



НАВИГАЦИЯ В ТУМАНЕ

2026



СОДЕРЖАНИЕ

ЛИНИЯ ГОРИЗОНТА.....	3
КАРТА МЕСТНОСТИ	4
ГИДРОГРАФИЯ МЕСТНОСТИ.....	6
ДИНАМИКА РОСТА ДЕНЕЖНЫХ АГРЕГАТОВ	6
ИНФЛЯЦИЯ И КЛЮЧЕВАЯ СТАВКА	8
БАНКОВСКИЙ СЕКТОР.....	9
НАЛОГИ	11
КУРС.....	12
БЕЗРАБОТИЦА И РЫНОК ТРУДА	14
БЮДЖЕТ	15
ВВП И ФИНАНСОВЫЕ РЫНКИ.....	17
В ПОИСКАХ СОКРОВИЩ	20
НЕФТЬ	20
ЗОЛОТО	21
СЕРЕБРО И ПРОМЫШЛЕННЫЕ МЕТАЛЛЫ	22
БИТКОИН	23
КРУИЗ ВОКРУГ СВЕТА	24
США.....	24
ЕВРОПА.....	25
ЯПОНИЯ.....	25
КИТАЙ.....	26
БУХТА ДЛЯ КАПИТАЛА	27
СИТУАТИВНЫЙ АНАЛИЗ РЫНКА ОБЛИГАЦИЙ.....	27
РЫНОК ВДО И РИСКИ	28
РЫНОК ВАЛЮТНЫХ ОБЛИГАЦИЙ	28
РЫНОК ОБЛИГАЦИЙ С ПЛАВАЮЩИМ КУПОНОМ	29
СЕВЕРНЫЙ ВЕТЕР	31
ОБЩАЯ СИТУАЦИЯ НА РЫНКЕ АКЦИЙ.....	31
ОБЗОР ПО ОТРАСЛЯМ	32
ПРОГНОЗ.....	38
РЫНОЧНЫЕ ТЕЧЕНИЯ.....	41
В ФАРВАТЕРЕ.....	42
ДРЕЙФУЮЩИЕ ЛЬДИНЫ	44
ШВАРТОВКА.....	45

ЛИНИЯ ГОРИЗОНТА

Краткий прогноз

ВВП

+ 0,1-0,5%

Считаем, что высокая ключевая ставка и низкая цена на нефть будут тормозить рост ВВП

USD/RUB

90

На фоне высокой ставки рубль будет оставаться крепким, закрытые потоки капитала будут сдерживать его рост, (средний курс по году)

IMOEX

2600

Слабый ВВП, крепкий рубль и высокая ставка будут оказывать влияние на отчетность и дивиденды компаний, (на конец года)

Ключевая ставка

14%

ЦБ будет действовать осторожно, сохраняя жесткую ДКП на протяжении длительного периода, (средняя ключевая ставка по году)

Brent

60-65 \$

Замедление мирового ВВП и профицит на рынке нефти будут сдерживать цену

КАРТА МЕСТНОСТИ

Превью

Превью на конец 2025 года:

Мир:

- Торговая война и тарифный шок: В апреле 2025 года рынки обвалились после объявления Дональдом Трампом высоких тарифов на большинство импортных товаров, что повлекло страх рецессии и синхронную распродажу на глобальных рынках. В 2025 году индекс S&P 500 вырос на 16,5%, показав диапазон колебаний от 4836 до 6923 пунктов.
- Технологический сектор: В 2025 году спрос на акции технологических компаний (NVIDIA, TSMC, Nebius Group и т.д.) продолжает расти на фоне стремительного внедрения ИИ-решений и цифровой инфраструктуры.
- Криптовалюта: Биткоин, несмотря на свою волатильность, закрепляется как стратегический актив институциональных портфелей, усиливая свою роль в глобальной финансовой экосистеме. В 2025 году биткоин торговался в диапазоне от 76985\$ до 125256\$. На конец года стоимость составила 88210\$.
- Переход к защитным активам: Инвесторы активно искали убежища – спрос на гособлигации, золото и безопасные валюты (йена, швейцарский франк).
- Ситуация на рынке нефти: В течение прошедшего года цена на нефть падала, находясь в диапазоне 58 – 82 \$/барр., рынок нефти перешёл в состояние профицита, предложение растёт быстрее спроса из-за постепенного наращивания добычи. Это привело к снижению цен и давлению на инвестиции, поскольку фиксируется переизбыток баррелей на рынке. ОПЕК+ в 2025 году больше ориентировался на сохранение доли рынка, чем на поддержание высоких цен. На конец года стоимость нефти упала до 61,36 \$/барр.
- Ситуация на рынке металлов:
 - Золото – стоимость составляет 4409,96 \$/треиц. унц. – выросло на 68,08% – причиной является напряженная геополитическая обстановка, в свете чего золото пользовалось спросом среди инвесторов и Центральных Банков, в качестве сберегательного ресурса.
 - Серебро – 69,1 \$/треиц. унц. – рост на 138,36% – из-за сочетания инвестиционного спроса, как «убежища» и промышленного спроса в секторах солнечной энергетики и электроники.
 - Платина – 2067,54 \$/треиц. унц. – рост на 127,15% – сильный рост из-за ограниченного предложения (особенно Южной Африки), расширения применения (катализаторы, водородные технологии), уход от золота из-за его выросшей стоимости.
 - Палладий – 1774,12 \$/треиц. унц. – рост на 94,4% – восстановление спроса на автомобильные катализаторы и перебои с поставками повлияли на рост цен, несмотря на чувствительность рынка палладия к переходу на электромобили.
 - Алюминий – 2957,25 \$/т. – рост на 16,9% – влияние слабого доллара и опасений по поставкам, роста спроса на легкие металлы для зеленой энергетики и инфраструктуры.

- Медь – 11942,25 \$/т. – рост на 35,75% – рост обусловлен перебоями в добыче, ростом спроса на инфраструктуру и новую энергетику, ослаблением доллара США и опасениями по дефициту концентрата.
- Никель – 15057,5 \$/т. – потерял 0,02% от стоимости на начало года – находится под давлением из-за переизбытка предложения, регуляторных изменений и производственных рисков.
- Оживление на развивающихся рынках и его перспективы: Несмотря на шок, рынки развивающихся стран показали сильный отскок. Индекс MSCI Emerging Markets вырос на 28,5% за последний год. Прогнозируется продолжение роста ЕМ за счёт слабого доллара и географической диверсификации.
- Основные угрозы: Дальнейшая неопределенность с тарифами, потенциал эскалации торговых войн и дальнейшее «надувание пузыря» в технологическом секторе.
- Ситуация на конец года: рынки остаются волатильными, инвесторы боятся новых тарифов, но развивающиеся рынки демонстрируют устойчивость и привлекают капитал.

Россия:

- Общий настрой и риски: Российский рынок в 2025 году оставался чувствительным к политическим изменениям. Волатильность часто усиливалась под влиянием geopolитики.
- Процентная политика и инфляция: Рынок закладывал более резкое снижение ключевой ставки Банка России, что привело к переоценке индексов на более низкие уровни и нахождению рынка под давлением. Инфляция замедлилась, но ЦБ сохраняет жесткую денежно-кредитную политику. Реальная процентная ставка составляет около 10%.
- Корпоративные и макроэкономические вызовы: При этом замедление промышленного роста и слабая экономическая активность создавали структурные барьеры.
- Индекс IIMOEX: На протяжении всего 2025 года российский рынок находился под давлением, показывая негативную динамику. В период ожиданий встречи Владимира Путина и Дональда Трампа IIMOEX вырос до 3343,83 пунктов – инвесторы реагировали оптимизмом, рассчитывая на снижение geopolитической напряженности. Когда надежды на итоговые соглашения не оправдались, IIMOEX откатился до 2476,92 пунктов. А на конец года составляет 2736 пунктов.
- Ситуация на конец года: российский рынок завершает год на похожем уровне, что и 2024 и с высокой волатильностью, но фундаментальные драйверы (дивиденды, снижение ключевой ставки с 21% до 16%, geopolитика) могут стать основанием для восстановления, если рисковые факторы ослабнут.

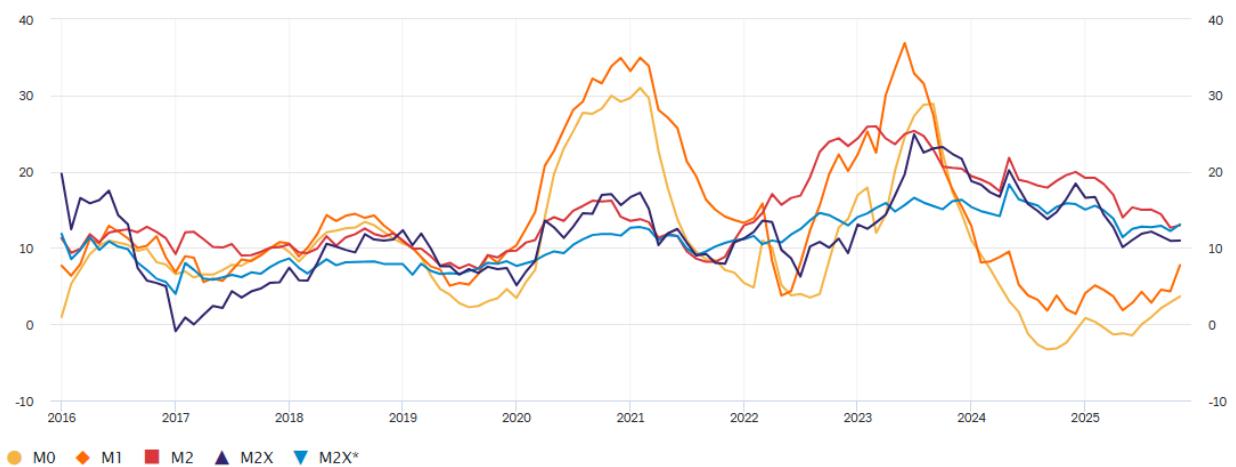
ГИДРОГРАФИЯ МЕСТНОСТИ

Макроэкономические показатели

ДИНАМИКА РОСТА ДЕНЕЖНЫХ АГРЕГАТОВ

Объём денежной массы (M2X) на конец года составил около 136,9 трлн. руб. Годовой рост агрегатов M2X и M2 составил около 13%. Тогда как вклад банковских требований к экономикам (корпорации + домашние хозяйства) в рост M2X остался значительным – около 13,1 трлн. руб. за год. Что касается кредитования экономики: за 5 лет рост кредитов корпоративному сектору показывал высокие темпы роста, с последующим снижением и замедлением кредитования. В 2025 году рост составил 8%. Динамика роста кредитов физическим лицам чуть слабее и равняется 7%. Суммарно ликвидность в экономике продолжает расти – и M2, и M2X демонстрируют двузначные темпы роста (по сравнению с годом ранее) и стабильный прирост по месяцам. Рост этих агрегатов – сигнал наличия «денег» в системе, увеличения банковской ликвидности, потенциальной способности кредитования и трансляции денежной политики.

Годовые темпы прироста денежных агрегатов, %



* Исключая валютную переоценку.

Доля депозитов населения и M2X (в млрд. руб.)



Кредит экономике (в млрд. руб.)



Согласно обзору Банка России, рост номинальной заработной платы на 2025 год составил около +13,3%, а рост реальной заработной платы – лишь около 4,5% за год. А инфляция (SAAR) по аналитике ЦБ на 2025 год составила около 6,7%. Несмотря на рост номинальных доходов, реальные доходы (с учётом инфляции) растут значительно медленнее, что ограничивает покупательную способность населения. Если денежная масса (M2/M2X) растёт на ~13% (год-к-году), а реальные доходы населения на ~3,5-4,5% или даже меньше, возникает существенная асимметрия: много ликвидности, но не пропорционально росту потребительского дохода и спроса. Что приводит к более пессимистичной ситуации на рынке.

По данным Банка России, в 2025 году годовая инфляция замедлилась до примерно 6,5%, после пика выше 8-9% в предшествующие месяцы. При этом во втором полугодии

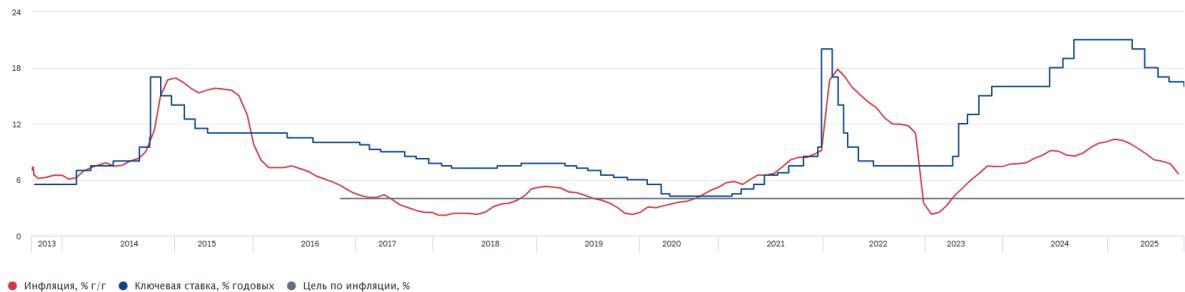
отмечается устойчивое снижение темпов роста цен, что создаёт предпосылки для дальнейшей стабилизации. Снижение создаст более благоприятную среду для экономического развития, однако не стоит забывать о риске проявления «остаточной» инфляции и возникновения проинфляционных факторов.

Предполагается, что денежные агрегаты ($M2/M2X$) продолжат расти с постепенным замедлением темпов роста, при возможном усилении контроля банковской системой и регулятором. Инфляция будет снижаться в среднесрочной перспективе (прогноз Банка России: ~5,1 % в 2026 году и ~4,1 % в 2027 году). Корпоративные кредиты останутся основным драйвером роста денежной массы, который может замедлиться. Кредиты физическим лицам могут показать некоторое оживление, если ключевая ставка снизится и банковские условия смягчатся. Однако рост кредитования физическими лицам останется низким, из-за слабого роста доходов и высокого уровня ставок. Усиленное кредитование сегодня создаёт базу долговой нагрузки, но не гарантирует автоматического роста экономической активности. Реальный рост заработных плат также будет замедляться до ~2,7-2,9% в 2026-2027 годах. Денежно-кредитная политика создаёт увеличивающуюся ликвидность, но эта ликвидность не трансформируется в пропорциональный рост реальных доходов и потребительского спроса — из-за умеренного роста реальных зарплат и слабой динамики экономики. Создаётся риск, что денежная масса будет накапливаться в финансовой системе, либо направляться не в реальные инвестиции в продукцию/спрос, а в депозиты/запасы. Наличие денег без соответствующего экономического роста — проинфляционный фактор.

