

Комментарий

Стратегия на рынке ценных бумаг в 2026 году (резюме)

8 января 2026г.

Арутюнян А.Т.,
главный экономист
aarutyunyan@russ-invest.com
+7-495-3639380

ПАО ИК РУСС-ИНВЕСТ

I. Геополитический риск

К сожалению, в течение предстоящего инвестиционного периода **геополитический риск** останется самым серьезным фактором, способным кардинально повлиять на динамику российского рынка ценных бумаг. В этой связи мы хотели бы еще раз прокомментировать стратегию национальной безопасности США, которая, как показали события в Венесуэле и последующее объявление западного полушария зоной жизненно важных интересов США, ничуть не изменилась и показала, что США намерены и дальше делать все, чтобы сохранить свою политическую и экономическую гегемонию.

В данной стратегии руководство США продекларировано намерение поддерживать с Россией стратегически стабильные отношения и восстановить стратегическую стабильность в Европе путем дипломатического урегулирования отношений России с Европой, предотвращая возможную российско-европейскую войну.¹ В общем вполне разумный подход, так как после ядерного конфликта в Европе (который, несомненно, затронет США) ведущими военно-политическими и экономическими державами мира станут Китай и Индия (явно не в американских интересах потеря глобального доминирования и тем более ядерного уничтожения страны). Поэтому одним из существенных интересов США является прекращение конфликта на Украине, чтобы не допустить последующего расширения конфликта за счет вовлечения европейских государств, где по-прежнему господствуют нереалистичные ожидания по поводу данной войны.²

Вместе с тем, с нашей точки зрения, неразумно предполагать, что интересы США и ведущих европейских держав, входящих в НАТО, кардинально расходятся в том, что касается Украины, несмотря на то давление, которое

¹ Прокитируем: «Managing European relations with Russia will require significant U.S. diplomatic engagement, both to reestablish conditions of strategic stability across the Eurasian landmass, and to mitigate the risk of conflict between Russia and European states», см.: National Security Strategy of the United States of America, November 2025, p. 25.

² Еще раз процитируем: «The Trump Administration finds itself at odds with European officials who hold unrealistic expectations for the war», см.: National Security Strategy of the United States of America, November 2025, p. 26.

США оказывают на европейские страны. Как показали прошедшие в начале года в Париже переговоры о гарантиях безопасности Украине, в которых приняла участие и американская делегация, США стремятся добиться российско-украинского мирного соглашения, чтобы, во-первых, оторвать Россию от Китая и, во-вторых, сохранить Украину как антироссийский плацдарм (явно не в их интересах полный крах данного проекта, ими же и созданного), способствуя ее последующей милитаризации с целью «умиротворения» России.

Мы со своей стороны твердо убеждены в том, что мир на Украине рано или поздно будет достигнут, если не в ходе переговоров, то на поле боя точно. Но при таких подходах администрации Д.Трампа и позиции украинского руководства³ не стоит ожидать быстрого заключения рамочного мирного соглашения и уж тем более мирного договора (и согласование текста, и процедура его подписания, учитывая необходимость наличия легитимного украинского руководства, могут занять приличное время). Можем, конечно, ошибаться, но получается, что у России небольшой выбор: либо, сдача своих переговорных позиций и отказ от целей СВО, либо военный ответ. В этом (в том, что мирные переговоры затянутся или вообще сорвутся с продолжением боевых действий в течение всего года) и состоит главный риск 2026 года.

