
МАРК ВОЛЬНЫЙ
ЛОВУШКА БОЛЬШИХ ОЖИДАНИЙ
РОССИЙСКИЕ АКЦИИ И ИНВЕСТИЦИОННЫЕ ОШИБКИ

Марк Вольный

Ловушка больших ожиданий: российские акции и инвестиционные ошибки

https://litres.ru/74723962
SelfPub; 2026

Аннотация

Что опаснее для инвестора — падение рынка или уверенность в том, что он обязательно вырастет?

Большие экономические перемены открывают новые возможности, но далеко не каждая перспективная акция становится выгодной инвестицией. Почему хорошие новости иногда оборачиваются убытками? Какие ожидания уже заложены в котировки? И как отличить реальный потенциал компании от рыночных иллюзий?

В книге «Ловушка больших ожиданий» Марк разбирает перспективы российских акций, влияние экономических изменений на фондовый рынок и ошибки, из-за которых инвесторы теряют деньги даже тогда, когда правильно предсказывают события.

Это книга для тех, кто хочет не просто надеяться на рост рынка, а понимать, за что действительно стоит платить.

Содержание

Глава 1. Что может произойти с российским фондовым рынком 13
Глава 2. Ключевая ставка, рубль и инфляция: три фактора, которые могут изменить всё 32
Глава 3. Банковский сектор: Сбербанк, ВТБ и другие 56
Конец ознакомительного фрагмента. 70

Марк Вольный
Ловушка больших ожиданий: российские акции и инвестиционные ошибки

Важная информация для читателя

Настоящее издание носит исключительно информационный и аналитический характер. Представленные прогнозы, сценарии и оценки стоимости финансовых инструментов являются авторскими предположениями, а не индивидуальными инвестиционными рекомендациями. Инвестиции связаны с риском частичной или полной потери капитала. Все решения читатель принимает самостоятельно.

Вступление. Почему большие перемены не означают гарантированного роста акций

Российский фондовый рынок находится в положении, когда изменение внешнеэкономических условий способно заметно повлиять на стоимость многих публичных компаний. Речь идёт не только о возможном пересмотре международных ограничений или восстановлении отдельных торговых связей. Значение имеют доступность капитала, стоимость кредитования, логистические расходы, валютный курс, ин-

вестиционная активность бизнеса и отношение участников рынка к риску. Если несколько таких факторов начнут меняться одновременно, последствия могут оказаться существенными для целых отраслей. Однако между улучшением экономической обстановки и ростом стоимости акций существует гораздо более сложная связь, чем принято считать.

Когда появляются предпосылки для положительных изменений, у инвесторов возникает вполне естественное желание заранее определить компании, которые получат наибольшую выгоду. Одни начинают присматриваться к банкам, рассчитывая на оживление кредитования и снижение стоимости денег. Другие обращают внимание на экспортёров, предполагая восстановление рынков сбыта и сокращение логистических издержек. Третьи рассматривают строительные, транспортные и технологические компании, финансовые результаты которых могут улучшиться при увеличении деловой активности. В каждом из этих предположений есть экономическая логика, но сама по себе она ещё не делает покупку акций выгодной.

Я считаю, что одна из главных ошибок частного инвестора заключается в стремлении определить будущее направление рынка без достаточного внимания к цене, по которой он собирается приобрести актив. Можно правильно оценить перспективы отрасли, выбрать финансово устойчивую компанию и даже достаточно точно предположить улучшение её прибыли, но при этом получить неудовлетворительный

инвестиционный результат. Причина проста: фондовый рынок оценивает не только сегодняшнее положение бизнеса, но и его предполагаемые результаты в будущем. Если большинство участников уже ожидают благоприятных изменений, значительная часть потенциальной выгоды может оказаться заранее отражена в котировках.

Представим условную ситуацию. Акции компании стоят 100 рублей, а её финансовые показатели пока остаются относительно стабильными. Инвесторы начинают предполагать, что через год условия работы предприятия улучшатся, расходы сократятся, а прибыль увеличится. На этих ожиданиях стоимость акции поднимается до 140 рублей, хотя реальные изменения в отчётности ещё не произошли. Через некоторое время компания действительно сообщает об улучшении результатов, но котировки практически не реагируют. Для человека, который приобрёл бумаги по 100 рублей, развитие событий оказалось благоприятным. Инвестор, купивший те же акции по 140 рублей после появления положительных новостей, находится совершенно в другом положении.

Этот пример показывает важную особенность финансового рынка: экономическое событие и реакция котировок не обязаны совпадать по времени. Стоимость акций формируется в результате постоянной переоценки будущих денежных потоков, прибыли и рисков. Участники торгов пытаются заранее определить, сколько компания сможет зарабатывать через несколько лет и какую цену сегодня разумно за-

платить за эти результаты. Поэтому рынок способен существенно вырасти ещё до того, как улучшение экономических условий станет заметным в официальной статистике.

Более того, положительное событие иногда становится причиной снижения котировок. На первый взгляд это выглядит противоречиво: обстоятельства улучшаются, неопределённость уменьшается, а акции дешевеют. Но если рынок заранее рассчитывал на значительно более благоприятный результат, фактические изменения могут оказаться недостаточными для оправдания сформировавшихся ожиданий. Допустим, инвесторы предполагали быстрое восстановление определённых экспортных направлений, а в действительности изменения затронули лишь небольшую часть ограничений. Само событие остаётся положительным, однако его экономический эффект оказывается слабее того, который участники торгов уже включили в стоимость компаний.

Существует и другая причина подобной реакции. Инвесторы, приобретавшие акции заранее, могут использовать появление ожидаемой новости для фиксации прибыли. Если желающих продать бумаги по выросшим ценам оказывается больше, чем новых покупателей, котировки начинают снижаться. При этом фундаментальные перспективы бизнеса могут действительно улучшаться. Получается, что направление движения акций в конкретный момент определяется не только качеством новости, но и предыдущей дина-

микой цен, ожиданиями участников и соотношением спроса и предложения.

Для российского рынка эти особенности особенно важны из-за существенных различий между компаниями. Даже если внешнеэкономическая обстановка начнёт улучшаться, финансовые последствия для отдельных предприятий будут неодинаковыми. Одни смогут сократить расходы, расширить продажи или привлечь более доступное финансирование. Другие столкнутся с усилением конкуренции, изменением валютного курса или необходимостью увеличивать капитальные вложения. Поэтому я не рассматриваю возможное улучшение экономических условий как достаточное основание для покупки широкого набора российских акций без анализа конкретных эмитентов.

