

ВЗГЛЯД НА 2026 ГОД

УК ПСБ



ВЗГЛЯД НА 2026 ГОД

Уважаемые клиенты и партнёры!

Уходящий 2025 год отличился редким сочетанием крепкого рубля и падения мировых цен на нефть. Это помогло снизить инфляцию и начать смягчение денежно-кредитной политики (ДКП), но одновременно и оказало давление на прибыль корпораций, в совокупности с повышением налогов. Рублёвые облигации в уходящем году вполне оправдали ожидания инвесторов, а в наиболее управляемых ПИФах и портфелях – даже превзошли. Медленные темпы геополитической разрядки разочаровали инвесторов: акции второй год подряд растут слабо, а замещённые облигации отстали от классических рублёвых. Мы ожидаем, что в наступающем году динамика разных классов активов станет более сбалансированной.

Последствия торговых войн для мировой экономики оказались сравнительно умеренными. Тем не менее её рост остаётся чрезмерно скромным, чтобы вызвать серьёзное увеличение потребления топлива. Поэтому наращивание добычи нефти со стороны ОПЕК+ закономерно привело к снижению стоимости барреля. К концу 2025 года этот процесс был в основном завершён, поэтому в наступающем году у нефтяного рынка есть хорошие шансы обрести стабильность.

Как и в первые месяцы 2024 года, рынок акций начинал уходящий год активным ростом на геополитическом оптимизме и ожиданиях снижения ключевой ставки. Если смягчение ДКП в итоге сложилось близко к январским прогнозам, то траектория геополитических изменений была далека от прямой. Ещё одним негативным сюрпризом стал крепкий рубль, повлиявший на рентабельность сырьевых компаний, особенно в нефтяной отрасли. Наряду со всё ещё жёсткой ДКП, это привело и к более серьёзному торможению экономического роста в конце 2025 года.

Налаживание эффективных расчётов по внешнеторговым операциям имело неожиданный для многих эффект укрепления рубля – благодаря поступлениям задержанной ранее экспортной выручки и сокращению потребностей в валютном оборотном капитале. Ожидаемое оживление импорта переносится на 2026 год, т.к. рублёвые ставки ещё слишком высоки, а условия выдачи кредитов – жёсткие. Снижение рублёвых ставок должно постепенно затормозить и процесс замещения рублёвых займов валютными. Как следствие, у рубля станет больше шансов ослабнуть в 2026 году.

В 2026 году факторы давления на фондовый рынок могут стать менее негативными или даже развернуться в позитивную сторону. После двух лет отставания доходность вложений в акции будет должна еще больше соответствовать ожиданиям инвесторов.

Новый год мы начинаем с более низкого уровня ставок, но потенциал смягчения ДКП всё ещё остаётся значительным, а значит у долгового рынка сохраняются хорошие шансы обогнать депозиты. С изменением тренда по курсу рубля, результативность вложений в валютные облигации должна приблизиться к внутреннему долгу, но вряд ли совсем сравняется с ним. Также мы ожидаем более сдержанного роста цен на золото, которое по-прежнему важно для диверсификации портфеля.

Наступающий год также отличается разнообразием возможных сценариев, вероятность которых трудно просчитать, поэтому мы продолжаем считать что наилучшим подходом к составлению портфеля является сбалансированный портфель. Как сказал основоположник инвестиционной теории Гарри Марковиц: «Единственным бесплатным подарком на финансовых рынках является диверсификация». Разумный баланс рискованных и консервативных инструментов, акций, валютных и рублёвых облигаций, драгметаллов, поможет нам извлечь максимум возможностей из рынка в быстро и труднопредсказуемо меняющемся мире.

Гибкость в принятии решений, активное управление и ребалансировка портфелей, в зависимости от изменения вероятностей реализации этих сценариев, будут иметь определяющее значение для итогового финансового результата в 2026 году, ведь на переменчивом российском рынке «рано быстро становится поздно».

Благодарим за то, что выбираете нас!

**«РАНО БЫСТРО
СТАНОВИТСЯ ПОЗДНО»**

— Йогги Берра, американский
бейсболист, игрок главной лиги
бейсбола

С уважением, Николай Рясков

Управляющий директор по инвестициям УК ПСБ

Оглавление

Внешние рынки	4	Экономика РФ	11	Сценарии	23
Экономика США	5	Экономика РФ	12	Итоговый прогноз	27
Экономика Китая	7	Рублёвые облигации	14		
Экономика Евросоюза	8	Валютные и замещающие облигации	17		
Товарные рынки: золото	9	Акции	19		
Товарные рынки: нефть	10				

Ветры перемен

ВНЕШНИЕ РЫНКИ

ЭКОНОМИКА США:



→ Экономика США

Экономика Китая

Экономика Евросоюза

Товарные рынки: золото

Товарные рынки: нефть

FED FUNDS RATE – рыночная ставка по краткосрочным (overnight) займам между банками США из резервов ФРС

ФРС (Федеральная резервная система США) – независимое агентство, выполняющее функции центрального банка США с 1913 года

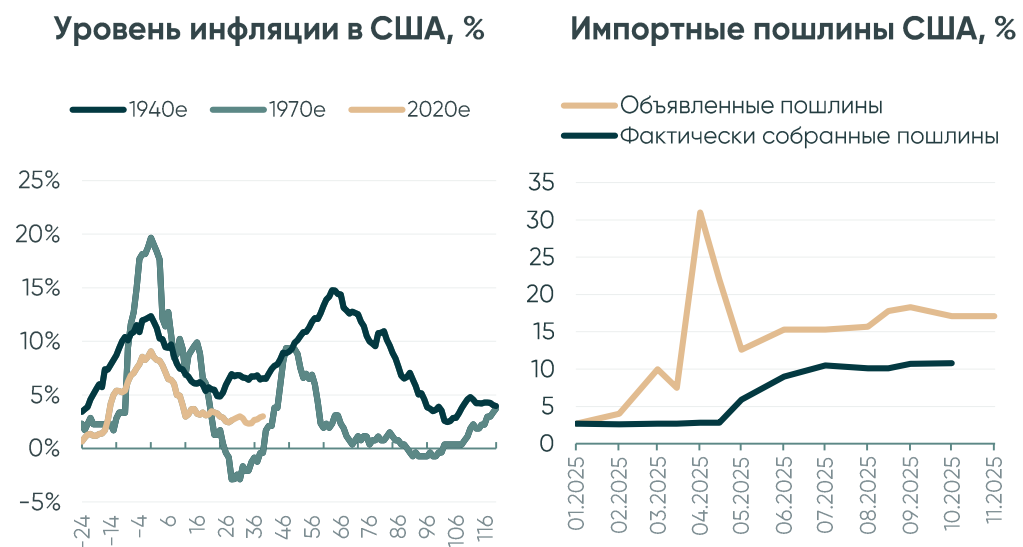
Инфляция и политика ФРС: путь к мягкому сценарию

Влияние торговых войн на инфляцию

Влияние торговых войн на экономику США пока выглядит умеренным.

Фактические импортные пошлины гораздо ниже декларированных – из-за многочисленных исключений и послаблений.

Большие запасы импортных товаров были накоплены до вступления пошлин в силу, что затягивает инфляционный эффект. Влияние пошлин на инфляцию ещё может проявиться в 2026 году.



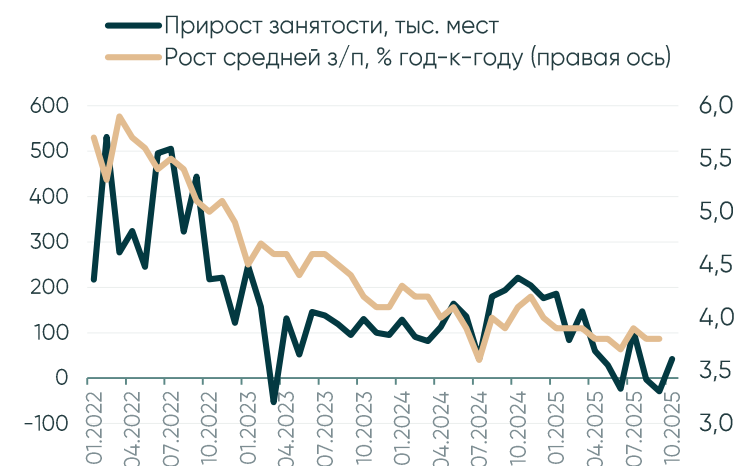
Рынок труда

Рост занятости практически прекратился, а динамика средних зарплат замедлилась почти до уровня инфляции.

Безработица остаётся низкой из-за борьбы с мигрантами: серьёзный прирост рабочих мест мог повлечь разгон инфляции.

Реальный рост ВВП держится в положительной зоне за счёт бума капитальных вложений в искусственный интеллект и сокращения импорта.

Состояние рынка труда



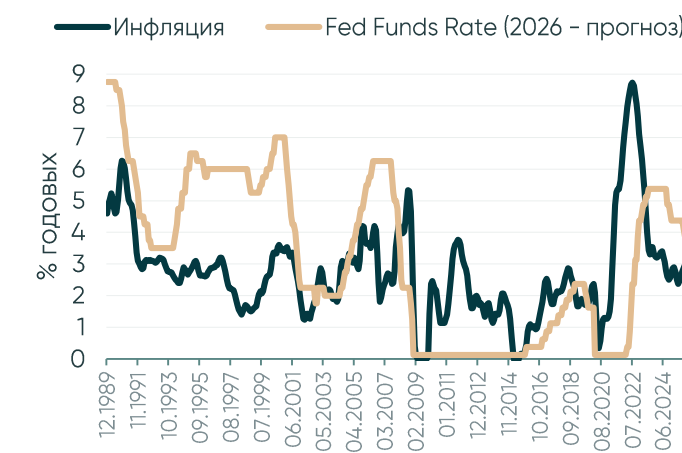
Денежная политика

Снижение налогов даст не только умеренную прибавку к экономическому росту в 2026 г., но и увеличит риск инфляции, а также ещё больше ослабит бюджетную стабильность.

Снижение ключевой ставки ФРС на фоне признаков оживления инфляции также является довольно рискованным.

Смена Председателя ФРС в мае может привести к ускоренному смягчению денежной политики во 2-й половине 2026 г.

Ключевая ставка и инфляция



➔ Мы ожидаем сохранения умеренных темпов реального роста ВВП США, при охлаждении динамики потребления. Ожидаем, что ФРС продолжит снижение ставки, несмотря на превышение целевого уровня инфляции. Вместе с расширением бюджетного дефицита, это увеличит риск разгона инфляции в 2027 году, на что рынок может с опережением отреагировать ростом ставок по долгосрочным облигациям



→ Экономика США

Экономика Китая

Экономика Евросоюза

Товарные рынки: золото

Товарные рынки: нефть

Фискальный импульс в экономике США – это изменение бюджетного дефицита (или профицита) в % к ВВП, отражающее стимулирующий или сдерживающий эффект фискальной политики

Реальная доходность инфляционных облигаций США (TIPS) – это фиксированная прибыль сверх уровня инфляции, гарантированная Минфином.



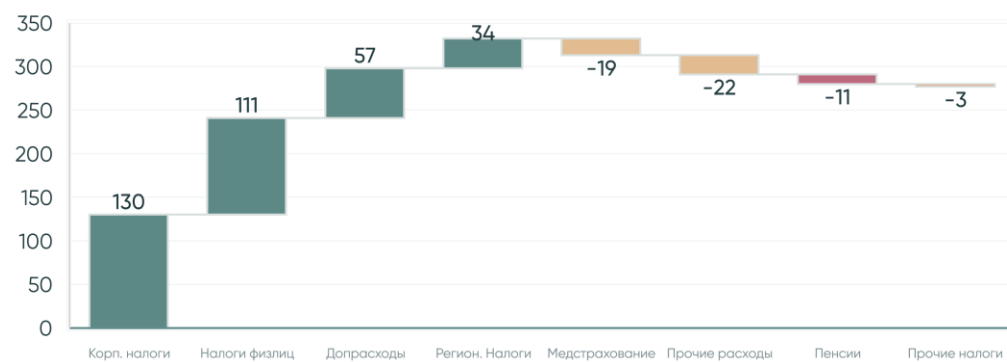
ЭКОНОМИКА США:

Фискальный импульс удерживает рост, но усиливает инфляционные риски

Фискальное стимулирование с неравномерным эффектом

Бюджетное стимулирование в основном поддержит корпорации и обеспеченные слои населения, в то время как широкие слои населения продолжат испытывать стагнацию реальных доходов. Как следствие, инфляция будет больше проявляться в ценах финансовых активов, чем потребительских товаров и услуг. Хроническое расширение бюджетного дефицита увеличит долгосрочные риски фискальной дестабилизации, поддерживая интерес к вложениям в золото.

