

# ИНВЕСТИЦИОННАЯ КОМПАНИЯ ИК РУСС-ИНВЕСТ



## Комментарий

### В продолжение предыдущей темы<sup>1</sup> (текущий рыночный комментарий)

Начиная очередную рабочую неделю, хотели бы затронуть, хотя бы вкратце, основные стратегические факторы (на данный момент) и перспективы российского рынка акций.

Во-первых, судя по всему, война в 2026 году продолжится, так как ни политическое руководство Украины (при поддержке ЕС), ни ВСУ не собираются сдаваться, а российское руководство, похоже, приняло решение продолжить ведение боевых действий и тем самым заставить Украину принять российские условия мира<sup>2</sup>. При этом говорить о разгроме ВСУ, изменении стратегической ситуации на фронте (не об оперативно-тактических успехах российской армии речь) и, тем более, его прорыве пока явно преждевременно. Так что перемирие и частичное снятие санкций (о чем и шла речь в предыдущем нашем комментарии) в ближайшее время не состоятся. Именно поэтому (хотя все еще может случиться) в основу инвестиционной парадигмы до конца года стоит положить сохранение геополитического риска и учитывать возможность его обострения.

Во-вторых, дивидендная идея явно отыграна, рассчитывать на щедрые промежуточные дивиденды не стоит (при этом вполне возможны отдельные исключения), так как совокупные финансовые результаты российских компаний, да и отдельные явно ниже, чем в прошлом году. Опубликованная статистика показала, что сальнированный финансовый

8 сентября 2025г.

Арутюнян А.Т.,  
главный экономист  
[aarutyunyan@russ-invest.com](mailto:aarutyunyan@russ-invest.com)

+7-495-3639380

**ПАО ИК РУСС-ИНВЕСТ**

1 См. наш комментарий «Необходимое и достаточные условия роста российского рынка акций» от 11 августа 2025 года.

2 По итогам визита В.В.Путина в Китай и на Дальний Восток мы обратили внимания на три его ключевых заявления. Процитируем: 1) «Мне кажется, есть определенный свет в конце тоннеля. Посмотрим, как будет складываться ситуация. Если нет, то нам придется решить все поставленные перед нами задачи вооруженным путем»; 2) «Договориться будет с украинской стороной практически невозможно по ключевым вопросам, даже если будет политическая воля - в чем я сомневаюсь»; 3) «Если там (на Украине – ред.) будут появляться какие-то войска, особенно сейчас, в ходе ведения боевых действий, исходим из того, что это будут законные цели для их поражения».

результат российских организаций по итогам I полугодия снизился на 8,4% по сравнению с таким же периодом 2024 года.<sup>3</sup> И изменения ситуации к лучшему не наблюдается. И санкции, и увеличившееся налоговое бремя, и низкие цены на сырье, и рост затрат, и слабая динамика производительности труда, и проблемы с кадрами, и тяжелое положение малого и среднего бизнеса вследствие высоких кредитных ставок, неплатежей и низкой маржи — все это сказывается на текущих финансовых результатах российских предприятий. Так что думаем, что данный фактор не поможет российскому рынку акций двинуться вверх.

Поэтому, и это, в-третьих, вся надежда на возможный цикл снижения ключевой ставки хотя бы до 12% годовых где-то к середине следующего года. Пойдет на это Банк России или нет, не знаем, но, с нашей точки зрения, в данный момент это единственный фактор, который можно с определенной уверенностью спрогнозировать (если уж и не 12%, то на 14% годовых, по всей вероятности, если не увидим очередного всплеска инфляции, можно рассчитывать в следующем году).<sup>4</sup> Почему? Во-первых, продолжается дефляция, а, во-вторых, российская экономика сильно просела. По оценке Министерства экономического развития, прирост ВВП страны в июле составил 0,4%, а по итогам семи месяцев текущего года — 1,1% по сравнению с аналогичным уровнем прошлого года.<sup>5</sup> Индекс выпуска товаров и услуг по базовым видам экономической деятельности вообще вырос всего лишь на 0,9%<sup>6</sup> — еще немного и скатимся на уровень статистической ошибки. Так что изменение кредитно-денежной политики Банка России и снижение ключевой ставки просто напрашивается.

При этом факторы факторами, а необходим все-таки приток дополнительной ликвидности. Пока продолжается СВО надеяться на разблокировку российских активов (и соответственно репатриацию денежных средств, принадлежащих российским инвесторам) и приток иностранных инвестиций (после снятия санкций) не стоит. Остается надеяться, что сильное снижение депозитных ставок и отыгрыш ралли

<sup>3</sup> См.: [https://rosstat.gov.ru/storage/mediabank/130\\_27-08-2025.html](https://rosstat.gov.ru/storage/mediabank/130_27-08-2025.html)

