

Инвестиционная стратегия ТКВР до конца 2025 года

2025 год стал для инвесторов годом противоречивых сигналов. С одной стороны — высокая ключевая ставка, давление на бюджет, кадровый дефицит и нестабильность сырьевых цен в сочетании с относительно крепким рублем. С другой — инфляция постепенно замедляется, что создает пространство для осторожного смягчения денежно-кредитной политики.

Эти вызовы формируют непростую среду для инвесторов. На вебинаре управляющий директор по инвестициям Игорь Козак представил прогнозы ТКВР и обозначил ключевые ожидания до конца года.

Макроэкономический фон

ВВП. Экономика уже вошла в фазу заметного замедления, и по итогам 2025 года рост ВВП, по нашим оценкам, не превысит 1%. Это замедление является прямым следствием перегрева экономики в предыдущие годы, когда быстрый рост опирался на расширение бюджетных расходов и высокий уровень потребительского спроса. Сегодня база роста исчерпана, а жесткая денежно-кредитная политика фактически "охлаждает" экономику: дорогие кредиты ограничивают как потребителей, так и бизнес. С одной стороны, подобная динамика способствует дезинфляции — ослабление спроса постепенно снижает давление на цены. С другой стороны, это же тормозит расширение бизнеса, ограничивает выручку и прибыльность компаний, особенно в секторах, зависящих от внутреннего спроса. В результате экономика движется по траектории медленного роста, в котором баланс между стабилизацией цен и поддержкой деловой активности остается ключевым вызовом.

Инфляционные ожидания населения и бизнеса не закорены, а это означает, что ЦБ вероятно не сможет пойти на агрессивное смягчение денежно-кредитной политики

Инфляция и денежно-кредитная политика. Инфляция в России продолжит снижаться и, по нашим прогнозам, к концу 2025 года выйдет в диапазон 7–7,5%. На первый взгляд, это позитивный тренд, однако он не снимает ключевых рисков. Инфляционные ожидания населения и бизнеса не закорены, а это означает, что ЦБ вероятно не сможет пойти на агрессивное смягчение денежно-кредитной политики. Более того, текущие оперативные показатели указывают на необходимость сохранения жесткости в регулировании: риски для ценовой динамики по-прежнему смещены в сторону повышения. Среди основных проинфляционных факторов — рост корпоративного кредитования, неопределенность в бюджетной политике и возможное ослабление рубля. Дополнительное давление на ценовую динамику формирует дисбаланс на рынке труда: кадровый дефицит сохраняется, что подталкивает компании к повышению зарплат и усиливает вторичные инфляционные эффекты. Ещё одним фактором риска выступает рост денежной массы (M2). Несмотря на то что темпы её прироста в последние месяцы начали замедляться, ситуация остаётся далёкой от нормализации.

В результате Банк России будет действовать максимально осторожно: по нашим оценкам, ключевая ставка снизится к концу 2025 года лишь до 15–16%, а к концу 2026 года — до 13–14%. Это значительно выше уровней, которые закладывают в свои ожидания участники рынка, рассчитывающие на 10–12% уже в 2026 году. Мы считаем такой сценарий чрезмерно оптимистичным и видим потребность в контроле над финансовыми рисками. На фоне накопления кредитного риска в банковском секторе и роста требований к капиталу банки уже начали опережающе снижать ставки по депозитам, стремясь сохранить маржу и устойчивость балансов. Резкое снижение ключевой ставки может спровоцировать некоторое давление на капитал и сократить маржинальность банковской системы.

Резкое снижение ключевой ставки может спровоцировать некоторое давление на капитал и сократить маржинальность банковской системы

Для инвесторов такая конфигурация рынка означает сохранение привлекательности инструментов с фиксированным доходом, поскольку высокая реальная стоимость денег и осторожная политика ЦБ обеспечивают устойчивую премию к сокращающимся депозитным ставкам. Однако при таких условиях требования к качеству заемщиков ужесточаются, особенно в сегменте корпоративных облигаций, где отбор эмитентов становится ключевым условием для минимизации рисков.

Бюджет. Накопленный дефицит федерального бюджета достиг максимальных значений с начала 2022 года и остается одним из ключевых рисков для экономики. Более высокая траектория государственных расходов ведет к расширению дефицита и способна усилить инфляционное давление в конце 2025 — начале 2026 годов. По нашим оценкам, фактический дефицит бюджета в 2025 году составит около 5,5 трлн рублей — на 2 трлн выше прогноза Минфина. При сохранении сезонного авансирования расходов итоговый показатель может превысить 9 трлн рублей. Для его покрытия Минфин, вероятнее всего, вновь прибегнет к дополнительным заимствованиям, как это уже происходило в 2024 году. При этом каждый дополнительный триллион рублей дефицита создает риск отклонения инфляции примерно на 1 процентный пункт, что повышает уязвимость экономики к будущим ценовым шокам.