Например, снижение процентных ставок обычно воспринимается как благоприятный фактор для фондового рынка. Более доступные кредиты действительно способны поддержать потребительский спрос, инвестиции и деятельность компаний с существенной долговой нагрузкой. Одновременно снижение доходности банковских вкладов и облигаций может повысить относительную привлекательность акций. Однако даже здесь нельзя автоматически предполагать одинаковый результат для всех предприятий. Для одного бизнеса сокращение процентных расходов станет значительным источником дополнительной прибыли, тогда как для другого эффект окажется несущественным из-за небольшой задол-

женности или особенностей финансирования.

Похожая ситуация возникает при изменении курса рубля. Укрепление национальной валюты может облегчить закупку импортного оборудования, комплектующих и отдельных видов сырья. Для компаний, ориентированных преимущественно на внутренний рынок, это способно улучшить экономику бизнеса. Но экспортёры, получающие значительную часть выручки в иностранной валюте, при прочих равных могут столкнуться с сокращением рублёвых доходов. Следовательно, одно и то же макроэкономическое изменение способно одновременно поддерживать финансовые результаты одних компаний и ухудшать положение других.

Именно поэтому в этой книге я буду рассматривать российский фондовый рынок через несколько возможных сценариев, а не через единственный прогноз, который якобы должен обязательно осуществиться. Оптимистический сценарий предполагает существенное улучшение внешнеэкономических условий, снижение неопределённости и появление дополнительных возможностей для бизнеса. В базовом сценарии изменения происходят постепенно, а положительные факторы продолжают сочетаться с существующими ограничениями. Негативный сценарий учитывает вероятность сохранения значительной части проблем, ухудшения отдельных экономических показателей и пересмотра чрезмерно благоприятных ожиданий инвесторов.

Эти сценарии необходимы не для того, чтобы заранее вы-

брать наиболее привлекательный вариант развития событий. Их задача заключается в оценке того, насколько сильно может измениться стоимость компании при различных обстоятельствах и какие предпосылки должны реализоваться для достижения определённой цены. В дальнейшем мы рассмотрим конкретные российские предприятия, их финансовые показатели, долговую нагрузку, особенности бизнеса и возможные источники изменения прибыли. Там, где достоверные данные позволяют выполнить расчёт, я буду показывать потенциальные диапазоны стоимости акций, соответствующие временные горизонты и риски. Такие оценки не являются обещанием доходности и не заменяют самостоятельного инвестиционного решения.

Для меня принципиально важно различать перспективную компанию и привлекательную инвестицию. Сильный бизнес способен годами увеличивать выручку, сохранять устойчивое финансовое положение и выплачивать дивиденды, но его акции могут оказаться переоценёнными. И наоборот, предприятие, переживающее временные трудности, иногда представляет интерес именно потому, что рынок уже заложил в его стоимость слишком неблагоприятные ожидания. Определить эту разницу невозможно, опираясь исключительно на новости, популярность компании или уверенность в будущем росте российской экономики.

При оценке инвестиционных возможностей необходимо учитывать и альтернативы. Если облигации или денежные

инструменты обеспечивают относительно высокую ожидаемую доходность при меньшем уровне риска, инвестору требуется веская причина для приобретения акций. Потенциальный рост котировок должен компенсировать неопределённость финансовых результатов, возможное сокращение дивидендов и вероятность существенного снижения рыночной стоимости. По мере изменения процентных ставок это соотношение может пересматриваться, даже если сама компания продолжает работать примерно с прежней эффективностью.

В результате стоимость акций зависит сразу от нескольких взаимосвязанных обстоятельств: сколько компания зарабатывает сегодня, какой прибыли от неё ожидают в будущем, насколько надёжными выглядят эти ожидания и какую доходность инвесторы требуют за принимаемый риск. Изменение внешнеэкономических условий способно повлиять на каждый из этих факторов, но далеко не всегда в одинаковом направлении. Например, предприятие может получить возможность увеличить продажи, одновременно столкнувшись с ростом расходов на модернизацию производства. Его выручка в таком случае увеличится, однако свободный денежный поток, из которого потенциально финансируются дивиденды и дальнейшее развитие, может улучшиться значительно меньше ожидаемого.

Поэтому при анализе российских акций я буду уделять внимание не только возможному изменению экономической

обстановки, но и тому, насколько чувствительны к этим изменениям реальные финансовые результаты отдельных компаний. Особенно важно понять, какие улучшения рынок уже предполагает, какие ещё не отражены в стоимости бумаг и насколько серьёзными могут оказаться последствия ошибочного прогноза. Даже убедительная инвестиционная идея теряет привлекательность, когда её потенциальная доходность становится слишком небольшой по сравнению с риском, который необходимо принять ради её реализации.

Глава 1. Что может произойти с российским фондовым рынком

Российский фондовый рынок способен существенно измениться ещё до того, как улучшение внешнеэкономической обстановки отразится на прибыли публичных компаний. Для этого необязательно ждать восстановления отдельных торговых направлений, заметного увеличения экспорта или снижения расходов предприятий. Иногда достаточно изменения ожиданий относительно будущих условий работы бизнеса, чтобы инвесторы начали пересматривать стоимость акций. Однако масштаб такой переоценки зависит не только от характера положительных изменений, но и от того, насколько неожиданными они окажутся для участников рынка.

Чтобы понять возможные последствия, я предлагаю сначала рассмотреть индекс Московской биржи. Он позволяет оценивать общую динамику российского рынка акций и служит одним из основных ориентиров для частных инвесторов. Когда говорят, что российский фондовый рынок вырос или снизился, чаще всего имеют в виду именно изменение этого показателя. При этом индекс не отражает финансовое положение всех российских предприятий и не означает, что акции каждой компании движутся в одинаковом направлении.

Индекс Мосбиржи рассчитывается на основе рыночной стоимости акций, входящих в его состав, с учётом установленных биржей правил и весовых ограничений. Поэтому изменение котировок крупнейших эмитентов способно оказывать на него значительно большее влияние, чем движение акций небольших компаний. Если дорожают бумаги нескольких крупных банков и нефтегазовых предприятий, индекс может заметно увеличиться даже при относительно слабой динамике других отраслей. Обратная ситуация также возможна: отдельные компании показывают существенный рост, но общая динамика рынка остаётся сдержанной из-за снижения стоимости наиболее влиятельных эмитентов.

Это различие необходимо учитывать при оценке перспектив российского фондового рынка. Инвестор может правильно предположить улучшение экономической обстановки, но выбрать акции компаний, которые практически не получат от него преимуществ. Более того, даже при значительном увеличении индекса отдельные бумаги способны дешеветь вследствие ухудшения финансовых результатов, высокой долговой нагрузки или неблагоприятных корпоративных решений. Поэтому прогноз динамики индекса представляет собой только первый уровень анализа, после которого необходимо переходить к конкретным отраслям и предприятиям.

