Итоги 2025 года: неоправданные ожидания.

Несмотря на снижение ключевой ставки в 2025 году, индекс Мосбиржи закрывает этот год снижением. Во первых курс рубля существенно укрепился за год, во-вторых ожидания заключения мирного соглашения по Украине в начале года были сильнее. Но в течение года инвесторы растеряли излишний оптимизм и рынок акций постепенно начал снижаться после достижения весенних максимумов.



Мировые рынки в 2025 году показали рост, любопытно, что и долларовый индекс РТС показал неплохую динамику прибавив порядка 20%, что говорит о существенном влиянии курса на текущие рублевые котировки. Индекс Бразилии BOVESPA – со схожей с нашей экономикой показал рост более 30%. Все это говорит о существенном дисконте российского рынка, который может сократится в случае урегулировании конфликта на Украине.



*Здесь и далее изменение индексов (активов) за период с 01.01.2025 по 01.12.2025г

Драгметаллы. Золото и серебро продолжили ралли и в 2025 году на фоне военных конфликтов по всему миру и возрастающих рисков всевозможных санкций и блокировок. В ряде стран был замечены очереди населения при скупке золота.

Криптовалюта. Примечательно, что на этом фоне «цифровое золото», как нередко называют биткойн, показал достаточно слабую динамику. Осенью биткойн подвергся серьезным распродажам и стоимость монеты упала почти на треть. Одним из ключевых факторов стало значительное увеличение объема продаж биткоинов со стороны крупных инвесторов, известных как «биткоин-киты». В отчете компании K33 указывается, что в 2025 году произошел массовый сброс биткоинов, находящихся на хранении длительное время, что оказало сильное давление на цену. Объем продаж биткоинов достиг третьего места по величине за всю историю, уступив только показателям 2017 и 2024 годов. Общий объем продаваемых монет оценивается примерно в $300 млрд.

Нефть и газ. Цены на нефть и газ оказались под давлением на фоне снижения экономической активности, перестройке логистических маршрутов и профиците на мировом рынке нефти. По различным оценкам избыток предложения нефти на рынке составляет от 2,3 до 3,8 млн баррелей в сутки. ОПЕК+ даже в условиях снижающихся цен проводит политику наращивания добычи для сохранения доли рынка. Ряд стран вне ОПЕК также наращивает добычу нефти стремясь увеличить свою долю на мировом рынке. Все эти факторы и приводят к плавному снижению стоимости черного золота.