Фискальный импульс в США на 2026 год, млрд долларов



Сочетание смягчения денежной политики и фискального импульса удержит рост ВВП США в позитивной зоне и поддержит оптимизм на финансовых рынках. Риск инфляционного давления сохраняется, но в краткосрочной перспективе может сдерживаться стагнацией реальных доходов населения. Несмотря на высокий уровень совокупного долга и бюджетного дефицита, видимые трудности с его финансированием пока отсутствуют. Однако в 2027–2028 гг. уже может потребоваться расширение денежной эмиссии ФРС – количественное смягчение.

Источник: T Rowe Price, Cbonds, Federal Reserve Bank of St. Louis

Реакция долгового рынка

Увеличенный объем размещения американских госбумаг пока благополучно поглощается рынком: долгосрочные ставки продолжают колебаться в узком диапазоне, среднесрочные даже снижаются вслед за ставкой ФРС. Реальные ставки держатся гораздо выше десятилетнего среднего уровня: спрос на страховку от инфляции слабее обычного. Премии за кредитный риск близки к историческим минимумам, что указывает на крайне оптимистичные настроения участников рынка.

Ставки по гособлигациям стабилизировались



Реальная доходность инфляционных облигаций, % годовых



На наш взгляд, участники рынка могут недооценивать риск инфляции, связанный с чрезмерно мягкой денежной и фискальной политикой в США. Трудно сказать, когда именно этот риск реализуется: показать рост инфляции перед ноябрьскими выборами в Конгресс будет политически нежелательно. Хорошим инструментом хеджирования инфляционного риска остаётся золото, потенциально в перспективе к нему могут присоединиться сырьевые товары.



Экономика США

→ Экономика Китая

Экономика Евросоюза

Товарные рынки: золото

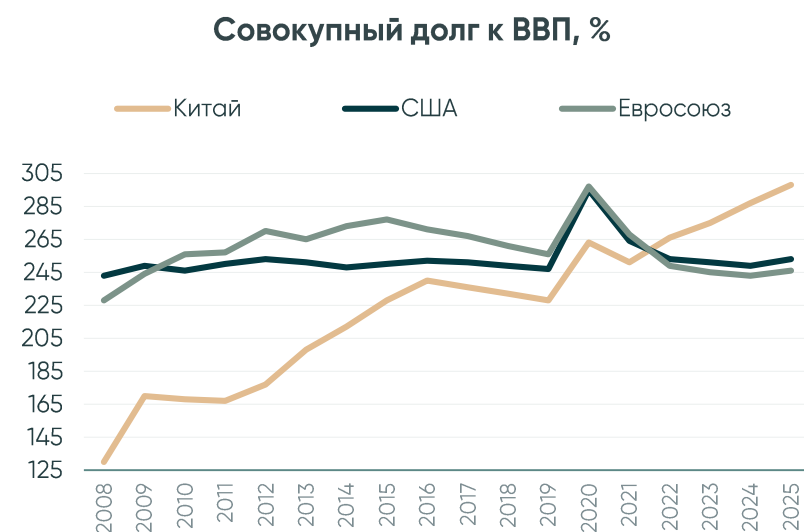
Товарные рынки: нефть



Замедление и влияние на сырьевые рынки

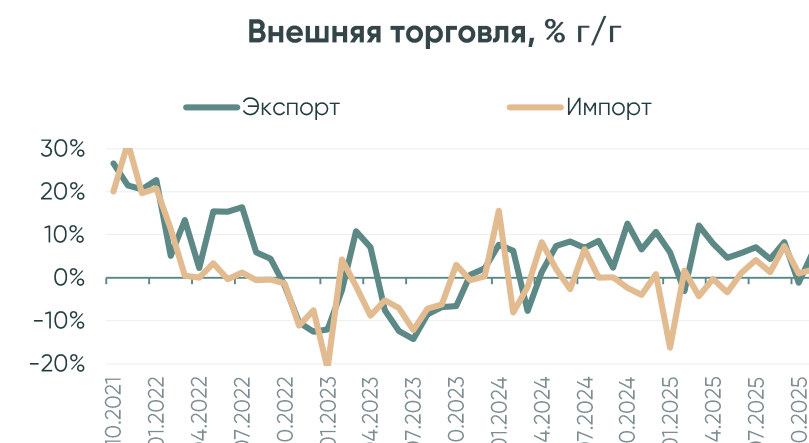
Рост за счёт долга

Реальный рост ВВП формально остаётся высоким, но его устойчивость вызывает сомнения: показатели растут за счёт беспрецедентного наращивания долгов. Кредитная нагрузка китайской экономики уже превышает уровни развитых стран. Чем дальше, тем сложнее будет поддерживать подобные темпы. Во многом ситуация напоминает Японию начала 1990-х годов, предвещающая застой и дефляцию в среднесрочной перспективе.



Внешняя торговля

Видимое влияние протекционистских мер США пока умеренно: экспорт перешёл от роста на 5-10% в год к почти нейтральной динамике. Перенаправление экспортных потоков из США в другие страны способствует сдерживанию инфляции в этих странах – в том числе в России. Для китайских корпораций это оборачивается снижением рентабельности, прибыли и инвестиций в основной капитал. Производители в других странах, в том числе российские металлурги и машиностроители, страдают от конкурентного давления дешёвой китайской продукции.



Потребительская активность

Растущая долговая нагрузка, близкие к нулю процентные ставки (1,3-1,8% годовых по гособлигациям) ограничивают потенциал возможностей по стимулированию экономики. Китайские власти сопротивляются ослаблению юаня, которое могло бы поддержать деловую активность за счёт увеличения чистого экспорта, так как опасаются спровоцировать отток капитала.

Торможение деловой активности может привести к прекращению роста китайского сырьевого импорта. Так, импорт медных анодов за 10 месяцев 2025 года уже упал на 15% от прошлогоднего уровня. Импорт железной руды за тот же период вырос всего на 0,7%. Импорт нефти и газа пока демонстрирует рост.



- Более сдержанная динамика китайской экономики в 2026 году может привести к замедлению роста мирового потребления металлов, большая доля которого сейчас приходится на Китай.
- В меньшей степени это отразится на нефти и газе, спрос на которые со стороны Китая не так чувствителен к экономическому росту.
- Китайские власти, скорее всего, продолжат поддерживать сравнительно стабильный курс юаня к корзине мировых валют, возможно небольшое укрепление против доллара.



Экономика США

Экономика Китая

→ Экономика Евросоюза

Товарные рынки: золото

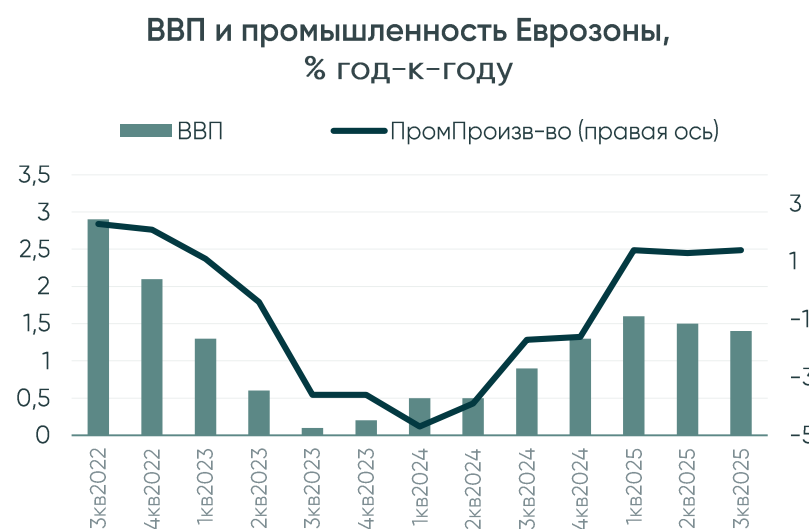
Товарные рынки: нефть



Умеренный рост и долговые риски

ВВП

Европейская экономика смогла относительно благополучно пережить протекционистские меры США и сохранить привычные умеренные темпы роста. Промышленное производство и потребительские расходы вернулись к позитивной динамике после полутора лет спада. Инфляция стабилизировалась чуть выше целевого для ЕЦБ уровня в 2% годовых. Проблемой остаётся высокая долговая нагрузка и большой бюджетный дефицит отдельных стран, который приводит в том числе и к снижению страновых кредитных рейтингов. Так во Франции они составляют 115% ВВП и 6% ВВП соответственно. Однако, пока это не приводит к критичному росту стоимости долга.



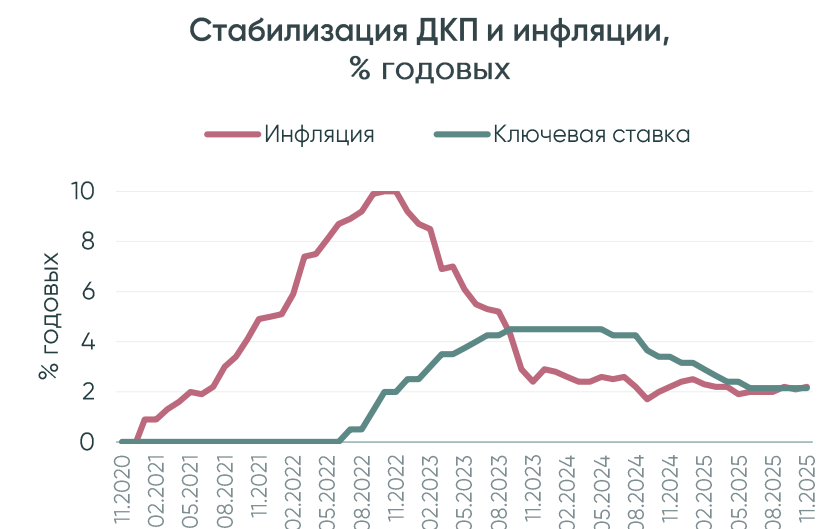
Фискальный стимул ФРГ

Пакет фискального стимулирования экономики ФРГ предусматривает увеличение военных расходов с 2% до 3,5% ВВП к 2029 году и создание фонда инвестиций в инфраструктуру объёмом до 1,5% ВВП ежегодно. Потенциально эти меры могут добавить порядка 0,5 процентного пункта к росту ВВП Еврозоны в 2026 году и увеличить инфляцию на 0,2 пп. Это увеличивает вероятность умеренно жёсткой политики ЕЦБ, поддерживающей курс евро против доллара.



ДКП и инфляция

Денежно-кредитная политика ЕЦБ остаётся сравнительно мягкой: ключевая ставка в декабре 2025 была равна инфляции, при этом инфляция проявляла признаки роста. С учётом относительной слабости потребительского спроса и наплыва китайских товаров, инфляционные риски выглядят умеренными. Тем не менее, вероятность дальнейшего смягчения политики ЕЦБ в такой ситуации минимальна. Стабильность процентных ставок в Еврозоне на фоне снижения ключевой ставки ФРС, скорее всего, продолжит поддерживать курс евро против доллара в 2026 году.



➔ Мы ожидаем небольшого ускорения экономического роста Еврозоны в 2026 при сохранении стабильной инфляции. Снижение мировых цен на нефть оказывает позитивный эффект на состояние экономики крупного импортёра энергоносителей. Европейская экономика и валюта также в наибольшей степени могут выиграть от потенциального геополитического урегулирования среди развитых стран.