ИНФЛЯЦИЯ И КЛЮЧЕВАЯ СТАВКА

С 2024 года Банк России удерживал ключевую ставку на очень высоком уровне (до 21%), как инструмент сдерживания инфляции. С 9 июня 2025 года Банк России начал постепенное снижение процентной ставки, на конец года ставка равняется 16%. Инфляция продолжает оставаться выше целевого диапазона (4%) и ожидания инфляции остаются высокими, поэтому денежно-кредитная политика остаётся «жёсткой». Высокие ставки ограничивали кредитование, сдерживали рост корпоративных и потребительских займов, а банковские ставки по кредитам оставались крайне высокими — все это снижало инвестиционную и потребительскую активность. Снижение ставки произошло благодаря снижению уровня инфляции, опасениям стагнации из-за ограниченного внутреннего спроса, слабого роста экономики, необходимостью стимуляции экономической активности и кредитования.

Ключевая ставка банка России и уровень инфляции



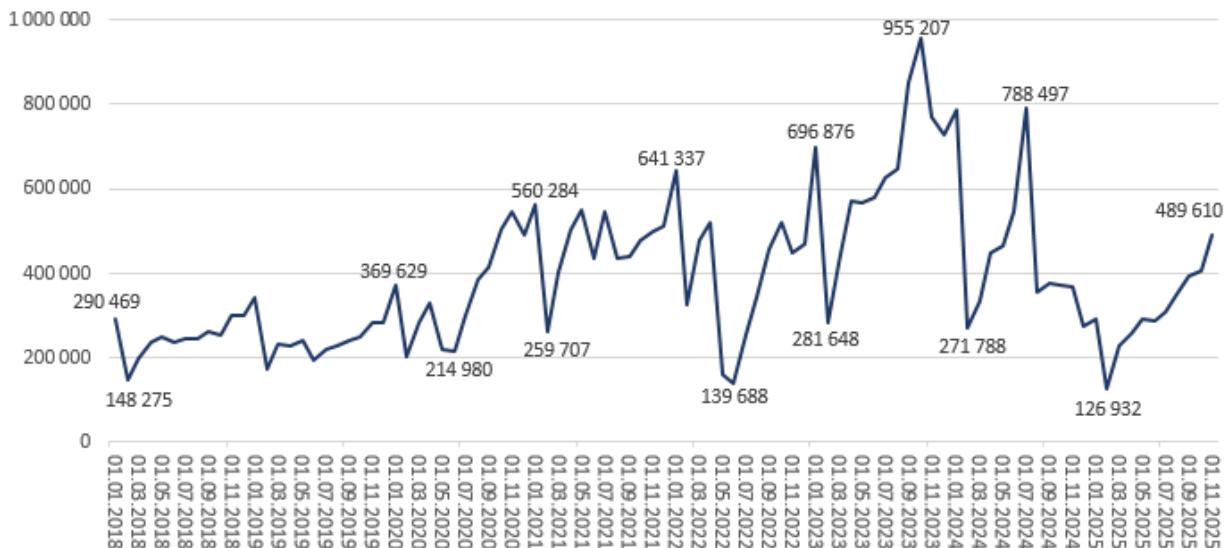
Банк России в своём пресс-релизе указывает, что средняя ставка по сценарию будет находиться в диапазоне 13-15% годовых в 2026 году. Если инфляция будет снижаться к целевым 4% годовых, регулятор может постепенно снижать ставку ещё дальше, но с оглядкой на сохранение устойчивости цен. Важно учитывать, что ставка не будет снижаться быстро, пока инфляционные ожидания и базовая инфляция остаются выше целевого уровня.

Ключевая процентная ставка остаётся важнейшим инструментом денежно-кредитной политики России. Хотя условия начинают смягчаться, доступ к дешёвому капиталу всё ещё сильно ограничен. В декабре инфляционные ожидания выросли до 13,7% (что на 0,4% выше показателя ноября) и остаются повышенными, их снижение является длительным процессом. В 2025 году рубль был стабилен, и укрепился с отметки 100,7 на начало года до 78,72 на конец года, но его ослабление может ограничивать степень снижения ставки. Динамика роста ВВП приближается к 0 и близка к рецессии. А при условии, что внешние риски и волатильность рубля сохранятся, а инфляционные ожидания останутся повышенными, темпы снижения ставки будут ограничены. Более того, на фоне высоких ставок риск стагнации в 2026 году реален. Именно этот фактор может стать главным мотиватором для снижения КС, во избежание затяжного экономического застоя. Степень снижения ставки будет ограничена, если внешние риски и волатильность рубля сохранятся, а инфляционные ожидания останутся повышенными.

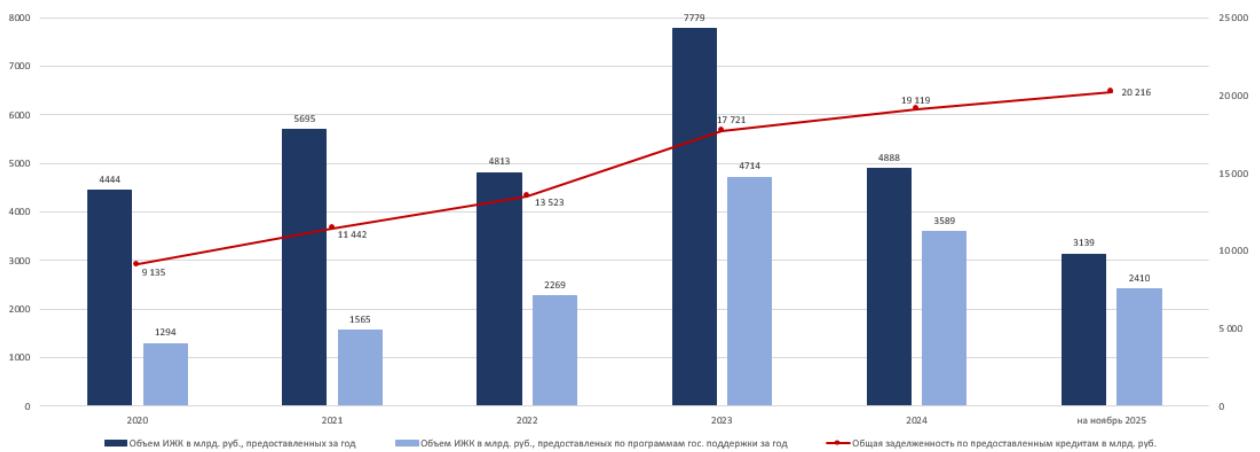
БАНКОВСКИЙ СЕКТОР

По данным Банк России, задолженность по ипотечным кредитам составляет значительную долю совокупного кредитного портфеля: по состоянию на конец 2025 года объем ипотечных кредитов равняется примерно 20 трлн. руб.. Средневзвешенный срок ипотечных кредитов умеренно растёт: исследования показывают, что в 2018 году средний срок ипотечного кредита составлял ~194 месяца, тогда как на 2025 год – ~307 месяцев, что практически на 58% больше и связано с введением льготной «семейной ипотеки» в 2018 году. Ставки по рыночной ипотеке остаются высокими. За последние годы объем ИЖК представленных по программам государственной поддержки занимает практически 80% от общей массы. А вот общий объем рыночной ипотеки сократился практически в 2 раза, по сравнению с 2024 годом. Для банковского сектора это означает значительную долговую нагрузку по ипотеке, удлинение сроков кредитов (то есть повышение риска процентной и сроковой трансмиссии), и высокую ставку финансирования, которая давит на маржу банков и рост кредитования.

Объем предоставленных кредитов за месяц (в млн. руб.)



ИЖК, предоставленные за месяц (в млрд. руб.)



Прогноз:

- В 2026 году общий объем ипотечной задолженности будет расти, но темпы роста замедлятся в связи с высокой ключевой ставкой и ограниченной покупательной способностью населения.
- Средневзвешенный срок ипотечных кредитов может продолжить расти – банки будут предлагать более длительные сроки, чтобы снизить ежемесячную нагрузку заемщиков и стимулировать спрос.
- Ставки по ипотеке могут начать постепенно снижаться, если ключевая ставка и банковский фондовый ресурс станут дешевле – это может улучшить качество кредитного портфеля банков и стимулировать рынок жилищного кредитования. В противном случае, ожидаются ограничения доступа к ипотекам и слабый рост рынка.
- Доли просрочек и проблемных кредитов могут вырасти при ухудшении экономической динамики, особенно если доходы населения не будут расти.

Банковский сектор находится в фазе высокой долговой нагрузки по ипотеке и кредитам, с удлинением сроков и высоким уровнем ставок. До тех пор, пока ключевая ставка и банковские условия не улучшатся, и покупательная способность населения не вырастет – рост кредитного портфеля банков будет сдержан.

НАЛОГИ

В 2025 году российская налоговая политика демонстрирует усиление фискальной нагрузки на предприятия и рост требований к прозрачности. По УСН видно, что порог выручки, при котором предприниматели освобождены от НДС, планируется снизить: с 60 млн. руб. до 20 млн. руб. уже в 2026 году, до 15 млн. руб. в 2027 году и до 10 млн. руб. в 2028 году. Категории малого бизнеса, которые ранее могли работать без уплаты НДС, скоро попадут под обязательства, что увеличит их налоговую нагрузку и издержки. Касаемо НДС, с 1 января 2026 года предусмотрено повышение общей ставки с 20% до 22% по большинству товаров и услуг, за исключением социально значимых категорий (10% льготная ставка сохраняется). По мнению ЦБ РФ, повышение НДС приведёт к росту цен в России на 0,6–0,8 п. п. в декабре-январе, но в дальнейшем станет дезинфляционным фактором. Уже сейчас бизнесы начали готовиться к этому изменению, что уже оказывает давление на цены, себестоимость, маржу и инвестиционные планы. Не стоит исключать из внимания и новый технологический сбор на электронику – закон о его введении планируется с 1 сентября 2026 года: сбор до 5 000 руб. за единицу продукции будет облагаться импорт и производство отдельных категорий электроники и компонентов. Это создаёт дополнительный налогово-регулировочный риск для компаний в сегменте электроники и высокотехнологичного импорта, а значит – усложняет бизнес-модели и может снизить уровень инвестиций в такие активы. Ужесточение налогового режима может снизить свободный денежный поток компаний, сократить рентабельность проектов и увеличить риск капитальных затрат. Малый и средний бизнес могут быть особенно уязвимы: снижение порогов по УСН и обязательность НДС может отразиться на их способности к росту.

Динамика изменения НДС (%)



В 2026 году налоговая нагрузка возрастёт. Повышение ставки НДС до 22% и введение технологического сбора на электронику означают, что компании, активные в импорте, производстве электроники или ориентированные на массовый потребительский рынок техники, столкнутся с дополнительными расходами и вынуждены будут либо повышать цены, либо снижать маржу. Малый бизнес по УСН сможет столкнуться с тем, что

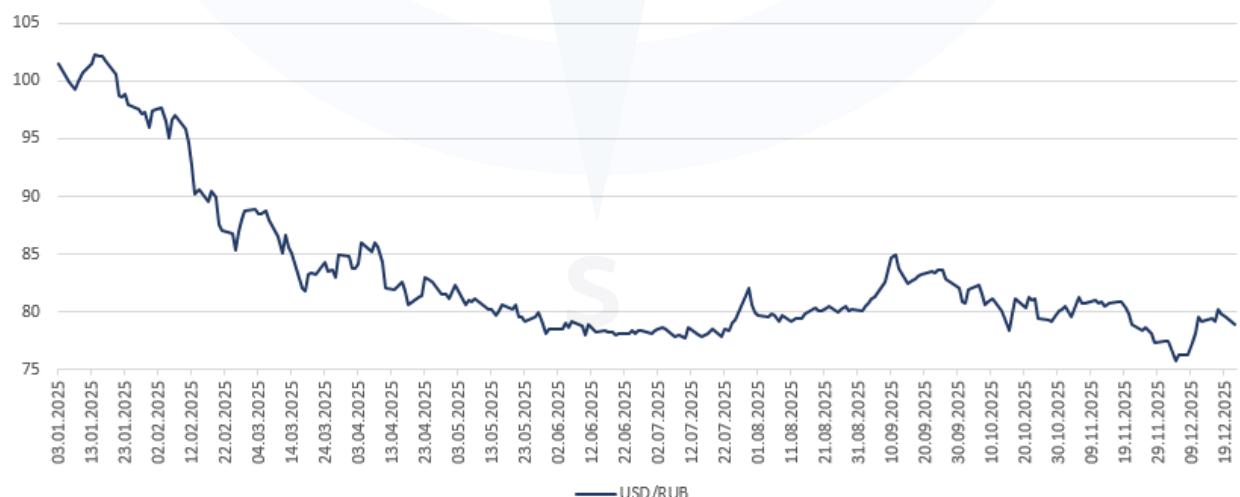
освобождение от НДС станет недоступным из-за пониженного порога выручки – это может ускорить консолидацию в секторе или отход некоторых игроков с рынка. Налоговая нагрузка будет одной из ключевых отрицательных переменных для оценки свободного денежного потока и стоимости компаний в 2026 году.