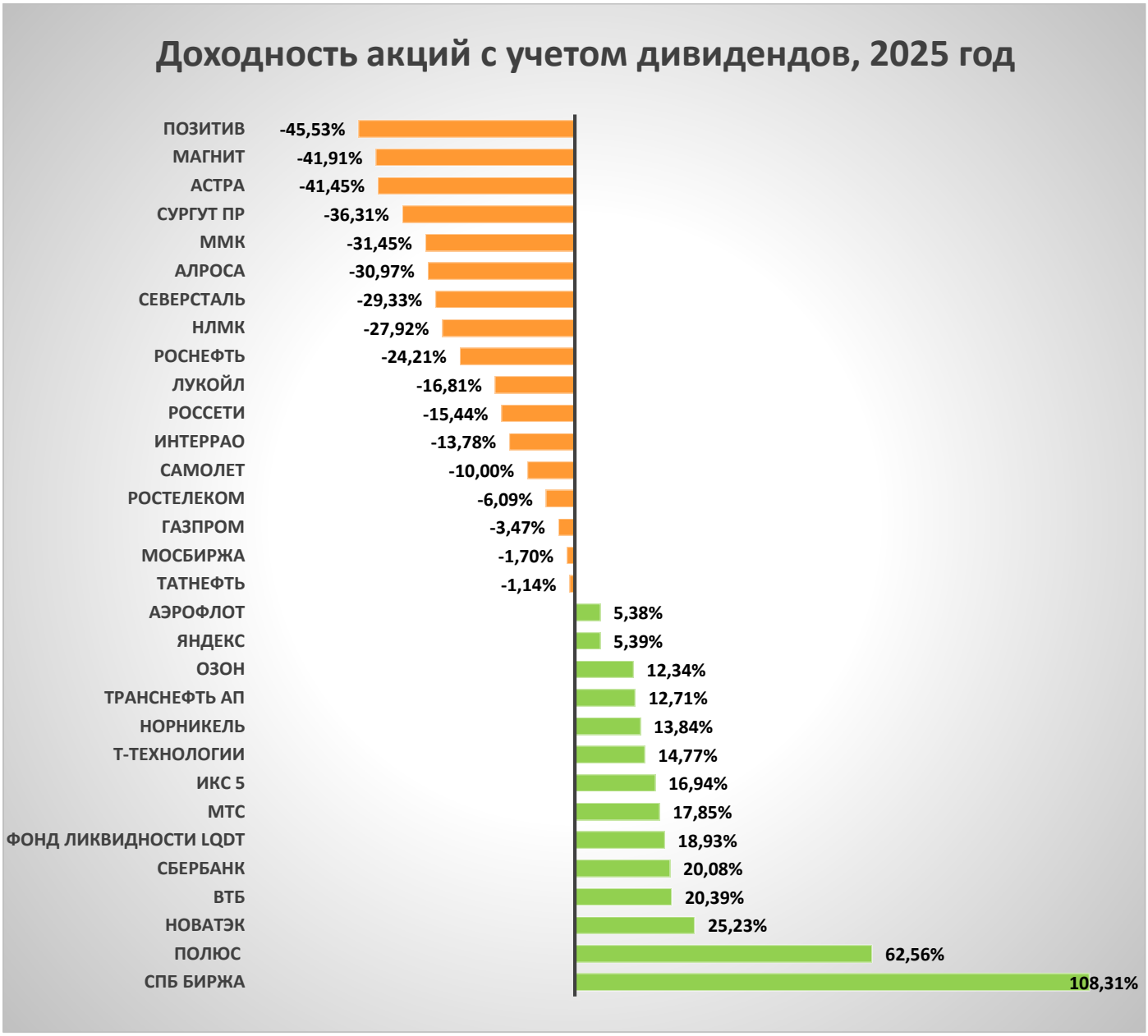
Российский рынок акций. Довольно интересную картину можно наблюдать по доходностям акций с учетом дивидендных выплат за январь - ноябрь 2025 года. С учетом снижения индекса Мосбиржи достаточно много бумаг показало неплохую доходность. Например, **Сбербанк**, с учетом дивидендов показал 20% доходность, даже с учетом небольшой коррекции с сентябрьских максимумов. **Новатэк** также не блистал ростом котировок, тем не менее за счет дивидендов показал весьма неплохую доходность. Таким образом, дивидендные бумаги, даже в условиях снижающегося рынка могут показать неплохую доходность.

СПБ Биржа показала рекордную динамику на фоне ожиданий по мирной сделке, дополнительным позитивом послужило расширение времени торгов и стабилизацию финансовых результатов. Однако если смотреть динамику за 3 года, то картина там совсем иная. Осенью 2023 года компания попала в американских санкционный список и бизнес модель биржи оказалась под угрозой. Глава СПБ Биржи оставил компанию, а торги были прекращены на определенное время. Новый менеджмент сумел перестроится под новые реалии и результат не заставил себя долго ждать.

Группа Позитив антигерой года – компания признала провал по финансовым результатам 2024 года. Уже в конце января 2025 года на рынок начали просачиваться негативные слухи про массовые увольнения, далее компания представила очень слабые предварительные результаты по году. В результате драматическое падение стоимости акций на 40%-50%. Тем не менее, надо отдать

должное, в компании признали проблему, не стали кивать на сложный рынок (а он действительно был очень непростым), провели ряд оптимизаций которые положительно отразились на результатах 9 месяцев 2025 года. Ждем предварительные данные по году, сама компания настроена оптимистично.

Вывод. Результаты говорят сами за себя, даже в сложные года дивидендные акции показывают неплохую доходность сопоставимую с доходностями по облигациям и фондам денежного рынка. При том, что акции имеют бонус – существенный потенциал роста при заключении мирного соглашения по Украине.