II. Экономические риски.

Последняя опубликованная статистика показала, что прирост выпуска товаров и услуг по базовым видам экономической деятельности в течение января-ноября 2025 года составил 0,9% по сравнению с аналогичным периодом 2024 года (причем в ноябре он сократился на полпроцента)⁴. Таким образом, по всей вероятности, прирост ВВП страны по итогам 2025 года окажется в диапазоне 0,7-0,9%. Да, это все еще не рецессия, несмотря на отдельные отрицательные показатели, но достаточно близко к стагнации, учитывая, что по итогам первых трех кварталов инвестиции в основной капитал выросли всего лишь на 0,5% по сравнению с 9,0% в 2024 году. Промышленное производство выросло на 0,8% в течение этого же периода (в добывающей промышленности пока прирост является отрицательным: -1,5%), сельскохозяйственное производство – на 5,4%, грузооборот транспорта сократился на 0,7%, а объем розничной торговли увеличился на 2,5% (неплохо на фоне роста реальной заработной платы на 4,9%, но в 2024 году в течение этого же периода эти две цифры составляли 8,0% и 8,9%)⁵. При этом, по данным Росстата, с начала года прирост индекса потребительских цен составил 5,58%.⁶

³ Лично мы, перелопатив все западные источники, так и не увидели, что Украина согласна уступить новые территории и Крым и признать их российскими, что она согласна отказаться от вступления в НАТО, что она согласна резко сократить свою армию (600-800 тыс. штыков – это не сокращение, а фиксация фактического размера украинской армии после всех понесенных потерь в ходе почти четырехлетних боевых действий и гораздо больше чем 150 тыс. человек на начало 2014 года) и уж тем более провести денацификацию. Получается, что на тех условиях, которые Украина сама для себя согласовала (и потому осталась пара пустяков), мир возможен только в том случае, если эти условия примет Россия.

⁴ См.: <https://rosstat.gov.ru/storage/mediabank/osn-11-2025.pdf>

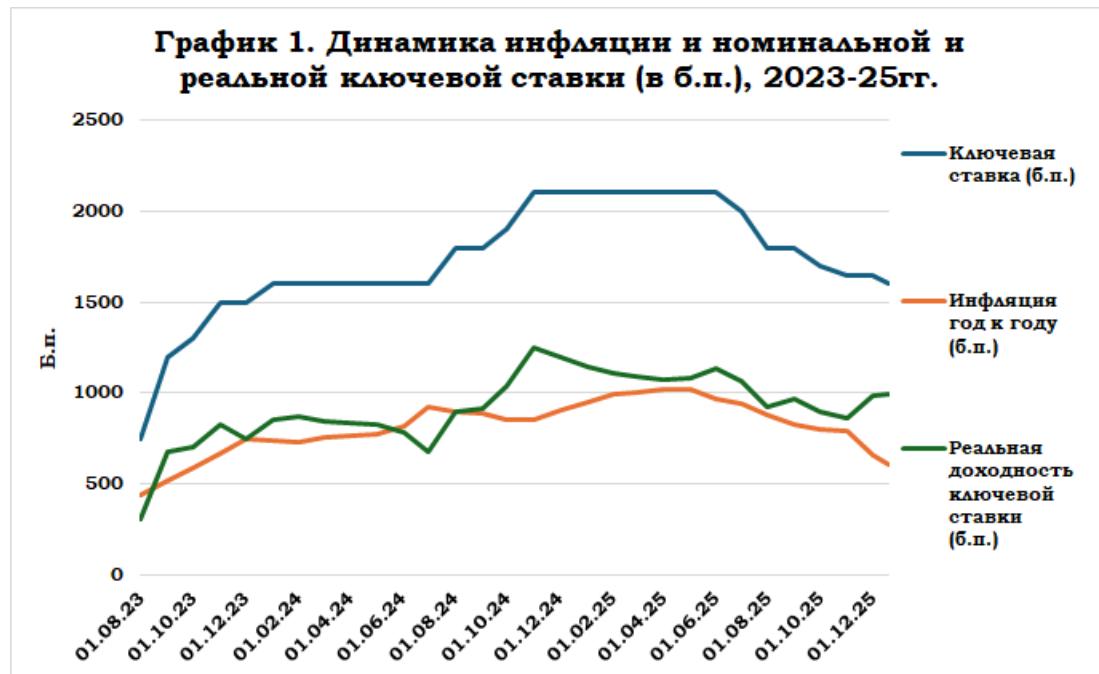
⁵ См.: <https://rosstat.gov.ru/storage/mediabank/osn-11-2025.pdf>