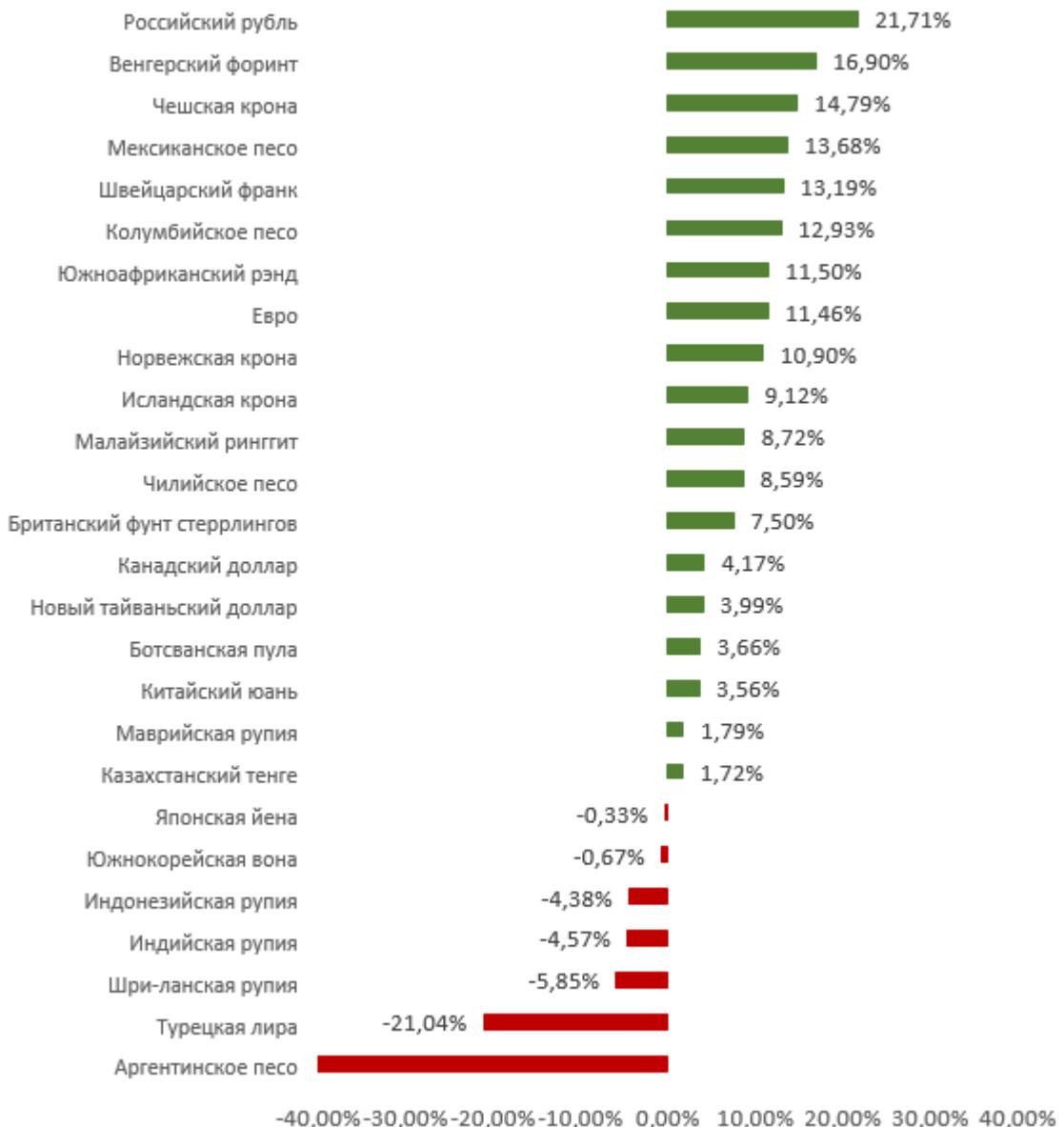
Рост ставки НДС, снижение границ по УСН и ввод технологического сбора на электронику создают давление на бизнес-модели, особенно в сегментах импорта и малых предприятий. Компании-лидеры отраслей смогут получить конкурентное преимущество, имея возможность адаптироваться под новые условия. Для таких компаний открывается окно возможностей, при адаптации: либо через локализацию, либо через оптимизацию производства и цепочек поставок.

КУРС

В 2025 году Российский рубль заметно укрепился по отношению к доллару США – с начала года курс USD/RUB снизился примерно с ~100 до ~79, что равняется практически 21,7% и с большим отрывом обгоняет изменение других валют G20. Усилиению рубля способствовали следующие факторы: закрытые для потока капитала «границы», слабость доллара на мировом рынке, снижение спроса на импортную валюту в стране, налоговые выплаты экспортеров и общий профицит торгового баланса за счёт экспорта нефти и энергоносителей. Это укрепление делает рубль в краткосрочной перспективе привлекательным, однако стоит учитывать, что рост рубля временный, ведь его поддержка во многом основана на внешних (мировые цены на сырьё, спрос на нефтегаз, торговый баланс) и краткосрочных факторах (налоговый период, экспортные поступления, высокая ставка ЦБ). При ухудшении этих условий рубль остаётся уязвим. С точки зрения мировых «сберегательных» валют – евро, доллар, швейцарский франк, юань – на сегодня доллар и евро потеряли часть своей надёжности из-за геополитической и макроэкономической волатильности, что является скорее исключением, чем правилом.

Курс USD/RUB





В базовом сценарии рубль может сохранить относительную стабильность, особенно если цены на энергоресурсы останутся умеренно высокими. Тем не менее, вероятнее всего, мы будем наблюдать за динамикой ослаблений позиций рубля в начале 2026 года, из-за влияния большого количества факторов, таких как мировые цены на нефть и газ, возможность корректировки денежно-кредитной и бюджетной политики Банка России, геополитические и санкционные риски (В случае нового геополитического шока, усиления санкций либо серьёзного внешнего давления – доллар и другие твердые валюты (евро, швейцарский франк, юань) снова могут стать “убежищем”. Тогда рубль может резко ослабнуть, что повысит ценность валютных активов и сбережений в валютах), спрос на импорт и экспорт, снижение валютной выручки. Все это может ослабить рубль и повысить волатильность.

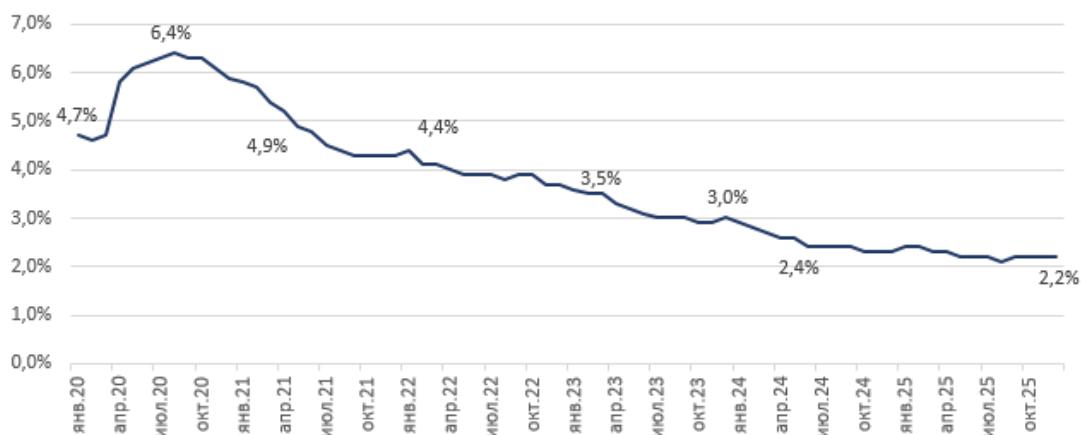
Таким образом, в краткосрочной перспективе на 2026 год рубль имеет шансы остаться относительно устойчивым – при условии, что экспорт и сырьевые доходы сохранятся. Но

для долгосрочных стратегий важна осторожность, ведь различного вида риски сохраняются особенно в современных реалиях.

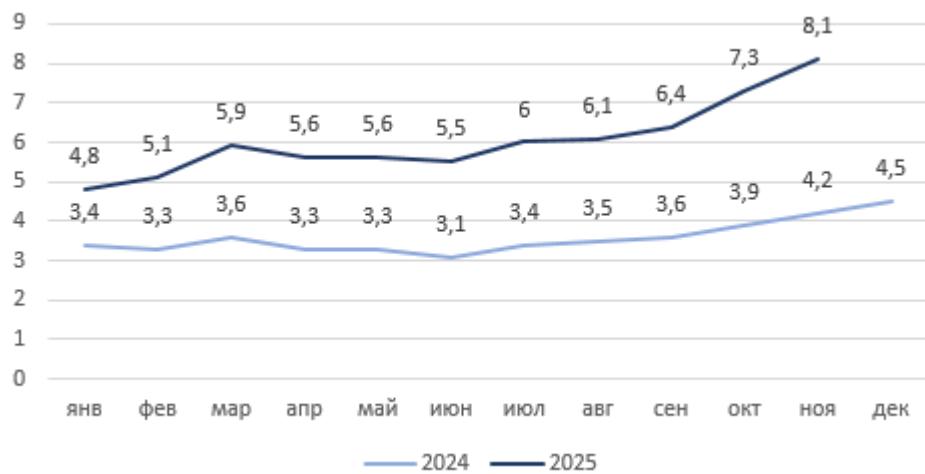
БЕЗРАБОТИЦА И РЫНОК ТРУДА

На протяжении 2025 года формальный уровень безработицы в России остаётся крайне низким – около 2,1% – 2,4% по данным Росстата. Несмотря на это, рынок труда переживает структурные сдвиги: компании фиксируют сокращение числа вакансий (в 2025 году доля опубликованных вакансий уменьшилась примерно на 25% год к году) и снижение активности найма. Одновременно растёт скрытая безработица и неполная занятость (число работников на неполном рабочем времени выросло с ~52 тыс. до ~133 тыс. человек). Более того, ощущается острый дефицит трудовых ресурсов: работодатели отмечают, что предложения труда практически исчерпаны, что ограничивает возможности дальнейшего роста занятости и подъёма заработных плат. В 2025 году АвтоВАЗ, VSMPO-Avism, некоторые горнодобывающие и металлургические предприятия сообщили о переходе на 4-х дневную рабочую неделю, с целью сокращения рабочих мест. А часть компаний заявляли о возможных сокращениях в течение года, в том числе Сбербанк, объявивший о массовых увольнениях IT-специалистов, в рамках оптимизации ресурсной базы. Дополнительно на это указывает и динамика индекса hh (HeadHunter), который отражает соотношение числа резюме к количеству вакансий. В последние месяцы индекс растёт в ряде отраслей, на ноябрь 2025 года он составил 8,1, что означает усиление конкуренции за рабочие места и усложнение трудоустройства. Все это указывает на иллюзию отсутствия проблематики, хотя «официальная» безработица минимальна, рынок труда находится под давлением – из-за нехватки кадров, роста неполной занятости и замедления найма.

Динамика изменения уровня безработицы (в %)



Динамика индекса hh



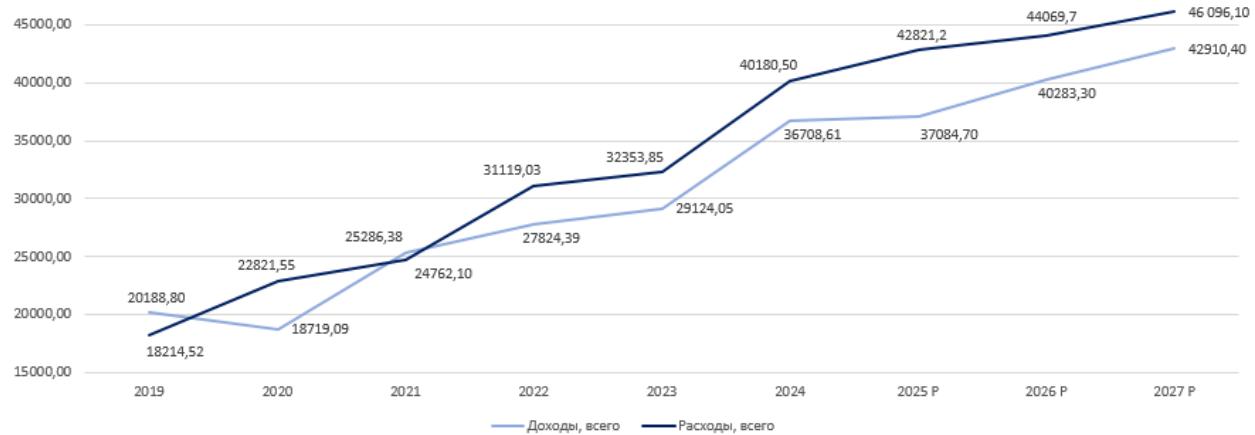
В 2026 году прогнозируется сохранение формально низкого уровня безработицы – порядка 2,4%-2,6%, с возможным небольшим ростом из-за замедления экономического роста и ужесточения условий найма. Это означает, что несмотря на низкую безработицу, рынок труда может столкнуться с качественным ухудшением: ростом доли неполной занятости, усилением конкуренции за квалифицированные кадры, а также дальнейшим увеличением структурного дисбаланса между спросом и предложением труда. Учитывая демографический спад и отток трудоспособного населения, давление на рынок труда усиливается, что создаёт риск роста затрат труда и, как следствие, инфляционного давления. Компании, опирающиеся на массовую трудоёмкую рабочую силу или на динамичный рост занятости, окажутся в менее выгодной позиции, тогда как те, которые уже оптимизируют затраты на труд, автоматизируют процессы или ориентируются на узкие квалифицированные сегменты – будут иметь преимущество.

БЮДЖЕТ

Краткие итоги 2025 года:

- По данным на конец 2025 года, федеральный бюджет имеет дефицит порядка 5,7 трлн. руб., что равняется примерно 2,6% ВВП.
- Доходная часть бюджета выросла в прошедшем году – правительство за счёт налогов и нефтегазовых поступлений скорректировало доходы, но это не компенсировало рост расходов, в том числе на оборону, социальные программы и государственные обязательства. При этом доходы федерального бюджета как доля ВВП за последние годы снизились: естественная нефтегазовая рента, ранее составлявшая значительный вклад, стала менее надёжной, а не нефтегазовые доходы не смогли компенсировать падение нефтегазовых. (В 2026 году доходы ожидаются на уровне 40,3 трлн., что практически на 9% больше доходов 2025 года)

Динамика изменения доходов и расходов федерального бюджета (млрд. руб.)



- Резервы, аккумулированные в ФНБ, остаются важным буфером. По данным правительства, ликвидная часть ФНБ по состоянию на конец 2025 года составит порядка 3,8 трлн. руб. при общем объеме Фонда около 13,3 трлн. руб. (6,1% от ВВП)
- Торговое сальдо (на сентябрь 2025 составило \$101,7 млрд. по данным ФТС) и валютные поступления от экспорта сырья остаются важным, но нестабильным фактором: нестабильность цен на нефть и внешние рынки усложняют прогнозируемость доходов.

В совокупности: бюджет балансирует между необходимостью высоких расходов (социальных, инвестиционных, расходов на оборону) и ограниченными доходами. Резервы ФНБ и валютные поступления – временный буфер, но полагаться на них как на стабильный источник финансирования сложно.

