой долей инвесторов из США**

2. Разрыв отношений «Восток» — «Запад»

Спецоперация на Украине — это реализовавшийся риск, но далеко не единственный из существующих рисков подобного рода. Если по похожему сценарию пойдут отношения других стран с «Западом» (например, Китая), произойдут тектонические сдвиги в структуре мировой экономики и торговли. Нарушение цепочек создания стоимости в таком случае приведет к масштабному снижению ВВП, сокращению объемов мировой торговли и спроса на ресурсы.

→ Китай

→ Индия

→ Валюты

- **Снижение сырьевых цен, рост страновых рисков EM, снижение долгосрочных прогнозов роста экономик и рынков акций**
- **Дестабилизация широкого круга экономик, особенно ориентированных на экспорт**
- **Рост инфляции в мире, усиление «токсичности» доллара, евро и других валют для стран «Востока»**
- **Структурный дефицит сырьевых товаров из-за нарушений логистики**
- **Нарушение импортных поставок в Россию (в т. ч. критически важного импорта)**

3. Конфликт внутри ОПЕК+

Разногласия между странами, в том числе по политическим причинам, могут привести к неконтролируемому росту добычи. Риск усилится в случае продолжения быстрого роста добычи нефти в США и других странах вне ОПЕК+, которые в этом случае снова начнут отбирать у ОПЕК+ значительную долю рынка.

→ Сырьевые рынки

→ Валюты

- **Снижение цен на нефть, ослабление рубля, рост инфляции в РФ**
- **Снижение российского рынка акций, особенно экспортеров**
- **Ужесточение контроля движения капитала в России**

4. Финансово-экономический кризис в Европе

Ситуация в Европе выглядит относительно стабильной, хотя платой за это стало снижение промышленного производства, рост и без того высокого долга. Ситуацию усугубили США действиями по переводу к себе производств из Европы, есть риск повышения торговых пошлин. Все это может привести к глубокому экономическому кризису в регионе.

Пострадают торговые партнеры Европы, в частности Индия и Китай. Кроме того, это чревато новыми санкциями для РФ, приходом к власти в Европе радикальных политических сил.

→ Европа

- **Ослабление евро**
- **Снижение сырьевых цен**

5. Ошибка ЦБ РФ

Жесткая политика ЦБ РФ, хотя и имеет логику, в нынешних условиях несет серьезные риски. Если ЦБ РФ передавит экономическую активность, спровоцировав рецессию, или начнет проявляться эффект инфляции предложения, вызванный высокими ставками, экономика может войти в стагфляцию.

→ ЦБ РФ

Если это еще и вызовет бегство инвесторов из рублевых активов, то его ослабление дополнительно подстегнет инфляцию и ухудшит настроения на рынке.

В зависимости от реакции ЦБ РФ и правительства дальнейшая динамика различается, но на первом этапе точно можно рассчитывать на следующее:

→ Российские акции

→ Российские облигации

- **Снижение ВВП**
- **Рост инфляции, ослабление рубля**
- **Снижение рынка облигаций, особенно ВДО**
- **Улучшение позиций экспортеров на рынке акций**

6. Проблемы в ходе СВО

При неудачном течении СВО экономика РФ может оказаться под сильнейшим ударом как от прямых потерь (репарации, территориальные и людские потери), так и в форме давления на экономику (эмиграция, политическая нестабильность, финансовые проблемы, потеря поддержки дружественных стран, политический кризис).

- **Снижение стоимости сырьевых товаров**
- **Рост инфляции, ослабление рубля, падение ВВП**
- **Обвал стоимости российских активов**

Оптимистичные сценарии

Разные комбинации оптимизма

Единого оптимистичного сценария мы также не приводим ввиду многообразия таковых в зависимости от сочетания различных факторов. Некоторые сценарии, будучи оптимистичными для одних классов активов, могут не быть таковыми для других.

