

Стратегия-2026

Летнее обновление

И все-таки рецессия...



Содержание

<u>Мировая экономика, валюты, сырье</u>	<u>Российская экономика</u>	<u>Рынки ценных бумаг</u>	<u>Сценарии и прогноз</u>
04 <u>Экономика и рынки акций США и Европы</u>	12 <u>Вводные для 2-го полугодия 2026 года</u>	20 <u>ОФЗ и корпоративные рублевые облигации</u>	26 <u>Базовый сценарий</u>
05 <u>ФРС и ЕЦБ: идеальный шторм для ястребов</u>	13 <u>Охлаждение как подготовка к циклу роста</u>	21 <u>Российские облигации: флоатеры и ВДО</u>	27 <u>Пессимистичные сценарии</u>
06 <u>Рост ВВП Китая на 5% — план, но не прогноз</u>	14 <u>ЦБ РФ: не пропустить бы поворот</u>	22 <u>Российские облигации в иностранной валюте</u>	28 <u>Оптимистичные сценарии</u>
07 <u>Развивающиеся экономики</u>	15 <u>Рынок труда уходит в тень</u>	23 <u>Российский рынок акций</u>	29 <u>Прогноз на 2-е полугодие 2026 г.</u>
08 <u>Еврооблигации. Глобальный рынок</u>	16 <u>Дефицит бюджета и фискальный стимул</u>	24 <u>Сегментация российского рынка акций</u>	
09 <u>Ормузский кризис и сырьевые рынки</u>	17 <u>Хронический торговый профицит</u>		
10 <u>Валюты</u>	18 <u>Развилки экономики — 2026–2027</u>		

04

Экономика
и рынки акций
США и Европы

05

ФРС и ЕЦБ:
идеальный шторм для
ястребов

06

Рост ВВП Китая
на 5% — план,
но не прогноз

07

Развивающиеся экономики

08

Еврооблигации.
Глобальный рынок

09

Ормузский кризис и
сырьевые рынки

10

Валюты

Внешние условия для российской экономики в первой половине года оставались смешанными. Первые два месяца года низкие цены на российскую нефть привели к быстрому расходованию ФНБ и даже отказу от бюджетного правила, но начало войны в Иране быстро все изменило. Рост экспортных цен на российские товары (не только на нефть) обеспечил увеличение торгового профицита и укрепил рубль.

В целом же перекрытие Ормузского пролива не оказало пока столь серьезного влияния на мировую экономику, как многие опасались. Накопленные запасы и внутренняя гибкость позволили избежать значительной просадки деловой активности.

В **США** смена председателя ФРС не обещает смягчения подхода к денежно-кредитной политике (ДКП). Хотя новый глава ведомства и собирается провести изменения, они в основном касаются «процедурной» и методологической составляющих. Цель в 2% и приверженность жесткой ДКП остаются в силе.

В **Европе** инфляция оказалась выше ожиданий, что вынудило ЕЦБ даже провести демонстративное повышение базовых ставок. Ситуация в экономике остается стабильной, хотя и очень непростой на фоне роста цен на газ и снижения его доступности.

Китай продолжает расти и даже в первой половине 2026 года выполнил цель в 5% роста ВВП. Меры по сокращению потребления нефти, конечно, притормозили рост, но никак не сказались на том, с какой скоростью китайские компании осваивают ниши, которые ранее считались для них недостижимыми (искусственный интеллект, производство чипов и пр.).

Индия остается самым быстрорастущим рынком, но и там ЦБ пришлось ужесточать ДКП на фоне инфляционных рисков, вызванных ростом цен на топливо.

Юго-Восточная Азия (ЮВА) выигрывает от спроса на полупроводники и ИИ-инфраструктуру. АСЕАН становится новым производственным хабом, однако в 2026 году ослабление глобальной торговли может умерить импульс от экспорта. Региону приходится балансировать между Пекином и Вашингтоном, ускорять диверсификацию, снижая зависимость от Китая.

Рынок нефти и сжиженного природного газа (СПГ) оказался во власти перекрытия Ормузского пролива, а также атак на нефтяную и газовую инфраструктуру в Персидском заливе. Динамика цен и объемов во втором полугодии во многом будет зависеть от того, как будет развиваться конфликт или мирный процесс между США и Ираном.

Золото в первой половине года откатилось от максимумов. Как ни странно, этому способствовало начало военных действий в Персидском заливе. Рост цен на нефть и другие сырьевые товары вызвал повышение инфляции и инфляционных рисков, что, в свою очередь, спровоцировало рост ожиданий повышения ставки ФРС и доходностей гособлигаций США. А это уже привело к выходу инвесторов из золота, которое не генерирует процентного дохода (в отличие от облигаций). Та же судьба постигла серебро, платину и палладий. Спрос же со стороны центральных банков остается сильным, поэтому долгосрочный прогноз выглядит позитивно.

Изменение ситуации на рынке труда США — предвестник изменений в экономике

→ ФРС

Отрыв ИТ-сектора по оценкам от остальной массы рынка — прямой результат бума ИИ

Торговые переговоры и торговые войны, которые ведет США, могут снова разгореться при затухании конфликта с Ираном. Это касается и торговли с соседями (Мексика, США)

США: шаткая экономика и бум ИИ

Экономика США находится в шатком состоянии. С одной стороны, продолжается бум ИИ, с другой — непростая ситуация на рынке труда. Рост числа рабочих мест, скорее всего, связан с чемпионатом мира по футболу, так как концентрируется в секторе услуг, а все новые наймы были на частичную занятость. А вот слабые данные по реальным располагаемым доходам (темпы снизились до 2,6% в апреле) говорят о слабом базовом спросе на рабочую силу. Боязнь потери работы растет третий месяц подряд, достигнув 15,12%.

Настроения потребителей ухудшаются: индекс Мичиганского университета опускался в мае до 44,8 пунктов, минимума с начала наблюдений, основная причина — рост инфляционных ожиданий.

Ослабление потребительского спроса усложняет перенос издержек на потребителей, что отражается на корпоративных доходах, которые в 1-м квартале 2026 года оказались ниже ожиданий.

Оптимизм, связанный с ИИ, все еще поддерживает рынок акций, большая доля инвестиций в основной капитал была связана с ИИ. Из 5,8% роста в 1-м квартале 2026 года всего 1,5% было отнесено к традиционному бизнесу. Помимо этого, концентрация в индексе S&P500 компаний, связанных с ИИ, составляет около 45% (рекордные значения). Ажиотаж вокруг ИИ является главным драйвером рынка, что не очень хорошо с точки зрения диверсификации: если ИИ не оправдает ожиданий, то рынки могут перевернуться.

Рост прибыли на акцию (EPS) против мультипликатора P/E по секторам, США

USMCA: фронт торговой войны

США начали пересмотр USMCA — соглашения о свободной торговле с Мексикой и Канадой, которое регулирует около 2 трлн долл. ежегодной торговли. Нынешний президент США использует его для получения новых уступок и усиления защиты американской промышленности.

Мексика уже идет на уступки, усиливая контроль за китайским импортом, который как прямо (через реэкспорт), так и косвенно (через вытеснение американских товаров с рынка Мексики) конкурирует с производителями из США.

Переговоры с **Канадой** идут сложнее, хотя высокая зависимость страны от американского рынка ограничивает ее возможность для противодействия (более 70% экспорта Канады идет в США).

Формально USMCA не прекращает действие даже без нового соглашения, но может перейти в режим ежегодных пересмотров, что создаст постоянную неопределенность для бизнеса. Наибольшие риски возникают для отраслей с длинными цепочками создания стоимости. Базовый сценарий предполагает продление соглашения, но с более жесткими условиями со стороны США.

Европа: санкции и энергоносители

Судя по последним экономическим данным Европы, спрос ослабевает, потребительская уверенность остается низкой. В 1-м квартале рост ВВП замедлился, упали производственные заказы, снизилась активность в сфере услуг. Серьезные проблемы испытывают «локомотивы» региона: Германия и Франция, которые сталкиваются с ослаблением внутреннего потребительского спроса и инвестиционной активности.

Франция: в 1-м квартале 2026 года экономика сократилась на 0,1%, главным фактором является сокращение экспорта на 3,5% (который вычел 0,9% из ВВП). Внутренний спрос также ослабевает: потребление домохозяйств сократилось на 0,2%, инвестиции сократились на 0,6%.

Германия: рост ВВП в 1-м квартале составил 0,3%, экспорт показывает умеренное восстановление в 2026 году. При этом растет экспорт в ЕС и США, тогда как поставки в Китай и Великобританию сократились. Однако опережающие данные по производственным заказам показывают сокращение на 3,8% м/м, что оказалось намного ниже прогнозов (-0,1%).

В условиях слабой экономической активности ЕЦБ, хотя и отреагировал на ускорение инфляции июньским повышением процентных ставок, ужесточает монетарные условия с крайней осторожностью — важно балансировать между риском роста цен и замедлением роста ВВП. Поэтому повышение ставок в этом году выглядит умеренно и даже символично.

Динамика европейских индексов, 100 = 01.01.2019

Прогноз

В базовом сценарии ожидается умеренный рост ВВП США — вблизи 2%. Сильная волатильность индекса S&P500 с начала года уже обеспечила его выход в диапазон 7 200 – 7 500 пунктов, что было нашим прогнозом на этот год. Но риски, связанные с ИИ, стали выше, причем симметрично (может быть как сильный рост, так и падение), поэтому базовый сценарий — умеренный рост к 7 500 – 8 000 пунктам в рамках тренда последних лет.

При негативном сценарии сильное увеличение инфляции и слабый рынок труда могут привести экономику на грань рецессии и вызвать снижение S&P500 до 6 700 пунктов и ниже (-10%).

При позитивном сценарии инфляция снизится, а рынок труда укрепится. Это позволит ФРС снижать ставку, что вместе с фискальным импульсом усилит аппетит к риску и может вынести индекс S&P500 выше 8 000 пунктов.

В 2027 году общая картина на рынке США, скорее всего, сохранится, а вот Европа рискует войти в рецессию, вызванную дефицитом энергоносителей и слабым внешним и внутренним спросом.

Отставание европейских индексов от США обусловлено составом индексов. В Европе меньше ИТ-гигантов

→ Прогноз

Единогласное решение по ставке в июне сигнализирует, что ФРС при Уорше сохраняет коллегиальный, а не единолично-политический характер принятия решений

→ Прогноз

Снижение ставок откладывается на 2027–2028 годы. Ключевой риск для пересмотра прогноза — устойчивое снижение цен на нефть и разрешение геополитической напряженности вокруг Ормузского пролива, которые могут вернуть смягчение в повестку уже в 4-м квартале

→ Доллар

ФРС: смена руководства без смены курса

В мае Кевин Уорш, финансист и юрист, стал новым председателем ФРС. От него ожидали податливости, а Дональд Трамп открыто рассчитывал на быстрое снижение ставок. Однако первое заседание показало обратное:

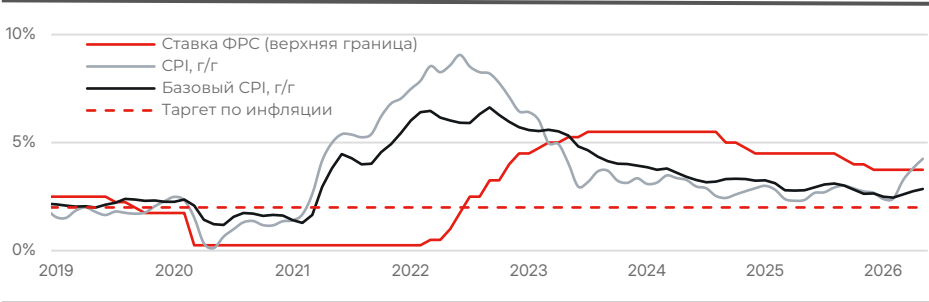
- Уорш — «ястреб», сторонник независимости ФРС, который не будет продвигать политические желания Белого дома о снижении ставок.
- Год назад Уорш мог бы утверждать, что условия для снижения ставок близки. Однако война в Иране сделала условия для смягчения политики (снижение инфляции и охлаждение рынка труда) **недостижимыми**.
- На своей первой пресс-конференции Уорш подчеркнул **приверженность цели по инфляции в 2% и не подтвердил слухов о пересмотре таргета**.

Участники FOMC **повысили ожидаемую траекторию базовой ставки**: консенсус в графике dot plot поднялся с 3,4% до 3,8% на 2026 год и с 3,1% до 3,6% на 2027 год. Это предполагает одно повышение ставки на 25 б. п. в этом году и одно последующее снижение в 2027-м.

Ориентир по дефлятору PCE (индекс потребительских расходов) на 2026 год повышен с 2,7% до 3,6%, базовая инфляция пересмотрена с 2,7% до 3,3%. Достижение целевых 2% по-прежнему ожидается в 2028 году. Прогноз роста ВВП на 2026 год понижен до 2,2% с 2,4% в мартовском релизе, оценка на 2027 год сохранена на уровне 2,3%.

Инфляционный шок, спровоцированный скачком цен на нефть, оставляет ФРС ограниченное пространство для маневра. Но **в случае исчерпания этого эффекта ФРС получит возможность сохранить паузу до конца года и приступить к снижению ставки в 2027-м**.

Инфляция (CPI) в США и ставка ФРС



Инициативы Кевина Уорша

Вместе с удержанием жесткого курса по ставке Уорш приступил к реализации собственной программы институциональных реформ внутри ФРС, главная цель которых — снижение долгосрочных ставок:

- Отказ от избыточных коммуникаций и ориентиров по будущей политике (forward guidance).
- Изменение приоритетных показателей инфляции в пользу усеченных и медианных показателей без изменения таргета в 2%.
- Ослабление регулирования банковского сектора, отказ от тренда на его ужесточение после кризиса 2008 года.
- Сокращение баланса ФРС и расширение полномочий Казначейства в части влияния на портфель активов ФРС.

Большинство инициатив Уорш рассчитывает завершить осенью или к концу 2026 года. Ожидаемые последствия реформ — большой размер риска, который смогут на себя брать **банковская система и финансовые рынки**.

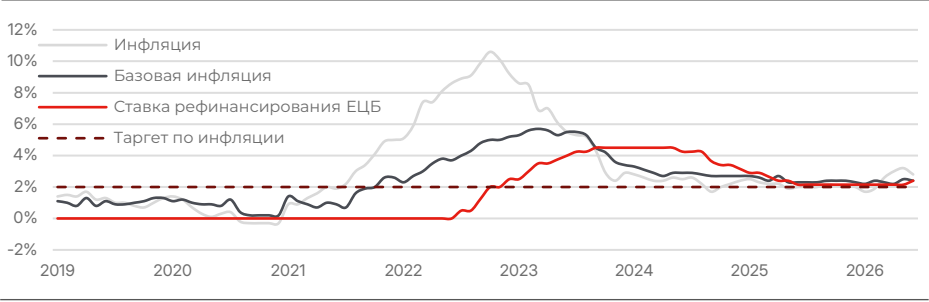
ЕЦБ: разворот от смягчения к ужесточению

В отличие от ФРС, ЕЦБ уже перешел к активным действиям, став первым крупным регулятором, повысившим ставки в ответ на ускорение инфляции до 3,2%. В июне ставки были повышены на 25 б. п. Впервые с сентября 2023 года ставка по основным операциям рефинансирования вернулась к 2,4%.

Текущие темпы повышения ставки — не та мера, которая может существенно охладить экономику еврозоны. Это скорее шаг, нацеленный на коммуникацию и призванный показать готовность ЕЦБ не затягивать с принятием мер для контроля инфляции.

В обновленном макропрогнозе регулятор отметил усиление стагфляционного давления. Прогноз по общей инфляции (HICP) пересмотрен вверх с 2,6% до 3% на этот год и с 2% до 2,3% на 2027 год. Ориентир по базовому HICP повышен с 2,3% до 2,5% на 2026 год, с 2,2% до 2,5% — на 2027-й. Прогноз роста экономики ухудшен из-за ожидаемого давления на реальные доходы и потребительские настроения: рост ВВП на 2026 год понижен с 0,9% до 0,8%, на 2027 год — с 1,3% до 1,2%.

Инфляция в еврозоне и ставка ЕЦБ



Потолок ставки в этом цикле будет низким

Судя по комментариям председателя ЕЦБ Кристин Лагард, аргументов против продолжения повышения ставки нет. Однако умеренный пересмотр вверх прогноза по инфляции на ближайшие два года, а также стабильная траектория текущей инфляции позволяют ожидать, что **ЕЦБ не будет торопиться и ограничится 1-2 дополнительными повышениями, а не полноценным длинным циклом ужесточения**.

Скорее всего, ЕЦБ повысит ставки в сентябре. Пока же рынок облигаций берет на себя часть работы ЕЦБ через повышение доходностей.

Снижение инфляции в июне до 2,8% дает регулятору возможность взять паузу для оценки ситуации в июле – августе. Тем более ЕЦБ, скорее всего, будет действовать осторожно с учетом подавленного настроения потребителей и бизнеса и отсутствия фискальных стимулов в странах блока.

Слабый рост еврозоны (**ВВП в 1-м квартале сократился на 0,2%**) — главный аргумент против затяжного цикла ужесточения. Если торможение экономики усилится, ЕЦБ, вероятно, предпочтет не менять ставку.

Инструмент защиты трансмиссии (ТПИ) сохраняется как страховка от разрозненных движений в доходностях суверенных облигаций стран еврозоны, что дает ЕЦБ пространство для маневра ставкой без риска повторения долгового кризиса.

Асимметрия действий ФРС и ЕЦБ может стать драйвером укрепления евро (несмотря на сложности в экономике еврозоны), а также может ощутимо влиять на относительную динамику активов по обе стороны Атлантики в 2026–2027 годах.

Прогнозная траектория предполагает пик инфляции к концу 2026 года, сохранение показателя выше целевых 2% на протяжении большей части 2027-го и только затем — постепенную нормализацию к 2028 году

Ключевые риски для ЕЦБ смещены в сторону роста экономики, а не инфляции

→ Евро

→ Еврооблигации, глобальный рынок

[→ Нефть](#)

Экономика Китая продолжает расти быстрее остального мира, несмотря на демографический переход

План в 5% роста под риском

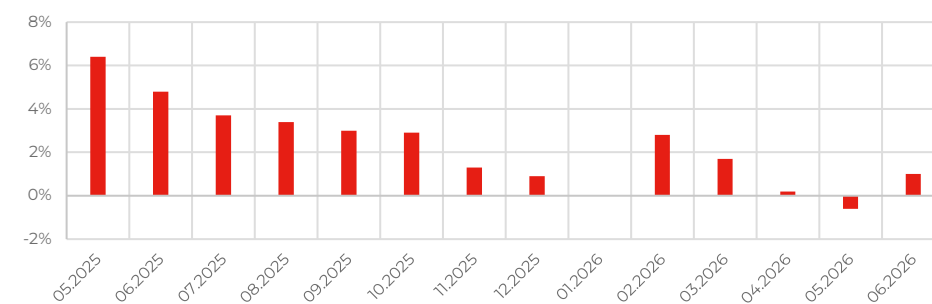
В 1-м квартале ВВП Китая вырос на 5%, что отвечает официальной цели. Промышленное производство в июне выросло на 5,3% г/г, ускорившись после роста на 4–4,5% в апреле – мае. Китай решил не использовать на полную запасы нефти и вместо этого снизил на 15–20% загрузку мощностей нефтепереработчиков. Разумное решение на фоне неопределенности и проблем с логистикой через Ормуз, но за него пришлось платить экономической активностью.