Проект федерального бюджета на 2026 – 2028 годы предусматривает, что прогнозируемый общий объем доходов на 2026 год в сумме составит 40,3 трлн. рублей дефицит сократится: планируется примерно 1,6% ВВП или ~3,8 трлн. рублей дефицита. Это указывает на намерение властей сдерживать рост расходов и, по возможности, увеличивать доходы (включая налоги, нефть, экспорт). Если мировые цены на сырье останутся на умеренном/высоком уровне, и экспортные валютные поступления сохранятся, это даст шанс частично стабилизировать бюджет и поддержать резервы. Несмотря на планируемое снижение зависимости от нефтегазовых доходов (22%), их влияние все еще будет значительно. В этом сценарии, ФНБ может остаться резервным буфером, а государственные обязательства – обслуживаться за счет доходов и заимствований (объем чистых заимствований планируется на уровне 3,8 трлн., то есть практически единственным источником финансирования дефицита бюджета будут рыночные заимствования). Однако, есть серьёзные риски: снижение спроса на российский экспорт, падение цен на сырье, рост инфляции, санкционное давление, а также рост затрат на обслуживание долга – всё это может привести к усилению дефицита, использованию резервов, либо вынужденному заимствованию. Более того, расходы на соцзащиту, оборону и поддержку экономики – остаются на высоком уровне, что сохраняет нагрузку на бюджет. Компании, чувствительные к государственным контрактам, госрасходам, инфраструктурным вложениям – могут пострадать при жесткой экономии.

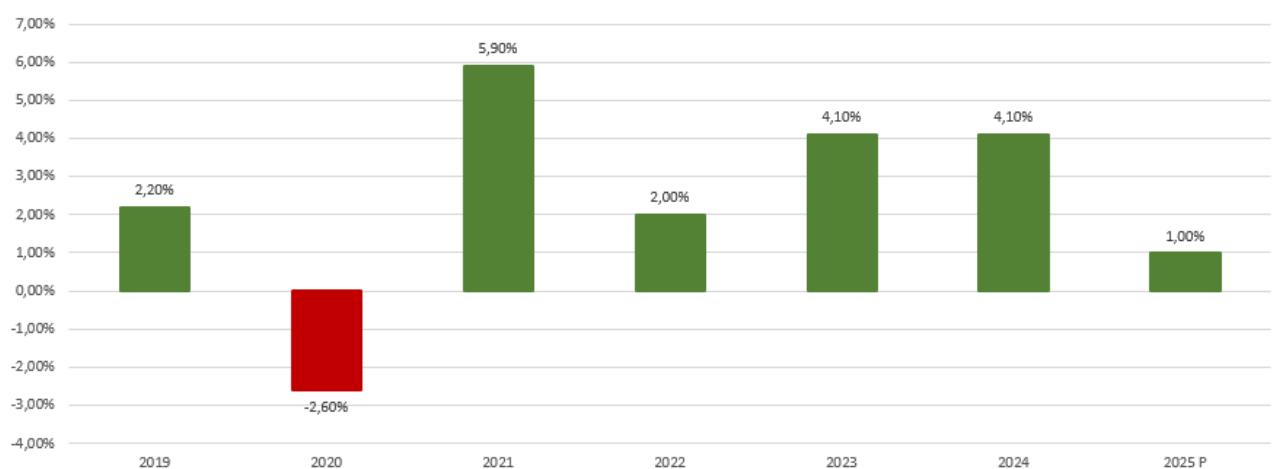
На наш взгляд, бюджет России на 2026 год имеет значительные риски. На бумаге бюджет выглядит надежно, резервов и доходов может хватить, если удастся удержать экспорт и контролировать расходы. Однако, под сомнением находится вероятность удачного сбора

предполагаемых доходов, с учетом более крепкого рубля и более низкой нефти. Более того, малейшее ухудшение внешних условий может усилить дефицит и повысить фискальные и кредитные риски.

ВВП И ФИНАНСОВЫЕ РЫНКИ

В 2024–2025 годах экономика показала удивительную устойчивость: после роста ВВП на заметные темпы в 2023–2024 годах (рост, обусловленный в основном государственными расходами, ростом промышленного производства и экспортными доходами) наблюдается явный переход к более медленному росту. Одним из главных объяснений 2024-го был рост в производственных отраслях, в том числе связанных с государственными программами и импортозамещением, однако этот эффект носит временный характер и по мере исчерпания стимулов его вклад в рост снижается.

Динамика прироста реального ВВП (%)



Главные источники роста – государственные расходы (включая военные и связанные с ними субсидии/контракты), экспорт энергоносителей и перераспределение торговых потоков в Азию. В то же время давлением на рост выступают жёсткая монетарная политика (высокая ключевая ставка), ограниченность внешнего финансирования и демографические факторы. Все это ограничивает частное потребление и инвестиции. На макроуровне Банк России констатирует «снижение избыточного спроса», но отмечает, что экономика остаётся напряжённой.

Краткая информация об исполнении федерального бюджета (млрд руб.)

	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025 Р	2026 Р	2027 Р
Раздел 1									
Доходы, всего	20188,80	18719,09	25286,38	27824,39	29124,05	36708,61	37084,70	40283,30	42910,40
Нефтегазовые доходы	7924,25	5235,25	9056,51	11586,22	8822,25	11131,06	8653,90	8918,50	9050,40
Ненефтегазовые доходы	12264,55	13483,84	16229,87	16238,18	20301,80	25577,55	28430,90	31364,70	33859,90
Связанные с внутр. производством	6389,55	6260,27	8135,13	9455,10	10306,35	12618,85			
НДС (внутренний)	4257,77	4268,63	5479,25	6489,38	7182,38	8733,63			
Акцизы	946,75	900,26	1012,77	1147,22	1045,83	1260,83			
Налог на прибыль	1185,03	1091,38	1552,43	1669,48	1918,61	2285,73			
Налог на доходы физ. лиц			90,67	149,02	159,53	338,66			
Связанные с импортом	3644,55	3748,82	4724,50	3777,65	5706,63	6256,23			
НДС на ввозимые товары	2837,38	2933,55	3732,99	3063,42	4432,04	4789,05			
Акцизы на ввозимые товары	90,28	102,09	132,62	103,82	164,19	236,40			
Ввозные пошлины	716,89	713,18	858,89	610,40	1110,40	1230,78			
Прочие	2230,45	3474,75	3370,24	3005,43	4288,81	6702,47			
Раздел 2									
Расходы, всего	18214,52	22821,55	24762,10	31119,03	32353,85	40180,50	42821,2	44069,7	46 096,10
Раздел 3									
Дефицит (-)/Профит (+)	1974,28	-4102,46	524,28	-3295,03	-3229,80	-3471,89	-5736,4	-3786,4	-3185,7
Раздел 4									
Источ. финансир. дефицита фед. бюджета	-1974,28	4102,46	-524,28	3295,03	3229,80	3471,89	5736,4	3786,4	3185,7
Источ. внутр. финанс-ия дефицита	-2263,61	4403,24	-484,84	3821,73	3825,05	3869,68			
Источ. внутр. финанс-ия. дефицита (без учета изменения остатков на счетах)	918,52	4529,80	1302,92	-692,09	6592,49	3448,90			
Сальдо внутр. долга:	1377,56	4600,59	1538,09	2056,73	1823,40	2513,19			
привлечение	2082,74	5176,35	2519,39	3121,43	2578,51	3949,62			
погашение гос. внутр. долга	-705,19	-575,76	-981,31	-1064,70	-755,11	-1436,44			
Раздел 5									
Ликвид. часть ФНБ (на нач. кажд. года)	4036	6100	8876	8433	6100	4900	3800		
Номинальный ВВП	109362	106607	131015	128263	171041	201152	217290	235067	255498
Прирост реального ВВП	2,20%	-2,60%	5,90%	2,00%	4,10%	4,30%	1,00%	1,30%	2,80%
Средневзвеш. цена Urals (USD/барр.)	63,80	41,70	68,00	76,09	62,99	66,60	58,00	59,00	61,00
Курс (RUB/USD)	64,69	72,15	73,65	69,78	85,54	92,40	86,10	92,20	95,80
Инфляция (к дек. пред. года)	3,00%	4,90%	8,40%	11,90%	7,40%	9,50%	6,80%	4,00%	4,00%
Общий гос. долг	14223,73	18853,50	21112,67	20933,72	25531,16	27201,18	38553,10	43668,10	48431,50
Гос. долг/ВВП	13,01%	17,69%	16,11%	16,32%	14,93%	13,52%	17,74%	18,58%	18,96%
Внутр. гос. долг	10739,87	14685,86	16764,98	17416,08	20714,58	21688,95	32189,90	37436,20	42184,70
Внеш. гос. долг	3483,85	4167,65	4347,69	3517,64	4816,58	5512,23	6363,20	6231,90	6246,70

Финансовые рынки в этот период развиваются в условиях повышенных рисков и сегментации. Российский долговой рынок остаётся устойчивым благодаря спросу со стороны банков и институциональных инвесторов, однако уровень доходностей по ОФЗ и корпоративным фондам остаётся повышенным вследствие высокой ключевой ставки и инфляционных ожиданий. Фондовый рынок характеризуется высокой волатильностью. А на валютном рынке сохраняется режим повышенной чувствительности к торговому балансу, ограничительной политике ЦБ и объёмам экспортной выручки, что формирует среднесрочный коридор повышенной волатильности.

Сценарий изменения ВВП в 2026 году: смещение в сторону слабого роста/стагнации. По оценкам Банка России, ожидаемый рост ВВП в 2025 и 2026 годах составит 1,1% (по сравнению с предыдущим годом), причём регулятор подчёркивает, что смягчение монетарной политики будет постепенным по мере снижения инфляции. Международные организации дают более пессимистичные оценки: МВФ и некоторые западные аналитики прогнозируют замедление до уровня около ~1% или ниже. Позитивный сценарий возможен при стабильных ценах на энергоносители, сохранении спроса на российский экспорт в Азии и умеренной бюджетной политике – в этом случае госзаказы и корпоративные инвестиции продолжат поддерживать экономику. Негативный сценарий связан с падением цен на нефть и газ, усилением финансовой изоляции, ростом инфляции и ужесточением кредитных условий, что может привести к сокращению инвестиций и росту проблемных долгов. На наш взгляд, реалистичный базовый сценарий – замедление до ~1% в ближайшие два года с высокой неопределенностью в сторону понижения при негативном внешнем шоке.

Прогноз для финансового рынка на 2026 год: макроэкономическая среда останется смешанной, с умеренным ростом ВВП около 1%, постепенным небольшим замедлением инфляции, но при сохранении высоких ставок относительно нейтрального уровня. Финансовые рынки в этих условиях будут двигаться в режиме «выборочного роста»: долговой рынок получит поддержку при снижении инфляции, а фондовый рынок – преимущественно за счёт экспортёров и устойчивых компаний с высокой маржинальностью. Инвесторам важно соблюдать консервативный подход, повышать долю защитных активов и внимательно отслеживать бюджетные параметры, динамику экспорта и траекторию ключевой ставки как основные детерминанты финансового рынка.

В ПОИСКАХ СОКРОВИЩ

Нефть, золото, серебро, промышленные металлы и биткоин

НЕФТЬ

2025 год для глобального нефтяного рынка оказался более спокойным, чем ожидалось. Цены на нефть двигались в относительно стабильном диапазоне: от \$58 до \$82 за баррель для Brent, оказываясь под влиянием избыточного предложения вне ОПЕК, восстановления китайского спроса и умеренного роста промышленного потребления в Южной Азии. Несмотря на продолжавшийся рост сланцевой добычи в США, суммарная структура рынка оставалась сбалансированной, но с лёгким уклоном в сторону профицита. Это приводило к тому, что любое геополитическое осложнение мгновенно вызывало краткосрочный скачок цен.

Динамика изменения стоимости нефти (в долларах за баррель)



В начале 2026 года ОПЕК и ОПЕК+ останутся структурно важной силой, контролируя около 35–37% мировой добычи и порядка 70% доказанных запасов. Однако её способность проводить жёсткую политику управления ценами снижается. Страны-участники всё чаще действуют из бюджетной необходимости, а не в рамках коллективной стратегии. Саудовская Аравия все чаще играет роль амортизатора – в случае рыночного давления она сокращает добычу, чтобы стабилизировать цены. Россия остаётся важным участником сделки, но её экспорт переместился в Азию, где цена менее чувствительна к решениям ОПЕК+. Бразилия, Гайана, Норвегия и США – четыре лидера вне организации, которые продолжают размывать ее рыночное влияние, что становится вызовом для ОПЕК.

2026 год предвещает умеренный профицит, который будет определять поведение рынка. Сланцевая индустрия США способна увеличить добычу без значительного роста операционных затрат, а проекты глубоководной добычи продолжают наращивать объёмы. На этом фоне даже умеренный рост спроса в Азии (около 1,2 млн барр./сутки) не меняет картину сильно. В зависимости от изменений, цены на Brent могут быть следующими:

- 60 – 65 долларов за баррель – базовый сценарий;

- 50 – 60 долларов за баррель – при снижении промышленного спроса или охлаждении Китая;
- 65 – 80 долларов за баррель – если геополитическая напряжённость нарушит поставки или ОПЕК+ согласует более жесткие квоты.

ЗОЛОТО

Золото является глобальным «якорем доверия» в мире высокой неопределенности. В декабре 2025 года стоимость золота дошла до своего исторического максимума и составила 4421,61 доллара за тройскую унцию.

Основной спрос приходил не от розничных инвесторов, а от Центробанков – главным образом развивающихся стран, стремящихся снизить зависимость резервов от доллара и долевых инструментов. На фоне затухающей инфляции, но сохраняющейся геополитической напряженности, золото стало своеобразной страховкой. Параллельно росла роль золота как инструмента суверенной политики. Китай, Индия, Турция и страны Ближнего Востока активно конвертировали резервы, формируя новый мировой стандарт безопасности активов.

Динамика изменения стоимости золота (\$/триц. Унц.)



Основными драйверами роста 2026 года будут являться политика ФРС, высокая долговая нагрузка и резервные стратегии стран Азии. Монетарная политика вновь будет оказывать тонкое влияние на золото. Понижение ставки ФРС снижает реальную доходность облигаций и делает золото относительно более привлекательным. С другой стороны – стремительно растущие государственные долги США и ЕС, усиливающие спрос на «защиту» от системных рисков.