Источник: Евростат, Cbonds, Capital Economics, ECB

ТОВАРНЫЕ РЫНКИ: ЗОЛОТО

Факторы роста спроса на золото

Спрос на золото резко повысился в 2025 году под влиянием ускоренного роста глобальной денежной массы и ослабления доллара. Политика новой Администрации США поддержала интерес к инструментам хеджирования от макроэкономической неопределённости, главным из которых традиционно является золото. Центробанки по всему миру продолжили диверсификацию резервов в пользу драгметалла, реагируя на геополитические риски.

В наступающем году все эти факторы, вероятно, останутся в силе. Денежная политика ФРС, судя по всему, станет более мягкой. Сдерживающее влияние может оказывать ослабление спроса на ювелирные изделия со стороны физических лиц в связи с их удорожанием. Кроме того, перед выборами в Конгресс американская администрация, возможно, попытается снизить инфляцию, что способно временно охладить интерес инвесторов к инструментам хеджирования инфляционных рисков. С другой стороны, тот же фактор может побудить и к дополнительным бюджетным расходам для улучшения настроений электората. В долгосрочной перспективе риск фискальной дестабилизации остаётся драйвером спроса на золото.

Экономика США

Экономика Китая

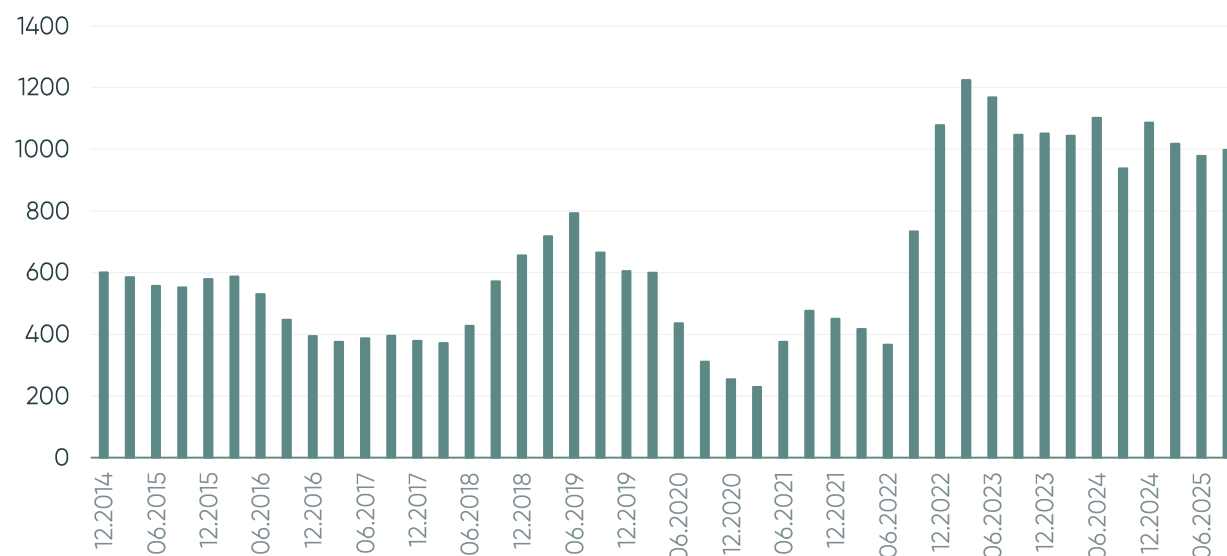
Экономика Евросоюза

→ Товарные рынки: золото

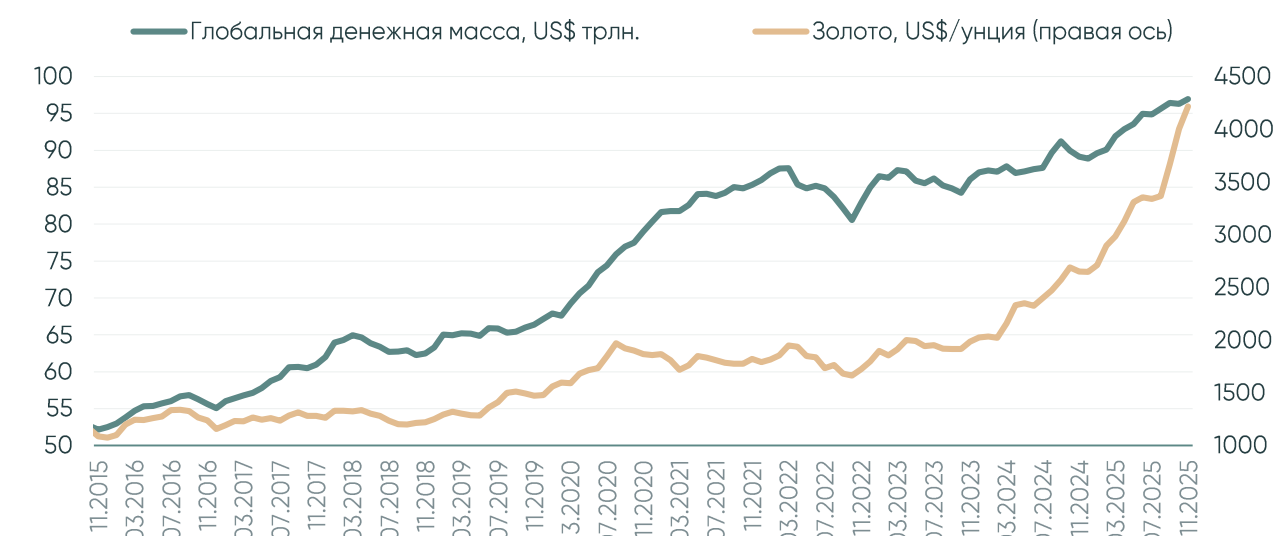
Товарные рынки: нефть

Соотношение глобальной денежной массы к цене золота за унцию показывает, что при росте денежной массы цена золота растет, сигнализируя о девальвации валют. Высокое соотношение указывает на переизбыток ликвидности и потенциальный рост цен на золото как защиту от инфляции.

Нетто покупка-продажа золота Центробанками, тонн



Золото и глобальная денежная масса



- После сильного опережения в 2025 году динамика цены золота может больше соответствовать тренду роста денежной массы – около 10% в год в долларовом выражении.
- С учётом дополнительной поддержки геополитических и фискальных факторов, уравновешенной охлаждением спроса на ювелирные изделия, драгметалл может дорожать на 10–15% в год.
- Ключевой ролью золота в инвестиционных портфелях остаётся снижение совокупного риска за счёт диверсификации.



Экономика США

Экономика Китая

Экономика Евросоюза

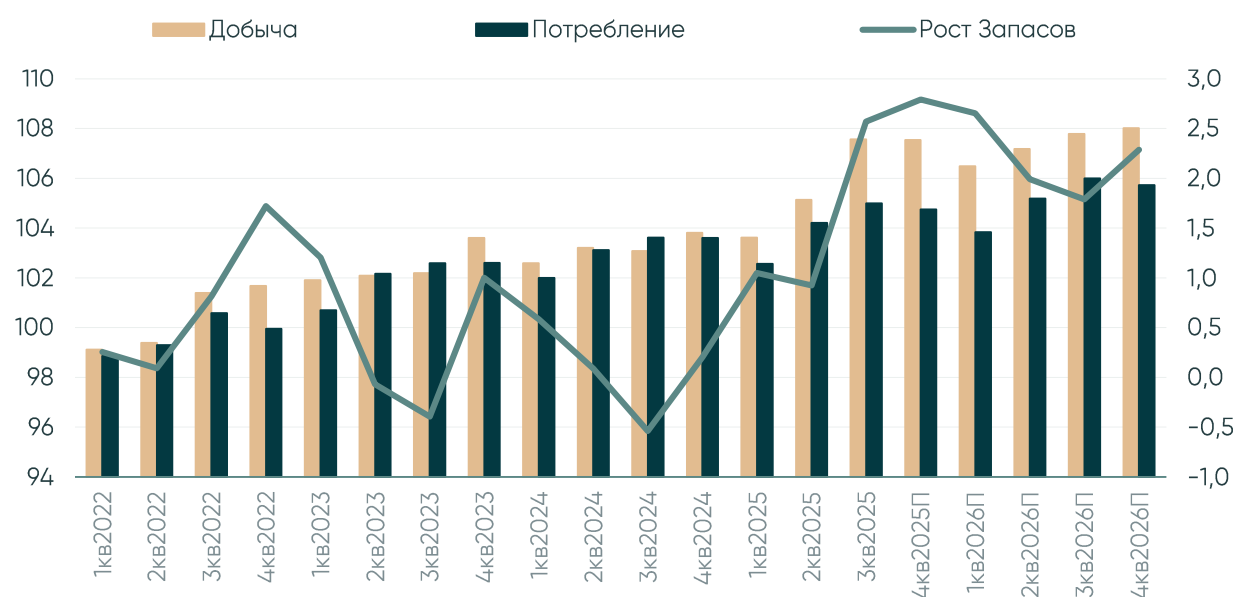
Товарные рынки: золото

→ Товарные рынки: нефть

Нефть в поисках равновесия

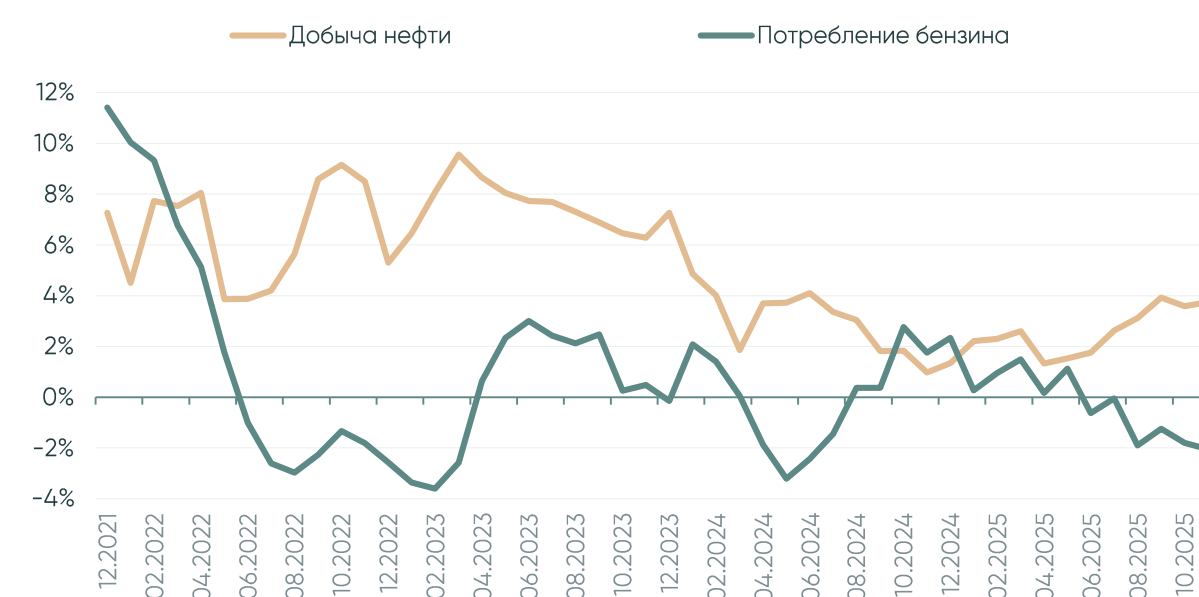
Борьба ОПЕК+ за рыночную долю серьезно сдвинула баланс спроса и предложения на мировом рынке жидких углеводородов в 2025 году. Картель увеличил квоты на добычу почти на 3 млн баррелей в сутки. Тогда как глобальное потребление данного топлива сохранило динамику роста на 1% в год, а по некоторым оценкам – даже меньше. При этом добыча продолжала расти и за пределами картеля. Относительная устойчивость рынка во многом была обеспечена накоплением запасов в Китае.