Особенность фондового рынка заключается в том, что его участники постоянно пытаются оценивать будущие собы-

тия. Допустим, инвесторы начинают считать более вероятным постепенное снижение геополитической неопределённости и улучшение условий международной торговли. В таком случае они могут пересмотреть свои ожидания относительно прибыли российских компаний на несколько лет вперёд. Если предполагаемые будущие доходы становятся выше, а риски их получения уменьшаются, инвесторы получают экономическое основание платить за акции больше, чем прежде.

Здесь возникает важный вопрос: насколько сильно должна улучшиться экономика, чтобы индекс Мосбиржи заметно вырос? Универсального ответа не существует, поскольку стоимость акций зависит не только от ожидаемой прибыли компаний. Не менее существенное значение имеет доходность, которую инвесторы требуют за вложение капитала. Когда неопределённость высока, покупатели ценных бумаг обычно стремятся получить дополнительную компенсацию за вероятность неблагоприятных событий. По мере снижения рисков требуемая доходность может уменьшаться, а справедливая оценка будущих денежных потоков — увеличиваться.

Рассмотрим условный пример, который позволяет понять этот механизм без сложных финансовых формул. Предположим, компания способна ежегодно обеспечивать акционерам устойчивый денежный поток в размере 10 рублей на акцию, причём для простоты расчёта мы не предполагаем его

роста. Если инвестор требует доходность 20% годовых, теоретическая стоимость такого бессрочного потока составляет 50 рублей. При снижении требуемой доходности до 15% оценка увеличивается приблизительно до 66,7 рубля. Получается рост примерно на 33%, хотя предполагаемый ежегодный денежный поток компании вообще не изменился.

Разумеется, реальный фондовый рынок устроен сложнее. Денежные потоки предприятий нестабильны, инфляция влияет на их покупательную способность, а снижение неопределённости не устраняет коммерческие и финансовые риски. Тем не менее пример показывает, почему стоимость акций может увеличиваться без немедленного улучшения корпоративной отчётности. Иногда основным источником роста становится не увеличение прибыли, а изменение цены, которую инвесторы готовы платить за определённый уровень будущих доходов.

Для российского рынка этот механизм особенно важен из-за сочетания процентных ставок, внутренних экономических условий и внешних ограничений. Инвесторы оценивают не только способность компаний зарабатывать деньги, но и вероятность изменения правил международной торговли, доступности финансирования, валютных расчётов и логистических маршрутов. Если часть этих факторов становится более предсказуемой, неопределённость будущих результатов бизнеса уменьшается. Однако снижение риска не следует путать с его исчезновением: даже при благоприятных изме-

нениях компании продолжают зависеть от спроса, себестоимости, налогов, конкуренции и качества управления.

Я бы выделил ещё одну особенность российского рынка: улучшение экономических ожиданий может происходить значительно быстрее, чем перестройка реальных хозяйственных связей. Инвестору достаточно нескольких новых обстоятельств, чтобы изменить собственную оценку перспектив компании. Предприятию же могут потребоваться месяцы или годы для восстановления поставок, заключения контрактов, расширения производства или изменения структуры финансирования. Именно это расхождение между скоростью движения котировок и скоростью экономических изменений создаёт одновременно инвестиционные возможности и риск чрезмерного оптимизма.

Предположим, что определённая отрасль получает перспективу расширения экспортных поставок. Участники рынка могут сразу начать оценивать возможное увеличение выручки, хотя предприятие ещё не заключило новых договоров и не понесло необходимых расходов на развитие соответствующего направления. Если ожидаемые изменения действительно реализуются, первоначальный рост акций может получить фундаментальное подтверждение. Но если восстановление поставок окажется медленным, потребует значительных инвестиций или столкнётся с дополнительными ограничениями, ранее сформировавшаяся оценка компании может оказаться завышенной.

При этом разные отрасли способны реагировать на изменение экономических ожиданий с неодинаковой скоростью. Банковский сектор может достаточно быстро привлекать внимание инвесторов, поскольку его финансовые результаты тесно связаны с процентными ставками, кредитной активностью и качеством заёмщиков. Изменение ожиданий относительно денежно-кредитной политики способно повлиять на оценку банков ещё до появления новых данных о кредитовании. Однако фактическое влияние снижения ставок на банковскую прибыль неоднозначно: доходность активов, стоимость привлечённых средств и кредитные риски могут изменяться с разной скоростью.

Строительные компании также чувствительны к ожиданиям относительно процентных ставок, но механизм воздействия здесь иной. Доступность ипотеки влияет на покупательскую способность населения и спрос на жильё, тогда как стоимость корпоративных кредитов определяет расходы девелоперов на финансирование проектов. Если инвесторы предполагают постепенное удешевление заёмных средств, акции строительных компаний могут начать дорожать заранее. Но реальное восстановление продаж зависит от доходов населения, цен на недвижимость, условий ипотечных программ и объёма предложения на рынке. Даже заметное снижение ставки не гарантирует быстрого улучшения финансового положения застройщика с высокой задолженностью.

В металлургической отрасли важнее может оказаться со-

четание внутреннего спроса, мировых цен на продукцию и возможностей международной торговли. Производители стали зависят от строительной активности, промышленного производства и расходов на инфраструктуру. Для предприятий, ориентированных на экспорт, существенное значение имеют доступность рынков сбыта и стоимость доставки продукции. Поэтому улучшение внешнеэкономических условий способно положительно повлиять на ожидания инвесторов, но реальная выгода будет определяться тем, какие именно ограничения изменятся и насколько это отразится на финансовых результатах.

Отдельного внимания заслуживают компании, деятельность которых в большей степени ориентирована на внутренний рынок. Для крупных технологических предприятий, торговых сетей и отдельных представителей потребительского сектора международные изменения могут иметь преимущественно косвенное значение. Их финансовые результаты во многом определяются покупательной способностью населения, внутренней конкуренцией, инвестиционными расходами и доступностью капитала. Поэтому акции таких компаний способны демонстрировать собственную динамику, которая не всегда совпадает с реакцией экспортёров или банков на одни и те же экономические новости.

Именно различия между отраслями заставляют осторожно относиться к прогнозам, в которых улучшение внешнеэкономической обстановки автоматически связывается с од-

новременным ростом всего российского рынка. Даже если общий инвестиционный климат становится благоприятнее, перераспределение капитала между секторами может оказаться значительным. Инвесторы будут сравнивать не только потенциальный рост прибыли, но и текущие рыночные оценки, долговую нагрузку, дивидендные перспективы и устойчивость бизнес-моделей. Компания, которая выглядит очевидным получателем преимуществ, не обязательно окажется наиболее привлекательной покупкой, если её акции уже отражают чрезмерно оптимистичные ожидания.