<sup>4</sup> Кстати, на сайте Банка России размещено крайне интересное, с нашей точки зрения, фундаментальное исследование, посвященное оценке краткосрочной и долгосрочной нейтральной процентной ставки в России. Так вот, проведенное авторами исследование (с учетом обработки статистических данных, имеющихся у Банка России, за 2015-2024 гг. и использованием самых разнообразных моделей, основанных на разных теоретических подходах) показало, что нейтральная процентная ставка в России составляет ±4. Получается, что если даже добавить еще 2-3 процентных пункта за жесткость кредитно-денежной политике и вспомнить, что сейчас инфляция не превышает 8,5%, ключевая ставка должна находиться максимум в диапазоне 13,5-15,5% годовых, но никак не на избыточно жестком уровне 18%, оказывая депрессивное воздействие на экономику. См.: [https://www.cbr.ru/StaticHtml/File/115669/w\\_20250820.pdf](https://www.cbr.ru/StaticHtml/File/115669/w_20250820.pdf)

<sup>5</sup> См.: [https://www.economy.gov.ru/material/file/3dc3393affbf7ee44d17a12d0312426e/2025\\_08\\_27.pdf](https://www.economy.gov.ru/material/file/3dc3393affbf7ee44d17a12d0312426e/2025_08_27.pdf)

<sup>6</sup> См.: <https://rosstat.gov.ru/storage/mediabank/osn-07-2025.pdf>

## ИНВЕСТИЦИОННАЯ КОМПАНИЯ «ИК РУСС-ИНВЕСТ»

Комментарий

на рынке облигаций приведет впоследствии к перетоку денежных средств российских физических лиц на рынок акций, хотя и здесь у них останется альтернатива – покупка валюты, если вдруг в очередной раз начнется девальвация рубля.

В связи с вышесказанным стоит еще раз обратить внимание на статистику, касающуюся активов и пассивов российских домохозяйств.<sup>7</sup> Что мы видим с начала года? Наличная иностранная валюта на руках у населения в течение первых семи месяцев текущего года снизилась на 18,4%. Вроде бы все нормально, типа, дедолларизация. Но при этом в июне-июле чистое увеличение наличной валюты у домохозяйств составило 382,4 млрд. руб. (порядка 4,8 млрд. долл.). Общая сумма депозитов выросла всего лишь на 3,4%, но, если выделить только срочные рублевые депозиты, то прирост является более существенным – 9,6% (далее мы приводим динамику только по рублевым счетам). Денежные средства на рублевых брокерских счетах сократились на 12,0%, но мы бы не стали спешить с выводом, что население избегает фондового рынка, так как инвестиции в рублевые краткосрочные долговые бумаги увеличились на 29,1%, долгосрочные долговые бумаги – на 37,0%, в котируемые акции резидентов – на 6,6% и в рублевые паи и акции инвестиционных фондов – на 20,2%.

Таким образом, российские физические лица в связи с высокими процентными ставками пока предпочитают депозиты (53,6% совокупных активов домохозяйств), фондовые активы в виде долговых ценных бумаг, акций и паев инвестиционных фондов (совокупно 21,0%) и наличные денежные средства (17,8%, в т.ч., 5,7% – это валюта). Думаем, что у российского рынка акций существует значительный резерв в случае снижения процентных ставок и изменения сберегательной модели российских домохозяйств. Если с депозитного рынка, долгового рынка и из наличной валюты выведут хотя бы 3% текущих сумм, то на рынок может поступить порядка 3 трлн. руб. или 5,7% от текущей капитализации рынка (только для этого необходимо отыграть ралли на долговом рынке и дождаться снижения ключевой ставки до 10-12%, когда ставки по депозитам опустятся до неприемлемого для физических лиц уровня). Главным риском, с нашей точки зрения, является возможная сильная девальвация рубля – именно в расчете на нее, вследствие стагнации экономики, резкого роста дефицита федерального

---

<sup>7</sup> См.: [https://www.cbr.ru/statistics/macro\\_itm/households/pkshouse2022](https://www.cbr.ru/statistics/macro_itm/households/pkshouse2022)

бюджета и опасений в связи с инфляцией, физические лица, видимо, и перешли к покупкам валюты.

Так что российские инвесторы действительно могут задуматься, а стоит ли игра свеч, если периодически пересматриваются итоги приватизации в отношении отдельных компаний, а государственные компании не платят дивиденды (да еще могут пойти по пути «Русгидро», которому «прописали» заморозку дивидендов до 2030 года).<sup>8</sup> Может быть, тогда есть смысл не заморачиваться и, как в девяностые годы, сделать ставку на недвижимость, валюту и облигации? В общем, есть над чем поразмыслить, подводя итоги в конце III квартала текущего года и верстая планы на будущее. А пока, если наша оценка вышеприведенных факторов окажется справедливой, индекс МосБиржи, по всей вероятности (в зависимости от влияния данных факторов на рынок), не выйдет за рамки широкого коридора 2500-3500 пунктов, пока не закончится СВО (мирным соглашением или военной победой). А краткосрочно продолжит свои колебания в рамках текущего торгового канала 2680-3010 пунктов (см. график 1).

График 1. Динамика индекса МосБиржи в марте-сентябре 2025 года



Источник: <https://www.tradingview.com>

<sup>8</sup> <https://www.kommersant.ru/doc/8022649>

---

**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](http://www.russ-invest.com)

МоскваТел: +7(495) 363-93-80Факс: +7(495) 363-93-90E-mail: [□ HYPERLINK "mailto:mail@russ-invest.com"](#) [□mail@russ-invest.com](#)Адрес: Москва, 119019, Нацокинский 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