Глобальный рынок жидких углеводородов*, млн. баррелей в сутки



С декабря 2025 ОПЕК+ взял паузу, и мы ожидаем, что в 2026 его политика будет более взвешенной. Тем не менее, требуется время, чтобы потребление нагнало уже выросшую добычу. Несмотря на падение цен, конечный спрос на топливо в крупнейшей потребляющей стране – США – остаётся слабым, тогда как американские нефтяные компании продолжают наращивать поставки. Готовность Китая дальше накапливать запасы жидких углеводородов является труднопредсказуемым фактором.

Добыча нефти и потребление бензина в США, рост % год-к-году



↗ Мировые цены на нефть могут стабилизироваться по мере сокращения разницы между добычей и потреблением. В краткосрочной перспективе, пока их разрыв ещё значителен, сохраняется риск умеренного снижения цен. Даже в этом случае вряд ли стоимость барреля Brent долго удержится ниже 60 долларов. Хотя и с некоторой задержкой, при таких уровнях уже можно ожидать сокращения активности на самых низкорентабельных сланцевых месторождениях. Прогнозируемое умеренное ускорение экономического роста в США и Евроне также может привести к более активному оживлению спроса на топливо, особенно при сниженных ценах. С 2027–2028 гг. есть вероятность начала восстановления рынка.

Источник: данные EIA от декабря 2024
 (*нефть и газовый конденсат без СПГ и жидкого водорода)

От пика к балансу

ЭКОНОМИКА РФ



→ Экономика РФ

Рублёвые облигации

Замещающие и валютные облигации

Акции РФ

Реальный рост ВВП показывает истинный рост экономики, очищенный от роста цен

Композитный PMI (индекс деловой активности) является опережающим индикатором для прогноза ВВП. Он рассчитывается как средневзвешенное двух PMI (производство и услуги). Чтобы получить такие данные проводят ежемесячные опросы менеджеров по закупкам в промышленности и услугах.

От перегрева к стабилизации

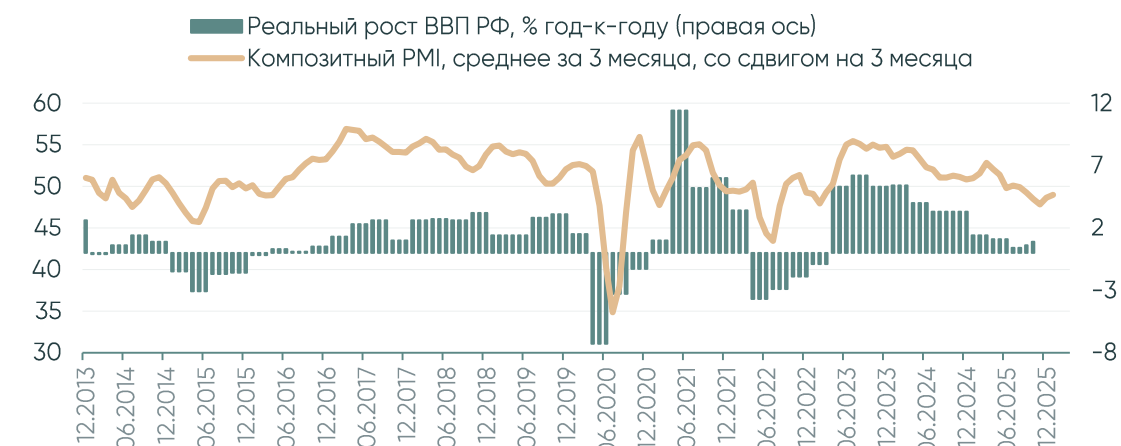
Сочетание жёсткой ДКП, повышения налогов и негативной внешней конъюнктуры закономерно привело к охлаждению российской экономики в 2025 году. Реальный рост ВВП в 3-м квартале замедлился ниже 1% годовых, а динамика промышленности – примерно до 0,5% год к году. Вместе с падением корпоративных прибылей почти прекратилась гонка зарплат, а следом затормозила и потребительская активность. Сокращение льгот по ипотеке серьёзно сдержало динамику строительных работ. Предварительные данные за октябрь-ноябрь 2025 г. говорят о некотором оживлении экономической активности, но его устойчивость вызывает сомнения.

В краткосрочной перспективе деловая активность может испытать дальнейшее давление из-за нового повышения налогов и крепкого рубля, уменьшающего рентабельность и инвестиционную активность в экспортных отраслях. Не исключено, что мы увидим отрицательную динамику ВВП в отдельно взятом квартале, хотя устойчивое снижение показателя маловероятно. Сдержанная динамика деловой активности позволит Центробанку быстрее констатировать, что экономика вышла из состояния перегрева, – а значит, можно возвращать ключевую ставку к нейтральному уровню.

В течение 2026 года можно ожидать более выраженного эффекта от смягчения ДКП, который пока только начинает проявляться. По итогам года в целом данный фактор, вероятно, уравновесит ужесточение фискальной политики, а также остаточные последствия укрепления рубля и ухудшения внешней конъюнктуры. Кроме того, произошедшее увеличение квот на добычу ОПЕК+ должно привести к значительному росту добычи нефти по сравнению с уровнем 2025 года. С другой стороны, активность в сфере услуг, предоставляемых малым бизнесом, торговле и отдельных отраслях обрабатывающей промышленности может сокращаться из-за повышения НДС.

Сохраняющиеся макропруденциальные ограничения и дальнейшее ужесточение нормативов достаточности капитала продолжат сдерживать динамику кредитования. Есть риск некоторого увеличения доли просроченных займов в начале 2026 года из-за повышения налогов и «вызревания» старых высокорискованных потребительских кредитов. Тем не менее, прирост кредитного портфеля по итогам 2026 года может оказаться больше, чем в 2025 году, благодаря оживлению спроса на заёмное финансирование по мере снижения ключевой ставки.

ВВП и его опережающий индикатор



Потребительская активность



- После возможного торможения в 1-м квартале, реальный рост ВВП за весь 2026 год, скорее всего, будет близок к динамике 2025 года – порядка 1%. При этом к концу года, на фоне стабилизации рубля и внешних рынков, вполне возможно ускорение до 1,5-2% годовых.
- Опережающие темпы восстановления могут показать нефтегазовый и финансовые сектора. Обрабатывающая промышленность и малый бизнес в большей степени испытают давление от повышения НДС.



→ Экономика РФ

Рублёвые облигации

Замещающие и валютные облигации

Акции РФ

Реальная ключевая ставка нужна, чтобы понять настоящую стоимость денег с учетом инфляции

Денежная масса M2 отражает общий объем наличных денег в обращении, а также средства на депозитах и счетах, которые можно быстро использовать. Рост M2 отражается в инфляции.

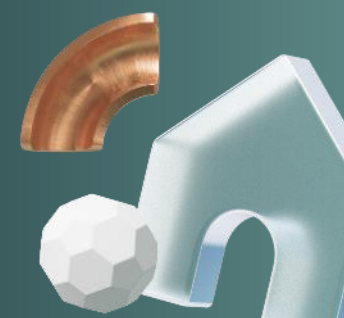


Замедление инфляции в фокусе 2026 года

Потребительская инфляция замедляется с 1-го квартала 2025 года. Этому способствует нормализация динамики денежной массы, в свою очередь связанная со сдерживанием кредитования и бюджетных расходов. В то же время значительный вклад в торможение темпов роста ИПЦ внесло и укрепление рубля, которое может не иметь устойчивого характера. Инфляционные ожидания населения держатся значительно выше уровней 2017-2019 гг., которые руководство ЦБР называет желательными для возврата к нейтральной ДКП. Всё ещё завышенный уровень этих ожиданий может во многом объясняться значительной индексацией тарифов на ЖКУ и повышением НДС. На их нормализацию, вероятно, потребуется время. Как следствие, и цикл смягчения ДКП, скорее всего, окажется более растянутым, чем обычно.

Повышение НДС может добавить к инфляции около одного процентного пункта в начале 2026 года, однако в течение нескольких месяцев данный эффект, вероятно, будет сглажен охлаждением потребительского спроса – по аналогии с тем, как это происходило в 2019 году.

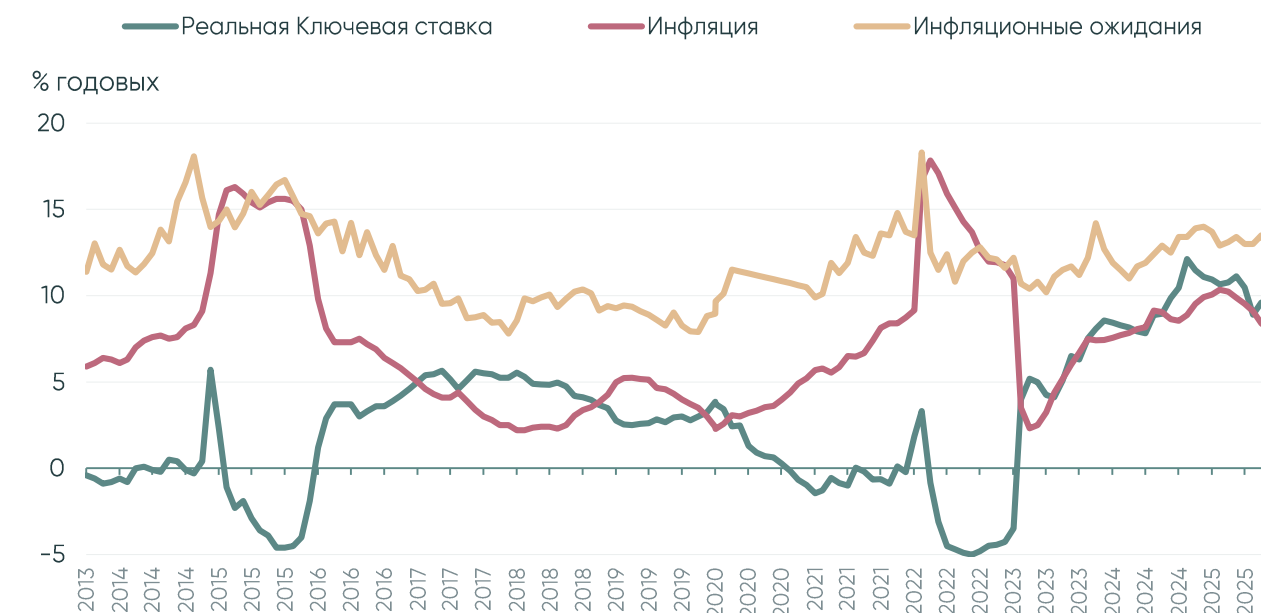
Мы допускаем, что по итогам 2026 года потребительская инфляция сложится на уровне верхней границы прогноза Банка России – 5%, либо несколько выше.