Не менее важный вопрос заключается в том, какие обстоятельства способны ограничить рост российского фондового рынка даже при заметном улучшении внешнеэкономических условий. На первый взгляд может показаться, что снижение неопределённости должно автоматически привести к увеличению стоимости большинства публичных компаний. Однако фондовый рынок существует внутри экономики, где одновременно действуют процентные ставки, инфляция, бюджетная политика, валютные колебания и изменения потребительского спроса. Положительное влияние одного фактора вполне может быть ослаблено или даже полностью перекрыто неблагоприятным воздействием другого.

Одним из наиболее существенных ограничений остаётся стоимость денег. Если процентные ставки сохраняются на высоком уровне, компании вынуждены направлять значительные средства на обслуживание задолженности, а новые

инвестиционные проекты становятся менее привлекательными. Одновременно банковские вклады и облигации могут предлагать инвесторам доходность, ради которой необязательно принимать характерные для акций риски. В таких обстоятельствах даже улучшение перспектив корпоративной прибыли не всегда приводит к значительному росту котировок. Участники рынка продолжают сравнивать ожидаемую доходность акций с альтернативными возможностями размещения капитала.

Дополнительное значение имеет инфляция. Если цены на товары, оборудование, транспортные услуги и оплату труда увеличиваются быстрее, чем выручка предприятий, финансовые результаты компаний могут ухудшаться. Для отдельных производителей повышение отпускных цен позволяет компенсировать растущие расходы, однако такая возможность существует далеко не у всех. Предприятия, работающие в условиях высокой конкуренции, иногда вынуждены принимать часть дополнительных издержек на себя, сокращая собственную рентабельность. Поэтому даже увеличение номинальной выручки не всегда свидетельствует об улучшении экономического положения бизнеса.

Серьёзным ограничителем способны стать и корпоративные расходы на развитие. Восстановление отдельных торговых направлений может потребовать модернизации оборудования, изменения производственных процессов, расширения транспортной инфраструктуры или заключения но-

вых долгосрочных контрактов. Подобные изменения создают возможности для будущего роста, но первоначально могут сопровождаться значительными денежными затратами. Если компания финансирует развитие преимущественно за счёт заёмных средств, положительный эффект от расширения деятельности может проявиться значительно позднее, чем ожидают инвесторы. В отдельных случаях увеличение долговой нагрузки даже временно ухудшает инвестиционную привлекательность предприятия.

Я также не стал бы недооценивать влияние государственного бюджета и налоговой политики. Изменение бюджетных расходов способно поддерживать одни отрасли и одновременно сокращать спрос на продукцию других. Пересмотр налоговой нагрузки непосредственно отражается на прибыли компаний, особенно в секторах, где значительную роль играют сырьевые доходы и специальные отраслевые платежи. Для инвестора важно оценивать не только потенциальное увеличение выручки, но и то, какая часть заработанных средств в конечном счёте останется в распоряжении акционеров.

Наконец, существенное значение имеет первоначальная оценка самого рынка. Если котировки уже выросли на ожиданиях благоприятных перемен, дальнейшее увеличение индекса потребует новых оснований. Это может быть подтверждённый рост корпоративной прибыли, снижение процентных ставок, восстановление дивидендов или уменьшение требуемой инвесторами доходности. Если же положитель-

ные изменения окажутся слабее предполагаемых, рынок способен перейти к снижению даже без серьёзного ухудшения общей экономической ситуации.

Чтобы оценивать подобные возможности предметно, необходимо перейти от общих рассуждений к расчётным сценариям. В качестве аналитической отправной точки я использую данные на 4 ноября 2026 года. По состоянию на 16:51 по московскому времени значение индекса Мосбиржи за весь торговый день, публикуемого под обозначением IMOEX2, составляло 2443,16 пункта. Это внутридневное значение, а не официальная цена закрытия основной торговой сессии. Для сопоставимости дальнейших расчётов я округлю исходный показатель до 2443 пунктов. Источник исходной котировки — Московская биржа, данные которой представлены в сервисе InvestFuture.

Прежде чем рассматривать возможные значения индекса, необходимо объяснить методику. Я не считаю правильным назначать произвольную цель, например 4000 или 5000 пунктов, только потому, что такой результат выглядит привлекательным. Расчёт должен учитывать предполагаемое изменение совокупной прибыли компаний и стоимости, которую инвесторы готовы платить за эту прибыль. В упрощённой модели изменение индекса можно представить как произведение двух факторов: изменения ожидаемой прибыли компаний и изменения рыночного коэффициента оценки этой прибыли.

Предположим, что совокупная нормализованная прибыль компаний, входящих в индекс, увеличивается на 10%, а инвесторы одновременно готовы платить за каждый рубль этой прибыли на 15% больше. При неизменном составе индекса и прочих равных расчётное увеличение его стоимости составит 26,5%, поскольку коэффициенты 1,10 и 1,15 перемножаются. Если же прибыль сокращается на 10%, а рыночная оценка каждого рубля прибыли уменьшается на 15%, итоговое снижение составит 23,5%. Такие расчёты не являются точным воспроизведением биржевой методики: фактическая динамика индекса зависит от весов эмитентов, состава индексной корзины и изменения цен отдельных акций. Но они позволяют построить понятную модель возможных результатов.

Для оптимистического сценария я предполагаю сочетание улучшения внешнеэкономических условий, постепенного снижения процентных ставок и увеличения ожидаемой прибыли крупнейших российских компаний. Дополнительным фактором становится уменьшение премии за риск, благодаря которому инвесторы готовы оценивать будущие доходы бизнеса выше. При этом наиболее заметная переоценка может произойти раньше, чем улучшение экономических показателей станет устойчивым. На горизонте трёх лет дальнейшее движение индекса уже в большей степени должно подтверждаться фактическими финансовыми результатами предприятий.

Базовый сценарий предполагает более медленные изменения. Внешнеэкономические условия улучшаются неравномерно, часть ограничений сохраняется, а снижение стоимости кредитования происходит постепенно. Прибыль отдельных компаний увеличивается, но положительная динамика одних отраслей частично компенсируется проблемами других. В такой ситуации индекс способен расти умеренными темпами, периодически испытывая существенные коррекции. Наиболее важным фактором становится не само появление положительных новостей, а способность компаний превращать новые возможности в реальные денежные потоки.

Негативный сценарий учитывает вероятность того, что ожидаемые изменения окажутся ограниченными, инфляционное давление сохранится, а стоимость финансирования останется высокой. Дополнительными источниками риска могут стать снижение сырьевых цен, увеличение налоговой нагрузки и ухудшение финансовых результатов крупнейших эмитентов. Если инвесторы одновременно пересмотрят прогнозы прибыли и станут требовать более высокую доходность за риск, снижение индекса может оказаться значительным. Особенно уязвимыми в таком случае будут акции, стоимость которых ранее увеличилась преимущественно благодаря ожиданиям благоприятного развития событий.