⁶ См.: https://rosstat.gov.ru/storage/mediabank/201_24-12-2025.html

ИНВЕСТИЦИОННАЯ КОМПАНИЯ «ИК РУСС-ИНВЕСТ»

Комментарий

Непосредственной причиной такого резкого снижения темпов экономического роста (и это явно не «мягкая посадка»⁷) является политика Банка России, который до сих пор сохраняет ключевую ставку, несмотря на ее снижение, на избыточно высоком уровне, в результате чего реальная доходность ставки просто зашкаливает (уже в ноябре 2023 года она составляла 831 б.п., достигнув пика на уровне 1247 пунктов в ноябре 2024 года, и с тех пор ни разу не опускалась ниже 800 б.п., в то время как, по оценке самих аналитиков Банка России, необходимая жесткость достигается уже при 600 б.п.). При этом в последнее время отчетливо просматривается расхождение (см. график 1) в динамике номинальной инфляции (которая снижается) и реальной доходности ключевой ставки (выросшей до 1042 б.п.).



Источник: рассчитано по данным Росстата и Банка России.

Все это свидетельствует, что Банк России запаздывает и явно перестраховывается (не получив необходимого результата в ходе цикла повышения ставки в 2023-24гг.). Тем не менее, судя по заявлениям, поступающим из Банка России, кредитно-денежная политика Банка останется жесткой (нейтральной, по нашему мнению, она станет только тогда, когда реальная доходность ключевой ставки опустится ниже 400 б.п., т.е., ниже 10% годовых), хотя, по нашей оценке (совпадающей с оценкой большинства экономистов), если инфляция не подпрыгнет, то Банк России продолжит снижение ключевой ставки до $\pm 12\%$ годовых. Дополнительное давление оказывает ужесточение налоговой политики, в результате чего чистые налоги номинально увеличились в течение первых трех кварталов 2025 года на 5,8% по сравнению с таким же периодом прошлого года,⁸ а их доля в структуре ВВП возросла до 8,9% (с 6,4% в III квартале 2024 года). Причем ее смягчение на

⁷ См. наш комментарий по данной теме: <https://www.russ-invest.com/analytics/stranichka-glavnogo-ekonomista/406481/>

⁸ См.: <https://rosstat.gov.ru/storage/mediabank/osn-11-2025.pdf>

фоне сохранения значительного дефицита федерального бюджета (до ±3% ВВП) в случае продолжения СВО и необходимости восстановления территорий, где велись боевые действия, маловероятно.

В общем **в течение 2026 года инвесторам предстоит иметь дело с теми же тенденциями, что и в прошедшем году:**

1. **Темпы экономического роста останутся низкими**, так как, судя по итогам III квартала 2025 года, конечное потребление (включая потребление домохозяйств), инвестиции в основной капитал и чистый экспорт останутся под давлением вследствие жесткой кредитно-денежной политики, роста налогового бремени и сохранения санкционного режима.
2. **Жесткая кредитно-денежная политика и налоговое давление приведут к дальнейшему сокращению совокупного дохода российских предприятий** и организаций и соответственно инвестиций⁹ и дивидендов.
3. При этом, по оценке самого Банка России, в начале года **возможен всплеск инфляции вследствие повышения НДС, а к концу 2026 года так и не удастся достигнуть целевого ориентира по инфляции** (т.е., политика Банка России вызвала охлаждение спроса и снижение прироста ВВП почти до нуля, но пока так и не решила проблему инфляции, несмотря на начало дезинфляционной тенденции).

Резюмируем: основная **проблема заключается в том, что жесткая кредитно-денежная и налоговая политики в условиях СВО способствовали резкому снижению темпов экономического роста**, так и не достигнув цели Банка России по инфляции. При этом сохранение избыточно высокой ключевой ставки вкупе с повышением налогового давления вряд ли позволит изменить ситуацию к лучшему в течение 2026 года. В этом и заключается основной экономический риск для российского рынка ценных бумаг.