Китайская экономика по-прежнему опирается на экспорт. Импорт хотя и увеличивается, но не за счет внутреннего потребления, а в силу производственной необходимости. Поскольку Китай еще не замкнул на себя все этапы производства чипов, он вынужден завозить комплектующие, компоненты и материалы.

Старение населения все больше сказывается на экономике. Например, через снижение цен на недвижимость, что уменьшает оценку сбережений. А так как недвижимость была локомотивом китайской экономики на протяжении многих лет, ее доля в активах домохозяйств очень высока.

Меры поддержки внутреннего спроса пока не приносят плодов, но стратегически Китай может развиваться только через внутренний спрос. Это прямо следует из демографической ситуации.

Розничные продажи в Китае, г/г



Выжидательная позиция руководства

Вышедшие в мае данные показали, что кредитование в Китае растет слабее ожиданий, общий рост займов продолжил замедляться. Китайская экономика больше не получает импульса от расширения кредита, питавшего рост экономики, в том числе недвижимости.

Объем новых юаневых кредитов в мае — 520 млрд юаней, что оказалось ниже ожиданий и заметно ниже уровней прошлого года (623 млрд юаней в мае 2025 г.). Рост общего объема банковских кредитов замедлился до 5,5% (исторический минимум), долгосрочное среднее значение составляет около 14,6%. Кредиты населению в мае сократились на 141,2 млрд юаней после еще более сильного падения в апреле.

Главная причина — продолжительный кризис в сфере недвижимости. Падение цен на жилье снижает ипотечное кредитование и одновременно ослабляет готовность населения брать новые займы.

Корпоративное кредитование, напротив, выросло до 640 млрд юаней, но этого недостаточно, чтобы компенсировать снижение активности домохозяйств. В результате экономика все больше зависит от кредитования компаний, связанных с государственным сектором, тогда как чистый потребительский спрос остается слабым.

Рекордный торговый профицит

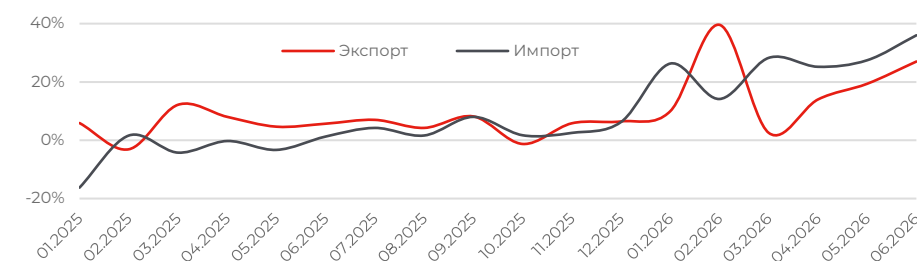
Экспорт Китая вырос в мае и июне на 19,4% и 27% г/г, но сопровождался столь же значительным увеличением импорта (+27,4% и 36% г/г). Китай плотно встроен в глобальные цепочки создания стоимости и, хотя он быстро развивает сложные техпроцессы, пока больше специализируется на этапах средней и низкой сложности. Отсюда большой объем импорта комплектующих и сырья для производства конечной продукции.

Отметим, что около половины прироста экспорта пришлось на продукцию, связанную с ИИ-технологиями. Это, с одной стороны, отражает ситуационный/временный характер скачка экспорта, но, с другой стороны, говорит о том, что Китай может уверенно занимать самые технологичные ниши современной экономики.

⇒ **Усиление конкуренции с США в сфере технологий, условия для новых санкций и торговых ограничений**

⇒ **Ужесточение позиций Китая в спорах с другими странами**

Годовые темпы роста экспорта и импорта, %



Китайские индексы — неуверенная динамика

В этом году динамика индексов рынка акций Китая выглядит совсем неоднородно. Например, гонконгский HangSeng по итогам 1-го полугодия ушел в минус, Shanghai Composite удержался около нулевой отметки, хотя и демонстрировал высокую волатильность. MSCI China вышел в плюс, а индекс Shenzhen вырос примерно на 15%.

Иностранные инвесторы продолжают уходить из китайских активов на фоне глобальных рисков и изменения позиций страны на мировой арене. Внутренние рынки чувствуют себя значительно лучше, индексы, ориентированные на внутренний рынок Китая, продолжают расти. С учетом трансформации позиций Китая в мировой экономике отношение «глобальных» инвесторов будет оставаться настороженным, тогда как «внутренние» инвесторы могут, наоборот, разогнать котировки внутреннего рынка.

Индексы китайских акций, 100 = 01.01.2019

[→ Юань](#)

Успехи Китая в части развития связанных с ИИ технологий (чипы, ПО) — еще одно указание на усиление технологического суверенитета. Этот тренд сохранится и в 2027 году

Расхождение динамики «внешних» и «внутренних» индексов Китая — долгосрочная тенденция

Индия сохраняет высокие темпы роста за счет сильных внутренних инвестиций и промышленного производства, однако энергетический кризис и ослабление рупии становятся препятствиями на ближайший год

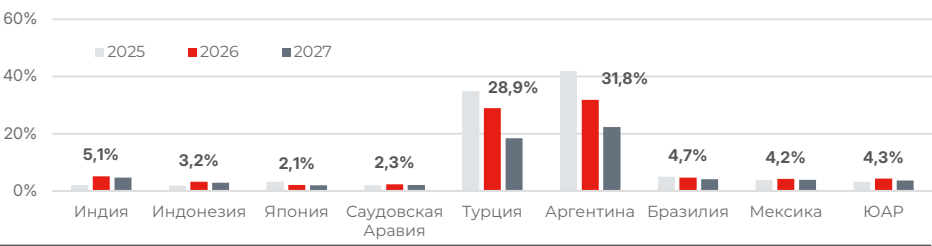
Индия

Судя по текущей динамике, рост ВВП Индии замедлится до 6,6% в 2026 году с 7,7% в 2025 году. В последние кварталы темпы роста превышали тренд за счет сильных потребителей, устойчивых инвестиций и фискальных стимулов даже на фоне внешней неопределенности, в том числе в торговле с США.

Дефицит осадков (слабый сезон муссонов) может привести к спаду производства в сельском хозяйстве, что подстегнет инфляцию. Рост цен пока ниже целевых 4%, но к концу года может вырасти до 5,1% против прошлогодних 2,1%. Энергетический шок начинает сказываться на экономике, издержки уже перекладываются в розничные цены, а господдержка рынка топлива остается ограниченной.

Рост инфляции и дефицита счета текущих операций и ослабление рупии, вероятно, подтолкнет Резервный Банк Индии к повышению ставки РЕПО с 5,25% до 5,5% к концу 2026 года и удержанию этого уровня в течение 2027 года. Повышение не окажет охлаждающего эффекта на экономику, поскольку ставка останется в пределах нейтральных 5,4–6%. Одновременно регулятор сдерживает инфляцию через валютный канал (интервенции и смягчение ограничений для иностранных инвесторов).

Прогноз по инфляции в развивающихся странах



Другая Азия

Перспективы экономического роста в ЮВА сбалансированы:

- Электронная промышленность поддерживается **экспортом технологий США**. Большие инвестиции в ИИ американских бигтехов стимулируют рост производства полупроводников и комплектующих в **Малайзии, Вьетнаме и Таиланде**.
- **Потребность в центрах обработки данных (ЦОД)** поддерживает строительство, инвестиции в инфраструктуру, развитие специальных экономических зон.
- Внутренний спрос поддерживается **фискальными мерами**.
- При этом растет **конкуренция со стороны промышленности Китая**.
- **Рост цен на энергоносители** выступает сдерживающим фактором.

Инфляция возросла по всему региону, но наибольшее давление испытывают нетто-импортеры энергоносителей: Филиппины, Вьетнам и Таиланд, где цены на топливо поднялись на 25% г/г, а рост стоимости закупок нефти заметно сказывается на счете текущих операций, что порождает валютные риски.

Ослабление местных валют подогревает инфляцию. В ответ на это центральные банки Филиппин и Индонезии повысили базовые ставки на 50 и 100 б. п. соответственно. Дальнейшее ужесточение монетарной политики в регионе будет умеренным за счет исчерпания энергетической инфляции и стабилизации ценовых ожиданий. В Малайзии и Индонезии (умеренные чистые экспортеры энергоносителей) ситуация мягче, хотя и не без помощи господдержки.

→ Ормузский пролив

Ситуация в экономиках АТР асимметрична: страны выигрывают за счет импорта технологий со стороны США, подогреваемого ИИ-бумом, но сталкиваются с последствиями энергетического шока

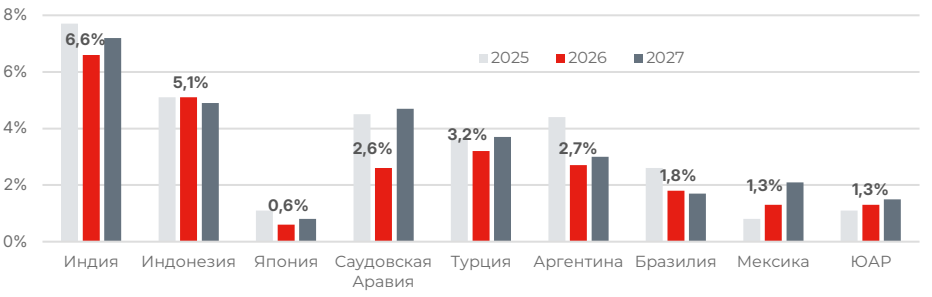
Латинская Америка

Рост экономики стран Латинской Америки, вероятно, замедлится **в 2026 году до 1,8%** и восстановится **до 2,3% в 2027 году**. Основная причина — инфляция, вызванная ростом цен на энергоносители, и реакция на это центральных банков. Но пока инфляция в регионе остается умеренной и не требует широкого повышения ставок.

- **Бразилия** — бенефициар тарифного режима США (пошлина на экспорт в США снижена с 50% до 15%). Фискальная политика поддерживает внутренний спрос, смягчая давление рекордно высоких процентных ставок (14,25% на конец июня). Банк Бразилии может снизить ставку при торможении инфляции. Основной риск — рост цен на продовольствие из-за дефицита удобрений.
- Рост ВВП **Аргентины** ослаб вслед за ослаблением внутреннего спроса в 1-м квартале под давлением жесткой монетарной политики. Цены на топливо выросли на 40%, инфляция держится выше 30%. Потенциальное снижение объемов мировой торговли из-за войны на Ближнем Востоке осложнит накопление валютных резервов, несмотря на статус чистого экспортера энергоносителей (1% ВВП).
- **Мексика** — умеренный чистый импортер (закупки СПГ превышают экспорт нефти). Снижение ВВП в начале года отразится в меньших темпах роста в 2026 году. Неопределенность в части будущего трехстороннего торгового соглашения с США и Канадой (USMCA) оказывает давление на капитальные инвестиции в Мексике, и ситуация, вероятно, не станет более ясной в ближайшие кварталы. Хотя США, скорее всего, сохраняют преференциальный торговый режим для Мексики в ближайшие годы. Центральный банк в условиях устойчивой инфляции, вероятно, сохранит учетную ставку на уровне 7% до конца этого года, прежде чем возобновит смягчение ДКП в 2027 году.

Если ФРС пойдет на повышение базовой ставки, это может подтолкнуть центробанки развивающихся экономик к последующему ужесточению финансовых условий для поддержания локальных валют

Прогноз темпов роста ВВП в развивающихся странах, г/г



ЕМЕА

Большая доля потребления домохозяйств в структуре ВВП и ускорение инфляции повлияют на замедление роста большинства развивающихся экономик ЕМЕА. **Нигерия и ЮАР** выиграют от повышения цен на нефть и драгоценные металлы.

Рост ВВП **Турции**, судя по прогнозам, замедлится до 3,2% из-за падения реального экспорта в 1-м квартале. Как крупнейший нетто-импортер энергоносителей, страна столкнулась с наибольшим ростом цен. Хотя в последующие кварталы восстановление сельского хозяйства и жилищного строительства может поддержать внутренний спрос.

Саудовская Аравия сократила добычу и экспорт нефти и СПГ из-за закрытия Ормузского пролива, повреждения инфраструктуры и перенаправления поставок, что может повлиять на замедление роста ВВП до 2,6% против 4,5% в 2025 году. Ожидаем восстановления прежних темпов роста в 2027 году.

→ Европа

→ Китай

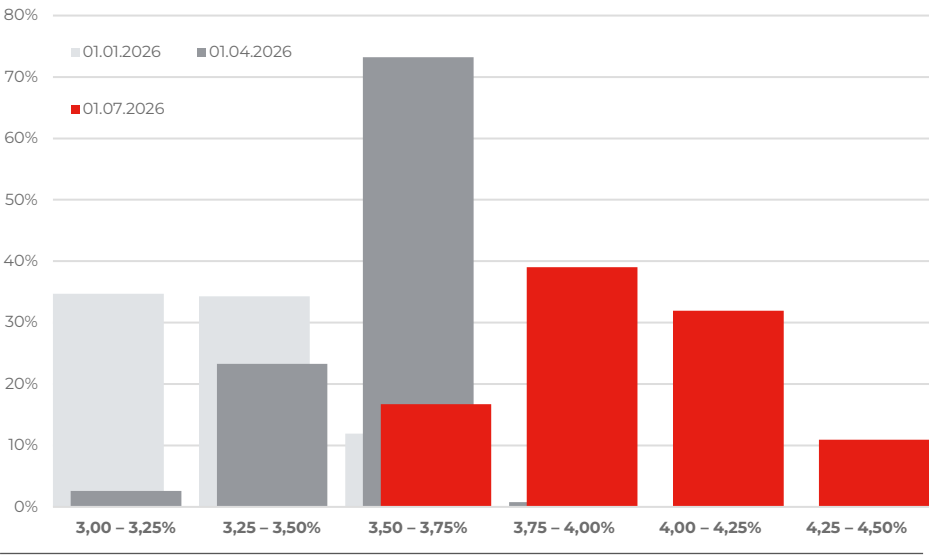
Обнадеживающий старт — 2026

→ [ФРС](#)

Начало года вызвало ложную надежду на дальнейший рост еврооблигаций. Тогда рынок был уверен, что ФРС хотя бы один раз снизит ставку до конца 2026 года. Однако конфликт на Ближнем Востоке внес свои коррективы: цены на нефть выросли до уровней выше 100 долл. за баррель, что тут же отразилось на стоимости топлива. В результате энергетическая инфляция стала причиной всплеска цен как в США, так и в еврозоне. ФРС пока ограничивается паузами, в то время как ЕЦБ на последнем заседании даже пришлось ужесточать ДКП.

Сейчас рынок перезаложил ожидания касательно дальнейшей траектории ставки ФРС: базовый сценарий предполагает сохранение текущего уровня до конца года, при этом некоторые участники рынка и вовсе закладывают повышение ставки на 25 б. п. до декабря 2026 года.

Распределение ожиданий по ставке ФРС на конец 2026 года



Пересмотр ожиданий по базовой ставке ФРС вызвал рост доходностей по всему спектру еврооблигаций

Корпоративные облигации США

→ [Экономика США](#)

Очевидно, что произошедшее отразилось на доходности долларовых еврооблигаций. Наиболее существенный рост базовых доходностей произошел на отрезке 1–2 лет. Это вызвало сопутствующий рост доходностей корпоративных облигаций.

При этом спреды как в выпусках американских эмитентов инвестиционного качества, так и в сегменте ВДО не просто остаются на минимальном уровне, но еще и пробуют сжиматься. Видимо, всему «виной» заметный рост финансовых результатов компаний, а также длительный период отсутствия значимых кредитных событий.

В отсутствие шоков или кредитных событий доходность в оставшуюся часть 2026 года будет формироваться за счет высоких купонов. Доходности инвестиционного (IG) и высокодоходного сегментов остаются высокими в абсолютном выражении, особенно облигаций с дюрацией в 5–7 лет, что делает корпоративный долг предпочтительнее депозитов и суверенного долга.

Тем не менее возможность сужения спредов ограничена, поэтому рост базовых доходностей может быстро спровоцировать распродажу и в корпоративных бумагах.

Развивающиеся рынки

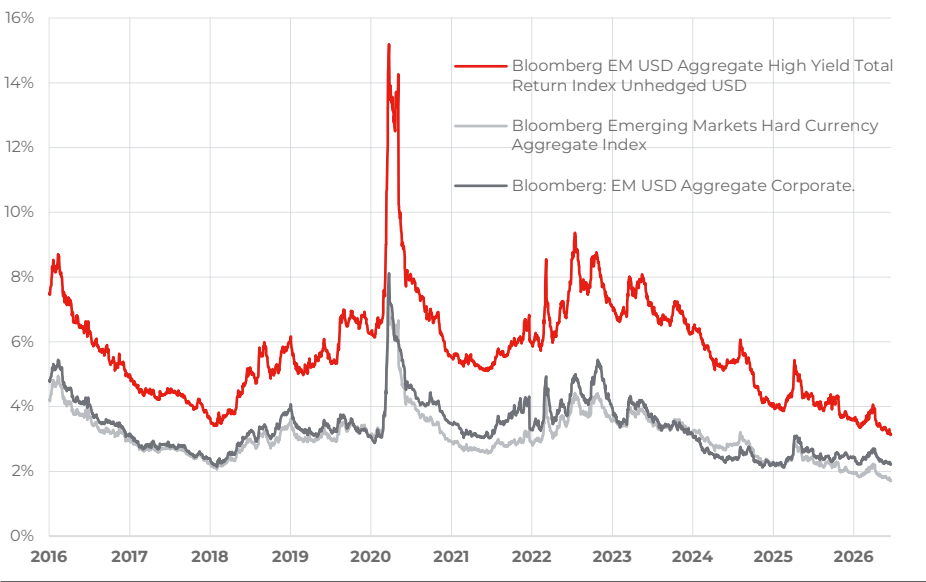
На глобальном рынке еврооблигаций ситуация аналогична рынку США. Общий рост доходностей здесь также связан с ростом доходностей казначейских облигаций США. Однако спреды как в сегменте корпоративных облигаций (в том числе и высокодоходных), так и в сегменте суверенных выпусков сужаются, достигнув минимальных за много лет уровней.

Это связано с отсутствием серьезного стресса в системе: крупных дефолтов или заметного роста напряженности в долговом сегменте не наблюдается, а некоторым традиционно проблемным эмитентам и вовсе повышают кредитный рейтинг (см. случай Аргентины).

В таких условиях спрос на валютную диверсификацию и игру на разнице процентных ставок (carry-trade) сохраняется. В результате инвесторы продолжают принимать кредитные риски ЕМ-эмитентов, что удерживает спреды на сжатых уровнях даже на фоне более жесткой риторики центральных банков.

В то же время сжатые спреды — это источник риска, так как в случае продолжения роста базовых доходностей возможностей демпфировать их сужением спредов у рынка не будет. А это может спровоцировать распродажу в сегменте.

Премии за риск во всех сегментах ЕМ-выпусков на минимуме



→ [Китай](#)

→ [Развивающиеся экономики](#)

Глобальный рынок еврооблигаций еще не восстановился после коррекции 2022 года, связанной с блокировкой и списанием бумаг российских эмитентов

Прогноз

В первой половине 2026 года себя хорошо показала стратегия управления высокой доходностью при контролируемом риске. Оправдался повышенный кредитный риск, ставка на кредитную премию. Высокодоходные облигации США и рынки развивающихся стран были источником повышенной текущей доходности.