Акции. Динамика российского рынка в разрезе отраслей достаточно ровная, все отраслевые индексы показывают негативную динамику. Таким образом снижение

стоимости российских акций без учета дивидендных выплат происходило по всем отраслям. Хуже рынка на фоне санкционного давления, снижения цен на нефть и укрепления рубля отраслевой индекс нефти и газа, куда входят крупнейшие российские нефтегазовые компании. Гораздо лучше выглядели акции компаний внутреннего спроса: банки и финансовые организации, сети и электроэнергетика, телекоммуникация.

Облигации. Рынок облигаций в 2025 году показал сильную динамику на фоне смягчения денежно-кредитной политики Банка России. Индекс корпоративных облигаций с учетом купона вырос на 24,72%, аналогичный индекс гособлигаций вырос на 20,72%. При условии сохранения тренда на снижение ключевой ставки, рынок облигаций может и в 2026 году показать неплохой результат.

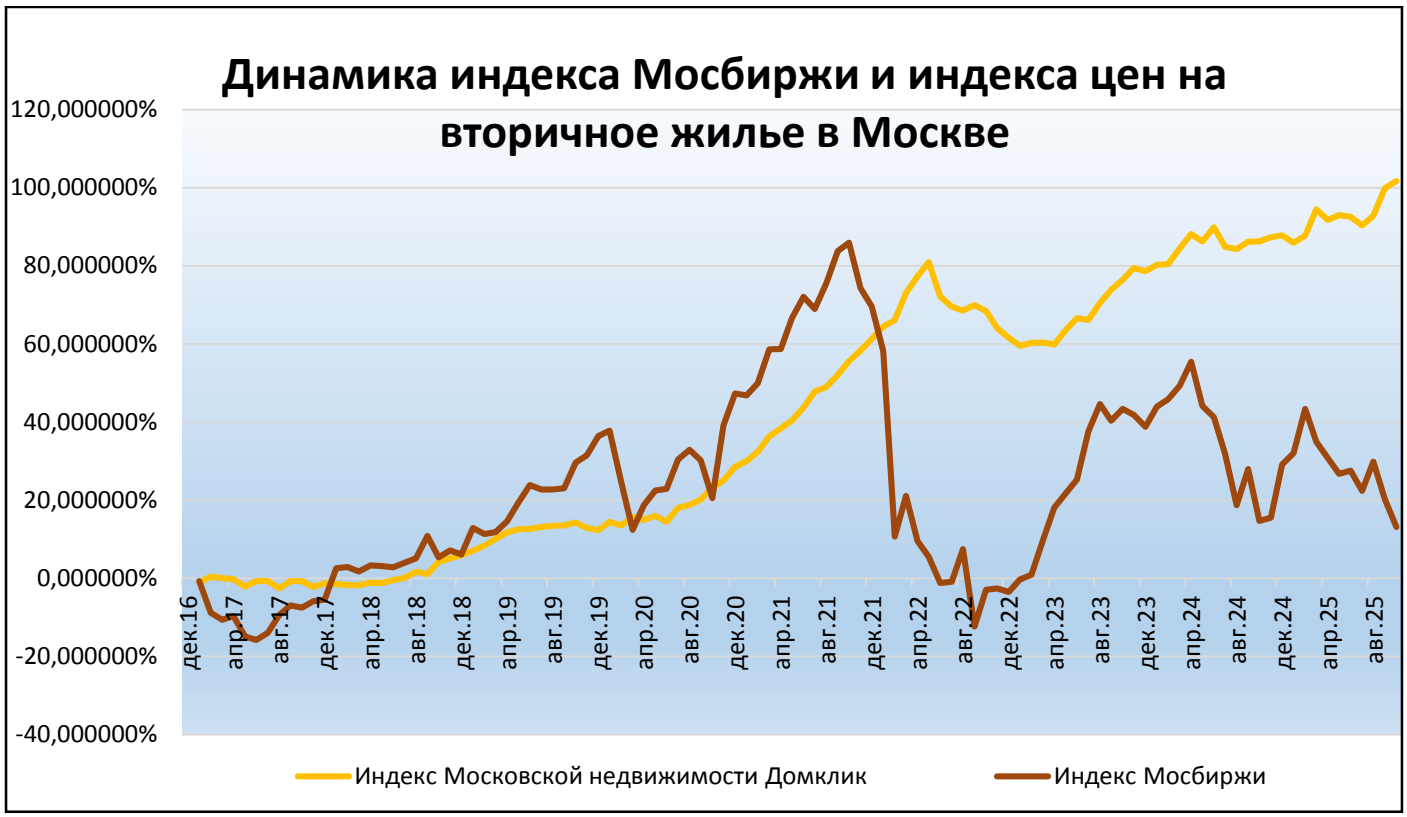
Вывод. Рынок акций имеет существенный потенциал роста при заключении мирного соглашения, а облигации дают неплохую доходность здесь и сейчас. Дивидендные акции совмещают оба этих фактора, но имеют риски отмены или снижения дивидендов. Рынок облигаций в этом плане более предсказуем, но также требует аккуратного подбора эмитентов.