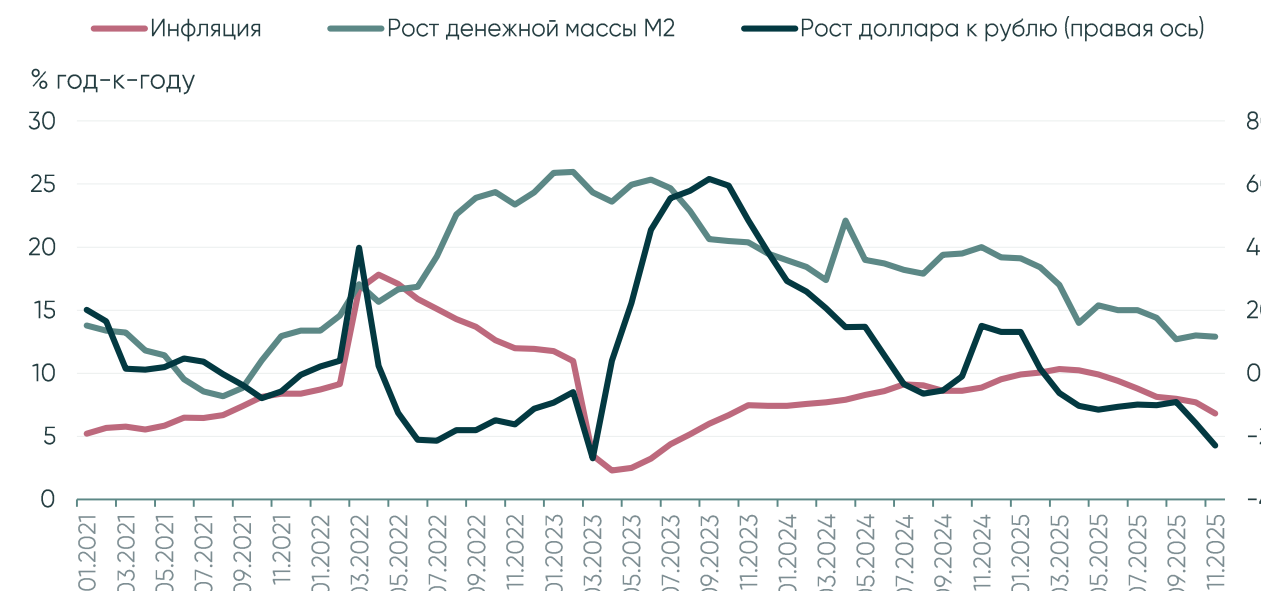
Новый среднесрочный прогноз Банка России, опубликованный в октябре, предполагает возврат к нейтральной ДКП ближе к концу 2027 года. Проинфляционный сценарий «Основных направлений ДКП» допускает сохранение ключевой ставки на уровне **16% годовых в 2026 году.**

Источник: S&P, Банк России

Инфляция снижается, ожидания запаздывают



Динамика ключевых показателей



Упражнение в равновесии

РУБЛЁВЫЕ ОБЛИГАЦИИ



Экономика РФ

→ Рублёвые облигации

Замещающие и валютные облигации

Акции РФ

G-спред по группам рейтингов облигаций это средняя премия за риск (разница в доходности) корпоративных бумаг каждого рейтинга (AAA, AA, A, BBB и т.д.) к аналогичным ОФЗ. Показатель помогает найти недооцененные облигации или контролировать риск-премию.

Смягчение ДКП и высокие ставки

Начало цикла смягчения ДКП в 2025 позволило облигациям с фиксированной ставкой наверстать отставание от флоутеров: ОФЗ с длинной дюрацией за год принесли полную доходность 25% и более.

В цикле смягчения ДКП облигации с фиксированным купоном выигрывают (полная доходность инструментов накопленным итогом)



Однако эффекты повышения НДС и тарифов, необычный дефицит трудовых ресурсов и необходимость закрепления умеренных инфляционных ожиданий могут потребовать более длительного сохранения высоких ставок, чем в предыдущих циклах.

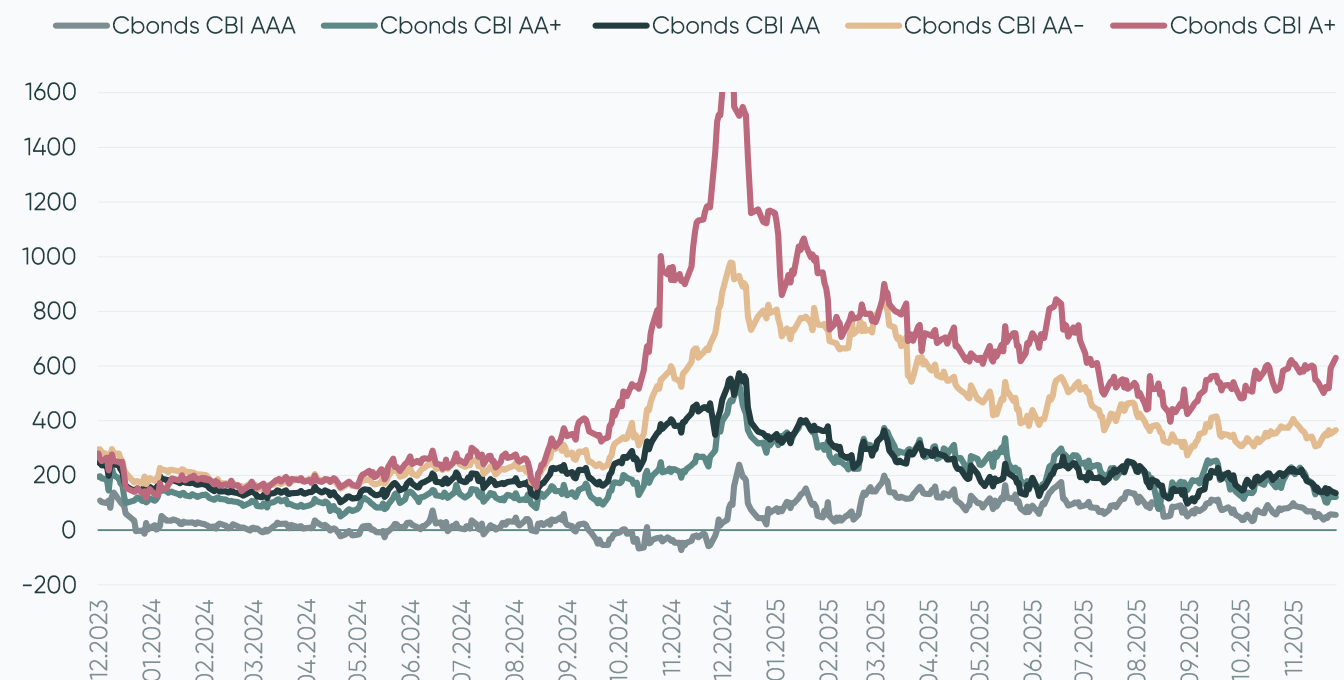
Поэтому мы полагаем, что **средняя ключевая ставка в 2026 году сложится ближе к верхней границе прогнозного диапазона Банка России и в конце года может составить**

около 13,5% годовых

Прибыль корпораций падает 2 года подряд, и долговая нагрузка, по оценке ЦБР, по итогам 1П2025 выросла до максимума за 4 года по соотношению «Чистый долг/ЕБИТДА». Доля компаний с показателем покрытия процентов операционной прибылью (ICR) ниже 3 выросла до 67%.

Сокращение премий за кредитный риск при одновременном ухудшении показателей кредитоспособности предприятий делает корпоративный сегмент рынка менее привлекательным по сравнению с государственными облигациями. Тем более, что у корпоративных облигаций в целом гораздо короче дюрация: т.е. они меньше выигрывают от дальнейшего снижения ставок, чем долгосрочные ОФЗ с фиксированным купоном.

G-спреды по группам рейтингов, б.п.



*Источник: Cbonds, ЦБ РФ / По облигациям без ЦФА



Экономика РФ

→ Рублёвые облигации

Замещающие и валютные облигации

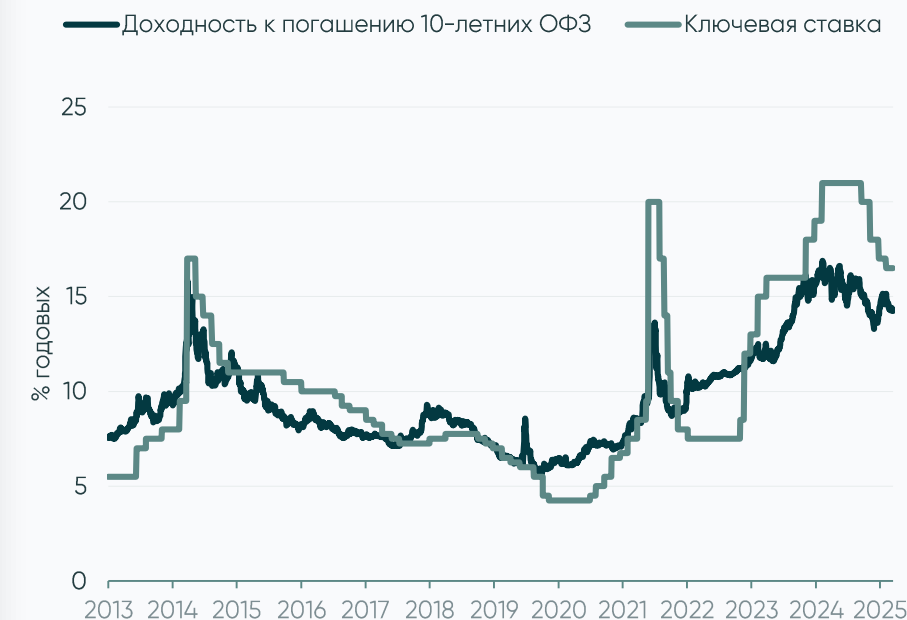
Акции РФ

Длинные ОФЗ остаются лидерами по доходности

↗ В базовом сценарии долгосрочные ОФЗ с фиксированным купоном могут обеспечить наилучший результат на долгом рынке. Однако надо учитывать и вероятность более пессимистичного исхода с сохранением жёсткой ДКП. Это обуславливает целесообразность наличия в портфеле значительной доли флоатеров.

Сценарии	Средняя КС, %	КС на конец года, %	Полная доходность		Вероятность
			ОФЗ- ПД	ОФЗ-ПК	
Базовый	15	13,5	25,7%	16,0%	50%
Оптимистичный	13	10	45,8%	13,9%	20%
Пессимистичный	16	16	10,4%	17,0%	30%
Агрегированный	14,9	13,55	25%	16%	

Большой потенциал нормализации ставок



Стоит также учитывать риск того, что объём размещения ОФЗ по факту вновь значительно превысит первоначальный план. Пока на 2026 год предполагается привлечение 5,5 трлн руб., против ожидаемых 7 трлн руб. в 2025 году. Однако текущие цены Urals и курс доллара гораздо ниже заложенных в расчёт бюджета 2026 года, и при отсутствии улучшений этих параметров дефицит снова может оказаться на 1,5-2 трлн больше изначального плана. Вопрос в том, готов ли будет Минфин снова покрыть это превышение за счёт дополнительного размещения флоатеров, поскольку доля облигаций с плавающим купоном в общем объёме госдолга уже довольно велика. Поэтому присутствие в портфеле значительной доли флоатеров может быть оправданным. Оптимистичный сценарий предполагает удержание инфляции в 2026 г. ниже 5% за счёт отложенных эффектов жёсткой ДКП и крепкого рубля, охлаждения потребительского спроса или по иным причинам. Тогда средняя ключевая ставка соответствует нижней границе прогноза Банка России, с более выраженным снижением в конце 2026 года.

В долгосрочной перспективе длинные ОФЗ остаются одной из лучших инвестиционных возможностей на всех рынках. Сейчас долгосрочные ставки сильно превышают средний исторический уровень. При возврате ключевой ставки к сбалансированным значениям, даже если это растянется на 3 года, совокупная доходность вложений в ОФЗ с самой длинной дюрацией составит более 25% годовых на данном трёхлетнем горизонте. Такие показатели обычно характерны для рынков акций, где риск вложений значительно выше. Причём даже после снижения к привычным уровням 2015-2021 гг. – порядка 8% годовых, – доходность к погашению российских гособлигаций будет обеспечивать солидную премию в 4-6 процентных пунктов к аналогичным показателям развитых стран и Китая – 2-4% годовых.