Сырьевые рынки и валютный курс. Наш базовый сценарий предполагает, что цена на нефть марки Urals удержится в диапазоне \$60–65 за баррель, что заметно ниже уровней прошлых лет и ограничивает экспортные поступления. При этом курс рубля в среднем за год, по нашим оценкам, составит около 89 руб. за доллар, а к концу 2025 года мы ожидаем его умеренную девальвацию в диапазон 91–95 руб. за доллар.

Сильный рубль на протяжении последних месяцев выступал фактором ценовой стабильности: он сдерживал импортную инфляцию, позволяя ограничить рост стоимости зарубежных товаров и комплектующих. Однако обратная сторона этого процесса очевидна — укрепление валюты снижало доходы экспортеров в рублевом выражении и сокращало поступления в бюджет, зависящий от нефтегазовых налогов и пошлин. В сочетании с умеренными ценами на нефть это привело к ухудшению внешнеторгового баланса и ослаблению фундаментальной поддержки рубля.

По мере сохранения высоких государственных расходов и расширения дефицита бюджета давление на валютный рынок будет возрастать. В этих условиях умеренная девальвация рубля к концу года выглядит базовым сценарием. Для экспортеров это станет частичной компенсацией снижения нефтяных цен, тогда как для потребителей и бизнеса внутри страны — фактором, способным усилить инфляционное давление через удорожание импорта.

Макропрогноз до конца 2025 года

□ Источник: Банк России, Минфин, ТКВР

Рынки и классы активов

Рынок облигаций: фундамент доходности

Долговой рынок остается одним из ключевых бенефициаров текущей макроэкономической ситуации. Высокая ключевая ставка и сохраняющаяся потребность государства и компаний в заимствованиях создают условия, при которых именно облигации формируют основное предложение по доходности для инвесторов. Длинные выпуски ОФЗ позволяют зафиксировать двузначную доходность на длительный срок и получить дополнительную положительную переоценку на фоне дальнейшего снижения ключевой ставки Банка России. Качественные корпоративные облигации также предлагают привлекательные возможности, особенно в сегменте эмитентов с устойчивыми финансовыми показателями. Корпоративные облигации с плавающим купоном (флоатеры) высококачественных эмитентов в текущих условиях обеспечивают защиту от процентного риска и предоставляют ежемесячную купонную доходность с премией к ключевой ставке (+1,5%-2,0%).

Однако не весь долговой рынок выглядит одинаково привлекательно. В сегменте высокодоходных облигаций кредитные риски компаний заметно усиливаются: растущая долговая нагрузка и высокая стоимость фондирования повышают вероятность дефолтов. Здесь критически важен тщательный анализ эмитента и диверсификация по именам, иначе потенциальная премия за риск может обернуться значительными потерями капитала.

Рынок акций: избирательный рост

Российский рынок акций в 2025 году оказался под влиянием разнонаправленных факторов, которые формируют сложный баланс рисков и возможностей. С одной стороны, давление на корпоративный сектор усиливается: компании сталкиваются с ростом долговой нагрузки и процентных расходов, охлаждением потребительского и инвестиционного спроса, а также с повышением ставки налога на прибыль, вступившим в силу в этом году. Дополнительное сдерживание динамики индекса создают сильный рубль и относительно низкие котировки нефти, которые снижают валютную выручку экспортеров в рублевом эквиваленте. Нельзя недооценивать и эффект санкций, ограничивающих доступ компаний к внешнему капиталу.

С другой стороны, в пользу рынка начинают работать ключевые макроэкономические факторы. Постепенное снижение ключевой ставки Банком России будет способствовать удешевлению фондирования, а ожидаемая девальвация рубля до диапазона 91–95 руб./долл. способна поддержать экспортно-ориентированные компании, которые формируют основу индекса Мосбиржи. Именно экспортеры остаются главным фундаментом для восстановления индекса, тогда как внутренний спрос в циклических секторах будет оставаться ограниченным.

В базовом сценарии мы ожидаем умеренный прирост до конца года. При этом характер этого прироста будет избирательным: привлекательность сохранят компании с устойчивыми денежными потоками и управляемой долговой нагрузкой, тогда как слабые бизнес-модели останутся под давлением.

Золото: стратегическая защита

После обновления исторических максимумов золото остается устойчивым благодаря глобальному структурному сдвигу в мировой финансовой системе. Все больше стран стремятся диверсифицировать резервы и снизить зависимость от доллара, что формирует стабильный спрос со стороны центробанков и поддерживает долгосрочный интерес к золоту. Дополнительными факторами могут выступать ослабление ИНДЕКСА доллара (DXY), повышающее привлекательность металла для развивающихся стран и геополитическая напряженность. В текущих условиях золото все чаще воспринимается не только как инструмент защиты от инфляции, но и как стратегический актив с устойчивым долгосрочным спросом, способный усиливать портфель в период трансформации глобальных рынков.