Для построения диапазонов я использую следующую условную модель. На шестимесячном горизонте в оптими-

стическом сценарии совокупная ожидаемая прибыль компаний меняется от 0 до +5%, а коэффициент её рыночной оценки — от +10 до +20%. В базовом сценарии соответствующие изменения составляют от −3 до +3% и от −2 до +5%. В негативном варианте прибыль может сократиться на 5–10%, а оценочный коэффициент — на 10–20%. На более длительных горизонтах диапазоны расширяются, поскольку увеличивается неопределённость будущих финансовых результатов.

На горизонте двенадцати месяцев оптимистическая модель предусматривает изменение прибыли от +5 до +15% и оценочного коэффициента от +10 до +25%. Базовая модель предполагает изменение прибыли от 0 до +8% и коэффициента от −5 до +8%, а негативная — сокращение прибыли на 10–20% и коэффициента на 10–25%. Для трёхлетнего периода я использую накопленные изменения прибыли от +20 до +45% и оценочного коэффициента от +5 до +30% в оптимистическом сценарии. Базовый вариант предусматривает изменение прибыли от +5 до +25% и коэффициента от −10 до +15%, негативный — изменение прибыли от −25 до +5% и коэффициента от −30 до −10%. Все эти предпосылки являются авторскими условиями моделирования, а не установленными рыночными прогнозами или статистически подтверждёнными вероятностями.

Расчётные сценарии изменения индекса Мосбиржи

Дата аналитического среза: 4 ноября 2026 года. Исходное

значение: 2443,16 пункта (IMOEX2, 16:51 мск).

Горизонт
Сценарий
Расчётный диапазон, пунктов
Изменение

6 месяцев
Оптимистический
2687–3079
+10%…+26%

6 месяцев
Базовый
2323–2642
−5%…+8%

6 месяцев
Негативный
1759–2090
−28%…−14%

12 месяцев
Оптимистический
2822–3512
+16%…+44%

12 месяцев
Базовый
2321–2849
−5%…+17%

12 месяцев
Негативный
1466–1979
−40%…−19%

36 месяцев
Оптимистический
3078–4605
+26%…+88%

36 месяцев
Базовый
2309–3512
−5%…+44%

36 месяцев
Негативный
1283–2309
−48%…−5%

Источник исходного значения: ПАО Московская биржа, данные IMOEX2 на 04.11.2026. Диапазоны и проценты — расчёты автора по описанной условной двухфакторной модели, с округлением. Они не являются гарантированным прогнозом.

Эти диапазоны следует воспринимать как результаты проверки определённых экономических предположений, а не как точные границы будущих колебаний. Например, верхняя граница оптимистического трёхлетнего сценария получается при одновременном увеличении ожидаемой прибыли на 45% и коэффициента рыночной оценки на 30%. Перемножение коэффициентов 1,45 и 1,30 даёт рост на 88,5% относительно исходного значения. Для достижения такого результата потребовалось бы достаточно сильное сочетание фундаментального улучшения бизнеса и повышения готовности инвесторов платить за его будущие доходы.

Нижняя граница негативного трёхлетнего сценария предполагает сокращение прибыли на 25% и снижение коэффициента оценки на 30%. В результате расчётная стоимость рынка уменьшается на 47,5%. Это не означает, что подобное падение обязательно произойдёт при ухудшении экономической обстановки. Однако такой вариант показывает, насколько существенными могут оказаться последствия одновременного ухудшения финансовых результатов и отношения инвесторов к риску. Фактическое движение индекса способно выйти и за пределы представленных диапазонов.

Особенно важно учитывать, что индекс Мосбиржи в рассматриваемом расчёте является ценовым показателем и не включает дивиденды в итоговую доходность. Инвестор, владеющий акциями и получающий выплаты, может иметь результат, отличающийся от изменения индекса. При этом дивиденды не следует автоматически прибавлять к расчётному росту без учёта налогов, изменения цен после закрытия реестров и фактического состава портфеля. Для оценки полной доходности необходимо использовать отдельный подход, учитывающий денежные выплаты акционерам.

Есть и ещё одно ограничение: представленные значения выражены в номинальных рублях. Если за три года индекс увеличится на 25%, а накопленная инфляция за тот же период составит 20%, реальное увеличение покупательной способности вложенного капитала окажется значительно скромнее номинального результата. При таком условном сочетании реальная доходность составит около 4,2%, поскольку необходимо разделить коэффициент роста капитала 1,25 на коэффициент изменения цен 1,20. Поэтому рост индекса сам по себе не позволяет окончательно судить об экономической эффективности инвестиций.

Я считаю наиболее разумным использовать подобные сценарии для оценки соотношения потенциальной прибыли и возможного убытка, а не для поиска единственной цифры, которую рынок якобы обязан достичь. Если инвестор рассчитывает на существенное увеличение индекса, ему необ-

ходимо понимать, какая часть ожидаемого результата связана с реальным ростом прибыли компаний, а какая — с предположением о повышении рыночных оценок. Второй источник роста особенно чувствителен к изменениям процентных ставок, настроений участников торгов и доступности альтернативных финансовых инструментов.

Даже при благоприятном развитии внешнеэкономических условий фондовый рынок может проходить через продолжительные периоды снижения. Положительная тенденция на горизонте нескольких лет не исключает значительных промежуточных просадок, а достижение расчётной стоимости не означает, что движение котировок будет равномерным. Поэтому инвестору недостаточно определить привлекательный долгосрочный сценарий. Необходимо также учитывать собственную способность выдерживать временные убытки, возможную потребность в деньгах и риск приобретения акций по цене, которая уже предполагает реализацию наиболее благоприятных ожиданий.

Глава 2. Ключевая ставка, рубль и инфляция: три фактора, которые могут изменить всё

Когда инвесторы пытаются оценить перспективы российского фондового рынка, основное внимание нередко сосредоточивается на крупных экономических событиях, корпоративных новостях и возможном изменении международных торговых условий. Между тем стоимость акций зависит от обстоятельств, которые не всегда вызывают такой же интерес широкой аудитории. Решения Банка России по ключевой ставке, колебания валютного курса и динамика потребительских цен способны изменить финансовые результаты предприятий настолько существенно, что даже благоприятные внешнеэкономические изменения не смогут полностью компенсировать их влияние.

Я считаю, что эти три фактора необходимо рассматривать совместно. Процентные ставки определяют стоимость заёмных денег и привлекательность альтернативных финансовых инструментов. Валютный курс влияет на экспортную выручку, импортные расходы и стоимость обслуживания обязательств в иностранной валюте. Инфляция меняет себестоимость продукции, покупательную способность населения и реальную доходность вложенного капитала. Причём между

всеми тремя показателями существует тесная связь, из-за которой изменение одного фактора способно постепенно повлиять на остальные.