Сегмент	Прогноз
ОФЗ-ПД	Позитивный
ОФЗ-ПК	Умеренно-позитивный
ОФЗ-ИН	Негативный
Корпоративные облигации (AAA – AA)	Нейтральный
Корпоративные облигации (ниже AA)	Негативный

Источник: Банк России, Росстат, Cbonds, расчеты УК ПСБ



Принцип маятника

ЗАМЕЩАЮЩИЕ И ВАЛЮТНЫЕ ОБЛИГАЦИИ



Экономика РФ

Рублёвые облигации

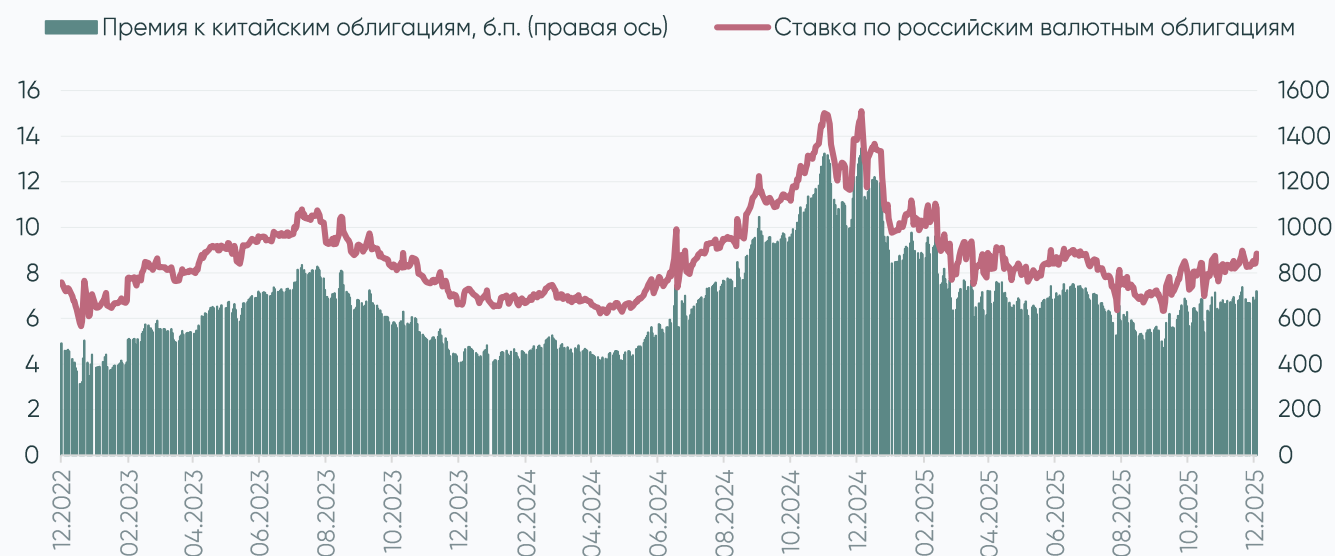
→ **Замещающие и валютные облигации**

Акции РФ

Инвестиционный интерес сохраняется

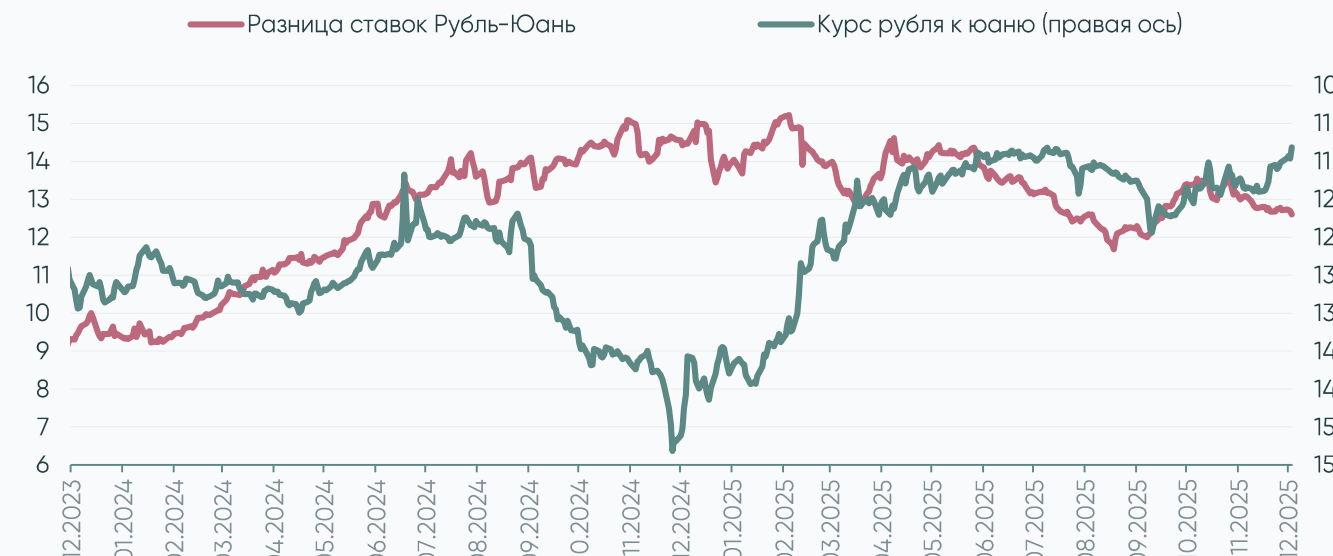
Привлекательные уровни ставок и премий за риск

Рынок валютных облигаций в 2025 году продолжил успешно развиваться. Объём новых корпоративных размещений превысил 20 млрд долларового эквивалента. Министерство финансов РФ разместило первые юаневые ОФЗ на сумму 20 млрд юаней. Практически все новые выпуски пользовались высоким спросом со стороны инвесторов, благодаря привлекательным уровням ставок.



Высокие ставки в РФ поддерживают рубль

Оборотной стороной таких привлекательных ставок на российском рынке стала неожиданная сила рубля. Отток капитала за рубеж почти прекратился, и в страну даже стала поступать валюта из внешнего контура благодаря повышенной доходности. Как следствие, эффективность вложений в валютные облигации по итогам 2025 года складывается значительно ниже, чем в рублёвые. Хотя в долларовом выражении инвесторы заработали более 15% с начала года к 15 декабря.



Валютный курс, по нашему базовому сценарию может составить

82–86 рублей за доллар в конце 2026 года

Пока снижение ключевой ставки не наберёт силу, рубль может оставаться крепким. При геополитической разрядке допускаем укрепление ниже отметки 70, в стрессовом сценарии – снижение до 110 рублей за доллар.



Мы ожидаем дальнейшего роста цен валютных облигаций в 2026 году за счёт сокращения всё ещё высокой премии за риск к зарубежным рынкам.

В то же время, с учётом динамики курсов валют, вложения в рублёвые облигации, вероятно, останутся более эффективными. Для более серьёзного ослабления рубля потребуются глубокое снижение ключевой ставки, которое приведёт и к усиленной позитивной переоценке долгосрочных ОФЗ.

Два года в тени – рассвет близок

АКЦИИ РФ



Экономика РФ

Рублёвые облигации

Замещающие и валютные облигации

→ **Акции РФ**

АКЦИИ РФ

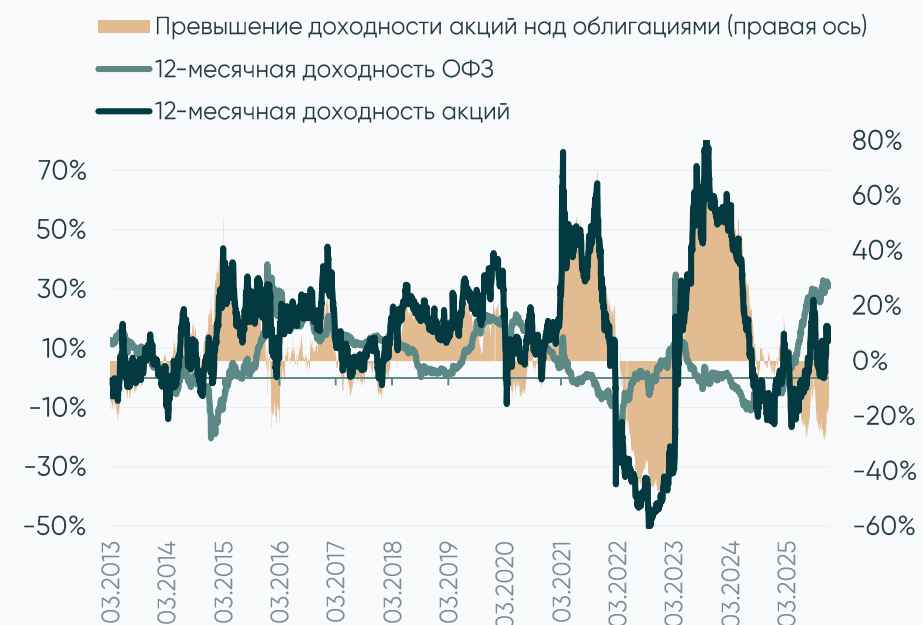
Новый цикл для акций

Доходность разных классов активов на российском рынке – абсолютная и по сравнению друг с другом – подвержена цикличности. Это особенно проявилось в последние 5 лет, когда циклы повышенной доходности акций и облигаций сменяли друг друга. Вероятно, в следующие несколько лет нас ждёт новый позитивный цикл для акций. Однако для этого нужны серьёзные изменения ключевых факторов – процентных ставок, курса рубля, сырьевых цен и геополитической ситуации.

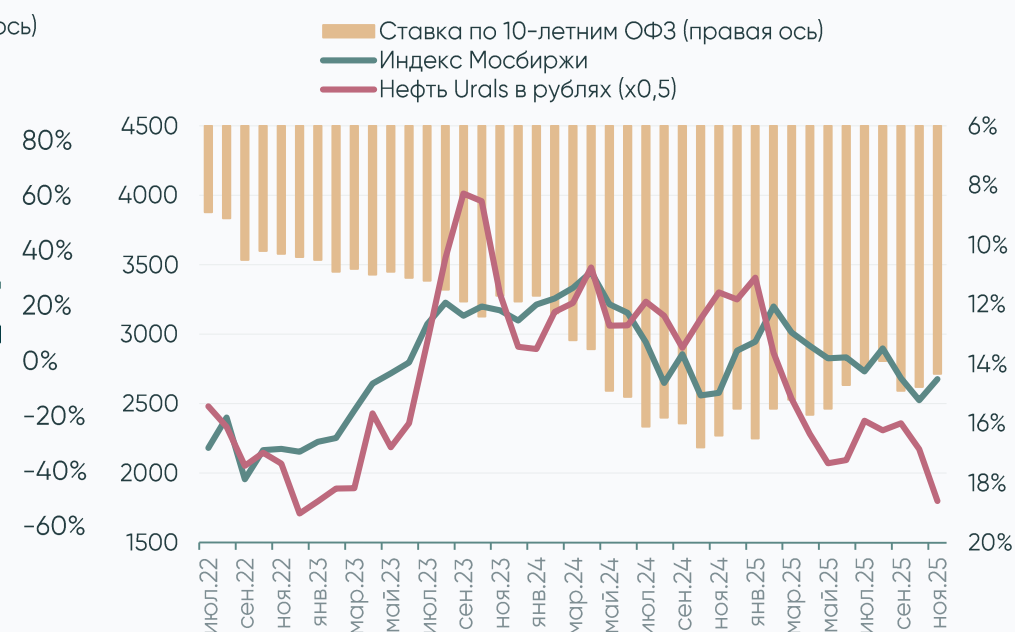
- На горизонте 2-3 года у рынка акций есть потенциал обогнать в доходности остальные классы активов и показать совокупную доходность выше 30% годовых.
- В краткосрочной перспективе динамика рынка будет сильно зависеть от улучшений геополитической обстановки и конъюнктуры мировых сырьевых рынков.

Текущая стоимость барреля Urals в рублях соответствует уровням 1-го квартала 2023 года. Индекс Мосбиржи тогда колебался около 2300 пунктов, хотя ключевая ставка была 7,5% годовых, и налоговая нагрузка на эмитентов была ниже нынешней.