III. Основные рынки

1. Рубль

Динамика рубля в прошлом году преподнесла большой сюрприз - пара USDRUB завершила год на уровне 78,2267 руб. за долл. (доллар США в течение 2025 года девальвировался по отношению к рублю на 23,1%, в результате чего некоторые рублевые инструменты, например, годовые депозиты со ставкой 21% годовых принесли более 57% годовых в долларах США (это даже побольше, чем у индекса S&P 500). Причем **фундаментально** (геополитика, резкое снижение темпов экономического роста, санкции, негативно влияющие на торговый и платежный баланс, увеличение дефицита федерального бюджета) **рубль смотрится не очень хорошо**, но, его девальвация, по нашему мнению, возможна только в том случае, если у министерства финансов и Банка России

⁹ По данным Росстата, в III квартале 2025 года произошло существенное сокращение валового накопления (-9,6%), в том числе, валового накопления основного капитала (-1,1%). В результате доля валового накопления снизилась.

не останется других средств для покрытия бюджетного дефицита кроме такой девальвации (например, если отталкиваться от предварительной оценки исполнения федерального бюджета по итогам ноября, то, чтобы его сбалансировать исключительно за счет девальвации рубля, придется снизить курс рубля до 116,3 руб. за долл.; но это нереально, так как приведет к сильному всплеску инфляции и перечеркнет все усилия, направленные на снижение инфляции). Поэтому, с нашей точки зрения, **крепкий рубль – это результат согласованной политики денежных властей, а не текущей экономической и бюджетной ситуации.**

Учитывая, что министерство финансов намерено и дальше покрывать дефицит за счет размещение ОФЗ и средств Фонда национального благосостояния, предполагаем, что рубль может постепенно снизиться до 90-95 руб. за долл. (в этом смысле наша позиция не изменилась, но напомним, что вопреки нашим прогнозам, да и прогнозам многих других аналитиков, рубль все же по итогам 2025 года укрепился). Пока конъюнктура валютного рынка остается более-менее спокойной, что, по всей вероятности, и определяет динамику курса наряду с действиями Банка России и министерства финансов. К тому же произошедшее укрепление рубля как раз совпало с обсуждением мирного плана по Украине (в связи с чем можно предположить, что большинство участников рынка оптимистично оценивает перспективы рубля после достижения мира).

Но все же мы предполагаем, что вероятность ослабления рубля является значительной. Во-первых, негативные фундаментальные факторы (ухудшение структуры платежного баланса, низкие цены на сырье, санкции и дефицит федерального бюджета), которые достаточно давно давят на рынок, никуда не исчезнут сразу же после заключения мирного соглашения. Разве что со временем произойдет постепенная частичная отмена санкций (почему частичная – потому что еще долго продолжат обсуждать вопрос об использовании замороженных российских суверенных активов для выплаты репараций) и несколько улучшится бюджетная ситуация (в связи с сокращением расходов на ведение СВО, хотя, с другой стороны, потребуются значительные инвестиции на восстановление территорий, на которых велись боевые действия).

Во-вторых, в случае заключения мирного соглашения Банк России, возможно, ослабит хватку на валютном рынке (все-таки произошло значительное укрепление реального эффективного курса рубля – по данным Банка, на 24,3% в январе-октябре 2025 года¹⁰) и чуть быстрее начнет снижать ключевую ставку (что может ослабить рубль). Правда, в этом случае все равно необходимо оценить динамику дифференциала по процентным ставкам. И создается впечатление, что результатом действия всех этих сил станет, скорее всего, снижение курса рубля, а не его укрепление. Но есть одно большое «но». Думаем, что при взаимном снятии санкций с неподсанкционных лиц значительная часть российского капитала, заблокированного сейчас за кордоном, вернется в страну, и тогда такой приток капитала позитивно скажется на курсе рубля. Так

¹⁰ См.: <https://ria.ru/20251117/ekonomika-2055549314.html>

что кардинальное изменение конъюнктуры валютного рынка, видимо, уже произойдет только после подписания мирного соглашения и снятия санкций.