Начнём с ключевой ставки. По существу, это один из основных инструментов, с помощью которых Банк России воздействует на стоимость денег в экономике. Коммерческие банки ориентируются на денежно-кредитные условия при определении ставок по кредитам и депозитам, хотя конкретные предложения зависят также от рисков заёмщика, сроков финансирования и конкуренции. Когда ключевая ставка повышается, привлечение новых кредитов обычно становится дороже. При её снижении стоимость финансирования постепенно может уменьшаться, создавая дополнительные возможности для бизнеса и потребителей.

Для фондового рынка значение имеет не только фактический уровень ставки, но и ожидания относительно её будущего изменения. Если инвесторы предполагают, что через несколько месяцев Банк России начнёт последовательно смягчать денежно-кредитную политику, они могут заранее пересмотреть стоимость акций компаний, наиболее чувствительных к кредитным условиям. В результате котировки иногда начинают расти ещё до первого решения о снижении ставки. Однако такая реакция не гарантирована: если предполагаемое смягчение уже полностью отражено в ценах, фактическое решение регулятора может почти не повлиять на рынок.

Чтобы понять экономическую сторону этого процесса, достаточно рассмотреть обычное предприятие, которое использует банковские кредиты для финансирования деятельности. Допустим, компания имеет задолженность в размере 20 миллиардов рублей, а средняя процентная ставка по ней составляет 20% годовых. При условии, что вся задолженность обслуживается по этой ставке в течение полного года, процентные расходы составят приблизительно 4 миллиарда рублей. Если стоимость обслуживания всего долга снизится до 15%, ежегодные расходы уменьшатся до 3 миллиардов рублей. Разница в один миллиард рублей способна существенно повлиять на финансовые результаты предприятия.

Однако здесь существует обстоятельство, которое инвесторы иногда упускают. Снижение ключевой ставки не означает, что стоимость обслуживания всех ранее привлечённых кредитов автоматически уменьшается в тот же день. Часть задолженности может иметь фиксированную процентную ставку, а условия других договоров предусматривают пересмотр стоимости финансирования только через определённые промежутки времени. Кроме того, компания может столкнуться с необходимостью рефинансирования долга на условиях, которые отличаются от текущих ориентиров денежного рынка.

Поэтому при оценке влияния процентных ставок я прежде всего обращал бы внимание на структуру задолженности предприятия. Важно понимать, какая её часть обслу-

живается по плавающим ставкам, какие обязательства предстоит погасить в ближайшие годы и насколько компания зависит от привлечения нового капитала. Два предприятия с одинаковой общей задолженностью могут совершенно поразному реагировать на изменение денежно-кредитной политики. Для одного снижение ставки быстро сократит процентные расходы, тогда как другое почувствует положительный эффект только после погашения или рефинансирования существующих обязательств.

Не менее важно учитывать соотношение долга и денежных средств, которые компания получает от своей основной деятельности. Сам по себе крупный кредит ещё не означает, что предприятие находится в опасном финансовом положении. Если бизнес стабильно генерирует значительный денежный поток, задолженность может оставаться вполне управляемой даже при относительно высоких ставках. Проблемы возникают тогда, когда расходы на обслуживание обязательств поглощают существенную часть операционной прибыли, а для продолжения деятельности компании приходится постоянно привлекать новые средства.

Представим два предприятия, каждое из которых имеет задолженность в размере 30 миллиардов рублей. Первое ежегодно получает 15 миллиардов рублей операционной прибыли до вычета процентов, налогов и амортизации, тогда как второе — только 5 миллиардов. При одинаковой стоимости кредитования их способность обслуживать обязатель-

ства будет существенно различаться. Причём для полноценной оценки необходимо дополнительно учитывать капитальные затраты, налоги, потребность в оборотном капитале и сроки погашения долга. Именно поэтому инвестору недостаточно сравнивать абсолютные размеры задолженности или ориентироваться исключительно на сообщения о её сокращении.

Наиболее заметное влияние дорогих кредитов обычно испытывают предприятия, которым для поддержания и расширения бизнеса необходимы значительные заёмные средства. К таким отраслям относятся строительство, отдельные направления промышленности, транспорт и капиталоёмкие инфраструктурные проекты. Высокая ставка одновременно увеличивает стоимость финансирования и может ограничивать спрос на продукцию этих компаний. В результате возникает двойное давление: расходы предприятия растут, а возможности увеличивать выручку сокращаются.

Особенно наглядно этот механизм проявляется в строительной отрасли. Девелоперы привлекают финансирование для реализации проектов, а значительная часть покупателей недвижимости зависит от доступности ипотечных кредитов. Когда ставки находятся на высоком уровне, обслуживание проектной задолженности может становиться дороже, одновременно сокращая количество потенциальных покупателей квартир. Даже финансово устойчивый застройщик в таких обстоятельствах способен столкнуться с замедлением про-

даж и увеличением сроков реализации объектов.

При снижении ставок ситуация потенциально меняется в противоположном направлении. Более доступная ипотека может поддержать спрос на жильё, а уменьшение стоимости корпоративного финансирования — улучшить экономику строительных проектов. Однако я бы не стал автоматически считать акции девелоперов привлекательными только на основании ожиданий смягчения денежно-кредитной политики. Необходимо учитывать уровень цен на недвижимость, доходы населения, объём непроданных квартир, долговую нагрузку и условия государственных ипотечных программ. Если стоимость жилья уже значительно превышает покупательские возможности населения, одного снижения ставки может оказаться недостаточно для устойчивого восстановления спроса.

Похожая зависимость существует у компаний, занимающихся капиталоёмким промышленным производством. Предприятиям необходимо регулярно обновлять оборудование, строить производственные мощности и финансировать закупку сырья. При дорогих кредитах часть инвестиционных проектов становится экономически невыгодной, поскольку ожидаемая прибыль не компенсирует расходы на привлечение капитала. Снижение ставок может вернуть таким проектам привлекательность, но положительный эффект проявляется постепенно. Между решением об инвестициях и началом получения дополнительной прибыли нередко проходит

значительное время.

Для технологических компаний влияние процентных ставок имеет несколько иной характер. Быстрорастущий бизнес иногда направляет значительную часть денежных средств на развитие новых направлений, расширение инфраструктуры и привлечение клиентов. Инвесторы приобретают его акции в расчёте на существенное увеличение прибыли в будущем. Чем выше требуемая доходность вложенного капитала, тем меньше сегодняшняя стоимость денежных потоков, которые компания сможет получить через несколько лет.