Стратегия 2026: Сжатая пружина.

Вот уже 4 года мы живем в новой реальности, в условиях сильных ограничений, постоянной адаптации под меняющиеся условия рынка. Большинство компаний

смогли адаптироваться и перестроить свой бизнес и вполне неплохо себя чувствуют. На фоне ухода западных компаний, появилась огромная рыночная ниша, которая успешно заполняется как российскими компаниями, так и представителями бизнеса из дружественных стран. Банку России пришлось резко поднять ключевую ставку до уровня 21% и удерживать ее на этом уровне достаточно долгое время. Рост зарплат и военные расходы привели к инфляционному витку, цены на многие товары и услуги выросли, особенно ярко это заметно в недвижимости и автомобилях. Индекс Мосбиржи при этом торгуется на тех же уровнях, что и в 2019-2020 годах.



«Бетон» vs индекс Мосбиржи. Разнонаправленная динамика стоимости квадратного метра вторичной недвижимости и индекса Мосбиржи наглядно демонстрирует текущий дисбаланс, который в конечном итоге должен исчезнуть. Вопрос как? Но едва ли стоит рассчитывать на снижение стоимости недвижимости. Таким образом, этот пример показывает существенную недооцененность российского рынка акций.

Денежно-кредитная политика и бюджет. Из-за спада экономической активности спрос на валюту снизился, что привело к укреплению рубля, которое негативно сказалось на нефтегазовых доходах бюджета, но снизило инфляцию. Снижение цен на нефть также не способствовало наполнению бюджета. Совокупность этих факторов привело к росту налоговой нагрузки с 2026 года.

Банк России в июне 2025 приступил к снижению ключевой ставки, по состоянию на 5 ноября 2025 года снижение составило 4,5% с уровня 21% в начале года до 16,5%. При этом прогноз средней ключевой ставки на 2026 год - 13-15%, что говорит о планах ее дальнейшего плавного снижения. И судя по выходящим данным этот прогноз вполне может реализоваться. Всего в будущем году запланировано 8 заседаний, таким образом, при шаге снижения в полпроцента, ключевая ставка к середине 2026 года может составить 14%, а на конец года - 12% (при условии снижения ставки в декабре 2025г). Данный сценарий видится достаточно реалистичным, однако, как правило осенью ЦБ становится более осторожным и менее охотно снижает ставку, поэтому «ключ» на конец 2026 года ждем в районе 13%.

Снижение ставки позитивно скажется на экономической активности и финансовом рынке. Доходности по банковским депозитам будут снижаться, провоцируя переток ликвидности в том числе на финансовый рынок. На рынке облигаций доходности также снизятся, что вызовет рост их стоимости. Новые выпуски будут размещаться с более низким купоном. На рынке акций дивидендные компании также будут переоценены на более высокие уровни.

Фактор геополитики.

Пожалуй самым неопределенным фактором остается геополитика. Ключевой фактор роста для российского рынка - завершение конфликта на Украине. Можно долго спекулировать на тему близкого его завершения – этот фактор абсолютно непредсказуем, тем не менее предпосылки для этого существуют. По состоянию на ноябрь 2025 года индекс Мосбиржи торгуется на уровнях весны 2019 года, т.е. выросло все, кроме рынка акций. Завершение конфликта на Украине может стать мощным импульсом для российского рынка и чем дольше он длится, тем ближе его разрешение. Сейчас есть все шансы на его скорое завершение. И это дополнительный существенный, но крайне неопределенный фактор для роста.