Главный сценарий 2026 года: реструктуризация глобальных резервов. Ряд стран Азии и Ближнего Востока продолжают повышать долю золота в резервах, воспринимая его как «вневременной» актив. Это обеспечивает прочный фундамент в формировании цены,

снижая вероятность крупных коррекций и предвещая стоимость в диапазоне 3900 – 4300 \$ за унцию. При ухудшении геополитики золото способно перепрыгнуть и отметку 4500 \$, что станет новым историческим уровнем.

СЕРЕБРО И ПРОМЫШЛЕННЫЕ МЕТАЛЛЫ

Серебро в 2025 году стало одним из самых интересных промышленных металлов, так как оно объединяет в себе технологическую функцию и инвестиционную привлекательность. Рост спроса со стороны солнечной энергетики, расширение производства высокоеффективных фотоэлементов и ограниченный ввод новых добывчных проектов привели рынок к пограничному состоянию – периодическому дефициту. Это помогло цене вырасти на 138% за год, до 69,1 долларов. Несмотря на относительную неоцененность серебра по отношению к золоту, инвесторы увидели в нём новую стратегическую возможность: металл, способный реагировать на технологические циклы так же ярко, как медь, но при этом обладающий элементами защитной стоимости.

2026 год формирует для серебра благоприятные условия: производство солнечных панелей растёт двузначными темпами, а многие электростанции переходят на технологии с увеличенной долей серебра в контактных слоях. С другой стороны, добыча растёт медленно – старение месторождений в Южной Америке и налоговые изменения в Мексике ограничивают рост предложения. В результате серебро входит в 2026 год практически без долговременного ценового потолка, а при сочетании инвестиционного спроса с технологическим ростом способно показывать сильные направления движения.

Промышленные металлы в 2025 году находились под влиянием циклов китайской промышленности и продолжения глобального энергоперехода. Другие металлы, такие как медь и алюминий показали рост на 36% и 17%. Это связано с опасениями касательно стабильности поставок, слабым долларом и увеличением спроса со стороны инфраструктуры и зеленой энергетики. Ожидается продолжение роста или сохранение высокого уровня стоимости в 2026 году, на что повлияет развитие инфраструктуры и их роль в энергетическом переходе.

Никель потерял 0,02% к началу года. Давление на цену создали избыточное предложение, регуляторные изменения и производственные риски. В 2026 году рынок никеля может продолжать бороться с переизбытком, но перспективы могут улучшиться при росте производства аккумуляторов и сокращении предложения от менее эффективных производителей.

Цена платины поднялась до 2067,5 \$ за тройскую унцию, увеличившись на 127%. Рост связан с ограниченным предложением – прежде всего из Южной Африки – и расширением использования в катализаторах и водородных технологиях, а также частичным перетоком капитала из подорожавшего золота. В 2026 году платина может сохранить тенденцию к постепенному укреплению благодаря развитию водородной энергетики и возможному сохранению дефицита предложения.

Палладий торгуется на уровне 1774 \$ за тройскую унцию, что означает рост на 94,4%. На повышение цены повлияли восстановление спроса на автомобильные катализаторы и

перебои в цепочках поставок, несмотря на постепенный переход автопрома к электромобилям. В 2026 году динамика палладия может быть смешанной: спрос на катализаторы может постепенно снижаться из-за роста доли электромобилей, однако дисбалансы поставок могут поддерживать цену от резкого падения.

БИТКОИН

2025 год стал временем окончательного институционального принятия биткоина. Спотовые ETF привлекли многомilliардные потоки, а волатильность снизилась настолько, что цифровой актив стал всё чаще рассматриваться как «цифровое золото». Колебания в диапазоне 70 000 – 130 000 \$ стали нормой, а новая аудитория – пенсионные фонды, страховые компании – окончательно изменила структуру спроса. Халвинг, прошедший в 2024 году, сократил эмиссионный поток. В 2025 году это было ощутимо – предложение сжалось, а спрос, наоборот, укреплялся.

В 2026 году биткоин входит в фазу умеренного роста. Структурный спрос со стороны ETF стабилен, корпоративная казначейская политика постепенно допускает цифровые активы, а монетарное смягчение создаёт благоприятный фон. Регуляторные рамки становятся более чёткими: в США и ЕС биткоин перестаёт быть «серой зоной» и превращается в полноценный класс активов. Это снижает риск политических решений, которые могли бы привести к обвалу ликвидности, но не исключает его. Ожидаемый диапазон – \$95 000 – 140 000, с позитивным сценарием выше \$150 000–170 000.

2026 год обещает быть годом умеренного роста, но высокой неопределенности. Нефть балансирует в условиях профицита, золото укрепляется как глобальный сберегательный актив, промышленные металлы становятся главными бенефициарами роста, а биткоин окончательно укореняется в институциональном пространстве. Для инвесторов это время, когда стратегия диверсификации превращается из рекомендаций учебников в практическую необходимость: рынки становятся более взаимосвязаны, а колебания – более резкими.

КРУИЗ ВОКРУГ СВЕТА

Внешние рынки

В 2025 году мировая экономика демонстрировала относительную устойчивость: после периода неопределенности, связанного с торговыми диспропорциями и энергетическими шоками, глобальный рост оказался выше первоначальных ожиданий, и в октябрьском WEO (МВФ) был зафиксирован чуть более позитивный пересмотр прогнозов на 2025 – 2026 годы. Безусловно, высокий уровень неопределенности не исчез: комбинация геополитической напряженности и волатильность финансовых рынков – оставила след в цепочках поставок и в ожиданиях бизнеса. На 2026 год базовый глобальный сценарий предполагает замедление роста по сравнению с докризисной динамикой, но без системного спада; ключевым фактором будет сочетание монетарной политики ведущих Центробанков и динамики потребительского спроса в крупнейших экономиках.

США

Американская экономика в 2025 году показала устойчивость в потреблении и занятости на фоне умеренно ужесточенных финансовых условий в предшествующий период. Инвестиции в высокотехнологичные сектора продолжали давать вклад в рост производительности, когда рынок труда оставался относительно заполненным: уровень безработицы снизился, а реальная зарплата демонстрировала смешанную динамику. Федеральная резервная система открыто сигнализировала, что не торопится с резкими смягчениями, сосредоточившись на понижении инфляции до целевого уровня 2% без дестабилизации рынка труда; средства массовой информации и участники рынка сохраняли надежду на временную паузу, перед началом медленного ослабления, и не ошиблись. За год ставка была снижена с 4,5% до 3,75%. Индекс S&P500 на конец года вырос на 16% и составил 6861. Внутриполитические факторы (политика тарифов и бюджетные инициативы) добавили неопределенности по инфляционным перспективам и курсу доллара.

Динамика изменения индекса S&P500



В 2026 году ожидается умеренное восстановление инвестиционной активности в сочетании с нормализацией инфляции: центральный сценарий подразумевает рост ВВП США около 2% – 2,5% в 2026, постепенное приближение инфляции к 2% и сохранение безработицы в диапазоне 4% – 5% при риске локального ухудшения, если тарифы и фискальные стимулы приведут к новому инфляционному импульсу. Политика ФРС в 2026 будет определяться данными по инфляции: при устойчивом снижении инфляции к 2% возможны осторожные снижения ставок, но в базовом сценарии монетарная пауза может сохраниться дольше из-за риска перегрева рынка труда.

ЕВРОПА

Европа (Еврозона и Великобритания) в 2025 показала легкую положительную динамику: рост экономики стабилизировался на уровне около 1% – 1,5%, при инфляции близкой к целевому ориентиру ЕЦБ (2%) и составил 2,2%, благодаря сочетанию внутреннего спроса и временного эффекта экспорта до изменений тарифов. Европейский центральный банк и национальные регуляторы демонстрировали осторожность: по итогам опросов аналитиков ЕЦБ предполагалось удержание ставки на постоянном уровне в течение большей части 2026 года, что отражает уверенность в стабилизации инфляции, но одновременно сигнализирует об уязвимости при ухудшении экономической конъюнктуры. Показатели деловой активности и потребительской уверенности демонстрировали смешанные сигналы, а энергетическая уязвимость оставалась фактором риска в отдельных странах.

В базовом прогнозном сценарии на 2026 год рост еврозоны ожидается скромным – около 1,0% – 1,4% – с инфляцией около 1,8% – 2,2% в среднем по году. Ключевые риски – ослабление внешнего спроса (особенно со стороны Китая), сохраняющееся давление на рынки труда и возможное замедление внутреннего потребления.

ЯПОНИЯ

Япония в 2025 демонстрировала признаки восстановления после краткосрочных спадов: потребление постепенно восстанавливается на фоне увеличения реальных доходов и улучшения условий рынка труда, а инфляция движется к целевому уровню Банка Японии (2%). Центральный банк Японии (BoJ) продолжал осторожно менять коммуникацию в сторону нормализации политики, при этом фундаментальная структура экономики состоит из пожилого населения, ограниченный демографический потенциал и зависимость от экспорта – остаётся ключевой неизменной. Международный валютный фонд (IMF) и BoJ отмечали умеренный рост и перспективы постепенного повышения долгосрочных ставок.

Ожидается, что рост ВВП Японии в 2026 составит около 0,5% – 1,0%, при постепенном возврате инфляции к целевому уровню BoJ. Главное рисковое поле – внешнее замедление, влияющее на экспорт, и внутренние структурные ограничения по производительности. Однако, Япония остается привлекательной для инвесторов в рамках диверсифицированной стратегии.

КИТАЙ

Китай в 2025 доказал свою ключевую роль в глобальном росте – темпы восстановления промышленной активности и экспорта оказались сильнее, чем предполагали некоторые докризисные сценарии, что подтолкнуло пересмотр прогнозов международных организаций в сторону повышения. IMF и World Bank пересмотрели оценки роста Китая в 2025 в сторону улучшения, отмечая, что экспортный сектор и частичное восстановление инвестиций в инфраструктуру компенсировали слабость в секторе недвижимости. Вместе с тем структурные проблемы – высокий уровень кредитной нагрузки локальных властей, медленный прогресс в решении проблем в секторе недвижимости и необходимость смещения в сторону потребления – продолжают сдерживать перспективы.

Базовый сценарий предполагает рост ВВП Китая на уровне 4,5% – 5,5% в 2026 при условии продолжения политики поддержки спроса и частичной реструктуризации проблемных активов в секторе недвижимости. Важнейший риск – замедление внешнего спроса и наращивание торгового давления со стороны крупных партнёров, что может снизить экспорт и инвестиции. Китай остаётся основным драйвером спроса на промышленные товары и сырьё в глазах инвесторов.

Таким образом, важнейшими глобальными факторами, определяющими сценарии 2026 года, остаются траектории монетарной политики (ФРС, ECB, BoJ), динамика доллара и энергетическая политика. Если ФРС не будет снижать ставки быстро, это сохранит давление на развивающиеся рынки и на сырьевые курсы; одновременная фиксация ставок в Европе позволит избежать внезапных локальных шоков, но усилит зависимость роста от внутреннего спроса. Китайская динамика определяет не только спрос на промышленные металлы и нефть, но и глобальные цепочки добавленной стоимости, особенно в электронике и энергоэффективных технологиях. В базовом сценарии 2026 год вряд ли принесёт кардинальные изменения в направлении глобальной экономики: ожидается медленный, управляемый рост, без системных шоков, постепенная нормализация инфляции в развитых экономиках и продолжение структурной роли Китая как драйвера спроса. Однако, важно помнить, что возникновение таких проблем, как геополитика, энергетические перебои, резкие монетарные сдвиги остается возможным.

БУХТА ДЛЯ КАПИТАЛА

Рынок облигаций

2025 год стал для российского рынка облигаций периодом восстановления и структурных сдвигов после затяжного периода жёсткой денежно-кредитной политики. На фоне начала цикла снижения ключевой ставки Банка России, улучшения ожиданий инвесторов и частичного восстановления аппетита к риску долговой рынок продемонстрировал заметное оживление как на первичном, так и на вторичном рынке. Вместе с тем именно в 2025 году начали проявляться системные вызовы, которые в полной мере станут определяющими уже в 2026 году, прежде всего связанные с масштабными объёмами погашений и необходимостью рефинансирования.

В корпоративном сегменте с начала 2025 года наблюдался устойчивый тренд на снижение доходностей. Отрицательная динамика была обусловлена сразу несколькими факторами. С одной стороны, снижались доходности ОФЗ схожей дюрации вслед за ожиданиями по ключевой ставке. С другой стороны, происходило заметное сужение кредитных спредов, отражающее рост спроса на корпоративный риск на фоне смягчения денежно-кредитных условий и улучшения макроэкономических ожиданий.

СИТУАТИВНЫЙ АНАЛИЗ РЫНКА ОБЛИГАЦИЙ

Первичный рынок корпоративных облигаций в 2025 году развивался особенно активно. По оценкам, с начала года было размещено рыночных корпоративных облигаций на сумму около 5 трлн рублей, что является одним из самых высоких показателей за последние годы. Примечательно, что порядка 1/4 этого объёма пришлось на квазивалютные бумаги, номинированные в иностранной валюте или привязанные к валютным показателям. Для данного сегмента в 2025 году сложились практически идеальные условия: с одной стороны, у инвесторов сохранялись повышенные девальвационные ожидания на фоне избыточно крепкого рубля, что формировало устойчивый спрос на валютную защиту; с другой – значительный разрыв между доходностями рублевых и валютных инструментов стимулировал эмитентов активно выходить на рынок именно с квазивалютными выпусками.

Параллельно с ростом объёмов размещений в 2025 году сохранялся и высокий объём погашений ранее выпущенных корпоративных облигаций. Оценка совокупных погашений составила около 2 трлн. руб., рынок находился в состоянии активного оборота капитала: значительная часть новых размещений фактически носила рефинансирующий характер. Эта тенденция становится ключевой предпосылкой для анализа 2026 года, когда объёмы погашений корпоративного долга вырастут ещё сильнее до примерно 4 трлн. руб. (Эксперт РА). Именно 2026 год станет периодом пикового рефинансирования, когда многие эмитенты будут вынуждены одновременно выходить на рынок для замещения погашаемых выпусков.