1. Быстрая структурная перестройка экономики

В последние два года очень многие прогнозы серьезно недооценивали скорость структурной перестройки российской экономики, в частности изменения в цепочках создания стоимости, импортозамещение, запуск новых производств. В 2026 году эти тенденции сохранятся и даже могут усилиться, дав ощутимое ускорение роста ВВП и финансовых результатов компаний.

Рост потенциального ВВП и сокращение разницы с фактическим также должны ослабить инфляционное давление. Кроме того, оптимизация производственных процессов, запуск новых, менее трудозатратных производств должны снизить и давление на рынок труда.

→ Охлаждение

- → **Замедление инфляции быстрее ожиданий**
- → **Ралли на рынке акций**
- → **Осторожная политика ЦБ РФ**

2. Снижение геополитической напряженности

За последние десятилетия отношения между ключевыми странами хуже, чем сейчас, бывали редко, что создает повышенные геополитические и санкционные риски. Впрочем, история показывает, что из такого положения может найтись выход и отношения между непримиримыми сторонами как-то налаживаются.

В нынешних условиях это требует если не прекращения, то как минимум изменения отношения к СВО на Украине со стороны европейских стран и США, а также некоторой разрядки в отношениях США и Китая по поводу Тайваня, торговых вопросов и интеллектуальной собственности.

→ Китай

- → **Улучшение прогнозов по рынкам развивающихся стран**
- → **Ралли на российском рынке акций, особенно в экспортных секторах**
- → **Улучшение ситуации в европейской экономике**

3. Усиление пророссийских настроений в Европе

Более здравый подход европейских элит к выстраиванию отношений с Россией уменьшит санкционные риски. Даже без фактической отмены уже введенных ограничений рыночные ожидания серьезно улучшатся. Кроме того, ослабнут неформальные барьеры.

→ Европа

- → **Укрепление евро**
- → **Снижение ограничений на российский экспорт**
- → **Приток капитала в Россию**
- → **Укрепление рубля, рост российского рынка акций и облигаций**

4. Сырьевое суперралли

С поправкой на инфляцию сырьевые цены сейчас довольно низкие. Если возникнет новый серьезный источник спроса на сырье, то может сформироваться новое суперралли.

Такими источниками могут быть рост экономики и индустриализация Африки и Индии, увеличение потребности в электроэнергии для работы дата-центров и ИИ.

→ Сырьевые рынки

→ Валюты

- → **Новая волна укрепления рубля**
- → **Рост российского рынка акций и облигаций**
- → **Риски закрепления экспортной модели российской экономики**
- → **Инфляционное давление от роста доходов, высокая ставка ЦБ РФ**

5. Пересмотр политики ЦБ РФ

Политика инфляционного таргетирования, а также связанный с ней плавающий курс рубля отлично себя показали в 2015–2018 годах, когда все базовые условия для этого выполнялись. К сожалению, блокировка движения капитала из-за санкций в отношении российских депозитариев, проблемы с расчетами по экспортным контрактам, вторичные санкции против торговых партнеров сделали неработающими многие постулаты существующего подхода ЦБ РФ.

Более активное влияние ЦБ РФ на курс, даже не в виде таргетирования, а просто через контроль использования валютной выручки или контроль движения капитала, не требующие использования резервов, могли бы выступить в качестве замены сломанному механизму перетока «горячих» денег в Россию и из нее вслед за изменением ключевой ставки.

→ Российские облигации

Укрепление рубля, кстати сказать, — это еще и фактор охлаждения экономики, в частности сырьевого экспорта.

→ ЦБ РФ

- → **Рост стоимости российских активов**
- → **Укрепление рубля**
- → **Снижение роста ВВП РФ**

6. Окончание СВО

Окончание военных действий может принести массу преимуществ для российской экономики. Во-первых, высвобождение значительной массы трудоспособного населения, что снизит напряженность на рынке труда. Во-вторых, бюджет сможет переориентировать расходы с военных нужд на поддержку гражданских отраслей.