1. Ставка на мир (позитивный сценарий).

В случае заключения мирного соглашения, российский рынок получит мощный импульс для роста. Расходы на оборонку снизятся, дефицит бюджета сократится, что позволит Банку России более активно начать снижать ключевую ставку. Это позитивно скажется на рынке акций и облигаций. Начнут высвобождаться существенные суммы из банковских депозитов в фондов ликвидности, часть

средств перетечет на рынок. Экономическая активность бизнеса и населения вырастет. В плюсе практически все.
Заключение мирного соглашения может привести к быстрой отмене ряда ограничений, например, восстановление прямого авиасообщения, восстановления платежей в долларах США, старт процесса взаимной разблокировки активов. В плюсе Аэрофлот, СПБ Биржа в меньшей мере Мосбиржа.

В случае реализации этого сценария индекс Мосбиржи может достаточно быстро переписать свои максимальные значения на уровне 4200+ пунктов.

2. Сохранение статус-кво (нейтральный сценарий).

Санкционное давление сохраняется и усиливается, зависимость от поставок энергоресурсов в Китай и Индию растет, дисконты, операционные и логистические расходы растут. Дефицит бюджета сохраняется, военные расходы остаются на прежнем уровне. Ключевая ставка снижается, но небольшими шагами. К концу 2026 года вероятно достижение уровня 14-13%. Высокая неопределенность на рынке сохраняется, привлекательность депозитов медленно снижается, сберегательная модель населения и бизнеса сохраняется. Российский рынок в этом случае может показать небольшое движение в ту или иную сторону, основным драйвером останется ключевая ставка.

Закредитованные компании по-прежнему будут страдать от высоких ставок, компании роста (в основном IT сектор) будут расти более медленными темпами, как и в 2025 году. Строительный сектор начнет постепенно оживать по мере снижения ключевой ставки, за ними подтянутся и металлурги.

Лучшей стратегий в этом случае могут стать облигации инвестиционного рейтинга с фиксированной или плавающей ставкой, дивидендные акции или локальные истории.

3. Усиление противостояния (негативный сценарий).

Усиление санкционного давления, возможны силовые действия по нейтрализации российского теневого флота, расширение конфликта на Украине с подключением третьих стран (например кейс Приднестровья), конфискация заблокированных активов России, иные факторы. Это может привести к росту военных расходов, расширению дефицита бюджета. В этом случае дальнейшее снижение ключевой ставки становится маловероятным и более того не исключен вариант с ее ростом.

Рынок акций негативно отреагирует на этот сценарий, индекс Мосбиржи может опуститься на уровни 2022 года 2200-2300 пунктов. Количество банкротств в экономике вырастет, банки могут столкнутся со снижением собственного капитала, что может привести к росту отчислений в резервы и снижению прибыли либо к полному отказу от дивидендных выплат.

Лучшей стратегией в этом сценарии будет размещение капитала на денежном рынке через операции РЕПО или в облигациях с переменным купоном и высоким рейтингом.

Резюме. Считаем, что все три варианта развития события равновероятны и могут с определенной последовательностью быть реализованы в течение 2026 года, что безусловно усложняет задачу по формированию оптимального портфеля. Важно выбрать свое направление и придерживаться выбранной стратегии не отвлекаясь от насыщенного новостного фона.

Делимся взглядом на 2026 год от наших сотрудников

Директор компании Татьяна Андреева – опыт торговли на финансовом рынке более 30 лет:

«Считаю, что в 2026 год будет годом надежных облигаций и дивидендных акций. Неплохо себя покажет Сбер и ВТБ – у них ожидается привлекательная дивидендная доходность, ВТБ дополнительно получает преимущество при снижении ключевой ставки. Ростелеком может порадовать размещением акций своих дочерних компаний на Мосбирже, что позитивно скажется на денежном потоке, прибыли и возможно дивидендах. Транснефть – еще один неплохой эмитент с хорошими дивидендами. Из облигаций считаю, что длинные ОФЗ с фиксированным купоном на фоне снижения ключевой ставки могут показать неплохую динамику. Нравятся выпуски 26252, 25254, 26253. Для валютной диверсификации стоит добавить в портфель высоконадежные облигации, привязанные к валютам, например, ОФЗ 33 CNY в юанях».