В текущих условиях кредитный риск не дает значительной премии, тогда как ситуация в экономике на фоне событий в Иране остается под риском. В этой связи правильным решением видится уход в качество. Государственные облигации с точки зрения соотношения риска и доходности выглядят предпочтительнее корпоративных бумаг из-за асимметричности риска движения спредов. Потенциал их расширения на порядок превышает потенциал их сужения в обозримой перспективе.

→ [Прогноз](#)

Нефть: классический шок предложения

Рынок нефти прошел через череду смены настроений. В январе – феврале формировался умеренный профицит предложения, консенсус-прогноз по стоимости барреля Brent на год вперед составлял 61–65 долл. Но закрытие Ормузского пролива в марте перевернуло баланс условий.

Через Ормуз проходит 21% мировых морских поставок нефти, около 84% такого экспорта идет в Азию (треть — в Китай). Блокировка этого канала создала физический дефицит в цепочках поставок, а страны Персидского пролива были вынуждены сократить добычу нефти, особенно это затронуло Саудовскую Аравию и Ирак.

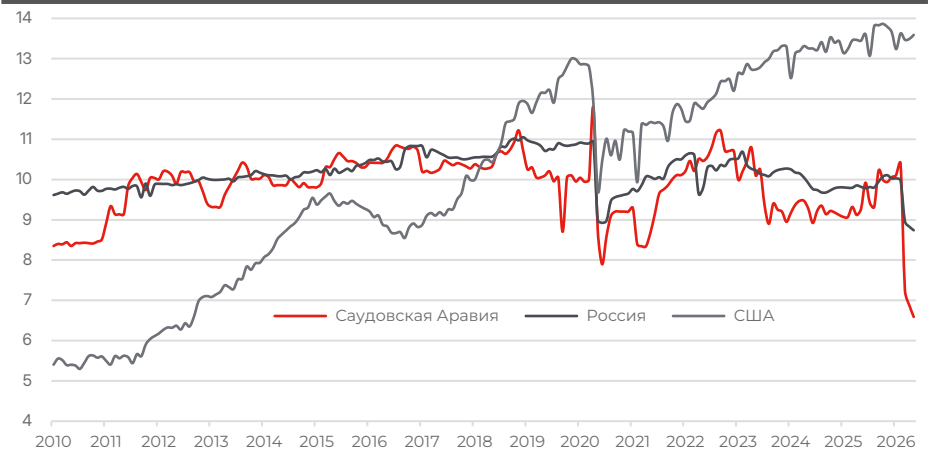
В апреле – мае стоимость Brent на пике превышала 120 долл. за баррель. Тем не менее 400 млн баррелей из стратегических запасов G7, экспорт нефти из США, снижение импорта Китая и коммерческие запасы смогли сдержать цены. Рынок избежал худшего сценария.

На этом фоне ОАЭ в начале мая вышли из ОПЕК и ОПЕК+. Следом в конце июня Ирак заявил о возможном выходе из организации при отказе увеличить его квоту. Оставшиеся семь стран ОПЕК+ продолжают повышение квот на добычу нефти: на 188 тыс. баррелей в сутки в апреле – мае. Суммарно с начала года квоты повышены на 788 тыс. баррелей в сутки, а с уровнем марта 2025 года — на 3,1 млн баррелей в сутки. В условиях дефицита повышение квот позволяет картелю наращивать предложение, не оказывая давления на цены.

Переговоры между США и Ираном снизили риски, и цены на нефть почти вернулись к исходным уровням. Тем не менее последствия конфликта будут удерживать цены повышенными до конца года:

- странам необходимо восстановить израсходованные резервы;
- Китай по мере использования запасов вернется к покупкам, толкая спрос вверх на и без того ограниченном рынке;
- страховые премии для танкеров на транзит через Ормуз останутся повышенными из-за логистических и военных рисков;
- режим перемирия хрупок, и переговоры могут сопровождаться демаршами и применением оружия со стороны США, Ирана, Израиля, Ливана;
- когда пролив полностью откроется, ситуация с поставками нормализуется только через 2–4 месяца;
- восстановление добычи нефти в Персидском заливе до докризисных уровней может занять от 4–6 месяцев.

Добыча нефти, млн баррелей в сутки

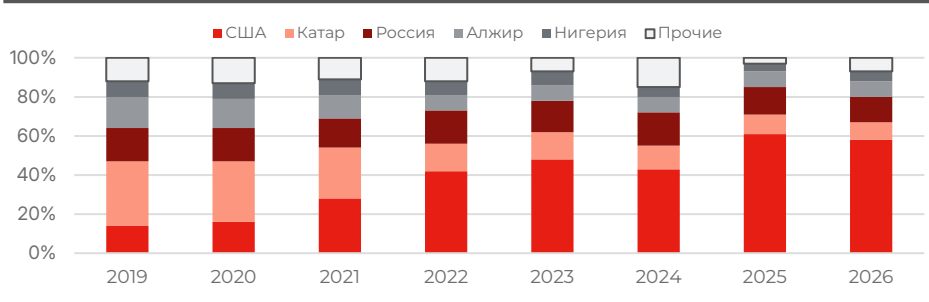


Природный газ

Весной предложение на рынке газа оказалось под двойным ударом: Ормузский пролив был заблокирован, а удары Ирана вывели из строя заводы QatarEnergy в Рас-Лаффане. Котировки TTF превышали 800 долл. за 1 тыс. куб. м. Запасы газа в хранилищах ЕС в начале марта падали до 30% — минимума с 2022 года.

После подписания меморандума о перемирии рынок быстро нормализовался. К концу июня запасы ЕС восстановились до 46,4%. Ключевой вопрос — сроки окончательного прекращения огня и восстановление производства и экспорта катарского СПГ. Это важно с учетом запрета на покупку российского газа с 1 января 2027 года. Также Европе приходится конкурировать за свободные объемы с азиатскими покупателями.

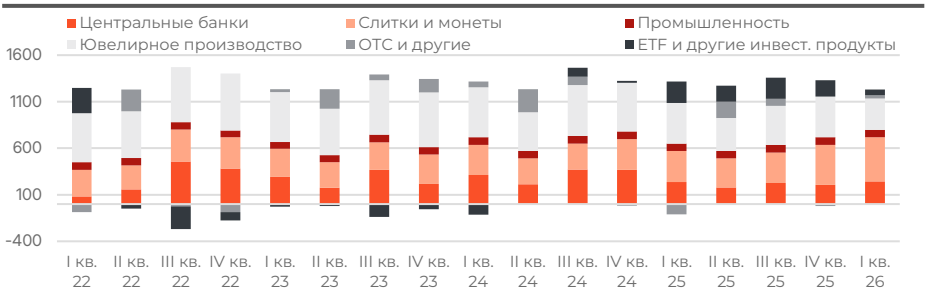
Структура поставщиков СПГ в ЕС



Золото

Золото подешевело от мартовских максимумов на 24,78%. Фактор геополитики оказался слабее риска роста инфляции и повышения ставки ФРС. В результате спрос со стороны биржевых фондов (ETF) начал ослабевать, и рекордных покупок центробанками стало явно недостаточно. Если ФРС сможет сохранить текущую ставку, внимание к золоту со стороны ETF может быстро вернуться.

Структура спроса на золото, тонн



Прогноз

Базовый сценарий предполагает разблокировку Ормуза, стоимость Brent будет в пределах **68–75 долл. за баррель до конца 2026 года и 65 долл. в 2027 году.** Цена на газ на европейском рынке будет находиться в диапазоне **480–600 долл. за 1 куб. м в 2026–2027 гг.**

При длительном закрытии пролива **Brent может подорожать до 90 долл. за баррель и выше. Цена на газ в Европе поднимется до 720 долл. за 1 куб. м.** Это окажет давление на энергоемкие отрасли.

Цена на золото будет двигаться в пределах **3 700 – 4 300 долл. за унцию до конца года.** В 2027 году возможен рост до **4 500 долл.** в случае замедления инфляции и смягчения политики ФРС и ЕЦБ.

→ [Российский рынок акций](#)

→ [Еврозона](#)

Если с начала августа транзит через Ормуз полностью возобновится, к концу октября запасы газа в ЕС достигнут 78%. Это немного меньше целевого показателя в 80%, но выше 75%, предусмотренных технологическими регламентами

Так как золото не генерирует дохода, инвестиционный спрос чувствителен к процентным ставкам

Покупки золота центробанками выросли в начале года на 2,83% г/г, со стороны ETF — на 42% г/г. Если в апреле – мае центробанки оставались покупателями (около 60 тонн в месяц), то ETF стали продавцами

→ [Прогноз](#)

Слабой стороной ОПЕК и ОПЕК+ является постоянное снижение доли рынка ее участниками, когда они пытаются поддерживать высокие цены на нефть при наличии сильного экспортера вне картеля (США)

→ [Китай](#)

→ [Платежный баланс РФ](#)

Добыча нефти в Саудовской Аравии упала в апреле – мае на 36% в сравнении с февралем. Saudi Aramco сдвинула ожидания по нормализации производства на 2027 год

→ [Платежный баланс РФ](#)

В отсутствие оттока капитала торговый профицит обеспечивает избыток валюты на рынке. Это могут купировать только покупки валюты ЦБ

С поправкой на инфляцию рубль сейчас крепче, чем был до СВО

→ [Охлаждение как подготовка к росту](#)

→ [ЦБ РФ](#)

→ [Российский рынок акций](#)

С 2014 года инфляция и курс рубля неразрывно связаны, победа над инфляцией не достигалась без крепкого рубля

Рубль оказался крепче ожиданий

Рубль начал год с укрепления, но «выключение» бюджетного правила в феврале, вызванное истощением ФНБ из-за низких экспортных цен на российскую нефть, кратковременно вывело курс к USD/RUB 85,0 (CNY/RUB 12,5). Это соответствовало базовому прогнозу на конец 2026 года.

Начало конфликта США и Израиля с Ираном резко все изменило. Скачок мировых цен на нефть, снижение дисконта по российской нефти, рост цен на другие экспортные товары из России привели к росту экспортной выручки. Бюджетное правило было включено с задержкой и смогло лишь сгладить ситуацию, рубль «сходил» к USD/RUB 70. К середине года курс стабилизировался около USD/RUB 77–78 (CNY/RUB 11,5).

USD/RUB (номинальный и реальный)



Крепкий рубль и охлаждение экономики

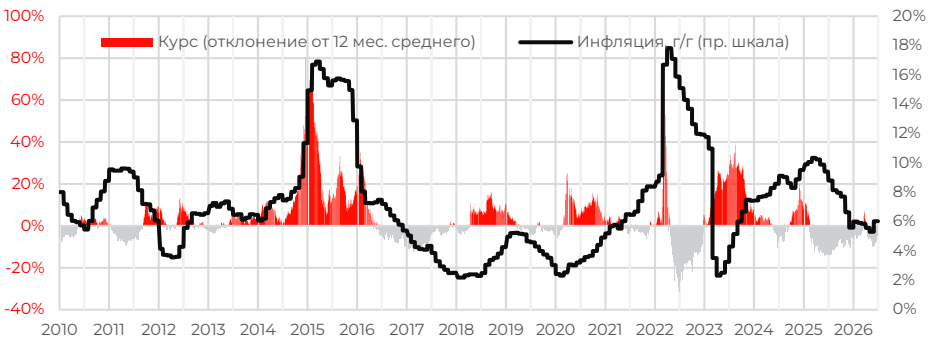
Крепкий рубль продолжает вносить главный вклад в снижение инфляции, позволяя ЦБ РФ снижать ставку. При этом укрепление рубля в сочетании с высокой ставкой — сильный фактор охлаждения экономики, так как высокая ставка не дает, например, реализоваться главному преимуществу крепкого рубля — наращиванию инвестиционного импорта (станков, оборудования).

Крепкий рубль сильно ударил по экспортерам, нефтегазовые компании не спешили наращивать объемы инвестиций в бурение, что в будущем негативно скажется на добыче.

⇒ **Крепкий рубль усиливает давление ДКП на экономику**

⇒ **Давление на экспортную составляющую экономики, уход от сырьевой зависимости**

Рубль и инфляция



CNY — внутри долгосрочного коридора

В 1-м полугодии юань продолжил укрепляться, достигнув USD/CNY 6,7. Сейчас курс в середине многолетнего диапазона — USD/CNY 6–7,3. **Высокая интенсивность товарооборота Китая с США и Европой и фиксирование курса Народным банком Китая обуславливают низкую волатильность курса.**

Укреплению CNY способствует торговый профицит и глобальная тенденция на «дедолларизацию». Это может быть и частью стратегии переориентации экономики на внутренний рынок.

USD/CNY



Разворот на внутреннее потребление обусловлен не только достигнутыми успехами в экономике, но и демографическими изменениями

→ [Экономика Китая](#)

Евро: ненадежный фундамент

Устойчивый профицит счета текущих операций — основной фактор поддержки евро. В тоже время еврозона сталкивается со слабой промышленной активностью и дефицитом бюджета во многих странах блока. Уязвимость евро заключается и в неоднородности экономик блока, а также политических рисках.

В случае более сильного, чем ожидается, замедления роста ВВП и усиления ценового давления евро может начать проигрывать в позициях перед долларом США даже в условиях повышения процентных ставок ЕЦБ.

→ [Европейская экономика](#)

EUR/USD и счет текущих операций еврозоны



Приток денег по счету текущих операций удерживает евро от ослабления

Прогноз

При базовом сценарии **курс рубля к концу 2026 года будет находиться в пределах USD/RUB 75–85**, что благоприятно для низкой инфляции. Главный риск — ситуация в экономике. **Рецессия может обрушить рубль до USD/RUB 100**. При благоприятном для экономики сценарии и сохранении тренда на уход от экспортной модели курс может сдвинуться до **USD/RUB 70**.

В 2027 году фундаментальные условия для крепкого рубля сохранятся.

Евро до конца года, вероятно, будет устойчивым в силу разницы ставок в США и ЕС, базовый ориентир по **EUR/USD — 1,18**. Многое будет зависеть от политики ФРС и ЕЦБ, ставки на коротком отрезке могут влиять на валюты сильнее макрофундамента.

→ [Сценарии Россия-2026](#)

→ [ЦБ РФ](#)

→ [Прогноз](#)

12

[Вводные для 2-го полугодия 2026 года](#)

13

[Охлаждение как подготовка к циклу роста](#)

14

[ЦБ РФ: не пропустить бы поворот](#)

15

[Рынок труда уходит в тень](#)

16

[Дефицит бюджета и фискальный стимул](#)

17

[Хронический профицит внешней торговли](#)

18

[Развилки экономики — 2026–2027](#)

В 2022, 2023 и 2024 годах российская экономика удивляла своей способностью противостоять санкциям, резким колебаниям курса рубля, проблемам с платежами и поставками оборудования. Она сумела расти и в условиях дефицита трудовых ресурсов. В 2022 году спад оказался меньше самых пессимистичных ожиданий, а в 2023 и 2024 годах рост на 4,1% был выше самых смелых оценок.

Тем не менее в 2025 году сочетание высокой ключевой ставки, повышения налога на прибыль и крепкого рубля затормозили рост промышленности почти до нуля. В этот раз оптимистичные ожидания не оправдались, у экономики не хватило запаса сил для продолжения роста.

В 1-м полугодии 2026 года ВВП показал околонулевую динамику, по данным за 1-й квартал резко снизились инвестиции, продолжили проседать финансовые результаты компаний. Безработица при этом продолжает оставаться низкой, а рост реальных заработных плат обгоняет инфляцию.

Повышение НДС почти целиком перешло в потребительские цены. В отличие от предыдущего повышения налога в 2019 году, у российских компаний сейчас просто нет запаса маржинальности для демпфирования налоговых расходов.

На этом фоне ЦБ РФ продолжил цикл снижения ключевой ставки, но темпы с учетом снижения инфляции недостаточны, реальная ставка остается очень высокой. Более того, решение ЦБ РФ в июне снизить ставку всего на 0,25 п. п. было очень болезненно воспринято рынками. Инвесторы понимают, что основные макроэкономические риски связаны с политикой ЦБ РФ.

Регулятор пытается провести контролируемое охлаждение деловой активности, и если он прав в своих расчетах, то впоследствии экономика должна выйти на новый цикл роста. Но если ЦБ РФ ошибается и ставка приведет к росту инфляции предложения и/или спровоцирует глубокую просадку, последствия будут очень серьезными.

Риски рецессии стали реальностью

Торможение экономики в 1-м полугодии 2026 года продолжилось, по итогам первых 5 месяцев рост ВВП оценивается около нуля. Инвестиции в 1-м квартале ушли в минус, в том числе в обрабатывающей промышленности. Безработица при этом остается на исторических минимумах, а реальные заработные платы продолжают расти, подтачивая финансы компаний. Экономiku поддерживает в основном ВПК, тогда как гражданский сектор экономики с начала года сжимается.

Причины очевидны:

- **Жесткая ДКП.** Несмотря на снижение ключевой ставки до 14%, с корректировкой на инфляцию она остается запредельно высокой.
- **Крепкий рубль** не только усложняет жизнь экспортерам (особенно в условиях низких цен на нефть) и компаниям, конкурирующим с импортом, но и усиливает эффект жесткой ДКП, так как не позволяет воспользоваться крепким рублем для закупок оборудования.

Жесткость политики ЦБ РФ была сначала связана с опасениями по поводу последствий повышения НДС, затем ускоренное авансирование бюджетных расходов вызвало опасения по поводу роста бюджетного дефицита. Позднее события в Иране и, наконец, топливный кризис ухудшили баланс рисков.

Так как по оценкам ЦБ РФ экономика выглядит лучше ожиданий, указанные инфляционные риски являются достаточным основанием для сохранения жесткой ДКП.

Сценарии на 2-е полугодие 2026 года

Судя по риторике ЦБ РФ, регулятор не намерен отказываться от жесткой ДКП. С учетом исчерпания запаса финансовой прочности у компаний в ближайшие месяцы нас ждет:

- больше дефолтов, закрытие компаниями направлений бизнеса;
- рост безработицы;
- спад ВВП, в лучшем случае — нулевая динамика.

Динамику будет определять то, как долго экономика сможет еще переваривать высокие ставки и как будет к ним адаптироваться. И здесь могут быть разные варианты.

Инфляция предложения. Если компании массово начнут перекладывать рост издержек на потребителей, в том числе издержки на топливо, а также процентные платежи, то рост цен может ускориться даже в условиях сильного охлаждения экономики. Здесь будет важна реакция ЦБ РФ. Ужесточение политики может серьезно усугубить ситуацию, после чего решение о смягчении политики будет уже вынужденным.

Резкая просадка деловой активности, которая выльется в рост безработицы, снижение промышленного производства и реальных заработных плат. Это то, чего добивается ЦБ РФ (охлаждения экономики и снижения напряженности на рынке труда). Если это приведет к снижению инфляционного давления, ЦБ РФ сможет пойти на более активное снижение ключевой ставки.

Бюджетная политика вряд ли претерпит изменения. В условиях СВО расходы будут оставаться повышенными, что будет поддерживать «оборонную» часть экономики и даже обеспечивать ее рост. Гражданская же часть будет в то же время страдать от высоких ставок ЦБ РФ.

Топливо для роста

Загрузка производственных мощностей в целом по экономике продолжает падать, к середине года она опустилась до 77,5%. Это результат как охлаждения экономики, так и ввода в строй мощностей, которые были заложены в 2022–2024 гг.

Производительность труда (реальный ВВП на одного занятого) в 1-м квартале снизилась, что указывает на рост избыточной занятости и недозагрузку рабочей силы. О том же говорит рост скрытой безработицы и данные HeadHunter по вакансиям и резюме. Таким образом, статистика по безработице, на которую ссылается ЦБ РФ, искажает восприятие ситуации на рынке труда.