→ Валюты

С учетом увеличения качества рабочей силы за последние 3 года, роста доли квалифицированных рабочих в России может сформироваться новая волна промышленного роста.

Ожидание снятия ограничений на движение капитала может привести к повышенной волатильности рубля, что подстегнет инфляцию.

→ Российские акции

- → **Ускорение роста ВВП в гражданских отраслях**
- → **Снижение инфляционного давления**
- → **Ускорение импортозамещения**
- → **Повышенная волатильность рубля**

Прогноз-2026

Показатель	Базовый прогноз	min max	Комментарии к сценариям
СЫРЬЕВЫЕ РЫНКИ*			
Нефть Brent	**60**	**50**	Рецессия в развивающихся странах при росте добычи как ОПЕК+, так и другими нефтедобывающими странами
		85	Рост мирового спроса на энергоресурсы в сочетании с дисциплиной внутри ОПЕК+
Золото	**4 200**	**3 000**	Улучшение настроений инвесторов на глобальных рынках, снижение спроса на защитные активы, геополитическая разрядка
		5 000	Проблемы в мировой экономике, мягкая политика ФРС, высокие геополитические риски, падение доверия к доллару США
МАКРОПОКАЗАТЕЛИ*			
Рост ВВП РФ	**+1,5%**	**0,0%**	Затянутая рецессия из-за политики ЦБ РФ, избыточное число банкротств. Активизация фискального стимула
		3,0%	Мягкая политика ЦБ РФ, переориентация расходов бюджета на гражданские нужды, демобилизация участников СВО
Инфляция РФ	**5,0%**	**4,0%**	Крепкий рубль, охлаждение экономики
		7,0%	Ослабление рубля, инфляция предложения, стагфляция
Ключевая ставка ЦБ РФ	**13,0%**	**11,0%**	Охлаждение экономики, крепкий рубль
		16,5%	Ослабление рубля и ускорение инфляции, разогрев экономики фискальным стимулированием
Ставка ФРС	**3,25%**	**2,5%**	Снижение инфляции на фоне роста безработицы и замедления роста ВВП, политическое давление на ФРС
		5,0%	Ускорение роста цен из-за удорожания импорта, ускорение роста ВВП США (импортозамещение), снижение уровня безработицы
РЫНОК АКЦИЙ*			
Индекс МосБиржи**	**+30%**	**0%**	Высокая ключевая ставка ЦБ РФ в сочетании со слабым ростом экономики, бегство от риска
		+45%	Ускорение роста ВВП РФ, снижение ключевой ставки ЦБ РФ, стабильный рубль
S&P500**	**+10%**	**-10%**	Сильное ужесточение монетарной политики, инфляция из-за тарифов без ускорения роста ВВП, сдувание пузыря ИИ
		+20%	Рост экономики США и Европы, мягкая монетарная политика, дальнейшее надувание пузыря ИИ
MSCI Emerging Markets**	**+10%**	**-10%**	Новые эпизоды проблем на развивающихся рынках, негативное отношение к Китаю и Индии
		+25%	Улучшение отношения инвесторов к Китаю, позитивные данные по другим экономикам, отскок индийского рынка
РЫНОК ОБЛИГАЦИЙ*			
Рублевые облигации	**+19%**	**+13%**	Жесткая политика ЦБ РФ, массовые кредитные события в сегменте ВДО
		+23%	Смягчение политики ЦБ РФ, отсутствие массовых и громких кредитных событий, рост экономики
Еврооблигации (внешний рынок)	**+6%**	**+3%**	Повышение ставки ФРС, расширение кредитных спредов из-за проблем на развивающихся рынках
		+9%	Сжатие кредитных спредов, быстрое снижение ставки ФРС и ЕЦБ
Еврооблигации (внутренний рынок)	**+8%**	**+0%**	Рост рублевых доходностей, кредитные события, высокая инфляция, провоцирующая ужесточение ДКП
		+15%	Сжатие доходностей вслед за снижением доходностей в рублевом сегменте.
ВАЛЮТЫ*			
Рубль/доллар	**85**	**70**	Снижение интенсивности накопления иностранных активов
		110	Рост инфляции, проблемы в экономике РФ, снижение доверия к рублю
Евро/доллар	**1,1**	**1,05**	Рост торгового профицита, улучшение ситуации в европейской экономике, жесткая политика ЕЦБ относительно ФРС
		1,2	Снижение торгового баланса, проблемы в экономике и ускорение оттока капитала из ЕС