Эксперт по инвестициям Евгений Архуткин, опыт работы на финансовом рынке более 20 лет:

«Нравится ВТБ, он стал более открытым для инвестсообщества, активно развивает свою экосистему, все это, а также планирующиеся дивидендные выплаты, должно самым позитивным образом сказаться на котировках. Мечел – компания в будущем году усилит продажи своей продукции, вырастет потребность в металле, угле, в

том числе на фоне анонсированных мер поддержки со стороны государства. Постепенное снижение ключевой ставки положительным образом скажется на снижении долговой нагрузки. ТБанк – работает над расширения услуг в Китае, это увеличит клиентскую базу и, как следствие, финансовые результаты. МТС – классные дивиденды и рост доли экосистемы в финансовых результатах компании. Алроса, Новатэк, Аэрофлот – так называемые «миркойны» компании, которые получат преимущества в случае подписания мирного соглашения на Украине.

В оптимистичном сценарии возможно завершение конфликта на Украине в 2026 году, возможно даже в первом квартале. В негативном сценарии ожидаю завершения к 2029-2030 годам».

Руководитель отдела аналитики и доверительного управления Михаил Евишев, опыт работы на финансовом рынке 17 лет:

«Всеми забытый Газпром может удивить в 2026 году. Дефицит бюджета РФ вынуждают власти искать способы его пополнения, крепкий рубль, снижение цен на нефть и санкции против российской нефтянки снижают нефтегазовые доходы бюджета, поэтому не исключено, что вопреки ожиданиям рынка Газпром заплатит неплохие дивиденды за 2025 год. Строители на фоне снижения ставки и роста интереса к ипотечным продуктам могут оказаться лучше рынка, наиболее интересной идеей на мой взгляд является Самолет, жду восстановления котировок и долгожданное IPO дочерней компании Самолет-плюс. На фоне роста сектора недвижимости жду позитивной динамики в металлургах - ММК, Северсталь мой выбор. Не исключено, что компании вернутся к практике выплаты ежеквартальных дивидендов. На фоне оживления строительного сектора банки смогут нарастить ипотечные портфели в фокусе Сбер. В ВТБ тоже верю, но с точки зрения дивидендов и снижения ставки. Позитивные ожидания и по Группе Позитив, жду выполнения прогноза по росту выручки за 2025 год, возврат к выплатам дивидендов и продолжение положительной динамики в 2026 году. С точки зрения дивидендов нравятся акции МТС.

На рынке облигаций нравятся корпоративные облигации с рейтингом ААА и АА с фиксированным купоном. Они достаточно безопасны, при этом дают доходность выше ОФЗ на 1-2%. Дополнительно имеют потенциал роста стоимости тела на фоне снижения ключевой ставки. Также нравятся надежные корпоративные облигации с переменным и фиксированным купоном и рейтингом ВВВ и А, но здесь нужно быть аккуратнее и внимательно просчитывать риски».

Эксперимент! Мнение искусственного интеллекта по российскому рынку:

«Фактор цены на нефть и газ останется ключевым. Если средняя цена Urals будет в диапазоне $65-80 за баррель, это обеспечит бюджету и сырьевым компаниям стабильность. Смена фокуса на внутренний рынок и "дружественные" экономики: Компании, успешно переориентировавшие логистику и сбыт на Азию, Ближний Восток, Африку и Латинскую Америку, могут показать рост выручки. Экспортёры несырьевых товаров (удобрения, металлы, химия, зерно, ИТ-услуги) могут стать новыми фаворитами рынка. Дивидендная привлекательность: Государство, как крупный акционер многих компаний, может продолжать политику высоких дивидендных выплат (для пополнения бюджета). Это делает "дивидендных аристократов" привлекательными для консервативных инвесторов.

По секторам ИИ выделяет:

Металлургию и Химию -** Успешная переориентация экспорта на новые рынки. Высокая маржинальность. **Норникель**, **Фосагро.