Недозагруженные производственные мощности и рабочая сила — это потенциал для быстрого роста деловой активности, прежде всего в промышленности, в случае снижения ключевой ставки.

Динамика ВВП и промышленного производства



Новые регионы

Интеграция новых регионов в российскую экономику даст заметную прибавку к размеру и особенно росту ВВП (вследствие эффекта низкой базы). Сейчас ВВП России рассчитывается без учета Донецкой, Луганской, Херсонской и Запорожской областей. При этом в данных регионах уже собираются налоги и финансируются госпрограммы, они уже интегрированы в систему госфинансов, вносят значительный вклад в совокупный спрос в экономике. Со временем вклад этих регионов будет увеличиваться, особенно после окончания СВО.

Новые регионы могут стать и источником пополнения рабочей силы. Например, в связи с возвращением населения в эти регионы после окончания конфликта.

При включении же в официальную статистику сработает эффект низкой базы. Из-за сжавшейся экономики рост в процентном выражении в этих регионах будет очень серьезным.

Выводы для прогноза-2027

Российская экономика имеет ресурсы для роста. Но они будут заблокированы до изменения политики ЦБ РФ. Это возможно только в случае сильной просадки экономики. В позитивном сценарии это произойдет без скачка инфляции, в негативном — через стагнацию и последующий глубокий пересмотр подходов ЦБ РФ к денежно-кредитной политике.

Снижение объемов экспорта, которое необходимо для переориентации экономики на внутренний спрос, приводит на первом этапе к спаду ВВП

→ [Рынок труда](#)

→ [Платежный баланс](#)

Замедление роста ВВП и промышленного производства — результат как жесткой политики ЦБ РФ, так и изменений в экономике

→ [Прогноз](#)

Двойное давление в виде крепкого рубля и высокой ставки продолжает влиять на экономику

→ [Рынок труда](#)

→ [ЦБ РФ](#)

→ [Рецессия как шаг к циклу роста](#)

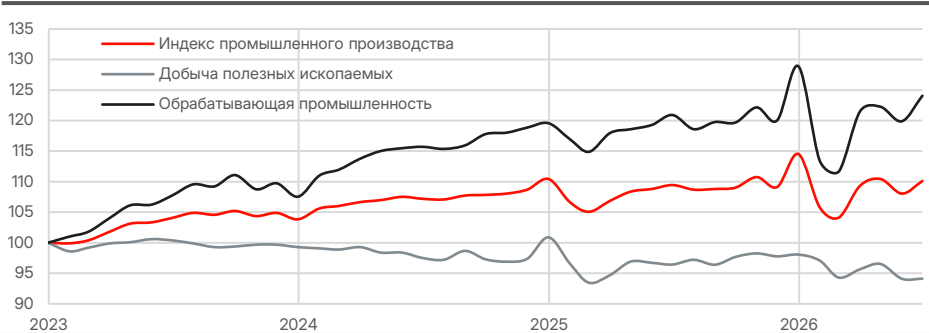
Основной риск — раскручивание инфляции предложения и поздняя реакция ЦБ РФ на это

→ Бюджетный стимул

Промышленный рост остановлен

За 6 мес. 2026 года обрабатывающая промышленность выросла всего на 0,7%, промышленное производство в целом — на 0,4%. При этом рост ВВП в 1-м квартале ушел в минус (-0,2%). В структуре производства продолжает расти доля связанных с ВПК сегментов, гражданские производства в общем объеме сократились. Так что, если бы не оборонный заказ, высокая ключевая ставка сделала бы рецессию почти неминуемой.

Индексы промышленного производства



Остановка роста обрабатывающей промышленности — главный фактор торможения экономики

Запас финансовой прочности сокращается

Несмотря на остановку роста производства, компании не торопятся сокращать персонал. Безработица не растет, зато растут заработные платы, сохраняется дефицит свободных производственных мощностей и высокие арендные ставки. И все это в условиях высоких процентных ставок. Прибыли, естественно, сокращаются, в 1-м квартале 2026 года финансовые результаты компаний оказались на 26,7% ниже 1-го квартала 2025 года.

→ Рынок труда

⇒ Резкое увеличение дебиторской задолженности и ухудшение кредитных метрик

⇒ Обвал инвестиционной активности: инвестиции в основной капитал в 1-м квартале 2026 года ушли в минус по всем направлениям

Финансовые результаты компаний



Запас финансовой прочности компаний быстро сокращается, растет частота дефолтов

→ Высокодоходные облигации

Падение объема инвестиций

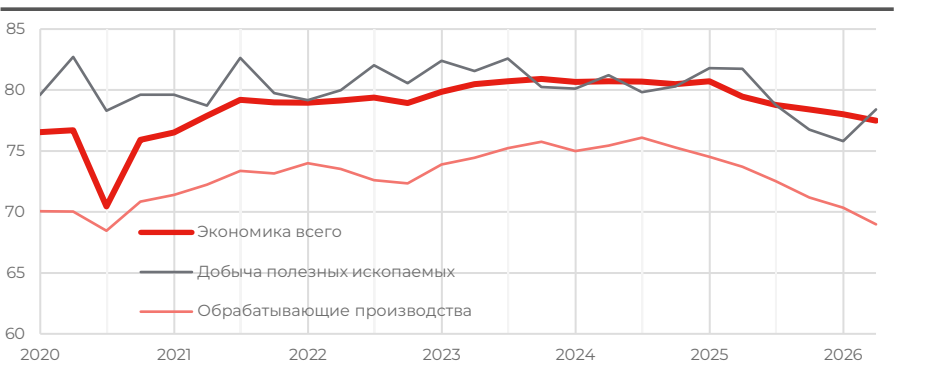
По итогам 1-го квартала 2026 года падение инвестиций приняло обвальный характер: -16,7% г/г при снижении на 2,5% в 2025 году. При этом обрабатывающая промышленность, где инвестиции в 2025 году смогли вырасти на 11%, в 1-м квартале показала снижение сразу на 22,3%. У бизнеса уже нет ресурсов ожидать улучшения ситуации, и следующим шагом будет увольнение сотрудников и массовое сокращение производства.

Принудительное охлаждение

Рыночная экономика циклична, бурный рост создает условия для рецессии. В период оптимизма многие инвесторы и компании переоценивают долгосрочные перспективы, недооценивают влияние аналогичных решений конкурентов. Возникает избыточный спрос на рабочую силу и капитал, растут издержки, снижаются финансовые результаты. Это и называется перегревом экономики. В итоге часть компаний не выдерживает конкуренции, происходит волна дефолтов, проблемы перекидываются на финансовый сектор, что в худшем варианте перерастает в масштабный финансово-экономический кризис.

Жесткая политика ЦБ РФ препятствует перегреву экономики, а если перегрев уже начался, то она позволяет сократить время, требуемое для «очистки» рынка от слабых компаний. На выходе «счастливчики» получают пониженную конкуренцию как на рынке товаров, так и на рынке факторов производства.

Загрузка мощностей по отраслям, %



Перегрев экономики — главный страх ЦБ РФ, так как это основной фактор ускорения инфляции

→ ЦБ РФ

→ Российский рынок акций

Показатели загрузки мощностей находятся на уровнях, соответствующих периоду ковидных ограничений

Структурные изменения

Изменение структуры экономики также требует ее охлаждения. В условиях полной занятости труд и капитал очень медленно мигрируют из одних отраслей в другие. Например, в России почти сразу после начала СВО объем экспортных отраслей оказался избыточным, так как больше не требуется постоянный приток валюты для финансирования оттока капитала. При этом сохранился значительный торговый профицит, который говорит о том, что структура экономики очень медленно адаптируется к новым условиям.

⇒ Жесткая ДКП, особенно в сочетании с крепким рублем, способствует более активной реаллокации ресурсов от экспортных секторов

Прогноз

Охлаждение экономики уже сформировало ресурсы для цикла роста. Смягчение ДКП в этих условиях может запустить быстрый восстановительный рост экономики. При темпах снижения ставки по 0,5 п. п. за заседание это могло бы произойти в конце года.

В случае избыточно жесткой политики ЦБ РФ есть риск сильного ухудшения ситуации и развития событий по классическому для России сценарию: финансово-экономический кризис — девальвация — инфляция.

В базовом сценарии в этом году без изменений в подходе ЦБ РФ к ДКП рост экономики будет нулевым.

Все еще высокая доля нефтегазовых доходов ограничивает скорость ухода от экспортной модели

→ Прогноз

Вынужденная жесткая политика ЦБ РФ

Несмотря на начавшийся цикл снижения ключевой ставки, монетарная политика все еще остается ультражесткой. Это выражается не только в сильном превышении ставки над инфляцией, но и в макроprudенциальных мерах, направленных на ограничение кредитования.

Причиной столь продолжительного периода жесткой ДКП является рынок труда. На нем сохраняется острый дефицит кадров: безработица — на рекордно низком уровне, а рост заработных плат намного опережает инфляцию и рост производительности труда.

Дополнительным аргументом для жесткости ДКП являются и другие инфляционные риски: риск импорта глобальной инфляции, дефицит бюджета, санкции, инфляционные ожидания населения и бизнеса и даже атаки на российские НПЗ.

Инфляция и ключевая ставка ЦБ РФ



Снижение ключевой ставки до 14% тем не менее сохранило рекордный дифференциал между ставкой и инфляцией, политика ЦБ РФ остается сверхжесткой

Крепкий рубль приходит на помощь

Укрепление рубля в 2025-м и начале 2026 года — подарок для ЦБ РФ. После перехода к инфляционному таргетированию в 2014 году ЦБ РФ ни разу не побеждал инфляцию без укрепления рубля. И наоборот, ослабление рубля, как правило, было предвестником роста инфляции.

Именно плавающий курс рубля и делал возможным инфляционное таргетирование: повышение ставки => приток спекулятивного капитала => укрепление рубля => снижение инфляции. Но так как сейчас этот механизм заблокирован, изменение курса рубля очень слабо связано со ставкой, что снизило эффективность ДКП.

При этом влияние курса на инфляцию осталось сильным. Например, когда в 2023 году рубль начал ослабевать, инфляция начала набирать обороты, а серьезное повышение ключевой ставки ЦБ РФ не смогло ни укрепить рубль, ни затормозить рост потребительских цен.

Поэтому траектория инфляции, а с ней и ДКП прямо завязаны на состоянии валютного рынка:

крепкий рубль = низкая инфляция = снижение ключевой ставки;

слабый рубль = рост инфляции = жесткая ДКП.

Жесткая ДКП краткосрочно не сказывается на курсе рубля, а долгосрочно может иметь обратное желаемому действие, так как в случае сильного спада экономики доверие к рублю может быть подорвано, что вызовет его ослабление и подстегнет инфляцию.

→ [Рубль](#)

Санкции и закрытие «мостов» между российской и глобальной финансовыми системами выключили часть трансмиссионного механизма. Ключевая ставка сейчас очень слабо влияет на курс рубля

Ловушка уверенности

Когда ЦБ РФ в 2023 году начал повышение ключевой ставки, слишком большая уверенность экономических агентов в способности регулятора контролировать инфляцию привела к тому, что рост ставок был воспринят как временный. Компании продолжили наращивать инвестиции, а люди — брать кредиты. Из-за этого не произошло сокращения совокупного спроса, и ЦБ РФ пришлось еще больше ужесточать ДКП.

Запас финансовой прочности, сформированный компаниями в 2023 году, позволил им долго выдерживать высокие ставки. Компании не увольняли людей и держали избыточные мощности, рассчитывая быстро нарастить производство при изменении ситуации. Все это происходило за счет снижения прибылей и роста долговой нагрузки.

Получаем очень опасную ситуацию.

ЦБ РФ долго не мог добиться охлаждения экономики, что вынудило его взвинтить ставки. Это вместе с нежеланием компаний сокращать производство привело к сильной просадке их финансовых показателей, ухудшению качества активов банков. Из-за этого небольшой спад экономики может перерасти в обвальное снижение. В этом случае цель ЦБ РФ по таргетированию инфляции будет перечеркнута либо ослаблением рубля из-за потери доверия инвесторов к российской валюте, либо форсированным стимулированием роста экономики, что в условиях СВО является более высоким приоритетом, чем ценовая стабильность.

⇒ **Высокая важность своевременного снижения ставок**

⇒ **Рост риска стагфляции при сохранении высоких ставок**

Прогноз

Пока ситуация развивается по базовому сценарию. ЦБ РФ снижает ключевую ставку от заседания к заседанию, пусть и не такими темпами, как хотелось бы бизнесу. Тем не менее процесс смягчения ДКП идет, а потенциал дальнейшего снижения ставки еще явно не исчерпан.

В базовом сценарии «осторожное» снижение ключевой ставки продолжится во второй половине года. Регулятор будет следить за инфляцией и возникающими рисками. На конец года ожидаем ключевую ставку на уровне 13,5% при инфляции порядка 6%. Отметим, что 6% включают в себя и эффект НДС, и последствия проблем с топливом летом.

В сценарии быстрого снижения торможение экономики усилится, начнет заметно расти безработица. Рост зарплат замедлится, потребительский спрос упадет, инфляция за счет снижения совокупного спроса замедлится. ЦБ РФ на этом фоне начнет снижать ставку ускоренными темпами. При сильной просадке ВВП на конец 2026 года она может опуститься до 11% с перспективой дальнейшего снижения в 2027 году. Такое возможно и в случае сильного торможения инфляции, например, при очень крепком рубле.

Сценарий роста ставок предполагает рост инфляционного давления из-за ослабления рубля или инфляции предложения. В этом случае предполагается рост инфляции до 7,5%, а регулятор будет вынужден поднять ключевую ставку до 16,5%.

Высокая ставка — результат медленной реакции экономики на ужесточение ДКП. Опасность в том, что скорость реакции может быстро измениться

→ [Развилки экономики — 2026–2027](#)

→ [Прогноз](#)

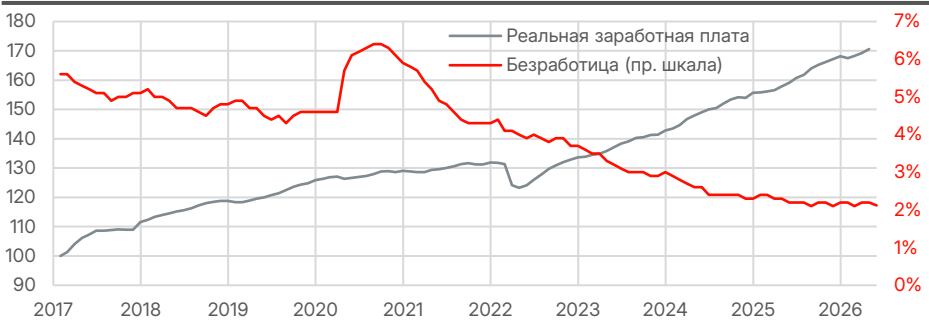
Рост ключевой ставки возможен в случае сильной экономической активности и усиления проинфляционных рисков. Окончание же СВО снизит напряженность на рынке труда и улучшит загрузку производственных мощностей

Аномальная жесткость рынка труда

Конкуренция за кадры остается высокой. В 1-м квартале 2026 года номинальные заработные платы выросли на 15,1% г/г, реальные — на 8,7% г/г (в 1-м квартале 2025 года рост составил 19,5% г/г и 11% г/г соответственно). Это не только подогревает спрос, но и сокращает маржинальность бизнеса, что, в свою очередь, приводит к снижению инвестиций.

Судя по некоторым показателям, пик жесткости рынка труда (для компаний) был пройден в прошлом году. Так, например, опрос предприятий в рамках мониторинга ЦБ РФ указывает на минимальный с 2023 года дефицит кадров. Тем не менее дефицит сохраняется, а обеспеченность работниками все еще мала относительно периода до 2022 года.

Реальная заработная плата (100=01.01.2017) и безработица



→ [Охлаждение экономики](#)

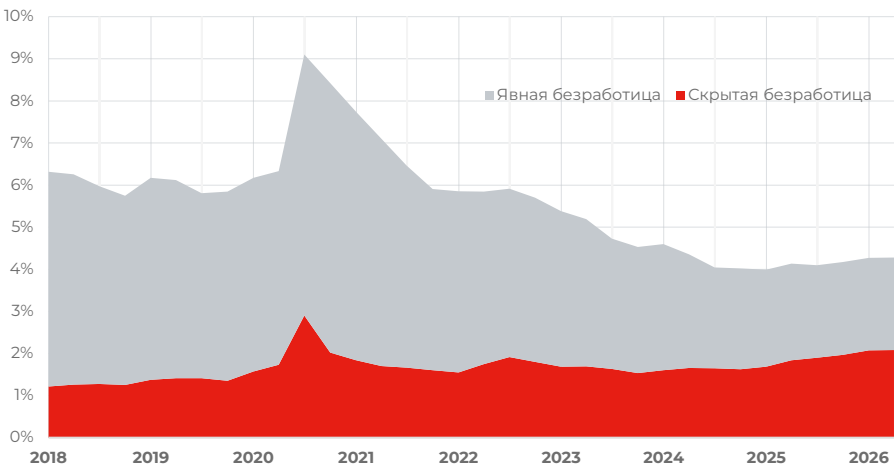
Рекордно низкая безработица — серьезнейший фактор роста заработных плат

Скрытая безработица

Скрытая безработица растет. Этот показатель в 1-м квартале 2026 года вырос до 1,6 млн человек, или 2,13% числа всех занятых, — максимум с пандемийного 2020 года. С одной стороны, это объясняется нежеланием компаний сокращать сотрудников в условиях дефицита рабочей силы в надежде на скорое увеличение загрузки мощностей; с другой стороны, это препятствует эффективному распределению трудовых ресурсов.

Сохранение такой ситуации видится маловероятным. Финансовые результаты компаний падают третий год подряд, что вкупе с падением выпуска в гражданских отраслях рано или поздно вынудит компании прибегнуть к сокращению штата.

Явная и скрытая безработица



→ [Рублевые облигации](#)

С учетом скрытой безработицы общий показатель безработицы растет уже довольно давно, хоты и не дотягивает до привычных значений

Избыточная занятость

Еще одним источником искажения ситуации на рынке труда является избыточная занятость. Она возникает из-за нежелания компаний сокращать персонал при падении спроса с расчетом на быстрое восстановление производства в обозримой перспективе. Результатом этого является отклонение динамики индекса ВВП на одного занятого от долгосрочного тренда.

⇒ Возможность быстрого наращивания производства при улучшении ситуации в экономике

⇒ Потенциальный источник быстрого роста безработицы

Индекс реального ВВП на одного занятого (в ценах 2021 г.)