Рассмотрим условный пример. Предположим, инвестор ожидает получить от определённого актива 1000 рублей через пять лет. Если для оценки будущей суммы используется ставка дисконтирования 20% годовых, её текущая стоимость составляет приблизительно 402 рубля. При снижении ставки дисконтирования до 15% оценка увеличивается примерно до 497 рублей. Получается рост почти на 24%, хотя предполагаемая будущая выплата осталась прежней. Именно поэтому изменение требуемой доходности может особенно сильно влиять на стоимость компаний, значительная часть ожидаемой прибыли которых приходится на отдалённые периоды.

При этом ставку дисконтирования нельзя отождествлять с ключевой ставкой Банка России. Она дополнительно учитывает риски конкретного бизнеса, неопределённость будущих результатов и доходность альтернативных вложений. Даже

если ключевая ставка снижается, инвесторы могут продолжать требовать высокую доходность от компании с нестабильными денежными потоками или слабым финансовым положением. Поэтому стоимость быстрорастущего бизнеса зависит не только от денежно-кредитной политики, но и от способности руководства превращать увеличение выручки в устойчивую прибыль.

Отдельного рассмотрения заслуживает банковский сектор, поскольку здесь снижение процентных ставок не всегда приводит к однозначному улучшению финансовых результатов. Банки одновременно выступают кредиторами и заёмщиками: они получают процентные доходы от размещённых средств и несут расходы на привлечение депозитов и другого финансирования. Когда ставки изменяются, доходность активов и стоимость обязательств могут пересматриваться с разной скоростью. Поэтому влияние денежно-кредитной политики на банковскую прибыль зависит от структуры баланса, сроков кредитов и вкладов, качества заёмщиков и особенностей процентного риска.

Например, если стоимость привлечённых банком средств снижается быстрее доходности ранее выданных кредитов, его процентная маржа может временно увеличиться. Но при противоположном соотношении результат окажется менее благоприятным. Кроме того, снижение ставок способно поддержать кредитный спрос и облегчить обслуживание задолженности клиентами, хотя одновременно может уменьшить

доходность новых кредитов. Для оценки банковских акций необходимо учитывать совокупность этих изменений, а не исходить из простого предположения, что дешёвые деньги всегда увеличивают банковскую прибыль.

Существенное значение имеет и конкуренция между акциями и инструментами с фиксированной доходностью. Предположим, инвестор рассматривает покупку акций компании, от которой ожидает совокупную номинальную доходность около 15% за год. Если относительно надёжные долговые инструменты предлагают сопоставимую доходность, дополнительный риск владения акциями может оказаться недостаточно компенсированным. Но если доходность таких инструментов существенно снижается, прежняя оценка акций способна стать более привлекательной. Это не означает, что деньги автоматически перейдут из облигаций в акции, однако изменение относительной доходности действительно влияет на инвестиционные решения.

Вместе с тем снижение ключевой ставки может происходить по совершенно разным причинам. В одном случае оно отражает устойчивое замедление инфляции и улучшение экономических условий. В другом становится реакцией на ослабление деловой активности и сокращение спроса. Для фондового рынка эти ситуации имеют принципиально разные последствия. Если дешёвые кредиты сопровождаются ухудшением корпоративной прибыли, положительный эффект от снижения стоимости капитала может оказаться

недостаточным для роста котировок.

Именно поэтому я не рассматриваю денежно-кредитную политику отдельно от состояния экономики. Для оценки перспектив российских акций необходимо понимать не только направление изменения ключевой ставки, но и причины решений регулятора, устойчивость инфляционных процессов и способность предприятий увеличивать реальные финансовые результаты. Даже значительное удешевление заёмных средств не создаст одинаковых возможностей для всех отраслей, поскольку одни компании используют кредиты преимущественно для развития, другие — для поддержания текущей деятельности, а третьи практически не зависят от банковского финансирования.

Вторым важнейшим фактором, определяющим перспективы российских компаний, является валютный курс. Его влияние на фондовый рынок значительно сложнее распространённого представления о том, что слабый рубль выгоден экспортёрам, а сильный — предприятиям, закупающим товары за границей. В действительности финансовый результат зависит от структуры выручки, валюты расходов, долговых обязательств и способности компании изменять цены на свою продукцию. Поэтому одинаковое движение рубля может существенно улучшить положение одного предприятия и одновременно создать серьёзные проблемы для другого.

Начнём с экспортёров, которые получают значительную часть выручки в иностранной валюте. Если российская ком-

пания продаёт продукцию за доллары, юани или другие валюты, изменение курса непосредственно влияет на рублёвый эквивалент полученных доходов. Допустим, предприятие ежегодно экспортирует продукцию на один миллиард долларов. При условном курсе 100 рублей за доллар такая выручка соответствует 100 миллиардам рублей. Если рубль укрепляется до 80 рублей за доллар, рублёвая выручка при неизменном объёме продаж и долларовых ценах сокращается до 80 миллиардов рублей.

На первый взгляд подобное изменение должно однозначно ухудшить финансовые результаты экспортёра. Однако необходимо учитывать, что предприятие одновременно несёт расходы на производство, оборудование, транспортировку, обслуживание задолженности и закупку комплектующих. Часть этих расходов может быть выражена в иностранной валюте. В таком случае укрепление рубля уменьшает не только экспортную выручку, но и определённые затраты. Реальный результат зависит от того, какая часть расходов изменяется вместе с валютным курсом и насколько быстро компания способна адаптировать свою деятельность.

Представим два предприятия, каждое из которых получает экспортную выручку в размере одного миллиарда долларов. У первого основные производственные расходы выражены в рублях, а иностранные комплектующие занимают относительно небольшую долю себестоимости. Второе использует значительный объём импортного оборудования, мате-

риалов и транспортных услуг, оплачиваемых в иностранной валюте. При укреплении рубля первое предприятие может столкнуться с более существенным сокращением операционной прибыли, поскольку его рублёвые расходы не уменьшатся пропорционально выручке. У второго часть отрицательного эффекта будет компенсирована снижением стоимости импортных закупок.

Именно поэтому при анализе нефтегазовых и металлургических компаний необходимо рассматривать не только валютную структуру продаж, но и особенности производственных затрат. Для отдельных предприятий изменение курса рубля действительно становится одним из важнейших факторов прибыльности. Однако стоимость сырья на мировых рынках, налоговая нагрузка, транспортные расходы и условия международной торговли способны оказывать не меньшее влияние. Даже существенное ослабление рубля не гарантирует увеличения прибыли, если одновременно снижаются экспортные цены или растут затраты на доставку продукции.

Рассмотрим условный пример. Компания продаёт за границу десять миллионов единиц продукции по 100 долларов за единицу. При курсе 90 рублей за доллар её рублёвая выручка составляет 90 миллиардов рублей. Если курс увеличивается до 110 рублей, а цена продукции остаётся неизменной, выручка достигает 110 миллиардов рублей. Но предположим, что одновременно мировая цена снижается до 75

долларов за единицу. В таком случае при прежнем объёме продаж компания получает только 82,5 миллиарда рублей, несмотря на заметное ослабление национальной валюты.