***Финансы -** Барометр внутренней экономики. Рост возможен при оживлении кредитования и потребления. Высокая капитализация и ликвидность. **Сбербанк** как экосистема, а не только банк. **ИТ и Телеком -** Рост за счет внутреннего спроса на цифровизацию и импортозамещение софта. Устойчивый кэш-флоу. **МТС** — телеком + IT-дочерние компании. **Яндекс** — сложная структура, но сохраняет доминирование в рунете.*

***Потребительский сектор –** "Защитный" сектор. Рост будет зависеть от восстановления реальных доходов населения. **Магнит**, **КЦ ИКС 5**.*

*Итог для 2026 г. в гипотетическом сценарии: рынок, скорее всего, будет **секторальным** — не будет общего бума, но отдельные компании, сумевшие адаптироваться, могут показывать хорошие финансовые результаты. Основные риски — внешнеполитические и сырьевые».*

Наш топ на 2026 год.

1. Дивидендные истории – МТС, X5, Транснефть
2. Финансовый сектор – Сбер, ВТБ
3. Ростелеком – на фоне IPO дочерних компаний
4. Облигации федерального займа с постоянным купоном и сроками погашения более 7 лет
5. Качественные корпоративные облигации с постоянным купоном и сроками до погашения 3-5 лет.

6. Корпоративные и государственные облигации с высоким рейтингом выраженные в валюте.

Настоящий материал (далее – «аналитический отчет») носит исключительно информационный характер и содержит данные относительно стоимости активов, предположения относительно будущего финансового состояния эмитентов и справедливой цены активов на срок 12 месяцев с момента выхода настоящего аналитического отчета и/или ситуации на финансовых рынках и связанных с ним событиях. Аналитический отчет основан на информации, которой располагает Компания на дату выхода аналитического отчета. Аналитический отчет не является предложением по покупке либо продаже активов и не может рассматриваться как рекомендация к подобного рода действиям. Компания не утверждает, что все приведенные сведения являются единственно верными. Компания не несет ответственности за использование информации, содержащейся в аналитическом отчете, а также за возможные убытки от любых сделок с активами, совершенных на основании данных, содержащихся в аналитическом отчете. Данная информация не является индивидуальной инвестиционной рекомендацией, и финансовые инструменты либо операции, упомянутые в ней, могут не соответствовать Вашему инвестиционному профилю и инвестиционным целям. Определение соответствия финансового инструмента либо операции Вашим интересам, инвестиционным целям, инвестиционному горизонту и уровню допустимого риска является Вашей задачей. ООО «Гофмаклер» не несет ответственности за возможные убытки в случае совершения операций либо инвестирования в финансовые инструменты, упомянутые в данной информации, и не рекомендует использовать указанную информацию в качестве единственного источника информации при принятии инвестиционного решения.

Лидер по доходности стратегий ДУ в 2025 году – консервативная стратегия Моя копилка.



По состоянию на 30 ноября 2025 года доходность составила 29,68% годовых*

Как мы этого добились?

- Тренд на снижение ключевой ставки запустил механизм снижения доходностей компаний и роста стоимости облигаций, так первичные размещения проходят с премией ко вторичному рынку. Мы анализируем новые выпуски, находим наиболее интересные из них и выходим с ростом в 2-4% как правило в течение 1-2 месяцев.
- Удерживаем облигации которые дают высокую купонную доходность (выше уровня ключевой ставки на 2+%) и выходим из них, если премия снижается до 0-1%
- Свободные средства размещаются на денежном рынке Московской биржи по ставке близкой к ключевой.

Совокупность этих факторов и принесла такой результат нашим клиентам. Ожидаем продолжения этой динамики и далее, пока ключевая ставка не достигнет равновесного состояния.

Присоединяйте к нашей стратегии Моя копилка и зарабатывайте вместе с нами!

Контакты:

Адрес: г. Чебоксары, ул. Ленинградская д.36, 4 этаж

Тел. +7 8352 220 220

*Доходность стратегии доверительного управления Моя копилка за 11 месяцев 2025 года в процентах годовых. Результаты доходности в прошлом не гарантируют ее получения в будущем. ООО "Гофмаклер", Лицензия № 021-06223-001000 от 05.09.2003г. на осуществление деятельности по управлению ценными бумагами. Адрес: ЧР, г. Чебоксары, ул. Ленинградская, зд. 36, помещ. 3, тел. +7 8352 220220