→ [Охлаждение экономики](#)

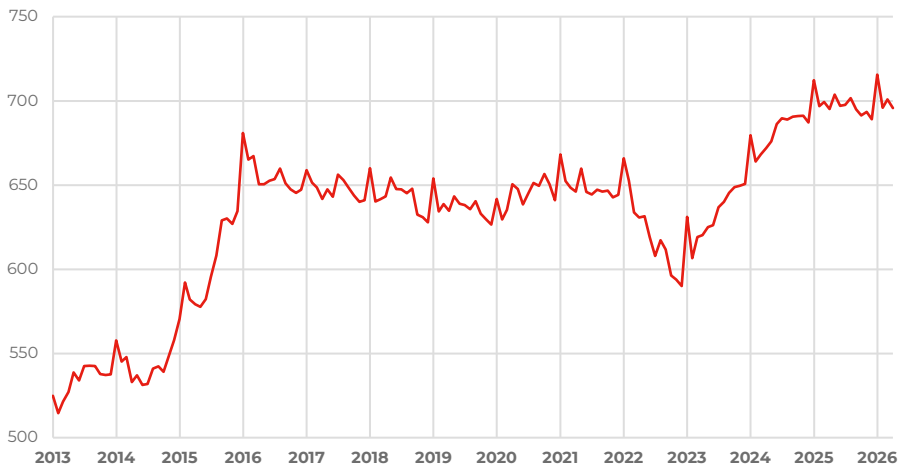
Тенденция к росту выпуска на одного занятого отражает технологический прогресс и улучшение эффективности экономики, просадки обычно связаны со сложностями в экономике, которые компании предпочитают пережить, а не резать издержки и персонал

Ресурс для роста стоимости активов

Рост заработных плат и высокие ставки по депозитам позволили домохозяйствам увеличить не только расходы, но и сбережения. **Отношение объема сбережений к средней заработной плате находится на максимумах.**

Эти деньги не пойдут на потребление при снижении ставки. По крайней мере, такого не было после 2015–2016 годов. Тогда после снижения ключевой ставки депозиты стали подпитывать фондовый рынок. В этот раз снижение ключевой ставки скорее также приведет к росту спроса на инструменты фондового рынка (облигаций, а также акций), недвижимость, автомобили, нежели к росту потребления товаров, входящих в корзину ИПЦ.

Количество средних заработных плат на депозитах, млн шт.



→ [ЦБ РФ](#)

→ [Облигации](#)

Сильный рост сбережений обеспечивается не только ростом ставки, но и ростом доходов большого числа людей, а также ограничениями на вывод капитала

Бюджет: плановый дефицит

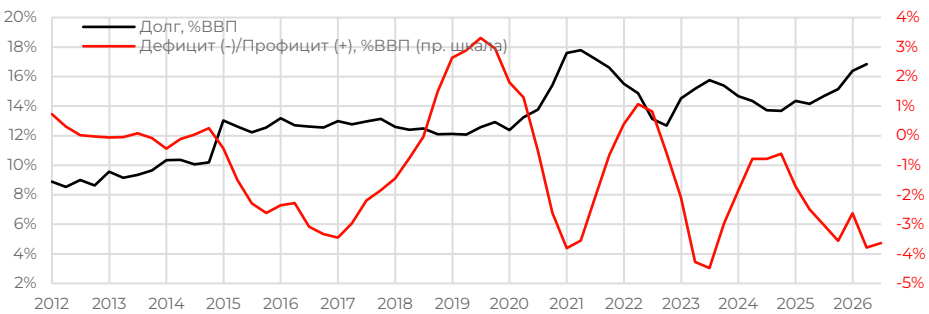
Дефицит бюджета за последние 12 месяцев расширился до трехлетнего максимума — 3,6% ВВП. Причиной стало ускоренное авансирование бюджетных трат в начале этого года. В январе – июне расходы выросли на 16,1% г/г при одновременном росте совокупных доходов всего на 5,8% г/г.

Конфликт на Ближнем Востоке дал передышку Минфину. Рост цены на Urals вслед за Brent и сокращение дисконтов заметно увеличили нефтегазовые доходы. В результате федеральный бюджет в июне был исполнен с профицитом в 0,28 трлн рублей.

→ Нефть

У России одни из лучших суверенных кредитных метрик среди развивающихся и развитых стран

Дефицит бюджета и госдолг (% ВВП)



Инфляционные последствия дефицита

Считается, что большой дефицит бюджета способствует росту инфляции. Тем не менее для корректной оценки инфляционных последствий необходимо учитывать структуру расходов и доходов, а также источники финансирования дефицита.

- Рост оборонных расходов, потянувший за собой общее увеличение расходов бюджета — **проинфляционный фактор**.
- Ненефтегазовые доходы (преимущественно налоговые) выросли, это **дезинфляционный фактор**: бюджет изымает больше средств у населения и компаний, **что снижает внутренний спрос**.

→ Вводные для 2-го полугодия

Нефтегазовые доходы — это квазиэмиссионный доход бюджета, **их снижение действует дезинфляционно**. Но скачок цен на нефть в 2-м квартале несет **проинфляционный риск**, транслируясь во внутренние цены и курс рубля.

→ Непростая задача ЦБ РФ

- Размещение ОФЗ — **дезинфляционный фактор** (если облигации выкупают небанковские инвесторы: меньше средств идет на инвестиции и потребление, это снижает совокупный спрос).
- Использование ФНБ близко к нейтральному — ЦБ РФ зеркалирует операции Минфина.

⇒ Дефицит бюджета ограниченно проинфляционен

Цены на нефть и нефтегазовые доходы



Скачок цен на нефть сказывается на доходах бюджета в течение нескольких месяцев

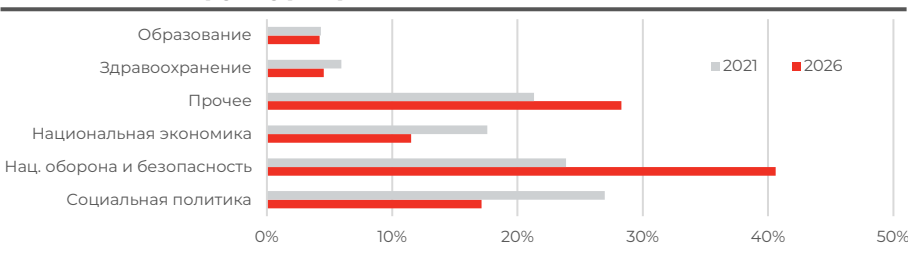
→ Рубль

Структура фискального стимула

Изменение структуры расходов бюджета после 2022 года имеет проинфляционный эффект. Повышение спроса и рост заработных плат в узком круге специальностей (в том числе военных) повышает зарплатные ожидания в экономике, подстегивает совокупный спрос.

Рост производства оборонной продукции требует роста мощностей обрабатывающей промышленности. Это важнейший фактор ее роста в последние годы. Это повышает дефицит рабочей силы, но увеличивает и долю квалифицированных рабочих и технических специалистов. Рост уровня квалификации рабочей силы увеличивает потенциальный ВВП на длинном горизонте.

Изменение структуры расходов бюджета



Доля расходов на оборону и безопасность выросла за счет снижения доли социальных расходов и национальной экономики

Цена отсечения и доходы

Низкие цены на нефть Urals вызвали обсуждение снижения цены отсечения по бюджетному правилу. Минфин, по информации в СМИ, предполагает снизить ее до 50 долл. за баррель с 2027 года. Это предполагает больший объем доходов, направляемых в ФНБ, что увеличивает спрос на валюту, повысит равновесный курс рубля. Это будет иметь инфляционные последствия, что может стать поводом для дополнительного ужесточения ДКП.

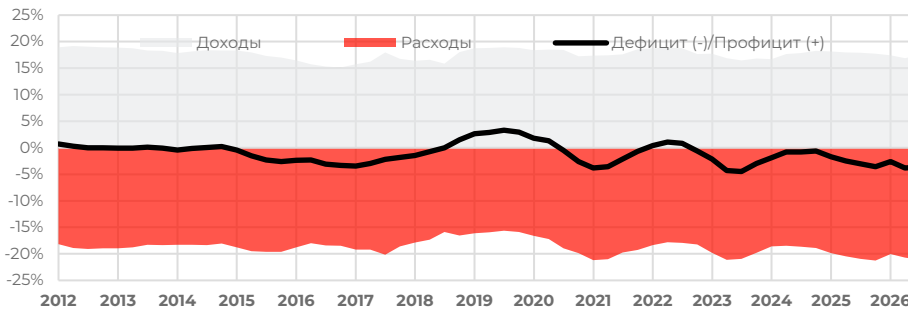
→ ЦБ РФ

→ Рубль

В перспективе снижение цены отсечения ускорит наполнение ФНБ и увеличит дефицит бюджета из-за снижения базовых нефтегазовых доходов, что потребует либо сокращения расходной части бюджета, либо увеличения заимствований через ОФЗ. С учетом низкой суверенной долговой нагрузки возможностей размещать ОФЗ у правительства более чем достаточно.

→ Рублевые облигации

Доходы, расходы и баланс бюджета (% ВВП)



Фискальный стимул ошибочно привязывают к СВО. Ее окончание может привести к перераспределению расходов с обороны на инфраструктуру

Выводы для прогноза

- Проинфляционный эффект фискального стимула ослаблен изменением структуры доходов.
- У правительства есть возможности для сохранения и даже наращивания оборонных расходов.

Торговый профицит формирует постоянное чистое предложение иностранной валюты и спрос на рубли

→ [Нефть](#)

Профицит счета текущих операций сократился, но до баланса еще далеко

→ [Рубль](#)

Снижение внешнего долга после 2014 года — результат пересмотра рисков российскими эмитентами. После 2022-го — инфраструктурные ограничения

→ [Бюджет](#)

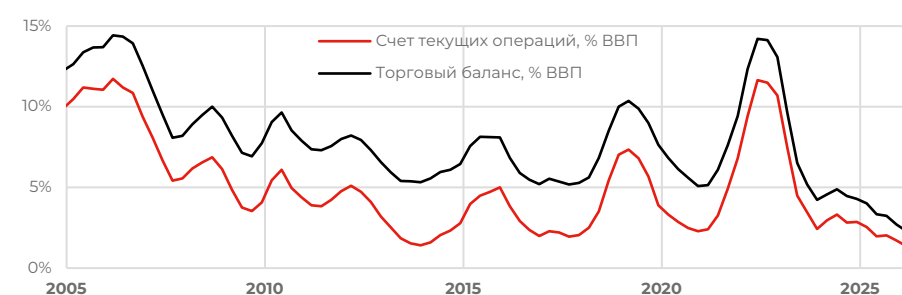
Торговый профицит

Несмотря на все санкционные ограничения, Россия сохраняет профицит по внешней торговле. Изменились направления экспорта и импорта, объемы, структуры. Не изменилось одно: торговый профицит. Ни разу после 1998 года не было ни одного 12-месячного периода не то что с торговым дефицитом, но даже с дефицитом по счету текущих операций.

Быстрый выход из кризиса 1998 года был связан с восстановлением доверия к экономике, обеспеченной сильным притоком иностранной валюты. Необходимость торгового профицита с тех пор прописана где-то на уровне рефлексов у российских инвесторов. Многие из-за этого ошибочно воспринимают снижение торгового профицита как предвестник серьезных проблем в экономике.

Объективная же картина в корне иная. Экономика не находится в той ситуации, когда нужен приток валюты. Внешний долг уменьшился, возможности вывода капитала за рубеж очень ограничены, изменилась структура доходов бюджета. **Структура спроса и предложения на валютном рынке сейчас сильно отличается от той, что была до начала СВО.**

Торговый баланс и счет текущих операций

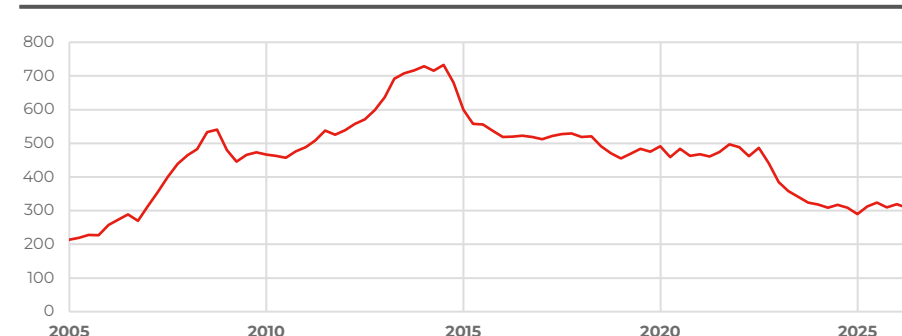


Внешний валютный долг сокращается

Начало СВО отрезало российских заемщиков от внешних рынков. Но Россия не стала отказываться от обслуживания и погашения внешних обязательств. Это сформировало повышенный спрос на иностранную валюту и было фактором давления на рубль.

С другой стороны — погашение внешнего валютного долга уменьшает как объем задолженности, так и процентные расходы. Поэтому потребность в иностранной валюте для обслуживания этих платежей также начинает снижаться. **Рубль становится фундаментально крепче.**

Внешний долг России, млрд долл.



Чистое приобретение иностранных активов

До 2022 года российские инвесторы массово предпочитали иностранные активы. Покупка иностранных ценных бумаг, пополнение депозитов за рубежом, вложения в недвижимость и другие активы, — все это формировало постоянный спрос на иностранную валюту и способствовало накоплению валютных резервов. **Сегодня возможности для покупки иностранных активов ограничены, а инфраструктурные риски уменьшили спрос на них.** Сейчас «чистое приобретение активов» — это вынужденное накопление валюты экспортерами. Реализовывать эту валюту стало сложнее: **уменьшился объем внешнего долга и возможности зарубежных инвестиций.**

Понятно, что экспортеры не торопятся продавать валюту в условиях крепкого рубля, и тогда это фактор его стабилизации при просадке курса. Если, конечно, рубль не будет слабеть из-за панических покупок валюты на фоне проблем в экономике.

Объем валютных резервов и чистая инвестиционная позиция, млрд долл.



Бюджетное правило убирает фактор нефти

Продажи/покупки валюты ЦБ РФ в рамках бюджетного правила отвязывают рубль от цен на нефть. Временное выключение бюджетного правила сначала привело к резкому ослаблению рубля в марте на фоне низких февральских цен на нефть, а затем к резкому укреплению из-за взлетевших после начала перекрытия Ормузского пролива котировок.

Рубль и цены на нефть



Выводы для прогноза

- Рубль продолжит оставаться крепким (избыток предложения иностранной валюты) даже при снижении торгового профицита.
- Устойчивое ослабление рубля требует усилий от ЦБ РФ. Ослабить рубль могут также серьезные проблемы в экономике.
- Спрос на иностранные активы низкий.
- Ожидаемое снижение цены отсечения нефти с 1 января 2027 года до 50 долл. за баррель должно ослабить равновесный курс рубля.

Санкции после начала СВО привели к системному сокращению возможностей и готовности приобретать иностранные активы

→ [Рублевые облигации](#)

→ [Локальные валютные облигации](#)

Россия является нетто-кредитором по сумме внешних активов и обязательств

После включения бюджетного правила в 2016 году динамика курса рубля отвязалась от нефти

→ [Прогноз](#)

Сценарий плавной посадки

Цель денежно-кредитной политики — обеспечить плавное развитие экономики, избегая перегрева и вызываемой им глубокой рецессии. Если экономика уже перегрета, необходимо ее охладить, ужесточив ДКП, и лишь затем, по мере снижения инфляционного давления, приступить к смягчению ДКП. Российская экономика по отдельным показателям в 1-м полугодии двигалась по траектории плавной посадки, **позволяя ЦБ РФ снижать ставку**:

- Рост ВВП замедлился, инвестиции серьезно снизились в 1-м квартале.
- Разрыв спроса и предложения на рынке труда сократился, выросло число резюме, показатели скрытой безработицы.

По другим показателям экономика остается перегретой, что оправдывает **жесткую ДКП**:

- Низкая безработица, высокие темпы роста заработных плат.
- Высокие инфляционные ожидания.
- Дефицит бюджета (фискальный стимул).

В базовом сценарии ЦБ РФ продолжит снижать ставку, но медленно, из-за чего реальная ставка будет оставаться высокой. Рост экономики на этом фоне не сможет ускориться, так как, несмотря на улучшение ситуации на рынке труда для компаний, жесткая ДКП продолжит вытягивать финансовые ресурсы из реального сектора.

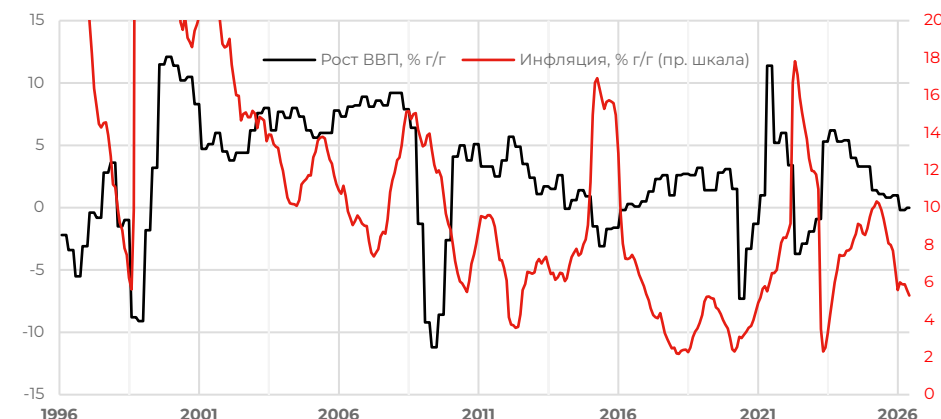
Риски ошибок ДКП

Видится как минимум два источника риска жесткой ЦБ. Они связаны с возможно ошибочной оценкой влияния ключевой ставки на инфляцию, а также неожиданными последствиями долгого удержания ключевой ставки на запредельно высоком уровне.

- 1. Спираль инфляции предложения.** Если компании массово начнут перекладывать высокие процентные издержки в цены, инфляция начнет разгоняться, на что ЦБ РФ может ответить еще большим повышением ставки.
- 2. Стагфляция.** Если жесткая ДКП вызовет глубокий спад в экономике, это может спровоцировать бегство из рубля, его резкое ослабление подстегнет инфляционную волну.

В обоих случаях цели по инфляции выполнены не будут ни в 2026-м, ни в 2027 году, несмотря на просадку экономики.

Инфляция и ВВП в России



В условиях кризиса российские инвесторы обычно бегут в иностранную валюту, обесценивая рубль. Из-за этого **стагфляция** — обычный сценарий кризиса в России

Контроль рубля или «турецкий сценарий»

Если инфляция предложения не набрала обороты, инфляционные **риски жесткой ДКП можно купировать за счет контроля движения капитала. В условиях профицита счета текущих операций эта задача вполне реализуема.**

В этом случае ЦБ РФ сможет, смягчив ДКП, обеспечить разогрев экономики, которая за счет высвободившихся трудовых и производственных ресурсов сможет быстро набрать обороты. Не исключено, что при таком сценарии рост экономики в 2027 году может оказаться даже выше, чем в сценарии мягкой посадки.

Если же ЦБ РФ остается в парадигме свободного курса рубля, то рецессия в сочетании с инфляцией могут быстро лишить ЦБ РФ кредита доверия со стороны правительства. Регулятору будет сложно сохранить независимость принятия решений, а так как приоритет сейчас — это рост экономики, а не инфляция, то ключевая ставка будет снижена, несмотря на инфляционные риски. Также будут увеличены госрасходы (фискальный стимул), такая возможность есть на фоне низкого долга и контролируемого дефицита.

Слабый рубль и снижение ставок улучшат положение экспортеров, что даст определенный импульс росту ВВП. Снижение реальных заработных плат также поможет улучшить финансовые показатели в целом по экономике. Кроме того, высокая инфляция еще и снизит реальную долговую нагрузку.

В этом сценарии рост экономики должен ускориться в 2027 году, но платой за это может стать увеличение экспортной ориентации. Особенно с учетом усиления спроса на иностранные активы и активизации вывода капитала за рубеж.

Последствия для классов активов

Реакция различных классов активов на описанные сценарии серьезно различается.

В базовом сценарии хорошо будут себя чувствовать облигации, причем даже с относительно высоким кредитным риском. На рынке акций ситуация у экспортеров осложняется крепким рублем, но вот компании, ориентированные на внутренний спрос, способные поглощать конкурентов, испытывающих проблемы, будут фаворитами. Валютные инструменты при этом будут неинтересны.