Цикличность рынков и относительной доходности



Индекс Мосбиржи и ключевые факторы

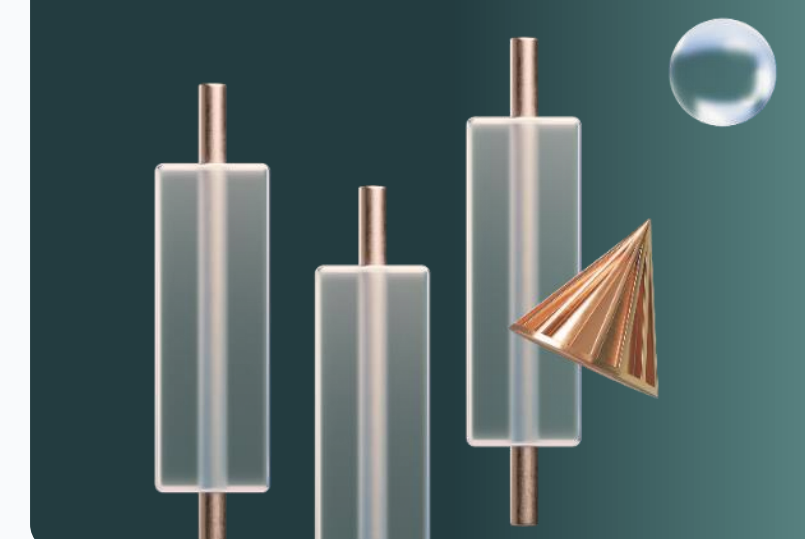


Источник: Банк России, Московская биржа, расчеты УК ПСБ

Нашим базовым прогнозам по ставкам, курсу рубля и нефти соответствует значение индекса Мосбиржи на конец 2026 года

3 150 пунктов

Это не учитывает изменения геополитической ситуации, которые могут привести к серьёзным отклонениям от сценария в любую сторону.





Экономика РФ

Рублёвые облигации

Замещающие и валютные облигации

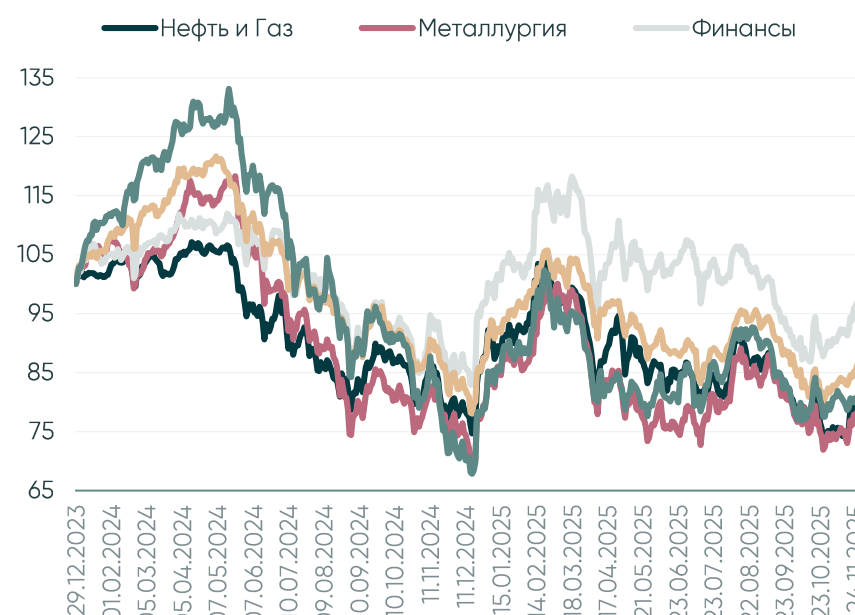
→ **Акции РФ**

P/E Шиллера (CAPE) – это соотношение цены акций к средней прибыли за 10 лет, скорректированной на инфляцию. Если число низкое, то акции могут быть недооценены, как на распродаже, выгодно покупать. Если значение высокое, то акции могут быть переоценены, как переоценённый товар, но это не всегда так и зависит от модели бизнеса.

Динамика секторов в условиях изменения курса рубля и сырьевых цен

Расклад по отраслям: финансы и потребсектор выигрывают

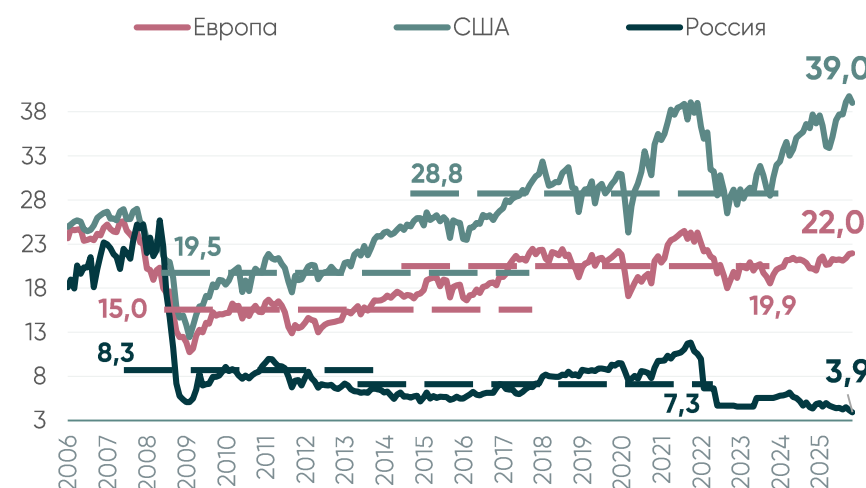
Логичным следствием ситуации с сырьевыми ценами и курсом рубля стало отставание нефтегазового и металлургического секторов от рынка в последние два года. Чёрная металлургия также ощутила негативное влияние от торможения инвестиционной активности в экономике при жёсткой ДКП. Финансовый и потребительский секторы получили основной выигрыш от ускоренного расширения денежной массы в 2023–2024 гг. и повышенных темпов роста доходов населения за последние 3 года.



- По мере перехода рубля к ослаблению относительная динамика секторов рынка может стать более ровной: акции экспортёров перестанут сильно отставать от индекса.
- Сценарий постепенного снижения ставок по-прежнему благоприятен для финансового сектора.
- Потребительский сектор в более уязвимом положении при повышении НДС и замедлении роста зарплат.
- Сильный рост тарифов при снижении инфляции поддержит прибыль энергетиков.

Выбор конкретных эмитентов по-прежнему будет играть не меньшую роль, чем аллокация по отраслям. В уходящем году доходность отдельных акций внутри одной и той же отрасли отличалась на десятки процентов. И на сегодня мы видим очень разный фундаментальный потенциал у различных бумаг, грамотный выбор которых останется одним из секретов эффективного управления портфелем.

Индекс P/E Шиллера*



По ряду наших позиций на рынке акций мы оцениваем фундаментальный потенциал совокупной доходности за 2026 год

от 36% до 63%

В то же время многие из оцениваемых нами эмитентов имеют отрицательный потенциал переоценки.



Источник: Мосбиржа, расчеты УК ПСБ
 (*) Отношение цены акций рынка к средней скорректированной на инфляцию прибыли за 10 лет



Экономика РФ

Рублёвые облигации

Замещающие и валютные облигации

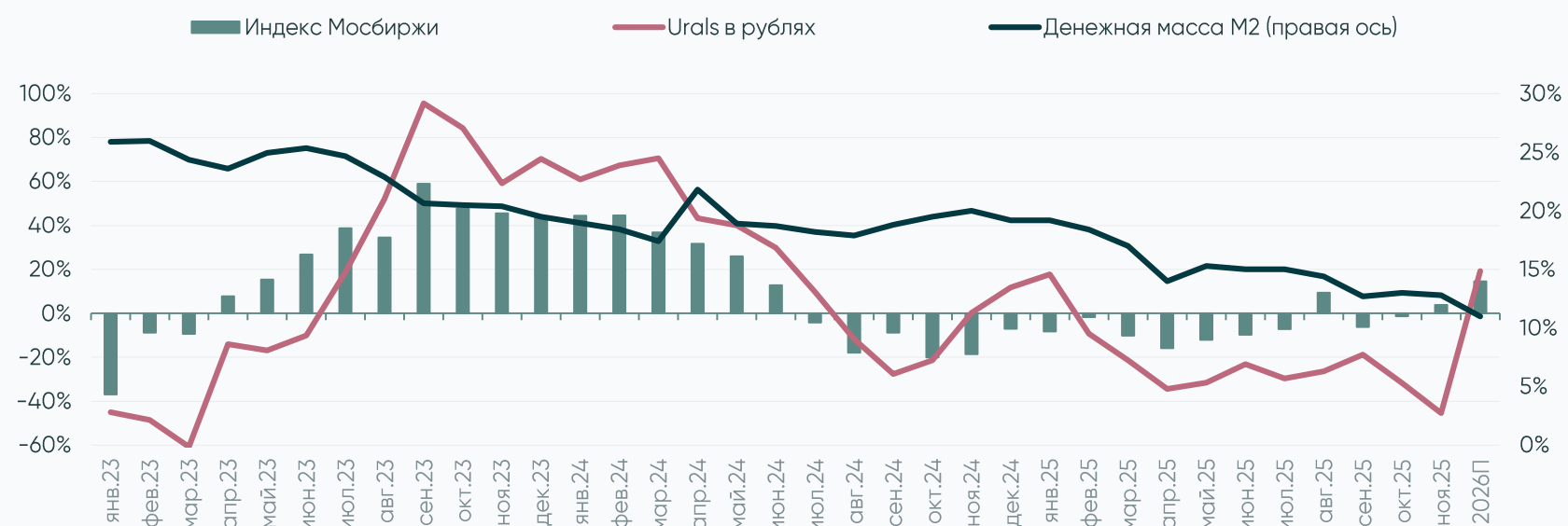
→ **Акции РФ**

АКЦИИ РФ

Финансовая устойчивость компаний: долговая нагрузка и ценообразование

Смягчение ДКП в целом позволит компаниям с большим долгом сокращать расходы на его обслуживание. В то же время, снижение ключевой ставки не предопределено. Поэтому важно проверять корпорации на устойчивость в стрессовых сценариях: долговая нагрузка не должна быть критически высокой. При повышении НДС и всё ещё значительной инфляции расходов на персонал в более выгодном положении будут эмитенты, способные переносить издержки в цену на свою продукцию или услуги, то есть компании с сильными либо квазимонопольными позициями на соответствующих рынках.

Динамика ключевых показателей, % год-к-году



- Сочетание курса рубля и дисконта Urals в 2026, вероятно, станет более благоприятным для нефтяных компаний. Экспортёры в целом менее уязвимы к повышению НДС по сравнению с другими секторами.
- Снижение ставок улучшит положение заёмщиков и даст возможность банкам увеличить прибыль за счёт меньшего резервирования. Некоторые банки также смогут повысить процентную маржу. Индексация тарифов повысит рентабельность газового и энергосетевого бизнеса.



Сектор/отрасль	Прогноз
Нефтяной	Нейтральный
Газовый	Умеренно-положительный
Черная металлургия	Умеренно-негативный
Цветная металлургия	Нейтральный
Потребительский сектор	Нейтральный
ИТ	Умеренно-негативный
Финансы	Умеренно-положительный
Транспорт	Нейтральный
Недвижимость	Умеренно-негативный
Телекоммуникации	Нейтральный
Электроэнергетика	Позитивный

Источник: Банк России, Росстат, Sbonds, расчеты УК ПСБ

Рынки на распутье

СЦЕНАРИИ



→ **Базовый сценарий:**
баланс во всем

Позитивный сценарий:
Рассыпав золотые кудри

Стресс-сценарий:
Что может пойти не так?

БАЗОВЫЙ СЦЕНАРИЙ

Баланс во всем

Основными рисками для нашего прогноза являются:

- Дестабилизация мировых рынков из-за обострения инфляционных и/или фискальных рисков, более жёсткой политики центробанков по сравнению с ожиданиями, схлопывание «пузыря» затрат на искусственный интеллект.
- Слишком медленное торможение инфляции в РФ, либо даже её ускорение. Прекращение снижения процентных ставок или возобновление их роста вызовут отрицательную переоценку большинства финансовых активов.
- Переход российской экономики к спаду под влиянием ужесточения фискальной политики, отложенного эффекта высоких ставок, слабой конъюнктуры сырьевых рынков, значительное количество дефолтов и реструктуризаций долга.
- Дальнейшее серьёзное укрепление рубля при отсутствии роста мировых цен на сырьё и/или улучшений геополитической ситуации.
- Переход мирового рынка нефти к росту под влиянием перебоев с добычей, вооружённых конфликтов или инвестиционного спроса на сырьевые товары.