Инвестиционные стратегии и портфели

С начала 2025 года финансовые рынки демонстрируют разнонаправленную динамику. Наибольший вклад в совокупную доходность внес облигационный сегмент: доходности индексов государственных и корпоративных бумаг существенно опережают инфляцию и формируют положительный результат для инвесторов. При этом потенциал длинных ОФЗ в значительной степени уже реализован, и на горизонте ближайших месяцев возможности для роста в этом сегменте будут ограничены.

До конца года основной фокус смещается на поиск ценовых неэффективностей в долговом рынке. Прежде всего это касается корпоративных облигаций, которые в текущих условиях способны обеспечивать доходность выше среднерыночных индексов благодаря тщательному отбору эмитентов и анализу кредитных спредов. Этот сегмент является ключевым для тактического позиционирования. Потенциал роста золота выглядит ограниченным вследствие уже высоких цен, тогда как на рынке акций мы планируем сохранять повышенную избирательность, фокусируясь на наиболее качественных и устойчивых бумагах.

Мы исходим из того, что главная задача в 2025 году — не гонка за доходностью, а грамотный баланс между риском и стабильностью

На основе рассмотренных факторов мы обозначили прогноз по ожидаемой доходности ключевых инвестиционных сегментов до конца текущего года.

Прогноз доходностей

□
Источник: ТКВР

Мы рассматриваем портфельные решения, отражающие наш взгляд на рынок и отвечающие различным инвестиционным целям.

Основу **консервативного портфеля** составляют корпоративные облигации с фиксированным купоном высокого кредитного качества (AAA и AA), что позволяет зафиксировать текущие высокие уровни доходности. Для защиты от процентного риска и поддержания стабильного денежного потока в портфель включены корпоративные облигации с плавающим купоном (флоатеров) высококачественных эмитентов рейтинга AAA, обеспечивающих премию к ключевой ставке. Дополнительная ликвидность обеспечивается через фонды денежного рынка и краткосрочные депозиты. Такой состав портфеля в условиях высоких процентных ставок позволит на краткосрочном горизонте (до 1 года) эффективно сочетать высокую доходность с низким уровнем риска, обеспечивая при этом необходимую гибкость портфеля и возможность своевременно реагировать на рыночные вызовы.

□
Источник: ТКВР

Среднесрочный портфель имеет сбалансированную структуру, ориентированную на инвестиционный горизонт от 1 до 3 лет. В портфель включены долгосрочные облигации (ОФЗ 5–7 лет), которые позволяют зафиксировать высокую доходность и получить потенциал положительной переоценки на фоне ожидаемого снижения ключевой ставки Банком России. Корпоративный сегмент сохраняет центральную роль (более 60% портфеля), включая облигации с фиксированным и плавающим купоном. Для диверсификации портфеля и защиты от колебаний курса рубля добавлены валютные облигации, а также небольшая доля золота и акций. При этом доля акций формируется из недооценённых компаний с качественными фундаментальными характеристиками, способных показать доходность выше рынка.

□
Источник: ТКВР

Долгосрочный портфель (горизонт >3 лет) нацелен на существенный прирост капитала и подразумевает готовность инвестора к краткосрочным колебаниям рынка для достижения потенциально более высокой доходности. Акции, составляющие 25% структуры портфеля, являются источником долгосрочного роста капитала, который позволяет участвовать в экономическом развитии и росте корпоративных доходов, а также служит защитой от инфляции в долгосрочной перспективе. Существенная часть портфеля также сосредоточена в облигациях федерального займа и корпоративных выпусках, которые обеспечивают предсказуемый купонный доход и снижают общую волатильность портфеля. Золото и валютные облигации выполняют функцию хеджирования валютных рисков и защиты в периоды экономической нестабильности.

□
Источник: ТКВР

Мы исходим из того, что главная задача в 2025 году — не гонка за доходностью, а грамотный баланс между риском и стабильностью. Поэтому все портфели построены на принципе диверсификации и тщательного отбора активов, что позволяет нашим клиентам инвестировать осознанно и уверенно, даже в условиях высокой неопределенности.

Если вы хотите подробнее узнать о нашей стратегии и логике построения портфелей, предлагаем посмотреть [запись вебинара и презентацию](#).

Этот материал создан исключительно в информационных целях и не является: 1. Офертой или предложением о покупке или продаже каких-либо ценных бумаг или финансовых инструментов; 2. Информацией, на которую его получатель может полагаться в связи с каким-либо контрактом, соглашением или договором; 3. Финансовым или инвестиционным советом, консультацией или индивидуальной инвестиционной рекомендацией. Данная информация не является индивидуальной инвестиционной рекомендацией, и финансовые инструменты либо сделки, упомянутые в ней, могут не соответствовать Вашему финансовому положению, цели (целям) инвестирования, допустимому риску, и (или) ожидаемой доходности. ТКБ Инвестмент Партнерс (АО) не несет ответственности за возможные убытки в случае совершения сделок либо инвестирования в финансовые инструменты, упомянутые в данной информации. Результаты инвестирования в прошлом не являются гарантией таких же результатов в будущем.