Если проявится инфляция предложения и ДКП будет оставаться слишком жесткой, то в облигациях лучше быть в инструментах с плавающим купоном (флоатерах) и в денежном рынке. Рынок акций при этом вряд ли сможет ощутимо вырасти, здесь могут быть интересны разве что такие истории, как ретейлеры и телекомы.

Рецессия в условиях крепкого рубля — время для ОФЗ и первого эшелона корпоративных облигаций. Темп снижения ключевой ставки ускорится, что даст преимущество длинным бумагам. На рынке акций особенно плохо себя будут чувствовать экспортеры, но компании внутреннего спроса получают дополнительную идею роста.

Стагфляция, особенно при ослаблении рубля, — время для экспортеров на рынке акций, а также валютных облигаций. Рост инфляционных ожиданий и долгосрочного прогноза по ставкам увеличит спрос на денежный рынок и флоатеры.

Исправление ошибки ДКП может потребовать от ЦБ РФ отказа от подхода невмешательства на валютном рынке

→ [Топливо для роста](#)

→ [Рублевые облигации](#)

→ [ВДО и флоатеры](#)

→ [Локальные валютные облигации](#)

→ [Российские акции](#)

→ [Сегментация российского рынка акций](#)

→ [Прогноз](#)

20

ОФЗ и корпоративные
рублевые облигации

21

Российские облигации:
флоатеры и ВДО

22

Российские облигации
в иностранной валюте

23

Российский рынок
акций

24

Сегментация российского
рынка акций

Первая половина года оказалась удручающей для рынка акций и облигаций. Нормально себя чувствовали разве что облигации с плавающим купоном и денежный рынок. Здесь повышение прогнозов по ставкам особо не сказалось на оценках. В остальных сегментах все намного сложнее.

Индексы российских акций обновили многолетние минимумы. Крепкий рубль, нестабильные цены на нефть и санкции подкосили финансовое состояние экспортеров. Высокие процентные ставки и падение потребительских настроений оказывают давление на компании, ориентированные на внутренний спрос. Это вывело оценки на крайне низкие фундаментальные уровни, но для роста нужно больше драйверов, чем высокая дивидендная доходность или низкие мультипликаторы.

В рублевых облигациях инвесторов расстроило решение ЦБ РФ замедлить снижение ключевой ставки в июне. Рост долгосрочных ожиданий по ставке привел к сильной коррекции, особенно в длинных ОФЗ. Дальнейшая динамика здесь всецело зависит от политики ЦБ РФ.

В сегменте ВДО ситуация предсказуемо продолжала ухудшаться. В условиях более негативной макросреды и снижения прибылей компаний кредитные риски продолжили расти. Увеличивается частота дефолтов, премии за риск на очень высоких уровнях.

Валютные локальные инструменты выглядят спокойно, идем на 7–8% в иностранной валюте в этом году. Этот сегмент будет интересен при ослаблении рубля или в случае сильного снижения ключевой ставки, которое через снижение рублевых доходностей приведет и к сжатию долларовых доходностей. Пока, правда, инвесторам приходится терпеть укрепление рубля.

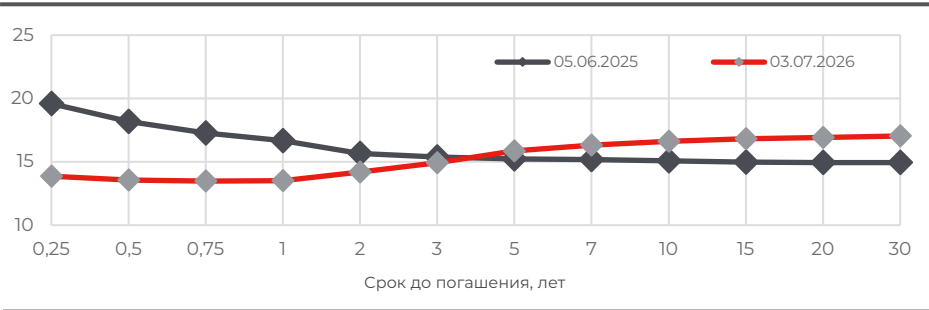
Повышение длинных доходностей — отражение изменений представлений рынка о траектории ключевой ставки

Изменение формы кривой доходности

Несмотря на снижение ставки ЦБ РФ, события в экономике и комментарии представителей регулятора довольно неожиданно сказались на рынке ОФЗ. За последний год доходности 2-летних ОФЗ снизились примерно с YTM 16% до 14,2%, зато доходности 10-летних выросли с YTM 15% до 16,62%.

Вроде бы кривая доходности приняла нормальный вид, но эта нормальность, по идее, должна была проявиться на более низких значениях.

Кривая бескупонной доходности



Консерватизм как источник риска

Изменение настроений на рынке ОФЗ напрямую связано с заявлениями регулятора, с тем, как он воспринимает изменение ситуации. Судя по заявлениям представителей ЦБ РФ, основными инфляционными рисками для него являются:

- бюджет и перенос возврата к нулевому первичному структурному дефициту на 2029 год (ранее планировалось в 2026 году);
- ускорение кредитования;
- неопределенность вокруг нефтяных цен, причем инфляцию могут подстегнуть как высокие цены на нефть через глобальную инфляцию, так и низкие — через слабый рубль;
- дефицит топлива, рост цен на независимых АЗС и инфляционные последствия из-за роста издержек в целом.

ЦБ РФ довольно спокойно отнесся к скачку цен из-за повышения НДС, зато очень внимательно смотрит на бюджет. А так как дефицит бюджета быстро закрыть не получится, особенно на фоне стагнации экономики, этот аргумент будет всегда наготове для обоснования высокой ставки. Ссылка на глобальную инфляцию или дефицит топлива также говорит о том, что ЦБ РФ воспринимает шоки предложения как повод для ужесточения ДКП. А таких шоков при продолжении СВО будет еще много.

Сценарии быстрого снижения ставок без резкого ухудшения ситуации (когда снижение ставок будет вынужденным решением) очень маловероятны.

Прогнозируемая доходность ОФЗ за 2026 год

Сценарий	Ключевая ставка	Инфляция	ОФЗ 3г	ОФЗ 5л	ОФЗ 10л
Базовый	13–14%	6,0%	13,44%	14,14%	12,55%
Низкая инфляция	11–12%	5,0%	15,24%	17,64%	18,55%
Высокая инфляция	14–17%	7,5%	11,64%	10,64%	6,55%

Консерватизм ЦБ РФ при решении о ставке, а также отказ от применения других инструментов (курс рубля) имеет обратную сторону — слишком долгий период высоких ставок и риски рецессии, точнее стагнации

ЦБ РФ

Корпоративные облигации в 2-м полугодии 2026 года

В течение 1-го полугодия 2026 года спред между качественными корпоративными облигациями и ОФЗ постепенно снижался, в то время как спред по облигациям с низким рейтингом держится стабильно. События последних недель привели к резкому росту доходностей ОФЗ, из-за чего спред между облигациями первого эшелона и ОФЗ почти обнулится.

Такая ситуация является нормальной, но временной и связана с пониженной ликвидностью корпоративных облигаций по сравнению с ОФЗ. Спред вернется к своим средним значениям (100–120 б. п.), просто для этого требуется время.

Премия за риск высокодоходных облигаций должна вырасти. Ее текущее низкое значение также обусловлено фактором ликвидности. Но вот равновесное значение должно быть повыше, чем раньше, так как замедление экономики будет означать увеличение частоты кредитных событий.

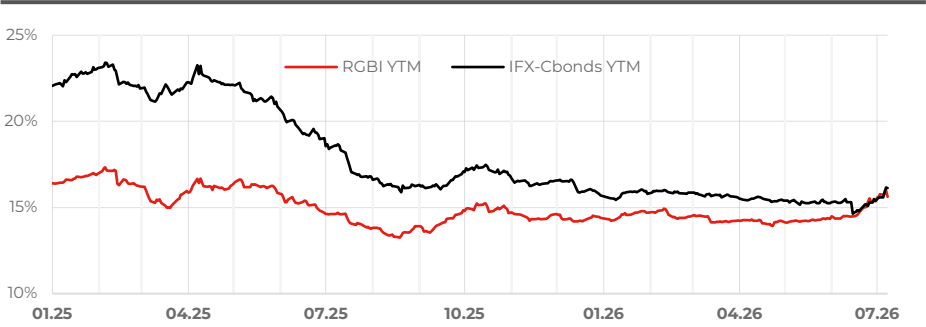
Прогнозируемая доходность корп. облигаций за 2026 год

Сценарий	Ключевая ставка	Инфляция	Ниже АА	АА	ААА
Базовый	13–14%	6,0%	16,96%	15,38%	14,98%
Низкая инфляция	11–12%	5,0%	19,09%	17,34%	17,11%
Высокая инфляция	15–17%	7,5%	12,71%	12,24%	12,86%

Сценарии

- Дезинфляционный:** проблемы с топливом решаются быстро, рынок труда входит в фазу сокращения персонала, потребительский спрос слабеет, рубль остается крепким. Инфляция в этом случае должна снизиться, а ЦБ РФ сможет ускорить снижение ставок.
- Умеренная инфляция (базовый):** политика ЦБ РФ достигает скромных результатов, инфляция остается повышенной, что формирует ожидания повышенных долгосрочных ставок. Экономика при этом выдерживает высокие ставки и не сваливается в рецессию, что позволяет кредитным спредам держаться на умеренных уровнях.
- Высокая инфляция:** в случае сильного роста инфляции ЦБ РФ автоматически ужесточит ДКП, что приведет к росту ожиданий по ставкам на длинном горизонте.

Доходность ОФЗ и корпоративных облигаций



Прогноз

Сужение кредитных спредов носит временный характер и связано с разной ликвидностью корпоративных облигаций и ОФЗ

В основе всех сценариев — способность экономики адаптироваться к высоким ставкам

Снижение корпоративных прибылей

ЦБ РФ

Флоатеры в период рыночной нестабильности становятся опорой портфеля

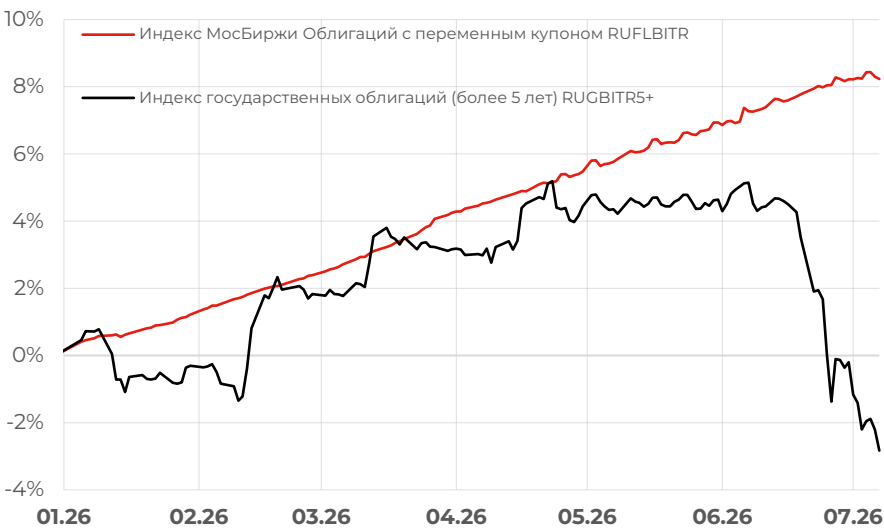
Сценарии для России

Рынок закладывает в цены длительный период высоких процентных ставок

Во флоатерах без перемен

В 1-м полугодии 2026 года сегмент облигаций с переменным купоном (флоатеры) оставался одним из наиболее устойчивых на российском долговом рынке. На фоне сохранения осторожного подхода ЦБ РФ к смягчению денежно-кредитной политики и периодического пересмотра ожиданий по траектории ключевой ставки инвесторы продолжали воспринимать бумаги с плавающим купоном как инструмент защиты от процентного риска.

Облигации с плавающим и фиксированным купоном



Перспективы 2-го полугодия 2026 года

Усиление проинфляционных факторов и пересмотр ожидаемой траектории ключевой ставки будут удерживать доходности флоатеров на относительно привлекательном уровне.

В связи с этим стоит ожидать сохранения повышенного интереса к этому сегменту. Впрочем, уже сейчас понятно, что интерес этот будет избирательным: инвесторы готовы покупать бумаги первого эшелона с умеренной премией, но продолжают требовать повышенную компенсацию за кредитный риск в менее устойчивых эмитентах. В результате происходит сужение спредов в выпусках облигаций эмитентов первого эшелона, тогда как во втором эшелоне премии остаются расширенными.

С учетом текущей макроэкономической ситуации и неопределенности относительно дальнейшего снижения ключевой ставки облигации с переменным купоном сохраняют привлекательность для консервативных инвесторов.

Прогнозируемая доходность корпоративных флоатеров за 2026 год

Сценарий	Ключевая ставка	Инфляция	Ниже АА	АА	ААА
Базовый	13–14%	6,0%	18,57%	16,72%	16,32%
Низкая инфляция	11–12%	5,0%	18,00%	16,15%	15,75%
Высокая инфляция	15–17%	7,5%	19,14%	17,29%	16,89%

Высокодоходные облигации

Сегмент ВДО вошел в фазу охлаждения: после периода активных размещений и высокой доходности инвесторы активно пересматривают кредитные риски. Появились маркеры системного напряжения в сегменте: задержки платежей и технические дефолты.

При этом снижение ключевой ставки пока не трансформировалось в существенное улучшение доступности финансирования для эмитентов сегмента. Кредитная премия Индекса высокодоходных облигаций (Cbonds CBI HY G-spread) с начала года колеблется в коридоре 13–15%, хотя в нормальных условиях она находится в пределах 3–7%.

Сохранение высокой стоимости заимствования в 1-м полугодии 2026 года привело к росту числа как негативных рейтинговых действий, так и кредитных событий. **Рынок ВДО остается рынком не только повышенной доходности, но и повышенных рисков.**

Напомним, что проявлениями повышенных рисков являются:

- рост долговой нагрузки (чистый долг / EBITDA);
- снижение покрытия процентных платежей (EBITDA/проценты);
- высокая стоимость обслуживания долга.

Число дефолтов растет



Высокодоходные облигации в 2026 году

Рентабельность инвестированного капитала (ROIC) у компаний третьего эшелона находится в диапазоне 15–25%. Если стоимость заимствований превышает 25%, выживание бизнеса зависит от того, хватит ли запаса прочности дожить до снижения ставок.

Критически важными в 2026 году будут диверсификация и отбор имен. Часто дополнительные 1–3% к доходности означают риск потери 50–70% в случае дефолта или реструктуризации. Отсюда разумно смещение фокуса с третьего эшелона на второй эшелон и даже некоторая доля ОФЗ.

Прогнозируемая доходность высокодоходных облигаций за 2026 год

Сценарий	Ключевая ставка	Инфляция	ВДО
Базовый	13–14%	6,0%	18,97%
Низкая инфляция	11–12%	5,5%	22,97%
Высокая инфляция	15–17%	7,0%	12,47%

Высокие кредитные премии в высокодоходных облигациях — прямое следствие роста кредитных рисков и частоты дефолтов

Рост числа дефолтов — закономерное явление в условиях охлаждения экономики

Прогноз

ЦБ РФ

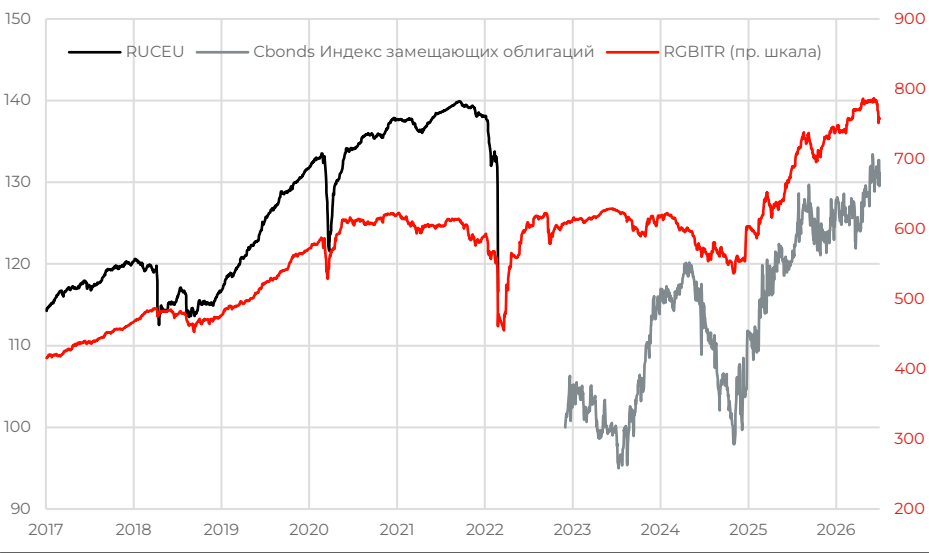
Локальные валютные облигации: итоги 1П26

Локальные валютные облигации (ЛВО) показали умеренную доходность по итогам 1-го полугодия. Этому способствовали следующие факторы:

- повышенная волатильность рубля, связанная как с уменьшением экспортных доходов в 1-м квартале 2026 года вследствие низких цен на Urals, так и с временной приостановкой действия бюджетного правила;
- дефицит юаневой ликвидности весной этого года, что могло способствовать закрытию плечевых длинных позиций в ЛВО;
- рост доходностей в рублевом сегменте, вызванный замедлением темпов смягчения денежно-кредитной политики ЦБ РФ.

⇒ Рост индекса по итогам первых шести месяцев составил 2,3%

Замещающие облигации следуют за ОФЗ



Нормализация рынка

Доходности замещающих/локальных валютных облигаций подросли вслед за ростом доходностей в рублевом сегменте. Стабилизации ситуации на рынке ЛВО способствует падение юаневой овернайт ставки до привычных 0–1%, что позволяет инвесторам дешево занимать в юанях и покупать валютные выпуски.

Рынок замещающих облигаций пришел в норму



Взгляд на 2026-й

С учетом более осторожной позиции Банка России относительно проинфляционных рисков и, как следствие, более длительного периода высокой ключевой ставки мы ожидаем «скромного» роста сегмента российских облигаций в иностранной валюте.

При этом спрос на валютные облигации как на инструмент, способный хеджировать валютный риск и приносить валютную доходность, сохранится. При ослаблении рубля (росте курса до USD/RUB 90 и выше) валютные облигации будут оптимальным выбором на 2026 год.

Облигации в CNY

В декабре 2025 года Минфин РФ вышел на рынок с выпусками в юанях. Основной объем выкупили банки (почти 60%), но более 15% приобрели розничные инвесторы. Спрос со стороны физических лиц — серьезный фактор снижения доходностей в сегменте.

Минфин планирует ежегодно выходить на рынок с подобными выпусками, но именно с целью рефинансирования. Поэтому давления на рынок с этой стороны не будет. Хотя краткосрочно цены на облигации могут снижаться в преддверии новых размещений.

Доходность облигаций в CNY на Московской бирже



ЦБ РФ

Рубль

Доходности облигаций в CNY обвалились вслед за доходностями облигаций в долларах и евро

Прогноз-2026

Консервативные долларовые портфели средней дюрации должны принести 7–8% в базовом сценарии по итогам года. В случае ослабления рубля это может дать до 30% рублевой доходности.