Показатель/прогноз

Ключевая ставка	10-летняя ставка	Курс доллара
13,5%	12,5%	84
Нефть Brent	Нефть Urals	Рост ВВП
60	50	1%
Инфляция за год	Индекс Мосбиржи	Доходность акций
5%	3 150	24%
Доходность ОФЗ-ПД	Доходность ОФЗ-ПК	Доходность валютных облигаций
25%	16%	18%

ПОЗИТИВНЫЙ СЦЕНАРИЙ



Базовый сценарий:
баланс во всем

→ **Позитивный сценарий:**
Рассыпав золотые кудри

Стресс-сценарий:
Что может пойти не так?

ЧТО ТАКОЕ GOLDILOCKS PERIOD?

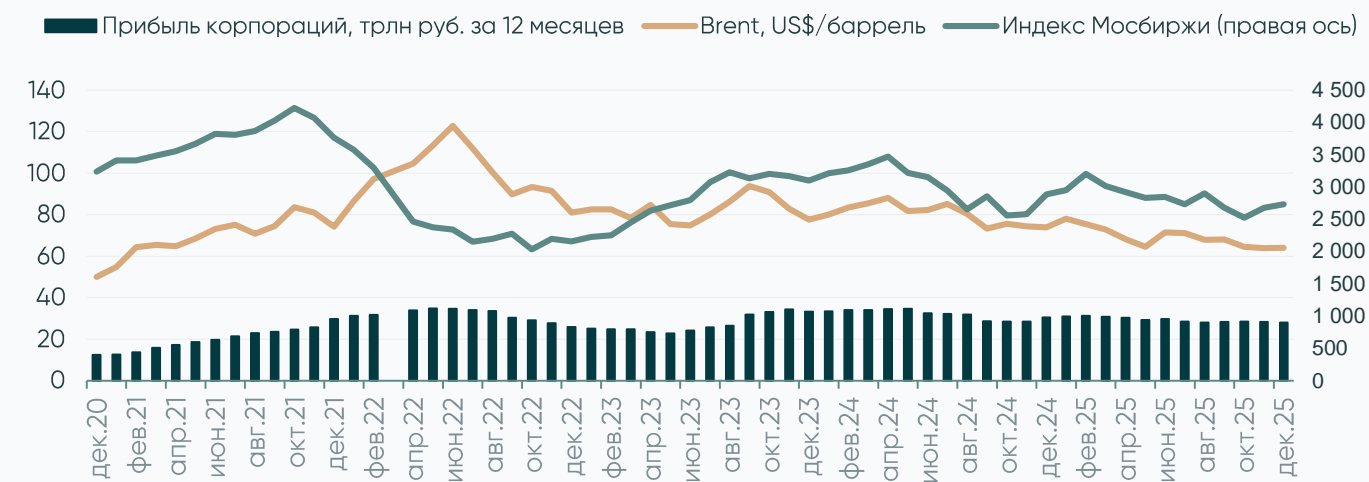
Период, когда экономика находится в состоянии равновесия. Экономика растёт умеренно без резких скачков (ценообразование стабильно) или спада (безработица не сильно растёт и нет массовых сокращений). По сути это период, когда всем всего хватает, но в то же время нет негативных последствий.

Рассыпав золотые кудри

При дальнейшем осязаемом продвижении к урегулированию конфликта инвесторы с большим опережением будут отыгрывать возможное снятие санкций и другие потенциальные выгоды разрядки. Допускаем кратковременный взлёт индекса Мосбиржи до исторического максимума, рубля до 70 и ниже за доллар, падение ставок по рублёвым облигациям ниже 8% годовых. Устойчивое превышение индекса над пиком 2021 года маловероятно, так как нефть стоит на 20-25% дешевле, а прибыль корпораций ниже, чем 4 года назад.

Дальнейшая динамика будет зависеть от конкретных шагов по санкциям, решений по замороженным активам нерезидентов, в том числе возможен Goldilocks period – время, когда на российском рынке будут дорожать практически все классы активов.

Роль нефтяных цен



- ↗ **Макроэкономическая ситуация, вероятно, станет развиваться ближе к Дезинфляционному сценарию «Основных направлений ДКП», с поправкой на усиление притока капитала, которое заставит раньше перейти к нейтральному уровню ключевой ставки.**
- ↗ **Сопоставимый потенциал переоценки рынка акций и «длинных» ОФЗ за счёт смягчения ДКП. Выигрыш рынка акций может быть сдержан укреплением рубля. В то же время, акции наиболее выраженных бенефициаров разрядки могут достаточно быстро удвоиться в цене.**

Показатель/прогноз

Ключевая ставка

7%

10-летняя ставка

8%

Курс доллара

70

Нефть Brent

57

Нефть Urals

55

Рост ВВП

3%

Инфляция за год

4%

Индекс Мосбиржи

4 200

Доходность акций

60%

Доходность «длинных» ОФЗ

65%

Акции-бенефициары разрядки

~100%



Базовый сценарий:
баланс во всем

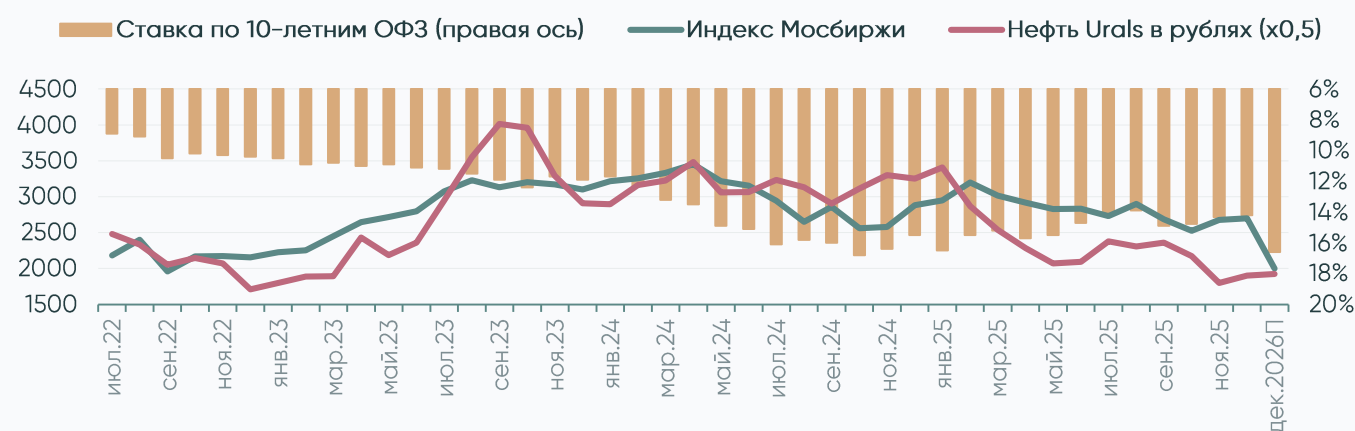
Позитивный сценарий:
Рассыпав золотые кудри

→ Стресс-сценарий:
Что может пойти не так?

Что может пойти не так?

Отсутствие улучшений в геополитике и спад мировых рынков

Сохранение внешних ограничений препятствует оживлению российской экономики и восстановлению прибыли компаний. Рост мировой экономики серьёзно замедляется из-за отложенного эффекта торговых войн. Влияние того же эффекта на инфляцию мешает зарубежным Центробанкам быстро снизить ставки для стимулирования деловой активности. Превышение мировой добычи нефти над потреблением увеличивается, Brent тестирует отметку 50 долларов за баррель. Дисконт Urals в среднем выше, чем за 2025 год. Влияние НДС на инфляцию оказывается больше прогнозов; к нему добавляется ослабление рубля из-за падения цены Urals и отложенного спроса на импорт. ЦБР вынужден поднять ключевую ставку, несмотря на краткосрочное снижение ВВП. Это позволяет стабилизировать рубль. Наибольшие потери будут у компаний финансового сектора и сферы недвижимости.



Данный сценарий представляет собой сочетание проинфляционного и рискованного сценариев из «Основных направлений ДКП», с менее выраженным спадом мировой экономики и более устойчивым курсом рубля, позволяющим избежать резкого ужесточения ДКП.

- Лучшим классом активов становятся валютные облигации. Возможно, — золото, при агрессивном снижении ставки ФРС.
- Среди рублёвых инструментов лидируют ОФЗ с плавающим купоном.
- На рынке акций опережающую динамику показывают нефтегазовый сектор и золотодобывающая отрасль.

Источник: Банк России, Росстат, Cbonds, расчеты УК ПСБ

Показатель/прогноз

Ключевая ставка

18%

10-летняя ставка

16,5%

Курс доллара

110

Нефть Brent

50

Нефть Urals

35

Рост ВВП

-2%

Инфляция за год

10%

Индекс Мосбиржи

2 000

Доходность акций

-20%

Доходность ОФЗ-ПД

3%

Доходность ОФЗ-ПК

18%

Доходность валютных облигаций

45%

Баланс во всем

ИТОГОВЫЙ ПРОГНОЗ



ИТОГОВЫЙ ПРОГНОЗ

Актив	Прогноз
Рублевые облигации с фиксированным купоном	Позитивный
Рублевые облигации с плавающим купоном	Нейтральный
ОФЗ с индексируемым номиналом	Негативный
Валютные/Замещающие облигации	Умеренно-позитивный
Акции РФ	Умеренно-позитивный
Валюта	Нейтральный
Нефть Brent	Умеренно-негативный
Золото	Умеренно-позитивный

Показатель	Прогноз
Ключевая ставка	13,5%
10-летняя ставка	12,5%
Курс доллара	84
Нефть Brent	60
Нефть Urals	50
Рост ВВП	1%
Инфляция за год	5%
Индекс Мосбиржи	3 150
Доходность акций	24%
Доходность ОФЗ-ПД	25%
Доходность ОФЗ-ПК	16%
Доходность валютных облигаций	18%

Обязательная информация

Настоящий информационно-аналитический обзор предоставляется исключительно в информационных целях и не содержит рекомендаций или предложений о совершении сделок. ООО «УК ПРОМСВЯЗЬ» уведомляет, что использование представленной информации не обеспечивает защиту от убытков или получение прибыли. ООО «УК ПРОМСВЯЗЬ» и его сотрудники не несут ответственности за полноту и точность предоставленной информации, а также последствия её использования, и оставляют за собой право пересмотреть ее содержание в любой момент без предварительного уведомления. Настоящим уведомляем всех заинтересованных лиц о том, что при подготовке обзора использовалась информация, полученная из сети Интернет, а также других открытых источников информации, рассматриваемых нами на момент публикации как достоверные. Данные материалы подготовлены аналитиками управляющей компании, отображают частное мнение и не являются обещанием в будущем эффективности деятельности (доходности финансовых вложений). Данный материал не является индивидуальной инвестиционной рекомендацией.

С информацией, содержащейся в ключевом информационном документе (КИД), который содержит основные сведения о фонде, включая основные риски, можно ознакомиться на сайте компании - www.upravlyaem.ru – Раздел «О компании / Раскрытие информации в соответствии с требованиями законодательства».

Общество с ограниченной ответственностью «Управляющая компания ПРОМСВЯЗЬ». Лицензия на осуществление деятельности по управлению инвестиционными фондами, паевыми инвестиционными фондами и негосударственными пенсионными фондами № 21-000-1-00096 от 20.12.2002 выдана ФКЦБ России. Лицензия профессионального участника ценных бумаг на осуществление деятельности по управлению ценными бумагами № 045-10104-001000 от 10.04.2007, выдана ФСФР России.

Не является индивидуальной инвестиционной рекомендацией.