Такое наложение масштабных погашений и сохраняющейся потребности в заимствованиях формирует принципиально иную конкурентную среду на рынке облигаций. В 2026 году

рынок, по сути, будет «бороться за инвестора»: эмитенты будут вынуждены предлагать более привлекательные условия размещений, что может привести к временному расширению кредитных спредов относительно ключевой ставки, особенно в сегментах со средним и низким кредитным качеством. Даже при условии дальнейшего умеренного снижения ключевой ставки давление предложения способно ограничивать потенциал снижения доходностей корпоративных облигаций.

РЫНОК ВДО И РИСКИ

Особое внимание в этом контексте следует уделить рынку высокодоходных облигаций (ВДО). В 2025 году данный сегмент сохранял привлекательность за счёт высокой купонной доходности, однако одновременно именно здесь начали проявляться первые признаки ухудшения кредитного качества. За неполные 11 месяцев 2025 года количество эмитентов, допустивших дефолт, достигло примерно 30, что существенно превышает средний показатель последних шести лет, равный 7. Среди наиболее заметных кейсов рынок выделяет дефолты и реструктуризации обязательств таких эмитентов, как ФПК «Гарант-Инвест», «Монополия», «РКК», «Фабрика ФАВОРИТ», «НИКА», ТК «Нафтатранс плюс», «Селлер». Хотя текущая ситуация пока далека от системного кризиса, она служит важным предупреждающим сигналом для инвесторов.

Наш анализ показывает, что за последние полтора года увеличилось число «уязвимых» эмитентов, что связано как с ухудшением их ликвидной позиции, так и с ростом долговой нагрузки при сокращении запаса прочности по обслуживанию долга. В условиях всё ещё относительно высоких ставок и ожидаемого замедления экономического роста эти факторы повышают риски рефинансирования, особенно для компаний с низкими кредитными рейтингами. Начавшийся цикл снижения ключевой ставки пока позволяет даже таким эмитентам привлекать финансирование на рынке, однако в 2026 году ситуация может стать более избирательной, а требования инвесторов к качеству заемщиков – более жёсткими. В этой связи мы считаем оправданным осторожный подход к ВДО и не рекомендуем гнаться за максимальной доходностью в ущерб фундаментальному качеству эмитента.

РЫНОК ВАЛЮТНЫХ ОБЛИГАЦИЙ

Важным структурным изменением рынка облигаций в 2025 году стало развитие сегмента валютных и квазивалютных инструментов. В ряд перспективных, на наш взгляд, облигаций входят:

- АКРОН Б1Р8 – рекомендуем за счёт сильного экспортного профиля эмитента и устойчивых денежных потоков на фоне благоприятной конъюнктуры рынка удобрений.
- Атомэнергопром 06 – облигация с квазигосударственным риском, обеспеченная стабильными долгосрочными контрактами и высокой предсказуемостью денежных потоков.

- Новатэк 1Р5 – рекомендуем благодаря экспортно-ориентированному газовому бизнесу и высокой устойчивости финансовых показателей даже в условиях санкционного давления.
- СибурХ1Р08 – интересна как более длинный инструмент с надёжным кредитным профилем и прогнозируемой долговой нагрузкой эмитента.
- Норник Б1Р14 – выпуск поддерживается сильной позицией Норникеля на рынке цветных и платиновых металлов и улучшением ценовой конъюнктуры.
- ЕвразХолдинг ЗР03 – выпуск привлекателен благодаря системной значимости компании и ожиданиям восстановления спроса в металлургическом секторе.

Более того, существенным событием стало первое в истории размещение облигаций федерального займа, номинированных в китайских юанях. Этот шаг стал знаковым не только с точки зрения диверсификации источников заимствований государства, но и как ориентир для всего долгового рынка. Размещение юаневых ОФЗ фактически признало юань, как одну из ключевых валют фондирования на российском рынке и создало предпосылки для дальнейшего роста корпоративных выпусков в этой валюте, особенно для эмитентов с экспортной выручкой и торговыми связями с Азией.

РЫНОК ОБЛИГАЦИЙ С ПЛАВАЮЩИМ КУПОНОМ

С точки зрения структуры спроса 2025 год оказался примечателен тем, что вопреки первоначальным опасениям инвесторов начало цикла снижения ключевой ставки не привело к распродажам облигаций с плавающей ставкой. Напротив, как «флоатеры», так и бумаги с фиксированным купоном продемонстрировали рост цен. «Флоатеры» активно дорожали на фоне сужения спредов к базовым ставкам, двигаясь в одном направлении с «фиксами». Это отражает общее улучшение ожиданий по кредитному риску и повышенный спрос со стороны инвесторов, ищущих баланс между доходностью и защитой от процентного риска.

С учётом текущих макроэкономических условий и структуры рынка мы считаем, что в 2026 году предпочтение следует по-прежнему отдавать облигациям с плавающей ставкой. Несмотря на ожидания продолжения цикла смягчения денежно-кредитной политики, мы не закладываем сценарий резкого и быстрого снижения ключевой ставки. В такой среде «флоатеры» обеспечивают большую гибкость портфеля, позволяя сохранять привлекательную текущую доходность и снижать риск потерь при возможных пересмотрах ожиданий по ставкам. Бумаги с фиксированным купоном также остаются интересными в отдельных сегментах, однако их потенциал роста выглядит более ограниченным по сравнению с предыдущим годом. Не исключаем из внимания, высокий кредитный риск, медленное снижение КС, поэтому мы предпочитаем «флоатеры» с высоким рейтингом.

В целом, рынок облигаций в 2026 году будет находиться под влиянием сразу нескольких разнородленных факторов. С одной стороны, ожидается значительный объём погашений и активное рефинансирование, что усилит конкуренцию за капитал инвесторов и может привести к расширению спредов. С другой стороны, сохраняющееся смягчение

денежно-кредитных условий и относительная стабильность макроэкономической среды будут поддерживать спрос на долговые инструменты. В этих условиях ключевыми факторами успешной инвестиционной стратегии станут тщательный анализ кредитного качества эмитентов, отказ от чрезмерного риска в сегменте ВДО и акцент на инструментах, обеспечивающих баланс между доходностью и управлением процентным и кредитным риском.

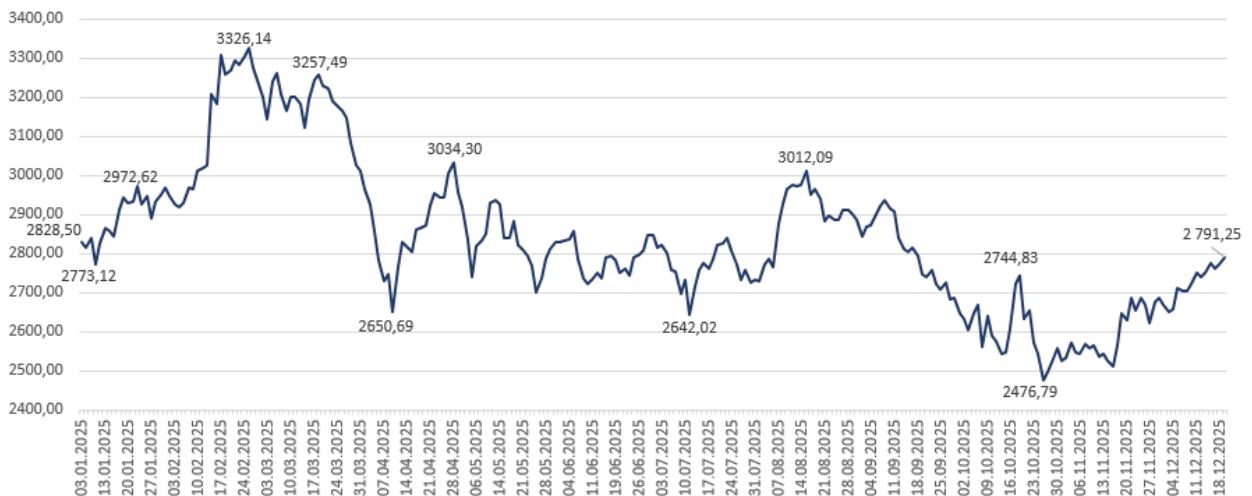
СЕВЕРНЫЙ ВЕТЕР

Рынок акций

ОБЩАЯ СИТУАЦИЯ НА РЫНКЕ АКЦИЙ

В 2025 году рынок акций преимущественно снижался на фоне геополитических новостей, высокой ключевой ставки, низкой нефти. Периодические волны позитивных ожиданий сменялись негативными. Волатильность постепенно падала.

Динамика изменения IMOEX



Эмоциональное восприятие рынком потенциальной встречи лидеров РФ и США постепенно гасло, внимание инвесторов постепенно переключалось от переговоров к данным по инфляции и наоборот.

Несмотря на снижение ключевой ставки, рынок находился по большей части в «поникшем» состоянии. Корпоративная отчетность и ожидаемые дивиденды не внушали рынку оптимизма. Крепкий рубль давил на котировки экспортёров и компаний из смежных отраслей, а высокая ключевая ставка давила на рентабельность и чистую прибыль компаний.

Внутри года индекс колебался между 2500 и 3350 пунктов по индексу Московской Биржи.

В 2026 год рынок входит с ожиданиями снижения ключевой ставки и окончания военного конфликта. Также дефицит федерального бюджета и слабый рост ВВП будут оказывать влияние на динамику котировок, низкие цены на нефть и выросшие дисконты после введения санкций на Роснефть и Лукойл будут оказывать влияние бюджет и компании из топливно-энергетического сектора.

Пожалуй, ключевое влияние на индекс Московской биржи будет оказывать валютный курс, так как около 2/3 веса индекса МосБиржи – это акции экспортёров.

Согласно статистике Банка России и регуляторов, совокупная капитализация котируемых акций в декабре 2025 года составляла 54 трлн рублей, что составляет 26% от ВВП и в 2,5 раза ниже целевых показателей на 2030 год по поручению президента РФ.

ОБЗОР ПО ОТРАСЛЯМ

Нефтегазовый сектор

Компании нефтегазового сектора традиционно формируют львиную долю рынка. Крупнейшие игроки остаются зависимы от глобальных цен на нефть и санкционного режима:

- Газпром (GAZP) – акции компании переживают падение стоимости и демонстрируют слабую динамику на фоне сокращения транзита газа и убытков в газовом сегменте, что ограничивает потенциал роста.
- Лукойл (LKOH) – компания столкнулась с падением выручки на ~20% и снижением EBITDA более чем на 30% за 2025 год из-за слабой внешней конъюнктуры, введения санкций против компании и укрепления рубля, что ухудшает финансовые показатели компании.
- Роснефть (ROSN) – также испытывает давление, отражая риск ограничения экспорта углеводородов на фоне международного и санкционного давления.
- Газпром нефть (SIBN) – их котировки остаются чувствительными к внешнему давлению, что подтверждается значительными снижениями акций в периоды геополитической неопределенности, а риски новых санкций в отношении российского нефтегазового экспорта ограничивают потенциал их восстановления. Более того, компания торгуется с высоким дисконтом из-за ограничений на экспорт и корпоративных рисков, а снижение цен на нефть ухудшает маржинальность и сдерживает потенциал дивидендов.
- НОВАТЭК (NVTK) – крупнейший независимый производитель газа в России испытывает влияние санкций и сдержанный спрос на СПГ, а потенциал роста акций в условиях текущей геополитики и ограниченного доступа к западным рынкам выглядит ограниченным.

Хотя эти компании генерируют значительный денежный поток, в современных реалиях их мультиплекторы остаются низкими по сравнению с историческими средними. Находясь под давлением сильных санкций, крепкого рубля и высоких ставок, компании нефтегазового сектора не входят в число наших фаворитов на 2026 год.

Металлургический и горнодобывающий сектор

В 2025 году рынок металлов находился в фазе коррекции и повышенной волатильности после сильных ценовых движений 2023–2024 годов: черная металлургия испытывала давление из-за падения внутреннего спроса (замедление строительства, высокая ключевая ставка) и слабой мировой конъюнктуры, что привело к снижению производства стали и маржинальности у российских металлургов, тогда как цветные металлы вели себя

разнонаправленно – медь и алюминий удерживались на относительно высоких уровнях благодаря ожиданиям энергоперехода и инфраструктурных инвестиций, а никель находился под давлением из-за глобального переизбытка предложения.

Российский сектор металлургии остается потенциально перспективным сегментом для инвесторов в 2026 году, поскольку ожидаемое снижение ключевой ставки до ~12-13% может оживить внутренний спрос и стимулировать рост цен на сталь, а также восстановление производства и инфраструктурных проектов даст дополнительный импульс отрасли после затяжного спада.

- Северсталь (CHMF) – компания с низкой себестоимостью производства и диверсифицированным экспортом успешно переориентировала потоки и может получить выгоду от улучшения рыночной конъюнктуры.
- НЛМК (NLMK) – благодаря своей более устойчивой позиции на мировом рынке, собственным зарубежным мощностям и потенциальному дивидендным выплат при восстановлении цен и цикла.
- ММК (MAGN) – компания завершает модернизацию коксохимического производства, что должно улучшить эффективность и маржинальность бизнеса на фоне укрепления внутреннего спроса в 2026 году.
- ГМК Норникель (GMKN) – на фоне роста цен на палладий, платину и медь в 2025 году улучшается ценовая конъюнктура по ключевым металлам компании, что частично компенсирует давление санкций и высоких издержек и постепенно улучшает финансовые ожидания рынка.
- РУСАЛ (RUAL) – компания выигрывает от восстановления цен на алюминий и слабого рубля, но ограниченный дивидендный потенциал и высокая чувствительность к сырьевым и санкционным рискам сдерживают инвестиционную привлекательность акций.
- Алроса (ALRS) – акция может быть интересна в долгосрочной перспективе благодаря низкой долговой нагрузке и сильному балансу, но текущий слабый спрос на алмазы и давление цен сдерживают краткосрочный рост котировок.