Долгосрочно валютные облигации в РФ должны стоять ближе к международным аналогам сопоставимого кредитного качества — зона 5,5–6% YTM при средней дюрации на уровне суверена.

Сценарий	Ключевая ставка	Инфляция	Валютные облигации (в долл.)
Базовый	12–13%	4–5%	7–8%
Низкая инфляция	11–12%	4%	9–10%
Высокая инфляция	16–16,5%	5%+	3–4%

Прогноз

Рубль

Сценарии для 2026–2027 гг.

Рублевые облигации

Не реализовавшиеся риски распродажи суверенных замещенных облигаций привели к быстрому росту цен на бумаги (падению доходностей)

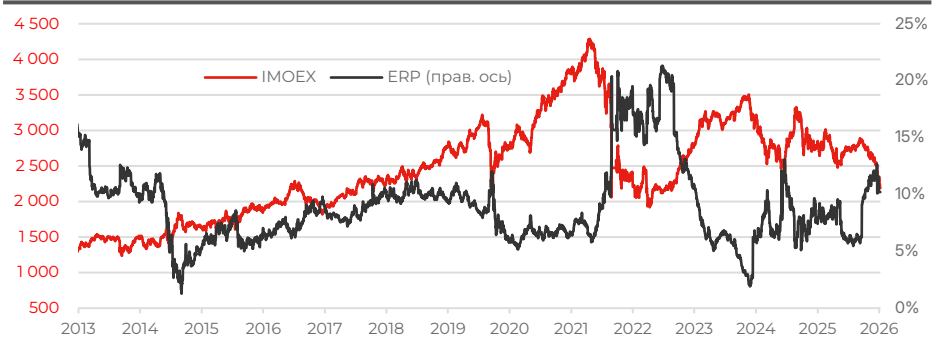
Холодный душ

1-е полугодие сложилось для рынка акций отчетливо негативно. К середине года индекс МосБиржи потерял порядка 15%, с учетом дивидендов просадка составила 12,2%. Год начался с постепенного роста, но уже в начале марта рынок перешел к нисходящей динамике и большую часть времени оставался под давлением, выйдя к концу июня на минимальные уровни с марта 2023 года.

Ключевые факторы давления — осторожный темп снижения ключевой ставки ЦБ. При доходностях депозитов и денежного рынка выше 14% акции проигрывали в конкуренции за капитал.

Дополнительно на рынок давило укрепление рубля: экспортеры занимают около 50% в структуре индекса МосБиржи (IMOEX), при этом доходы нефтегазового сектора более чувствительны к изменению курса рубля, нежели к динамике цен на нефть. Кроме того, инвесторы закладывали в цены негативный геополитический фон и сохранение высокого дисконта Urals.

Индекс МосБиржи и премия за риск (ERP)



Индекс Мосбиржи
весь год провел в
«боковике»

Оценки в условиях высоких доходностей ОФЗ

Премия за риск инвестиций в акции находится на уровнях конца 2024 года, когда рынок ожидал значительно более жесткой денежно-кредитной политики, или середины 2022 года — периода выраженной перепроданности.

По формальным метрикам российский рынок акций исторически дешев. Форвардный показатель капитализации к прибыли компаний (P/E) на 2026 год находится на уровне 4,3х. Однако ожидать возврата мультипликаторов к уровням 2019–2021 годов не стоит. Геополитическая премия уже заложена в цены, безрисковая ставка вдвое выше, спрос нерезидентов отсутствует, а налоговая нагрузка на прибыли возросла. К этому добавляется риск рецессии, которую может вызвать излишне жесткая ДКП.

P/E и дивидендная доходность индекса МосБиржи



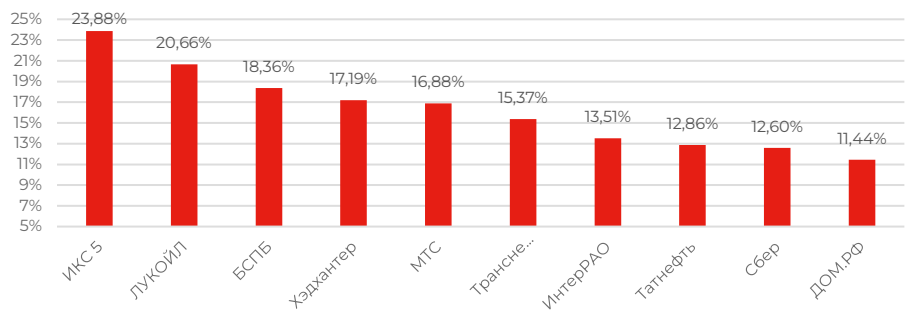
Снижение цен на
акции не
сопровождалось
сопоставимым
снижением прогнозов
по прибылям и
дивидендов. Оценка
относительно будущих
доходов снизилась

Дивиденды — аргумент?

Дивиденды остаются важным фактором оценки, но их роль как самостоятельного драйвера притока капитала уменьшилась. Когда доходности ОФЗ (безрисковых бумаг) составляют YTM 14–16%, при адекватной премии за риск (equity risk-premium, ERP) планка доходности, которую должны давать акции, поднимается к 22–28%. Дивидендная доходность сильных бумаг в 9–13% при историческом росте на 7–13% в год дает около 20%. Это не дает достаточного аргумента для того, чтобы брать акционерный риск ради меньшей отдачи.

Основным драйвером переоценки акций должно стать не сжатие премии за риск, а рост дивидендов через рост прибылей либо снижение доходностей ОФЗ. Пока разница дивидендной доходности со ставками ОФЗ отрицательна или близка к нулю, дивиденды не будут стимулировать ребалансировку в пользу акций.

Ожидаемая дивидендная доходность, следующие 12 мес.



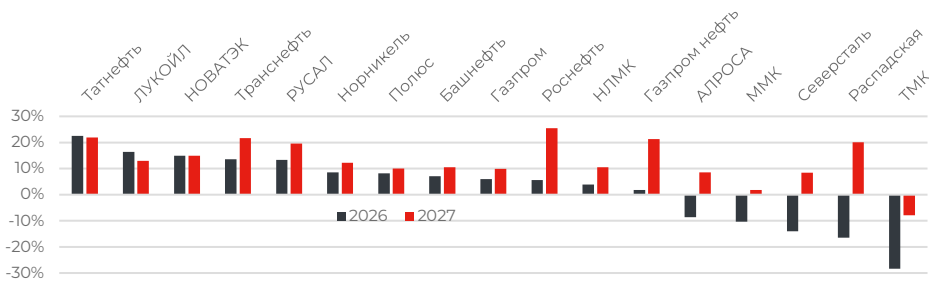
→ Нефть

Банки и компании,
ориентированные на
внутренний спрос,
захватывают
лидерство по
дивидендной
доходности, вытесняя
сырьевые компании,
страдающие от низких
цен на нефть и
крепкого рубля

Ресурсные компании под давлением

Если нефтегазовый сектор генерирует положительный СДП, то сектор металлургии сталкивается с глубоким отрицательным потоком из-за слабого внутреннего спроса, санкционного дисконта и крепкого курса рубля. Это означает либо рост долга при текущих уровнях ставок, либо секвестр дивидендов. Поскольку во многом причины отрицательного СДП цикличны, 2027 год может дать новые условия и основания для переоценки.

Прогнозы доходности свободного денежного потока



→ Рубль

Прогноз-2026

В базовом сценарии портфели российских акций могут отыграть потери первой половины года. В негативном сценарии рынок будет держаться на текущих уровнях или ниже. Для позитивного сценария и выхода в плюс по итогам года нужен серьезный сдвиг, например, более смелое снижение ключевой ставки или прогресс в мирном урегулировании.

→ Прогноз

Крепкий рубль и высокие ставки — двойной удар по российскому рынку акций, охвативший почти все бумаги

Охлаждение экономики

Вводные для 2-го полугодия 2026 г.

Рубль

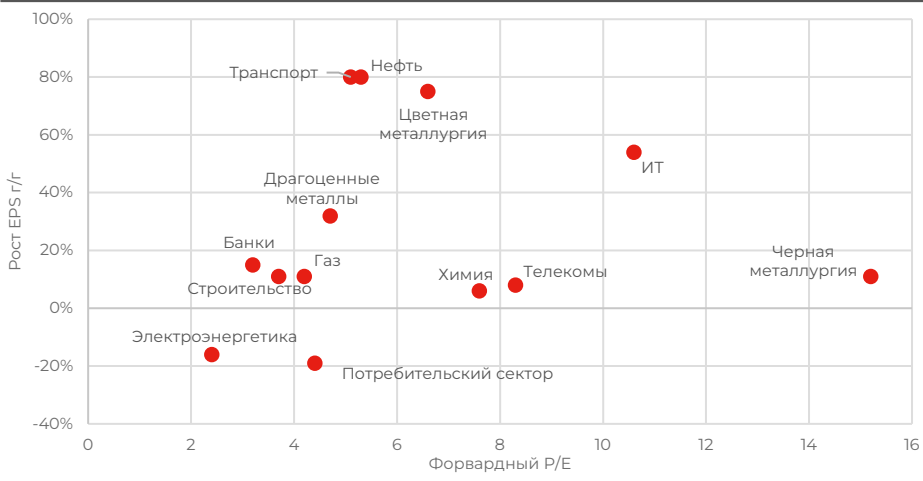
Нефть

Строительная отрасль — ключевой потребитель стали

Чувствительные точки

Бизнесы, ориентированные на внутренний спрос, крайне чувствительны к ключевой ставке, но более устойчивы в сравнении с экспортерами, которые в большей степени зависят от курса рубля, нежели от динамики цен на сырьевые товары. 2027 год может дать передышку для обоих сегментов — за счет смягчения кредитных условий и ослабления рубля.

Рост и рентабельность по крупным отраслям



Экспортеры

Нефтегазовый сектор слабо начал год в условиях пониженных цен на нефть. Резкий скачок котировок Brent и последовавший рост стоимости Urals, казалось бы, должны были улучшить настроения в отношении российских нефтяников. Перекрытие Ормузского пролива создало возможности и для расширения поставок СПГ. Однако котировки компаний сектора оставались под давлением — участники рынка не рассчитывали на устойчивость высоких цен и меньшего дисконта Urals.

Крепкий рубль стал более важным фактором, компенсируя эффект роста экспортных цен и ограничивая прибыльность. Дополнительным негативным фактором стало регулярное давление на инфраструктуру нефтеперерабатывающих заводов. Скорость и эффективность восстановления мощностей напрямую влияет на финансовые результаты нефтяных компаний, поскольку переработка является наиболее маржинальным сегментом их бизнеса.

Позитивно смотрим на НОВАТЭК, «Транснефть» и «Татнефть».

Металлурги и добыча. Несмотря на привлекательные оценки большинства металлургов по мультипликаторам, триггеров для позитивного взгляда на сектор недостаточно. Внутренний спрос остается слабым — высокие процентные ставки делают дорогостоящими инвестиции в оборотный капитал. Экспорт, который ранее смягчал просадку на внутреннем рынке, остается невысоким из-за крепкого рубля, профицита предложения стали, дорогой логистики и санкционных ограничений. Затраты компаний возросли и из-за изменений в налогообложении.

По итогам 2026 года прибыли в секторе, скорее всего, обновят минимумы. В 1-й половине 2027 года финансовые показатели могут восстановиться. Более устойчиво относительно аналогов выглядит «Норникель».

Внутренние отрасли

Финансовый сектор ожидаемо сохранял наибольшую устойчивость в 2026 году относительно других секторов экономики. В условиях снижения ставки банки снижают стоимость фондирования, удерживая доходность активов и чистую процентную маржу.

Устойчивость роста прибылей сохраняет за сектором возможности для дивидендов — многие представители сектора входят в число лидеров по дивидендной доходности. Низкие рыночные мультипликаторы открывают дорогу для обратного выкупа акций, что поддерживает котировки.

В числе рисков остается ухудшение качества кредитных портфелей в условиях замедления потребительской и деловой активности. Это требует увеличения резервов, что оказывает давление на прибыль.

ДОМ.РФ, Сбербанк, «Т-Технологии» и Совкомбанк выглядят интересными в секторе за счет устойчивого роста прибыли и дивидендов.

Потребительский сектор вошел в 2026 год в непростом балансе условий: несмотря на все еще высокий рост реальных заработных плат, потребители все чаще выбирают сберегательную стратегию, а также становятся более чувствительными к ценам и предпочитают более дешевые сегменты. Это уже отражается в снижении трафика и меньшем росте среднего чека у продуктовых ретейлеров. Большее давление в силу дорогого кредита испытывают секторы дискреционного спроса и дорогостоящих товаров.

Медицина и фармацевтика сохраняют двузначные темпы роста выручки и EBITDA в условиях консолидации отрасли, расширения мощностей и нового регулирования. Запуск новых направлений «Озон Фармацевтикой» и госконтракты поддерживают свободный денежный поток. «Мать и дитя» сохраняет потенциал двузначной дивидендной доходности за счет диверсифицированного бизнеса и сделок слияния и поглощения (M&A).

Производители решений ПО (или софта) сталкиваются со сложной макросредой. Высокие ставки больше всего затрагивают оценки компаний сектора. Кроме того, ограничения в бюджетах вынуждают корпоративных и государственных заказчиков действовать осторожнее при планировании расходов на цифровизацию. Это напрямую сдерживает спрос на отечественные IT-решения в среднесрочной перспективе. Сроки сделок удлиняются, ряд новых проектов откладываются.

В крупном ИТ-секторе рекламный сегмент и бизнес, ориентированный на потребителя, остаются под давлением из-за охлаждения экономической активности.

В то же время замедление роста Ozon и «Яндекса» выглядит закономерным по мере взросления бизнеса. Финтех-направления становятся драйверами роста. Прибыли поддерживает оптимизация затрат за счет автоматизации и ИИ. Текущие оценки не в полной мере отражают потенциал роста компаний в секторе.

Телеком-операторы оперируют на стабильном рынке, способны поддерживать хорошие темпы роста бизнеса и рентабельность даже в сложных макроусловиях. Это делает их традиционной защитной идеей. Например, акции МТС предлагают одну из лучших дивидендных доходностей на рынке.

Динамика ключевой ставки — основной фактор для оценки компаний в 2026 году

ЦБ РФ

ИТ-сектор очень неоднороден внутри и требует разделения на несколько направлений

Рынок труда

Прогноз

26

Базовый
сценарий

27

Пессимистичные
сценарии

28

Оптимистичные
сценарии

29

Прогноз на 2-е
полугодие 2026 г.

Существует множество вариантов развития событий, которые приведут к отклонению фактических показателей от прогнозных. Сочетание разных факторов и вариации во времени их включения и выключения могут приводить к разнообразным комбинациям значений прогнозных показателей. **Мы не приводим законченные сценарии (из-за их бесконечной вариативности)**, а рассматриваем отдельные факторы или возможные события в свете их влияния на прогнозные показатели.

Для российской экономики основной фактор — действия ЦБ РФ. Регулятор идет на серьезный риск, удерживая ключевую ставку высокой в течение длительного времени. Если не угадать с моментом изменения параметров ДКП, можно спровоцировать глубокую и при этом очень резкую рецессию. С другой стороны, без охлаждения рынка труда экономике сложно будет выйти на следующий цикл роста. Кроме того, жесткая ДКП — это еще и фактор, ускоряющий структурные изменения через дополнительное торможение активности в экспортном секторе.

Сохраняющаяся **геополитическая неопределенность** также может серьезным образом сказываться на экономической политике и приоритетах.

Сохраняется и **необходимость изменения экономической модели** России. Хотя отток капитала сейчас носит скорее вынужденный характер, экспортные доходы по-прежнему превышают потребности, что снижает эффективность экономики в целом. Альтернативная модель с опорой на внутреннее производство требует не только жесткого контроля движения капитала, но и снижения объемов сырьевого экспорта. Снижение нефтегазовых доходов бюджета и повышение «несырьевых» налогов — это проявление позитивных изменений, хотя и воспринимается рынком болезненно.

Для глобальной экономики основным источником риска стали события в Иране, в ходе которых оказался перекрыт Ормузский пролив, а инфраструктура добычи полезных ископаемых получила повреждения.

Из доступных инвестиционных активов хорошие результаты ожидаются от рублевых облигаций, тогда как от российского рынка акций пока стоит ожидать разве что восстановления после просадки в начале года. Многое будет зависеть от траектории ключевой ставки и динамики экономических показателей. Если ЦБ РФ сумеет провести контролируемое охлаждение экономики и вовремя переключиться на мягкую ДКП, это может открыть перед фондовым рынком очень ярые перспективы.

Что касается валютных активов, то они пока выглядят как инструмент диверсификации на случай, если ситуация в экономике выйдет из-под контроля, что вызовет резкое ослабление рубля. Пространства для сильного снижения доходностей (роста цен на бумаги) сейчас в этом сегменте очень немного.

Особенности базового сценария

Базовый сценарий описывает наиболее вероятный, на наш взгляд, ход событий, изменения в экономике и динамику рынков. Указанные в прогнозе данные являются ориентировочными, их задача — обрисовать общее направление развития ситуации. Вероятность полного соответствия фактических данных прогнозу всегда низкая.

1. Стабильная ситуация в мировой экономике

Хотя мировая экономика может продолжить замедление, общая ситуация будет стабильной. Продолжится формирование новых цепочек поставок и связей, мировая торговля продолжит адаптироваться к новым условиям. Сохраняются риски торговых войн со стороны США, особенно при нормализации отношений с Ираном.

Экономика еврозоны продолжит выдерживать давление санкций и разрыва отношений с Россией. Это поддержит спрос на ресурсы и общее состояние мировой экономики.

Индия продолжит расти, сохраняя при этом курс на собственную внешнюю политику, что будет способствовать сохранению товарооборота с Россией. Отношения России с Китаем также останутся на довольно хорошем уровне.

- Относительно стабильные цены на нефть и газ
- Нейтральный или улучшающийся внешний новостной фон
- Сохранение стабильных источников импорта для России

2. Поляризация мира

В 2022 году произошло политическое разделение мира на условный «Запад», к которому можно отнести США, Европу и другие развитые страны, и «Восток», где главную роль играет Китай и другие развивающиеся страны, включая Россию.

Такая конфигурация позволила сохранить спрос на российский экспорт, переориентировавшийся с Европы на азиатские рынки. Упрощается задача восстановления производственных цепочек, включающих в себя импортные компоненты, пусть и благодаря параллельному импорту. Внешняя торговля нивелировала просадку российской экономики и способствовала быстрому началу восстановительного роста.

Экономические интересы США и Китая продолжают расходиться, вызывая обострение по текущим вопросам. Это вопросы и Тайваня, и островов в Китайском море, и торговли. Для глобальной экономики это источник дополнительного риска, а для России — возможность развивать отношения с Китаем.

Взаимная важность США и Китая как торговых партнеров предполагает низкую скорость «развода». Тем не менее процесс уже не может пойти в обратном направлении, так как демографический переход в Китае (сокращение трудоспособного населения) исключает следование стратегии «мировой фабрики» на длинном горизонте.

- Увеличение объема взаимной торговли России и Китая
- Низкие риски новых внешнеэкономических шоков для России

3. Фискальный стимул и СВО

Оборонные расходы останутся повышенными даже в случае окончания СВО, так как нужно будет восполнять запасы техники, имущества и боеприпасов, готовить армию к возможным новым конфликтам. Производство военной продукции будет тянуть за собой смежные отрасли. Также серьезный вклад в промышленное производство внесет развитие новых территорий и их интеграция в российскую экономику.