2. Рынок облигаций

А вот ставка на облигации в этом году сработала – индекс государственных облигаций Московской биржи (полной доходности, RGBITR) вырос с начала года на 22,7% (лучший результат у ОФЗ с дюрацией ±10 лет – 24-26% годовых). Да и динамика наших портфелей подтверждает, что, например, корпоративные облигации (с рейтингом не ниже ruAA) даже с дюрацией до 2 лет позволили на снижении ключевой ставки заработать более 24,5% годовых, а с дюрацией более 5 лет – более 32% годовых. С учетом позиции Банка России, озвученной в резюме обсуждения ключевой ставки на последнем заседании совета директоров,¹¹ стоит отметить, что существует пространство для осторожного смягчения кредитно-денежной политики, и разумно предполагать, что Банк России продолжит снижать ключевую ставку до ±12% годовых к концу 2026 года. При таком развитии событий **ОФЗ с дюрацией от 10 лет вновь становятся привлекательным выбором** и в случае реализации прогноза о снижении ключевой ставки вполне могут принести по итогам года порядка 23-25% годовых.

Корпоративные облигации представляют меньший интерес, так как предстоящие погашения на 4,9 трлн. руб. и дефолты в секторе высокодоходных облигаций могут отпугнуть инвесторов. Тем более, что большинство бумаг с длинной дюрацией имеет плавающий купон, что с учетом возможного снижения ставки делает их менее привлекательными. А вот инвестиции в квазивалютные облигации с учетом возможного снижения ключевой ставки (дифференциал по процентным ставкам сдвинется в пользу доллара) и возможного снижения курса рубля вполне могут оказаться привлекательными, но отметим явный риск в случае продолжения тенденции на укрепление рубля.

3. Рынок акций

Большая ложка геополитического дегтя так и не позволила рынку в конце 2025 года добраться до верхней границы девятимесячного (образовавшегося с начала апреля) нисходящего торгового канала (2845 пунктов) – на максимуме показали 2819,33 пункта, и после заявлений о том, что Россия пересмотрит свою переговорную позицию, рынок отправился вниз. Честно говоря, лично мы не видим в том большой проблемы, учитывая позитивную ситуацию на линии фронта: если оппоненты постоянно игнорируют твои интересы, то иногда лучше начать все с чистого листа, заявив более жесткие требования (да и зачем соглашаться на меньшее, если можно получить больше). Но уже понятно, что быстрого прогресса в переговорах не будет, и только кардинальное изменение ситуации на фронте способно изменить позицию противника в ходе переговоров. Но инвесторам такая постановка вопроса явно не нравится (что видно и по динамике индекса МосБиржи, который только в конце прошлого года еле-еле вышел в плюс, показав прирост в размере 0,4%, см. график 2), так

¹¹ См.: https://cbg.ru/dkp/mp_dec/decision_key_rate/summary_key_rate_29122025/

как откладывает на потом возможный резкий рост рынка вследствие снижения геополитического дисконта после подписания мирного соглашения.

График 2. Динамика индекса МосБиржи в 2024-2026гг.