Сектор электроэнергетики

В 2025 году сектор был одним из наиболее чувствительных к новостям и регуляторным изменениям, и акции энергетических эмитентов падали на фоне предложений правительства ограничить дивиденды в пользу инвестиций в инфраструктуру, что ухудшило краткосрочные ожидания инвесторов. За счёт высокой дивидендной доходности, на пример по акциям «Россети Московский регион» – порядка ~11-13% в 2025 г., и относительно низких мультиплексоров по сравнению с другими секторами, энергетика остаётся привлекательной для инвесторов, ориентированных на доход и стабильность, а перспективы выглядят позитивно при условии продолжения инвестиций в модернизацию и ожиданий постепенного снижения ключевой ставки. Стоит обратить внимание и рассмотреть акции следующих компаний данного сектора:

- Интер РАО (IRAO) – большая денежная подушка, высокая дивидендная доходность на уровне 10%, что делает бумагу интересной в среднесрочной перспективе несмотря на чувствительность к регуляторным изменениям в электроэнергетике.
- Россети Московский регион (MSRS) – компания занимает ключевую позицию в электросетевой инфраструктуре Московского региона, демонстрирует стабильные операционные и финансовые показатели, а ожидаемое повышение тарифов и государственные инвестиции в модернизацию сетей создают перспективу устойчивого роста выручки и дивидендов.
- МРСК Центр и Приволжье (MRKP) – дивидендная доходность и потенциал роста поддерживаются растущим тарифным базисом и постепенным повышением спроса на распределение электроэнергии в центральной части страны, а также относительно низкой текущей оценкой на рынке.
- Россети Центр (MRKC) – энергоинфраструктурная компания, чьи акции могут выиграть от модернизации энергетических сетей и государственного финансирования, а также от укрепления внутреннего спроса на электроэнергию.
- En+ Group (ENPG) – компания продолжает активно инвестировать в расширение производственных мощностей и энергоактивов, а также получает поддержку от высоких цен на алюминий, что улучшает операционные результаты, но при этом она в последние годы не выплачивала дивиденды, что является отрицательным фактором для инвесторов, высоко ориентированных на доход.

Финансовый сектор

- Сбербанк (SBER) – лидер банковского сектора, сохраняет устойчивые финансовые показатели, но чувствителен к процентной политике ЦБ и кредитным рискам.
- ВТБ (VTBR) – демонстрирует рост кредитного портфеля, но остается под давлением из-за низкого уровня достаточности капитала.
- Т-Банк (T) – демонстрирует сильный рост выручки и прибыли, расширяет клиентскую базу благодаря интеграции Росбанка и уже начал выплаты дивидендов и обратный выкуп акций на фоне устойчивых денежных потоков и крепкой финансовой позиции группы. ROE на уровне 30%, что подтверждает высокую финансовую активность во вложенный капитал.

Финансовый сектор в 2025 году находился под давлением высоких ставок, однако по мере начала их снижения интерес к банковским акциям постепенно восстанавливался. Крупнейшие банки демонстрировали устойчивую прибыльность за счет расширения процентной маржи в первой половине года и роста комиссионных доходов. При этом инвесторы внимательно оценивали качество кредитных портфелей, ожидая замедления экономического роста и возможного увеличения доли задолженности в отдельных сегментах. Банковский сектор традиционно служит индикатором экономического здоровья. В 2026 году банковский сектор может стать одним из бенефициаров дальнейшего смягчения ДКП, при условии сохранения контроля над кредитными рисками, но замедление экономики может ограничить рост прибыли банков и, следовательно, отрицательно повлиять на динамику их котировок.

Сектор потребительских товаров и электронной коммерции

- X5 Retail Group (X5) – заметно укрепил свои позиции на рынке, за счёт расширения сети и дивидендной привлекательности.
- Лента (LENT) – ещё один крупный ритейлер, ориентированный на стабильный денежный поток и дивиденды.
- Ozon (OZON) – активно растёт в электронной коммерции, а дивиденды и рост их общего объема продаж товаров и услуг создают интерес инвесторов к акциям этой компании.
- Fix Price (FIXR) – компания, выигрывает за счет ориентации на массового потребителя, широкой региональной сети и стабильного денежного потока.

Сектор потребительских товаров и розничной торговли в 2025 году показывал смешанную динамику. С одной стороны, рост реальных доходов населения поддерживал спрос, с другой – высокая долговая нагрузка домохозяйств и осторожность потребителей ограничивали потенциал быстрого роста. Компании, ориентированные на базовое потребление и обладающие сильными брендами, выглядят более устойчивыми к внешним шокам благодаря ориентации на внутренний рынок, который компенсирует часть внешних рисков, тогда как эмитенты с высокой зависимостью от заемного финансирования сталкивались с повышенной волатильностью котировок.

Сектор минеральных удобрений

Сектор минеральных удобрений остаётся одним из наиболее устойчивых и экспортно-ориентированных сегментов российского рынка акций. Российские производители сохраняют сильные позиции на глобальном рынке благодаря конкурентной себестоимости, доступу к сырьевой базе и переориентации экспортных потоков в страны Азии, Латинской Америки и Ближнего Востока. Такие компании, как:

- ФосАгро (PHOR) – компания занимает лидирующие позиции на рынке минеральных удобрений, демонстрирует высокую маржинальность и устойчивый экспортный спрос, что поддерживает стабильные денежные потоки и прогнозируемую дивидендную доходность.
- Акрон (AKRN) – низкая себестоимость производства, диверсифицированный экспорт и прогнозируемый рост спроса на удобрения, создают фундамент для устойчивого финансового результата и привлекательной дивидендной политики.

Обе компании выигрывают от стабильного мирового спроса на агропродукцию и необходимости поддержания продовольственной безопасности, что делает удобрения стратегическим товаром. Несмотря на волатильность цен на фосфорные и калийные удобрения, финансовые показатели ведущих компаний остаются устойчивыми: высокая маржинальность, положительный свободный денежный поток и дивидендный потенциал сохраняются даже в условиях внешних ограничений. В 2026 году сектор удобрений вполне возможен показать умеренный рост за счет стабильного мирового агроспроса, расширения экспортной географии и сохранения конкурентных преимуществ по издержкам.

Сектор недвижимости (девелоперы)

В 2025 году акции девелоперов находились под давлением из-за высокой ключевой ставки, слабого ипотечного спроса и роста стоимости финансирования, что привело к ухудшению маржинальности и коррекции котировок даже у крупнейших игроков сектора. В 2026 году, несмотря на возможное снижение ставки и частичное оживление рынка жилья, сектор остаётся цикличным и чувствительным к регуляторным решениям.

- ПИК (PIKK) — акция может быть интересна для долгосрочных инвесторов благодаря лидерству на рынке жилья и масштабным проектам, но текущая цикличность строительного сектора и чувствительность к ипотечному спросу ограничивают потенциал роста.
- ЛСР (МОEX: LSRG) — акция привлекательна высокой дивидендной доходностью и устойчивыми операционными показателями, однако зависимость от состояния строительного рынка снижает её привлекательность для агрессивного роста.
- Эталон Групп (МОEX: ETLN) — акция интересна благодаря стабильным продажам недвижимости и региональному присутствию, но слабый спрос на первичное жильё и высокая ставка сдерживают её динамику в краткосрочной перспективе.

Компании сектора недвижимости не входят в число наших фаворитов в 2026 году.

Сектор портовой и транспортной инфраструктур

Сектор портовой и транспортной инфраструктур приобретает всё большее значение в условиях структурной перестройки логистических цепочек и переориентации экспорта. Российские порты становятся ключевым звеном в обеспечении поставок сырья и продукции в страны Азии и глобального Юга. Компании, связанные с портовой логистикой и перевалкой грузов, выигрывают от роста физических объёмов экспорта, несмотря на ограничения по направлениям. Повышение загрузки портов, рост тарифов и инвестиции в расширение мощностей формируют основу для устойчивых финансовых результатов. На наш взгляд, лидерами являются:

- Новороссийский морской торговый порт (NMTRP) — это крупнейший коммерческий портовый оператор России с устойчивыми операциями по перевалке сырых и сухих грузов, значительной долей экспортных потоков и привлекательной дивидендной рентабельностью для долгосрочных инвесторов.
- Дальневосточное морское пароходство (FESH) — компания управляет Владивостокским портом и активно развивает контейнерные и мультимодальные перевозки между Азией и Россией, усиливая свою позицию как логистического узла на Дальнем Востоке.
- Совкомфлот (FLOT) — акции компании выглядят менее привлекательными, поскольку низкий курс доллара и продолжающееся санкционное давление сдерживают фрахтовые ставки и доступ к зарубежному флоту, что может негативно отражаться на прибыльности и перспективах роста.

- Аэрофлот (AFLT) – может получить импульс к улучшению показателей в 2026 году за счёт восстановления пассажиропотока, оптимизации издержек и потенциального снижения процентной нагрузки на фоне ожидаемого смягчения денежно-кредитной политики.
- Транснефть (TRNFP) – акция привлекательна для инвесторов, ориентированных на доход, благодаря стабильным регулируемым тарифам на транзит нефти, устойчивым объёмам перекачки и высокой дивидендной доходности, что делает её интересной для любителей стабильного дохода.

Сектор IT

В последние годы сектор IT на российском рынке изначально привлек значительное внимание инвесторов на фоне ухода иностранных технологических игроков и надежд на ускоренное импортозамещение, что стимулировало ожидания роста цифрового бизнеса и расширения внутреннего спроса на отечественное ПО. Однако реальность оказалась более сложной: индекс MOEXIT информационных технологий потерял практически 19% за год, что отражает коррекцию оценок акций отрасли. Многие бумаги новых технологических эмитентов, таких как «Группа Позитив», «Группа Астра» и «Софтлайн», сначала росли на ожиданиях налоговых льгот и господдержки, но затем снизились — например, акции «Астры» упали на 42% за 2025 год, поскольку налоговые льготы по НДС и страховым взносам были пересмотрены, а рост выручки и прибыли оказался слабее прогнозируемых. В результате многие IT-компании не оправдали первоначальные ожидания по динамике рынка, оказались под давлением из-за изменения регуляторной среды и более высокой ключевой ставки, и их акции существенно скорректировались, поэтому мы не делаем на них ставку в текущих инвестиционных рекомендациях. Среди акций, которые целесообразно рассматривать для покупки в 2026 году:

- Yandex (YDEX), который после реструктуризации и роста цифровых сервисов демонстрирует сильные финансовые результаты и потенциал роста котировок.
- HeadHunter (HHRU), сохраняющий лидерство в онлайн-рекрутменте и уверенную генерацию денежного потока.
- ЦИАН (CIAN) – может показать улучшение динамики, поскольку компания сочетает цифровую платформенную модель с высокой узнаваемостью бренда, а постепенное снижение ставок в 2026 году поддержат рост трафика и монетизации сервисов.

Компании второго эшелона

Немаловажно помнить, что компании второго эшелона могут представлять повышенный интерес для инвесторов с более высоким аппетитом к риску. Их ключевые преимущества — потенциал опережающего роста и недооценка, однако ликвидность и волатильность остаются ограничивающими факторами. Поэтому стоит рассматривать компании второго эшелона, только как дополнение к портфелю blue chips. Доля таких активов не должна превышать умеренного уровня риска. Наиболее перспективными представителями, по нашему мнению, являются акции следующих компаний:

- Мать и Дитя (MDMG) – компания демонстрирует сильный рост выручки и прибыли (прогнозный рост выручки в 2025 составляет 25%, а EBITDA около 11,3 млрд руб.) и имеет хорошую историю дивидендных выплат, отражая устойчивый спрос на медицинские услуги и потенциал дальнейшего развития на фоне расширения сети клиник.
- Novabev Group (BELU) – акция интересна инвесторам благодаря росту выручки, прибыли сети «Винлаб», ожиданиям ее IPO и стабильным дивидендам (~10% доходности), при этом котировки остаются волатильными из-за корпоративных действий.
- НКХП (NKHP) – акции могут быть интересны в случае роста объемов перевалки зерна, ослабления рубля, стабильно выплачивают до 100% чистой прибыли в дивиденды, но рост может быть ограничен падением выручки и прибыли из-за экспортных квот.
- INARCTICA (AQUA) – компания является лидером российского рынка аквакультуры с растущими объемами биомассы и планами увеличения производства до 60 000 тонн товарного лосося и форели (на 1П25 биомасса рыбы в воде выросла на 34% год к году), обладает умеренной долговой нагрузкой, что создает потенциал для роста выручки и восстановления маржинальности по мере реализации проектов по выращиванию малька и увеличения объемов реализации.

ПРОГНОЗ

На горизонте 2026 года мы рекомендуем придерживаться осторожно-конструктивного взгляда на российский рынок акций, так как он продолжает оставаться высокорисковым. Приоритет следует отдавать компаниям с сильным балансом, устойчивыми дивидендами и прозрачной корпоративной стратегией. Избыточная погоня за ростом котировок или высокой дивидендной доходностью без учета фундаментальных рисков может привести к повышенной волатильности портфеля.

В условиях сохраняющейся неопределенности ключевыми факторами успеха станутся диверсификация, регулярная переоценка рисков и фокус на качестве активов. Российский рынок акций в 2026 году способен предложить инвестиционные возможности, однако они потребуют более взвешенного и селективного подхода по сравнению с периодами более благоприятной внешней конъюнктуры.