Рост оборонной промышленности означает необходимость выкачивания ресурсов из гражданских секторов. Для этого необходимы высокие ставки (что снизит **потребительский** спрос и нагрузку на гражданские секторы), рост налогов, а также крепкий рубль — для закрытия разрыва спроса и предложения импортом.

При этом санкции и потребность наращивания выпуска военной продукции означают сохранение поддержки обрабатывающей промышленности. Кроме того, это означает приоритет роста экономики, даже если это будет угрожать ценовой стабильности.

- Локомотив — промышленное производство
- Относительно стабильный рубль
- Инфляционные риски и повышенная ключевая ставка ЦБ РФ

4. Умеренное снижение цен на сырье

В условиях замедления мировой экономики цены на сырьевые товары должны снижаться. Инфраструктурные ограничения и санкции будут оказывать локальное влияние, не меняя общую картину. Баланс спроса и предложения на сырьевом рынке будет меняться скорее не в пользу предложения.

Например, ОПЕК+ будет стремиться отвоевать долю рынка, что требует низких цен на нефть, чтобы выдавить конкурентов. С другой стороны, цены уже ниже комфортных значений для многих членов организации, ее уже покинули ОАЭ, и о том же думает Ирак. Слабый рынок ожидается и в других сегментах сырьевого рынка (металлы, сельхозсырье и т.п.): стабильные или снижающиеся цены.

- Умеренное снижение экспортных доходов РФ, сохранение профицита внешней торговли
- Снижение доли сырьевых отраслей в ВВП РФ и доходах бюджета

5. Рецессия в российской экономике

Скорость смягчения денежно-кредитной политики ЦБ РФ к середине 2026 года заметно снизилась. Инфляционное давление, судя по оценкам ЦБ РФ, выросло, что предполагает более жесткую траекторию ключевой ставки, чем ожидалось.

Это очень благоприятный сценарий для российских облигаций с плавающим купоном, а также инструментов денежного рынка. Кроме того, повышенные доходности длинных ОФЗ дают привлекательное окно входа для стратегических портфелей. Тем не менее в случае смягчения позиции ЦБ РФ во второй половине года это может стать поводом для восстановительного роста рынка акций и снижения доходностей длинных облигаций.

- Слабая динамика рынка акций (по итогам всего 2026 года)
- Высокая доходность длинных облигаций по итогам 2-го полугодия 2026 года

→ [Бюджет и фискальный стимул](#)

→ [Сценарии](#)

→ [Сырьевые рынки](#)

→ [Охлаждение и рост](#)

→ [ЦБ РФ](#)

→ [Российские облигации](#)

Многообразие стресс-сценариев

Из-за разнообразия существующих рисков реализация в разных сочетаниях имеет различное влияние на прогнозные показатели. Единого негативного сценария как такового не существует. Здесь мы приводим варианты событий с наиболее существенным влиянием на отклонение от базового прогноза.

Некоторые негативные сценарии для одних активов не являются таковыми для других.

1. Жесткая посадка экономики США и Европы

Ускорение инфляции, вызванное ростом цен на энергоносители после закрытия Ормузского пролива, изменило ожидания по траектории ставок ФРС и ЕЦБ. С учетом сохранения как фактических ограничений на стороне предложения, так и рисков новых шоков выбор низкой инфляции в качестве приоритета может привести к резкому торможению деловой активности и в конечном счете к рецессии.

Риск более высок в Европе из-за последствий введенных против России ограничений, а также самозапрета на импорт российского газа с 1 января 2027 года.

- **Снижение базовых доходностей в долларах, рост кредитных спредов**
- **Сильное снижение рынка акций США**
- **Снижение цен на нефть и другие сырьевые товары**
- **Новый виток роста цен на золото и другие защитные активы**
- **Рост цен на активы на рынках, изолированных от США**
- **Снижение цен на активы на глобальных рынках с высокой долей инвесторов из США**

2. Разрыв отношений «Восток» — «Запад»

Спецоперация на Украине — это реализовавшийся риск, но далеко не единственный из существующих рисков подобного рода. Если по похожему сценарию пойдут отношения других стран с «Западом» (например, Китая), произойдут тектонические сдвиги в структуре мировой экономики и торговли. Нарушение цепочек создания стоимости в таком случае приведет к масштабному снижению ВВП, сокращению объемов мировой торговли и спроса на ресурсы.

- **Снижение сырьевых цен, рост страновых рисков ЕМ, снижение долгосрочных прогнозов роста экономик и рынков акций**
- **Дестабилизация широкого круга экономик, особенно ориентированных на экспорт**
- **Рост инфляции в мире, усиление «токсичности» доллара, евро и других валют для стран «Востока»**
- **Структурный дефицит сырьевых товаров из-за нарушений логистики**
- **Нарушение импортных поставок в Россию (в т. ч. критически важного импорта)**

3. Конфликт внутри ОПЕК+

Разногласия между странами, в том числе по политическим причинам, могут привести к неконтролируемому росту добычи. Риск усилится в случае продолжения быстрого роста добычи нефти в США и других странах вне ОПЕК+, которые в этом случае снова начнут отбирать у ОПЕК+ значительную долю рынка.

- **Снижение цен на нефть, ослабление рубля, рост инфляции в РФ**
- **Снижение российского рынка акций, особенно экспортеров**
- **Ужесточение контроля движения капитала в России**

4. Финансово-экономический кризис в Европе

Ситуация в Европе выглядит относительно стабильной, хотя платой за это стало снижение промышленного производства, рост и без того высокого долга. Ситуацию усугубили США действиями по переводу к себе производств из Европы, есть риск повышения торговых пошлин. Все это может привести к глубокому экономическому кризису в регионе.

Пострадают торговые партнеры Европы, в частности, Индия и Китай. Кроме того, это чревато новыми санкциями для РФ, приходом к власти в Европе радикальных политических сил.

- **Ослабление евро**
- **Снижение сырьевых цен**

5. Ошибка ЦБ РФ

Жесткая политика ЦБ РФ, хотя и имеет логику, в нынешних условиях несет серьезные риски. Если ЦБ РФ передавит экономическую активность, спровоцировав рецессию, или начнет проявляться эффект инфляции предложения, вызванный высокими ставками, экономика может войти в стагфляцию.

Если это еще и вызовет бегство инвесторов из рублевых активов, то его ослабление дополнительно подстегнет инфляцию и ухудшит настроения на рынке.

В зависимости от реакции ЦБ РФ и правительства дальнейшая динамика различается, но на первом этапе точно можно рассчитывать на следующее:

- **Снижение ВВП**
- **Рост инфляции, ослабление рубля**
- **Снижение рынка облигаций, особенно ВДО**
- **Улучшение позиций экспортеров на рынке акций**

6. Геополитические риски

При неблагоприятном развитии ситуации возможны как прямые экономические издержки, так и косвенные последствия в виде усиления давления на экономику: финансовых проблем, снижения поддержки со стороны дружественных стран и других факторов.

- **Снижение стоимости сырьевых товаров**
- **Рост инфляции, ослабление рубля, падение ВВП**
- **Обвал стоимости российских активов**

→ [Сырьевые рынки](#)

→ [Валюты](#)

→ [Европа](#)

→ [ЦБ РФ](#)

→ [Российские акции](#)

→ [Российские облигации](#)

→ [Экономика США](#)

→ [Сырьевые рынки](#)

→ [Китай](#)

→ [Индия](#)

→ [Валюты](#)

Разные комбинации оптимизма

Единого оптимистичного сценария мы также не приводим ввиду многообразия таковых в зависимости от сочетания различных факторов. Некоторые сценарии, будучи оптимистичными для одних классов активов, могут не быть таковыми для других.

1. Быстрая структурная перестройка экономики

В последние два года очень многие прогнозы серьезно недооценивали скорость структурной перестройки российской экономики, в частности, изменения в цепочках создания стоимости, импортозамещение, запуск новых производств. В 2026 году эти тенденции сохранятся и даже могут усилиться, дав ощутимое ускорение роста ВВП и финансовых результатов компаний.

Рост потенциального ВВП и сокращение разницы с фактическим также должны ослабить инфляционное давление. Кроме того, оптимизация производственных процессов, запуск новых, менее трудозатратных производств должны снизить и давление на рынок труда.

→ **Замедление инфляции быстрее ожиданий**

→ **Ралли на рынке акций**

→ **Осторожная политика ЦБ РФ**

2. Снижение геополитической напряженности

За последние десятилетия отношения между ключевыми странами хуже, чем сейчас, бывали редко, что создает повышенные геополитические и санкционные риски. Впрочем, история показывает, что из такого положения может найтись выход и отношения между непримиримыми сторонами как-то налаживаются.

В нынешних условиях это требует если не прекращения, то как минимум изменения отношения к СВО на Украине со стороны европейских стран и США, а также некоторой разрядки в отношениях США и Китая по поводу Тайваня, торговых вопросов и интеллектуальной собственности.

→ **Улучшение прогнозов по рынкам развивающихся стран**

→ **Ралли на российском рынке акций, особенно в экспортных секторах**

→ **Улучшение ситуации в европейской экономике**

3. Усиление пророссийских настроений в Европе

Более здравый подход европейских элит к выстраиванию отношений с Россией уменьшит санкционные риски. Даже без фактической отмены уже введенных ограничений рыночные ожидания серьезно улучшатся. Кроме того, ослабнут неформальные барьеры.

→ **Укрепление евро**

→ **Снижение ограничений на российский экспорт**

→ **Приток капитала в Россию**

→ **Укрепление рубля, рост российского рынка акций и облигаций**

4. Сырьевое суперралли

С поправкой на инфляцию сырьевые цены сейчас довольно низкие. Если возникнет новый серьезный источник спроса на сырье или серьезные проблемы на стороне предложения, может сформироваться новое суперралли.

Такими источниками могут быть рост экономики и индустриализация Африки и Индии, увеличение потребности в электроэнергии для работы дата-центров и ИИ.

→ **Новая волна укрепления рубля**

→ **Рост российского рынка акций и облигаций**

→ **Риски закрепления экспортной модели российской экономики**

→ **Инфляционное давление от роста доходов, высокая ставка ЦБ РФ**

5. Пересмотр политики ЦБ РФ

Политика инфляционного таргетирования, а также связанный с ней плавающий курс рубля отлично себя показали в 2015–2018 годах, когда все базовые условия для этого выполнялись. К сожалению, блокировка движения капитала из-за санкций в отношении российских депозитариев, проблемы с расчетами по экспортным контрактам, вторичные санкции против торговых партнеров сделали неработающими многие постулаты существующего подхода ЦБ РФ.

Более активное влияние ЦБ РФ на курс, даже не в виде таргетирования, а просто через контроль использования валютной выручки или контроль движения капитала, не требующие использования резервов, могли бы выступить в качестве замены сломанному механизму перетока «горячих» денег в Россию и из нее вслед за изменением ключевой ставки.

Крепкий рубль также альтернатива высокой ставке в части охлаждения экономики.

→ **Рост стоимости российских активов**

→ **Укрепление рубля**

→ **Запуск циклического роста ВВП**

6. Окончание СВО

Окончание военных действий может принести массу преимуществ для российской экономики. Во-первых, высвобождение значительной массы трудоспособного населения, что снизит напряженность на рынке труда. Во-вторых, бюджет сможет переориентировать расходы с военных нужд на поддержку гражданских отраслей.

С учетом увеличения качества рабочей силы за последние 3 года, роста доли квалифицированных рабочих в России может сформироваться новая волна промышленного роста.

Ожидание снятия ограничений на движение капитала может привести к повышенной волатильности рубля, что подстегнет инфляцию.

→ **Ускорение роста ВВП в гражданских отраслях**

→ **Снижение инфляционного давления**

→ **Ускорение импортозамещения**

→ **Повышенная волатильность рубля**

→ [Сырьевые рынки](#)

→ [Валюты](#)

→ [Российские облигации](#)

→ [ЦБ РФ](#)

→ [Валюты](#)

→ [Российские акции](#)

→ [Охлаждение](#)

→ [Китай](#)

→ [Европа](#)

Показатель	Итоги 1п.2026	Базовый прогноз 2п. 2026	min max	Комментарии к сценариям
СЫРЬЕВЫЕ РЫНКИ				
Нефть Brent	73	75	55	Замедление роста / рецессия в развивающихся странах при росте добычи ОПЕК+ и других нефтедобывающих странах
			95	Рост мирового спроса на энергоресурсы в сочетании с дисциплиной внутри ОПЕК+, проблемы с логистикой (Ормуз и пр.)
Золото	4 007	4 200	3 500	Улучшение настроений инвесторов на глобальных рынках, снижение спроса на защитные активы, геополитическая разрядка
			5 000	Проблемы в мировой экономике, мягкая политика ФРС, высокие геополитические риски, падение доверия к доллару США
МАКРОПОКАЗАТЕЛИ				
Рост ВВП РФ	0%*	+0,5%	-2,0%	Затянутая рецессия из-за политики ЦБ РФ, избыточное число банкротств. Активизация фискального стимула
			1,5%	Смягчение ДКП ЦБ РФ, демобилизация участников СВО и снижение напряженности на рынке труда
Инфляция РФ	6,02%	6,0%	5,0%	Крепкий рубль, решение проблем с топливом
			7,5%	Сильное ослабление рубля, инфляция предложения, стагфляция
Ключевая ставка ЦБ РФ	14,25%	13,5%	11,0%	Сильное охлаждение экономики, крепкий рубль, снижение инфляции (ЦБ РФ успевает отреагировать при начале спада)
			16,5%	Ослабление рубля, ускорение инфляции, разогрев экономики фискальным стимулированием
Ставка ФРС	3,75%	3,5%	3,25%	Нормализация инфляции и ослабление рынка труда позволяют ФРС снижать ставку для поддержания экономики
			3,75%	Усиление инфляции из-за косвенных эффектов нефтяного шока, устойчивость экономики требует повышения ставки
РЫНОК АКЦИЙ				
Индекс Мосбиржи**	-12,2%	+20%	-20%	Высокая ключевая ставка ЦБ РФ в сочетании со слабым ростом экономики, бегство от риска
			+40%	Снижение ключевой ставки ЦБ РФ, запуск цикла роста экономики, высокие цен на нефть
S&P500**	+10,2%	+5%	-15%	Ужесточение политики ФРС в ответ на устойчивое превышение инфляции над целью при сильном росте экономики
			+15%	Возвращение ФРС к смягчению политики в конце года при сохранении силы роста ВВП за счет импульса со стороны ИИ
MSCI Emerging Markets	+24,7%	0%	-30%	Нефтяной шок оказывает давление на внутренний спрос, чистый экспорт сокращается из-за меньшего спроса со стороны США
			+10%	Инфляция стабилизируется, фискальные меры поддерживают спрос, бум ИИ в США стимулирует экспорт и инвестиции
РЫНОК ОБЛИГАЦИЙ				
Рублевые облигации	+7%	+8%	+3%	Жесткая политика ЦБ РФ, массовые кредитные события в сегменте ВДО
			+13%	Смягчение политики ЦБ РФ, отсутствие массовых и громких кредитных событий, рост экономики
Еврооблигации (внешний рынок)	+3%	+3%	0%	Повышение ставки ФРС, расширение кредитных спредов из-за проблем на развивающихся рынках
			+6%	Сжатие кредитных спредов, быстрое снижение ставки ФРС и ЕЦБ
Еврооблигации (внутренний рынок)	+1%	+4%	+1%	Рост рублевых доходностей, кредитные события, высокая инфляция, провоцирующая ужесточение ДКП
			+6%	Сжатие доходностей вслед за снижением доходностей в рублевом сегменте
ВАЛЮТЫ				
Рубль/доллар	78,7	80	70	Высокие цены на нефть, быстрое снижение спроса на иностранные активы
			110	Сильный рост инфляции, серьезные проблемы в экономике РФ, подрывающие доверие к рублю
Евро/доллар	1,14	1,18	1,08	ФРС идет на 1–2 повышения ставки, которые ЕЦБ не может зеркально повторить из-за слабости еврозоны
			1,22	Возобновляется расхождение ставок: ФРС переходит к смягчению, ЕЦБ удерживает ставки или идет на еще одно повышение

Прогнозы изменения цен и результатов портфелей приведены за 2-е полугодие 2026 года, значения индексов, цены и курсы — на конец года.

* Прогноз «Альфа-Капитал».

** С учетом дивидендов.

Авторы прогноза



Виктор Барк

Директор департамента
управления активами



Владимир Брагин

Директор по анализу
финансовых рынков
и макроэкономики



Евгений Жорнист

Руководитель дирекции
по работе с инструментами
с фиксированной доходностью



Эдуард Харин

Руководитель дирекции
по работе с акциями



Александр Джиев

Руководитель группы
макроэкономики и фондового
рынка



Алина Попцова

Аналитик фондового рынка



Саид Разаханов

Младший аналитик фондового
рынка



Алексей Корнев

Портфельный управляющий



Артем Привалов

Портфельный управляющий



Андрей Золотов

Портфельный управляющий



Василий Чепель

Аналитик



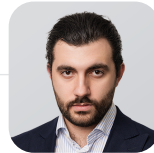
Дмитрий Скрябин

Портфельный управляющий



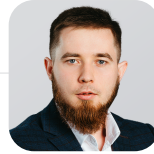
Никита Зевакин

Портфельный управляющий



Сергей Бдоян

Портфельный управляющий



Никита Эленбергер

Портфельный управляющий



Дмитрий Данилин

Портфельный управляющий



Денис Приходько

Аналитик

Информация, изложенная в данном документе, актуальна на 24 июля 2026 года. Используются данные из открытых источников, а также доступных информационных систем, включая, но не ограничиваясь: Cbonds, TradingView, ЦБ РФ, Росстат, МВФ, Всемирный Банк.

ООО УК «Альфа-Капитал» осуществляет инвестиционную деятельность на основании лицензии на осуществление деятельности по управлению ценными бумагами № 077-08158-001000, выдана ФСФР России 30 ноября 2004 года, без ограничения срока действия.

Информация, содержащаяся в данном документе, предназначена исключительно для определенного круга лиц и не имеет целью рекламу, размещение или публичное предложение ценных бумаг, продуктов или услуг или приглашение к подаче заявок на покупку ценных бумаг, продуктов или услуг. ООО УК «Альфа-Капитал» не намеревается предоставлять услуги инвестиционного консультанта через настоящий документ и не делает заверений в том, что ценные бумаги или услуги, описываемые в нем, удовлетворяют требованиям кого-либо из клиентов.

ООО УК «Альфа-Капитал» не утверждает, что приведенная информация или мнения верны или приведены полностью, хотя и базируются на данных, полученных из достоверных источников. Принимая во внимание вышесказанное, не следует использовать данный документ в качестве единственного руководства для принятия самостоятельных инвестиционных решений. ООО УК «Альфа-Капитал» не дает гарантий или заверений и не принимает на себя какой-либо ответственности в отношении финансовых результатов, полученных на основании использования информации, содержащейся в настоящем документе. Информация, данная в настоящем документе, не является исчерпывающей и может быть изменена в любое время без предварительного уведомления. ООО УК «Альфа-Капитал» рекомендует не полагаться на какую-либо содержащуюся в настоящей презентации информацию в процессе принятия инвестиционного решения, которое должно быть основано на исчерпывающей информации. ООО УК «Альфа-Капитал» не несет ответственности за использование данной информации.

Подробную информацию о деятельности ООО УК «Альфа-Капитал» вы можете получить по адресу: 123001, Москва, ул. Садовая-Кудринская, д. 32, стр. 1, телефоны 783-47-83, 8 (800) 200-28-28, а также на сайте ООО УК «Альфа-Капитал» в сети Интернет по адресу www.alfacapital.ru.