Источник: www.tradingview.com

С нашей точки зрения, **рынок акций по-прежнему обладает значительным потенциалом роста**, даже несмотря на сохранение жесткой кредитно-денежной и налоговой политики и уменьшение совокупной прибыли российских предприятий и организаций. Во-первых, в силу низкой фундаментальной оценки. Например, форвардное Р/Е по-прежнему находится, по разным оценкам, на уровне ± 5 . Во-вторых, заниженная стоимостная оценка рынка вызвана значительным геополитическим и военным дисконтом. В-третьих, возможное снижение ключевой ставки окажет существенную поддержку рынку и способно привести к его росту даже в условиях СВО. В-четвертых, такое снижение ставки приведет к частичному перетоку сбережений домохозяйств из депозитов на фондовый рынок, а в случае подписания мирного соглашения и разблокировки активов неподсанкционированных лиц, может произойти существенный приток отечественного капитала из-за рубежа. В-пятых, динамика денежных агрегатов показывает, что в целом проблем с ликвидностью в экономике нет: индикатор М2 к 1 ноября вырос на 13,0% по сравнению с годом ранее, и даже прирост наличных денег (М0) составил 3,6%.¹²

IV. Инвестиционная парадигма.

В результате наша **инвестиционная парадигма на 2026 год** осталась практически такой же, что и в прошлом году. Как нам представляется, инвесторы по-прежнему основное внимание станут уделять геополитике,

¹² См.: https://cbk.ru/Collection/Collection/File/59525/credit_m2x_2025-12.pdf

санкционному давлению, низким ценам на нефть, состоянию экономики (и, самое главное, финансовой отчетности российских компаний) и кредитно-денежному вектору Банка России. А **в основу инвестиционной стратегии закладываем следующие предположения:**

- Переговоры между Россией и США по поводу рамочного российско-украинского соглашения продолжатся. И хотя возможность достижения мирного соглашения в течение 2026 года сохраняется, нельзя исключать, что такие переговоры могут завершиться провалом, в результате чего в очередной раз обострится геополитическая обстановка.
- Возможно введение очередных антироссийских санкций (в том числе и со стороны США), а российские активы (включая активы неподсанкционированных лиц) останутся заблокированными на протяжении всего 2026 года.
- Кредитно-денежная политика Банка России (если только не произойдет смена руководства) останется прежней – основное внимание Банк продолжит уделять инфляции, а не темпам экономического роста. При этом Банк продолжит постепенно снижать ключевую ставку до $\pm 12\%$ годовых.
- Налоговая политика останется жесткой, в результате чего сохранится давление на доходы российских компаний и уменьшатся дивидендные выплаты.
- В связи с этим в стране сохранятся низкие темпы экономического роста и снизится рост реальных доходов населения, хотя общая сумма активов домохозяйств останется на высоком уровне, позволяющим в случае перетока части сбережений с депозитов на фондовый рынок поддержать рынок акций и облигаций.

Основываясь на данных предположениях, **выделим два сценария (основной и запасной)¹³ на российском рынке акций:**

1. **Базовый (оптимистичный) сценарий** в случае успешного завершения переговоров и достижения мирного соглашения между Россией и США, последовательного снижения ключевой ставки Банка России до 12% годовых и ниже и ускорения темпов экономического роста при сохранении умеренной инфляции:

- Выход к верхней границе девятимесячного нисходящего торгового канала (2845 пунктов по индексу МосБиржи) и его прорыв с последующим выходом в диапазон 3150-3170 пунктов в течение первого квартала (+14,6% к закрытию на 30 декабря 2025 года).
- Далее продолжение роста рынка (если появится реальная перспектива достижения мира или произойдет резкое снижение ключевой ставки) до ± 3350 пунктов в течение первого полугодия (+21,1%).
- Максимальный рост, с нашей точки зрения, возможен только в случае подписания мирного соглашения с выходом до ± 3750 пунктов (+35,6%).

¹³ Промежуточные сценарии опускаем, чтобы не запутать читателя.

ИНВЕСТИЦИОННАЯ КОМПАНИЯ «ИК РУСС-ИНВЕСТ»

Комментарий

2. **Запасной (пессимистичный сценарий)**, возможно, реализуется, если мирные переговоры провалятся, Россия продолжит СВО и при этом обострится геополитический риск в случае разрастания конфликта (дополнительными негативными факторами могут стать всплеск инфляции, пауза в снижении ключевой ставки или ее повышение и появлении рецессии):

- В этом случае первоначально рынок может уйти вниз в район 2350-2370 пунктов по индексу МосБиржи (-15,0%).
- С последующим движением в случае полной реализации факторов, указанных выше, в диапазон 1750-1950 пунктов (-36,7%) – фактически это сценарий краха рынка.