Рекомендуемые нами акции и сектора в 2026 году:

- Металлургический и горнодобывающий секторы – при дальнейшем снижении котировок, считаем интересными к покупке акции компаний:
 - Северсталь (прогнозная цена – 950-1300 руб., потенциальный рост – ~16%, рекомендуем к покупке на уровне 850 рублей);
 - НЛМК (прогнозная цена – 115-140 руб., потенциальный рост – ~21%, рекомендуем к покупке на уровне 90 рублей);
 - Алроса (прогнозная цена – 55 руб., потенциал роста – ~31%, может быть долгосрочно интересна при росте цен на алмазы).
- Сектор электроэнергетики – заманчивые дивиденды, низкие мультипликаторы
 - Россети Московского региона (прогнозная цена – 1,7 руб., потенциал роста – ~21%, прогноз дивидендов – около 0,16-0,18 руб., дивидендная доходность ~11-12%);

- МРСК Центра и Приволжья (прогнозная цена – 0,5 руб., потенциал роста – ~10%, прогноз дивидендов – около 0,1 руб., дивидендная доходность ~12%).
- Финансовый сектор (банки) – потенциальный рост дивидендных выплат, при снижении ставки и нормализации кредитной активности
 - Сбербанк (прогнозная цена – 350 руб., потенциал роста – ~17%, прогноз дивидендов – 35-40 руб., дивидендная доходность ~13%);
 - ВТБ (прогнозная цена – 105 руб., потенциал роста – ~47%, прогноз дивидендов – около 15-20 руб., дивидендная доходность ~25%);
 - Т-Банк (прогнозная цена – 5050 руб., потенциал роста – ~59%, прогноз дивидендов – около 150-170 руб., дивидендная доходность ~5%).
- Сектор потребительских товаров и электронной коммерции – устойчивый внутренний спрос и развитие онлайн-каналов продаж
 - Лента (прогнозная цена – 2450 руб., потенциал роста – ~24%, рекомендуем к покупке);
 - X5 Group (прогнозная цена – 3700 руб., потенциал роста – ~25%, прогноз дивидендов – около 365-370 руб., дивидендная доходность ~12%);
 - Ozon (прогнозная цена – 5650 руб., потенциал роста – ~36%, прогноз дивидендов – около 140-150 руб., дивидендная доходность ~3%);
 - Fix Price (прогнозная цена – 0,9 руб., потенциал роста – ~57%, прогноз дивидендов – около 0,1 руб., дивидендная доходность ~8%).
- Сектор минеральных удобрений – рост спроса и стабильность
 - ФосАгро (прогнозная цена – 7975 руб., потенциал роста – ~25%, прогноз дивидендов – 700 руб., дивидендная доходность ~10%);
- Сектор портовой и транспортной инфраструктур – переориентации торговых потоков, восстановление и доходность
 - Новороссийский морской торговый порт (прогнозная цена – 10,5 руб., потенциал роста – ~23%, прогноз дивидендов – около 1 руб., дивидендная доходность ~11%);
 - Аэрофлот (прогнозная цена – 70 руб., потенциал роста – ~20%, прогноз дивидендов – около 7 руб., дивидендная доходность ~12%);
 - Транснефть (прогнозная цена – 1600 руб., потенциал роста – ~20%, прогноз 180-190 рублей – дивиденд, когда дивидендная доходность – около 13%).
- Сектор IT – завершение фазы завышенных ожиданий и коррекции, открытие точек входа, продолжающаяся цифровизация экономики
 - Yandex (прогнозная цена – 5850 руб., потенциал роста – ~31%, прогноз дивидендов – около 135-140 руб., дивидендная доходность ~3%);
 - Head Hunter (прогнозная цена – 4200 руб., потенциал роста – ~47%, прогноз дивидендов – около 285-290 руб., дивидендная доходность ~10%);
 - ЦИАН (прогнозная цена – 750 руб., потенциал роста – ~24%, прогноз дивидендов – около 50 руб., дивидендная доходность ~7%).
- Акции второго эшелона
 - Мать и Дитя (прогнозная цена – 1600 руб., потенциал роста – ~13%, прогноз дивидендов – около 85-90 руб., дивидендная доходность ~8%);

- Novabev Group (прогнозная цена – 550 руб., потенциал роста – ~32%, прогноз дивидендов – около 45 руб., дивидендная доходность ~10%);
- НКХП (прогнозная цена – 650 руб., потенциал роста – ~29%, прогноз дивидендов – около 30 руб., дивидендная доходность ~6%);
- INARCTICA (прогнозная цена – 800 руб., потенциал роста – ~62%, рост производства, рост рынка, привлекательная оценка, рост потенциальной дивидендной доходности, потенциал роста котировок).

Базовый ориентир для портфеля инвестора — сочетание защитных крупных компаний с акцентом на внутренний спрос и сбалансированным риском в энергетике и финансах. Реализация потенциала такого портфеля во многом будет зависеть от скорости снижения ключевой ставки, поскольку смягчение денежно-кредитных условий поддержит потребительскую активность, снизит стоимость фондирования и повысит инвестиционную привлекательность этих секторов.

РЫНОЧНЫЕ ТЕЧЕНИЯ

Сценарии рынка

Базовый (продолжение текущей динамики, конфликт не урегулирован, рубль крепкий, санкции не ослаблены)

- Индекс Московской биржи – 2600 пунктов;
- Рубль – 90 за доллар;
- Ключевая ставка – 14%;
- ВВП – рост на 0,1-0,5%;
- Brent – 60-65 \$ за баррель.

Позитивный (окончание конфликта, ослабление санкций, открытие потоков капитала, низкая инфляция, снижение ключевой ставки, стабильная цена на нефть, дефицит бюджета в рамках предусмотренного прогнозом)

- Индекс Московской биржи – 3500 пунктов;
- Рубль – 110 за доллар;
- Ключевая ставка – 12%;
- ВВП – рост на 0,5-1%;
- Brent – 65-70 \$ за баррель.

Негативный (продолжение конфликта, усиление санкций, сохранение высокого дисконта на российскую нефть, крепкий рубль, дефицит бюджета выше запланированного)

- Индекс Московской биржи – 2200 пунктов;
- Рубль – 80 за доллар;
- Ключевая ставка – 15%;
- ВВП – падение на 1-1,5%;
- Brent – 50-55 \$ за баррель.

В ФАРВАТЕРЕ

Модельный портфель

Учитывая вводные по бюджету, курсу рубля, сырьевым ценам и состоянию российской экономики, мы считаем, что потенциал российского фондового рынка весьма ограничен в текущий момент. Только рост нефтяных цен и разрешение геополитических разногласий могут развернуть ситуацию в обратную сторону. Пока же риски преобладают, мы рекомендуем инвесторам находиться в защитных ликвидных активах, так как в случае неожиданных событий и новостей ликвидность и живые деньги могут быть в цене.

Рекомендации:

- Фонды денежного рынка – 20%
- Рублевые «флоатеры» с рейтингом AAA-AA и погашением до 2-3 лет – 20%
- Валютные облигации – 20%
- Акции – 20%
- Золото, серебро, плата, палладий – 20%

При этом, в случае резкого укрепления рубля до 70 за доллар – рекомендуем наращивать валютную позицию. А в случае падения индекса московской биржи до уровней 2200-2400 пунктов – рекомендуем наращивать долю акций в портфеле, ориентированных на экспорт, завязанных на валютную выручку за счет сокращения флоатеров и фондов денежного рынка.

Сегодня риски преобладают не только в экономике России, но и в целом по миру. Тарифные войны обостряют взаимоотношения между странами: процессы глобализации замедлились или повернулись вспять, идет перестройка логистических и производственных цепочек. Страны все больше стремятся к суверенизации и контролю за внутренним производством. Мировой ВВП постепенно замедляется – мы можем видеть это по темпам роста спроса на нефть и международным перевозкам. К тому же, если не считать коррекцию начала года на американском фондовом рынке, мы видим безостановочный рост всех активов и индексов. «Деревья не растут до небес, когда-то наступает предел». Биткойн притормозил свой рост, техническая картина изменилась. Это говорит нам о том, что деньги потихоньку начинают выходить из рисковых активов. Полагаем, что эта тенденция может продлиться. Необходимо очень внимательно следить за инфляцией и ставкой ФРС. На наш взгляд, риски роста инфляции крайне высоки в перспективе 1-2 года, а как следствие и рост ставки ФРС. Это окажет влияние на все рисковые активы в мире, в том числе на акции США и в первую очередь на «великолепную семерку». Полагаем, что риски появления «черных лебедей» крайне велики.

Страны наращивают расходы на оборону и оружие, что тоже является негативным фактором для развития торговли и роста мирового ВВП.

Трудно досрочно оценить перспективы завершения геополитического конфликта. Объяснить в итоге можно будет любой вариант, но полагаем, что в 2026 году конфликт продолжится. Если же будет заключено мирное соглашение, то краткосрочно это даст

мощный импульс российскому рынку акций. Полагаем, что это будет хороший момент для среднесрочного выхода из рынка, так как накопившиеся проблемы будут преобладать – низкие мировые цены на нефть и ресурсы, которые страна отправляет на экспорт, дефицит бюджета, крепкий рубль, слабый платежеспособный спрос населения, высокая ключевая ставка.

Пока картина выглядит следующим образом: в экономике происходит системное охлаждение, а проблемы нарастают. В какой-то степени мы можем считать бюджет дезинфляционным, так как рост расходов в следующем году будет сдержан, когда рост доходов будет осуществлен за счет поднятия налогов, а не наращивания долга. Однако есть высокий риск недополучения рассчитанных доходов в бюджет, так как риски падения ВВП в 2026 году высоки (весь 2025 год темпы роста ВВП замедлялись с 1,6 в начале до 0,4-0,6 в конце по кварталам). В целом же, рост налогов в оставшейся экономике скорее всего приведет к ее дальнейшему падению. Также отмечаем риск большого дисконта в нефтяных ценах. Все это будет давить на доходы бюджета и влиять на российскую экономику.

Ситуация замедления, погружения, падения может затянуться на несколько лет, поэтому сейчас инвестиции надо рассматривать на длительный срок и иметь «длинные» деньги.

Мы видим проблемы в угольной отрасли, машиностроении, деревообработке, логистике, застройщиках. Вероятно, это первые ласточки, которые предостерегают следить за статистикой и наблюдать за ситуацией.

Подводя итог, нам интересны валютные активы в момент сильного укрепления рубля, интересны акции на уровне 2200-2400 по индексу IMOEX, золото и серебро как защита от инфляции и ликвидный надежный металл. В остальное время предпочитаем находиться в ликвидных и безопасных активах и ждать момента для входа в рынок.

ДРЕЙФУЮЩИЕ ЛЬДИНЫ

Ключевые риски

Ключевые риски:

- Продолжение конфликта;
- Усиление санкций;
- Падение цен на нефть, газ, удобрения, сталь;
- Крепкий рубль;
- Высокая ключевая ставка;
- Растущий дефицит бюджета;
- Снижение реальной заработной платы как следствие снижение платежеспособного спроса со стороны населения;
- Дальнейший рост налогов;
- Деприватизация активов;
- Падение ВВП.

«Белые лебеди»

- Окончание конфликта;
- Нормализация отношений со странами Запада;
- Рост нефти до 100\$ в случае обострения конфликта на Ближнем Востоке.

В целом с высокой долей вероятности можно предположить, что риски на следующий год преобладают. Очень многие параметры под вопросом, трудно поддаются прогнозу, а рынок сильно зависит от политических и геополитических новостей. Большинство компаний показали снижение прибылей, нарастили долг и увеличили процентные расходы на его обслуживание в 2025 году. Доходы компаний идут на погашение процентов, а не на выплату дивидендов и дохода акционерам. Скорее всего данная динамика будет наблюдаться и в 2026 году, что снизит потенциал роста российского рынка. Пожалуй, ключевым факторами, которые будут определять движения на рынке, будут цена нефти, новости с переговорного трека, динамика ключевой ставки.

ШВАРТОВКА

Основные выводы

В 2026 год российская экономика вступает с высокой ключевой ставкой, замедляющимся ВВП, крепким рублем, низкой нефтью и растущим долгом.

Годовой рост денежной массы на конец 2025 года поставил около 13%, темпы роста депозитов замедлились, а темп кредитования юридических лиц немного оживились к концу года.

Реальная заработная плата прекратила рост, а скрытая безработица может расти за счет сокращенной рабочей недели, простоев и вынужденных отпусков на фоне сокращения производства предприятиями.

Темпы роста инфляции замедлились (до 6-6,5%), что должно дать простор для снижения ключевой ставки в 2026 году. Ключевая ставка в 2025 году была снижена с 21% до 16%, но все равно является высокой для экономики, а денежно-кредитная политика Банка России остается жесткой в силу сохранения реальной ставки на уровне 10%. Несмотря на официально снизившуюся инфляцию, ожидания населения по темпам инфляции составляют 13,7% на ноябрь. Мы полагаем, что ЦБ не будет резко снижать ставку в 2026 году, так как преобладают проинфляционные риски.

Рыночная ипотека сильно сжалась в 2025 году за счет высокого уровня ставок, около 80% всех ипотечных сделок проходило по программам льготного кредитования. Полагаем, что такая же тенденция будет наблюдаться в следующем году.

На фоне повышения НДС до 22%, увеличится нагрузка на конечного покупателя продукта, подрастет инфляция в начале года. Пока достаточно сложно оценить инфляционную добавку, но скорее всего это будет в диапазоне 0,6-0,8%. Снижение порога УСН, а также утильсбор на технику добавят в копилку инфляции свою лепту.

По итогам 2025 года российский рубль стал самой крепкой валютой по отношению к доллару. Дальнейшая его динамика будет определяться потоками капитала, ключевой ставкой и ценой на нефть. Крепкий рубль достаточно плохо отражается на консолидированном бюджете РФ.

Основным вопросом бюджета 2026 года является сбор доходов, так как туда заложены достаточно оптимистичные ожидания. Пока же мы видим курс рубля крепче, а цену нефти ниже. Соответственно исполнение бюджета будет зависеть от стоимости нефти (величины дисконта), курса рубля, динамики собираемости НДФЛ, НДС.

На протяжении 2025 ВВП замедлялся. Полагаем, что тенденция будет продолжена на фоне небольшого роста расходов бюджета, низкой нефти, высокой ключевой ставки. Ожидаем околонулевой ВВП по итогам 2026 года.

Профит на рынке нефти будет преобладать, котировки Brent могут уйти под отметку 60 долларов.

Золото на фоне нестабильности останется в цене, скорее всего обновит исторические максимумы, за ним будут двигаться и серебро, и платина, и палладий, и медь.

На рынке облигаций в 2026 году будет большой объем рефинансирования выпусков, что может отразиться на кредитных спредах и стоимости привлечения капитала. Также Министерство Финансов РФ будет выходить на рынок для покрытия дефицита бюджета. Количество дефолтов может увеличиться, так как высокая ключевая ставка значительно давит на маржинальность бизнеса и его платежеспособность. Отдаем предпочтение высококачественным эмитентам с высоким рейтингом. Предпочитаем флоатеры.

Динамика рынка акций будет в первую очередь зависеть от геополитических новостей: возможности окончания СВО или же введения новых санкций. Но фундаментальным фактором оценки рынка должны быть курс рубля, спрос и цена на экспорт, динамика ВВП, результаты конкретных компаний в разрезе отраслей. Считаем, что при текущем курсе индекс может быть ниже текущих значений (2725). В случае ослабления рубля и частичной отмены санкций индекс может завершить 2026 год на уровне 3500 пунктов, но все же первый вариант считаем более вероятным.

ЭКСПЕРТЫ



Янковский Александр Владиславович

Директор департамента
управления инвестициями

Матушкина Полина Ильинична

Аналитик департамента
управления инвестициями

Подписывайтесь на наш канал!

8 800 250 70 15

am.solid@solid-mn.ru

solid-mn.ru



[solid-mn.ru](#)

[@am_solid](#)

Не является индивидуальной инвестиционной рекомендацией.

Ознакомиться с правовой информацией можно [здесь](#).