*** Прогнозы изменения цен и результатов портфелей приведены за весь 2026 год, значения индексов, цены и курсы — на конец года.**
**** С учетом дивидендов.**

Авторы прогноза

Виктор Барк

Директор департамента управления активами

Владимир Брагин

Директор по анализу финансовых рынков и макроэкономики

Евгений Жорнист

Руководитель дирекции по работе с инструментами с фиксированной доходностью

Эдуард Харин

Руководитель дирекции по работе с акциями

Александр Джиоев

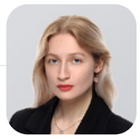
Аналитик-стратег

Алексей Корнев

Портфельный управляющий

Дмитрий Скрябин

Портфельный управляющий



Алина Попцова

Аналитик фондового рынка

Артем Привалов

Портфельный управляющий

Никита Зевакин

Портфельный управляющий

Андрей Золотов

Портфельный управляющий

Сергей Бдоян

Портфельный управляющий

Василий Чепель

Аналитик

Никита Эленбергер

Портфельный управляющий

Денис Приходько

Младший аналитик

Обязательная информация

Содержание

Информация, изложенная в данном документе, актуальна на 21 декабря 2025 года. Использованы данные из открытых источников, а также доступных информационных систем, включая, но не ограничиваясь: Cbonds, TradingView, ЦБ РФ, Росстат, МВФ, Всемирный Банк.

ООО УК «Альфа-Капитал» осуществляет инвестиционную деятельность на основании лицензии на осуществление деятельности по управлению ценными бумагами № 077-08158-001000, выдана ФСФР России 30 ноября 2004 года, без ограничения срока действия.

Информация, содержащаяся в данном документе, предназначена исключительно для определенного круга лиц и не имеет целью рекламу, размещение или публичное предложение ценных бумаг, продуктов или услуг или приглашение к подаче заявок на покупку ценных бумаг, продуктов или услуг. ООО УК «Альфа-Капитал» не намеревается предоставлять услуги инвестиционного консультанта через настоящий документ и не делает заверений в том, что ценные бумаги или услуги, описываемые в нем, удовлетворяют требованиям кого-либо из клиентов.

ООО УК «Альфа-Капитал» не утверждает, что приведенная информация или мнения верны или приведены полностью, хотя и базируются на данных, полученных из достоверных источников. Принимая во внимание вышесказанное, не следует использовать данный документ в качестве единственного руководства для принятия самостоятельных инвестиционных решений. ООО УК «Альфа-Капитал» не дает гарантий или заверений и не принимает на себя какой-либо ответственности в отношении финансовых результатов, полученных на основании использования информации, содержащейся в настоящем документе. Информация, данная в настоящем документе, не является исчерпывающей и может быть изменена в любое время без предварительного уведомления. ООО УК «Альфа-Капитал» рекомендует не полагаться на какую-либо содержащуюся в настоящей презентации информацию в процессе принятия инвестиционного решения, которое должно быть основано на исчерпывающей информации. ООО УК «Альфа-Капитал» не несет ответственности за использование данной информации.

Подробную информацию о деятельности ООО УК «Альфа-Капитал» вы можете получить по адресу: 123001, Москва, ул. Садовая-Кудринская, д. 32, стр. 1, телефоны 783-47-83, 8 (800) 200-28-28, а также на сайте ООО УК «Альфа-Капитал» в сети Интернет по адресу www.alfacapital.ru.