В связи с этим **рекомендуем инвесторам следующую структуру активов**, которая позволит получить прибыль даже в случае падения рынка акций за счет того, что убытки будут перекрыты доходами от fixed income и дивидендов (в зависимости от сценария, исключая сценарий краха, прогнозная средневзвешенная доходность такого портфеля активов составит от 7% до 24% за год – можем, конечно, ошибаться в своих расчетах):

- РЕПО с ЦК с целью поддержания высокой ликвидности, снижения риска и обеспечения устойчивой доходности – в диапазоне 15-20%.
- ОФЗ с дюрацией от 10 лет (желательно с высоким купоном) в расчете на снижение ключевой ставки до 12% годовых – 20-25% от общей суммы активов.
- Квазивалютные облигации в расчете на возможную девальвацию рубля – 10-15% от общей суммы активов.
- Акции российских компаний в расчете на заключение мирного соглашения, резкое снижение геополитического дисконта, разблокировку активов российских неподсанкционированных лиц и последующий приток разблокированных активов на российский рынок – 40-55% от общей суммы активов в зависимости от предпочтений инвесторов в отношении риска.
- При этом основную часть портфеля акций (порядка 50-70%) мы по-прежнему держали бы в высокодивидендных бумагах (например, акциях Сбербанка, МТС, Транснефти, Московской биржи), а также бумагах, способных преподнести дивидендный сюрприз (например, ВТБ и ГМК «Норильский никель»), чтобы за счет дивидендов компенсировать снижение стоимости акций.

В целом, несмотря на весь скепсис по поводу быстрого достижения российско-украинского мирного соглашения, **мы остаемся оптимистами и убеждены в том, что рано или поздно мир все же наступит, что позволит реализоваться наиболее оптимистичному нашему сценарию (и не только нашему – в отличие от последних двух лет оптимистов среди аналитиков явно прибавилось), в рамках которого резкое снижение геополитического дисконта приведет к взрывному росту рынка акций** и позволит инвесторам неплохо заработать.

Заявление об ограничении ответственности. Настоящие обзоры подготовлены в информационных целях. Они ни в коем случае не являются и не должны рассматриваться как предложение купить или продать соответствующие ценные бумаги. Информация, содержащаяся в данных обзорах, получена из вызывающих доверия открытых источников. Несмотря на то, что при подготовке обзоров были предприняты необходимые меры для получения достоверной информации, ПАО «ИК РУСС-ИНВЕСТ» не исключает возможность включения в обзор ошибочной информации, предоставленной соответствующими источниками, и не несет за это ответственности. ПАО «ИК РУСС-ИНВЕСТ», его работники и клиенты могут быть заинтересованы в покупке или продаже ценных бумаг, упомянутых в обзорах.

ИНВЕСТИЦИОННАЯ КОМПАНИЯ ИК РУСС-ИНВЕСТ

www.russ-invest.com

Москва Тел: +7(495) 363-93-80 Факс: +7(495) 363-93-90 E-mail: [HYPERLINK
"mailto:mail@mail@russ-invest.com"](mailto:HYPERLINK%20mail@mail@russ-invest.com) mail@russ-invest.com Адрес: Москва, 119019, Нашокинский переулок, д.5, стр. 4
© 2017 | ПАО «ИК РУСС-ИНВЕСТ»
Лицензия № 045-11769-001000 Лицензия № 045-08757-000100 Лицензия № 045-06310-100000 Лицензия № 045-06312-010000

ИНВЕСТИЦИОННАЯ КОМПАНИЯ «ИК РУСС-ИНВЕСТ»

Комментарий