Этот расчёт показывает, почему оценивать экспортные компании исключительно через прогноз валютного курса недостаточно. Для нефтегазового сектора принципиальное значение имеют мировые цены на энергоресурсы, особенности контрактов и объёмы поставок. Для металлургических предприятий важны цены на сталь, алюминий, никель и другие металлы, а также состояние промышленного спроса. Изменение курса рубля влияет на финансовые результаты, но не существует отдельно от остальных экономических обстоятельств.

Дополнительную сложность создают валютные обязательства. Если компания имеет значительную задолженность в иностранной валюте, ослабление рубля увеличивает её рублёвый эквивалент. Это способно ухудшить показатели долговой нагрузки и привести к отрицательным курсовым разницам в отчётности. При этом необходимо различать бухгалтерскую переоценку задолженности и фактические денежные расходы: изменение отражённой в отчёте стоимости обязательств не всегда означает немедленный отток денежных средств. Однако для предприятия, которому предстоит погашать валютный долг, устойчивое ослабление рубля действительно может создать дополнительную финансовую нагрузку.

Для импортёров механизм воздействия валютного курса во многом противоположный. Компании, закупающие иностранные товары, оборудование или комплектующие, обычно выигрывают от укрепления рубля, поскольку стоимость соответствующих закупок в национальной валюте снижается. Это особенно важно для предприятий розничной торговли, отдельных технологических компаний и производителей, использующих значительную долю импортных материалов. Однако положительный эффект не всегда полностью превращается в дополнительную прибыль.

В условиях высокой конкуренции компания может быть вынуждена снижать отпускные цены вслед за уменьшением закупочной стоимости продукции. Кроме того, импортные товары нередко приобретаются заранее, поэтому изменение валютного курса отражается на себестоимости с определённой задержкой. Если предприятие располагает большими складскими запасами, приобретёнными при слабом рубле, укрепление национальной валюты не приводит к немедленному сокращению уже понесённых расходов. Финансовый результат будет зависеть от скорости обновления запасов, ценовой политики и условий договоров с поставщиками.

Отдельно необходимо учитывать влияние валютного курса на потребительский спрос. Укрепление рубля способно сдерживать стоимость импортных товаров и отдельных компонентов внутреннего производства. При прочих равных это поддерживает покупательную способность населения и мо-

жет создавать благоприятные условия для торговых сетей, производителей потребительских товаров и компаний сферы услуг. Но если укрепление национальной валюты сопровождается сокращением экспортных доходов, ухудшением финансового положения крупных предприятий или снижением экономической активности, положительное воздействие на внутренний спрос может оказаться ограниченным.

Третьим фактором, который необходимо учитывать при оценке российских акций, является инфляция. Её влияние часто недооценивают, поскольку инвесторы привыкли измерять результат в номинальных рублях. Если акция подорожала со 100 до 120 рублей, принято говорить о доходности 20%. Однако экономический смысл такого результата зависит от того, насколько за тот же период изменилась покупательная способность денег. При высокой инфляции увеличение стоимости инвестиционного портфеля ещё не означает сопоставимого увеличения реального капитала.

Предположим, что за год стоимость портфеля выросла на 15%, а потребительские цены увеличились на 10%. Номинальная доходность составляет 15%, но реальная, рассчитанная с учётом изменения покупательной способности, равна приблизительно 4,5%. Для этого необходимо разделить коэффициент роста капитала 1,15 на коэффициент инфляции 1,10 и вычесть единицу. Если же портфель принёс 10% при инфляции 15%, реальный результат окажется отрицательным и составит около минус 4,3%. При этом для оценки лич-

ной покупательной способности необходимо помнить, что индивидуальная структура расходов может отличаться от потребительской корзины, используемой при расчёте официальной инфляции.

Инфляция воздействует не только на конечную доходность инвестора, но и на финансовые показатели самих компаний. Предприятия сталкиваются с увеличением стоимости сырья, заработной платы, аренды, энергии и транспортных услуг. Если бизнес обладает возможностью повышать цены без существенного сокращения спроса, он способен частично компенсировать увеличение расходов. Компании со слабой рыночной позицией могут столкнуться с сокращением рентабельности, даже если их номинальная выручка продолжает расти.

Поэтому при анализе корпоративной отчётности я считаю необходимым различать рост продаж в денежном выражении и увеличение реальных объёмов бизнеса. Если выручка предприятия выросла на 12% при существенном повышении отпускных цен, это ещё не означает, что компания произвела и продала больше продукции. Возможно, физические объёмы продаж остались неизменными или даже сократились. Для инвестора такое различие важно, поскольку устойчивое развитие бизнеса определяется не только изменением цен, но и способностью компании сохранять спрос, контролировать расходы и увеличивать денежные потоки.

Чтобы объединить влияние ключевой ставки, валютного

курса и инфляции, рассмотрим три условных макроэкономических сценария на горизонте двенадцати месяцев. Эти сценарии не являются прогнозом решений Банка России или будущего курса рубля. Они представляют собой аналитические модели, позволяющие оценить чувствительность различных отраслей к возможным изменениям экономической обстановки.

Три условных макроэкономических сценария

Показатель
Оптимистический
Базовый
Негативный

Ключевая ставка на конец периода
8–10%
11–14%
16–20%

Инфляция за 12 месяцев
4–5%
6–8%
10–14%

Курс рубля, рублей за доллар на конец периода
75–85

85–100
105–120

Экономическая активность
Ускорение роста
Умеренный рост
Стагнация или спад

Условия кредитования
Заметное улучшение
Постепенное улучшение
Сохранение высокой стоимости кредитов

Представленные значения являются условными предпосылками сценарного анализа, а не оценками наиболее вероятных будущих показателей. Диапазоны выбраны для сопоставления различных сочетаний денежно-кредитных и валютных условий. Они не основаны на статистическом распределении вероятностей и не предполагают, что все показатели обязательно будут изменяться одновременно в указанном направлении.

В оптимистическом сценарии снижение инфляционного давления позволяет постепенно уменьшать ключевую ставку, а относительно устойчивый рубль сдерживает стоимость импортной продукции. Такая комбинация способна поддержать внутренний спрос, инвестиционную активность и фи-

нансовые результаты компаний с высокой чувствительностью к стоимости кредитования. Наиболее заметные преимущества потенциально получают строительные предприятия, отдельные представители потребительского сектора и компании, которым необходимо привлекать значительные средства для развития.

Однако даже такой сценарий не является одинаково благоприятным для всех участников рынка. Экспортёры с высокой долей рублёвых расходов могут столкнуться с ограничением прибыльности из-за укрепления национальной валюты. Банковский сектор будет зависеть от соотношения процентных доходов и расходов, а не только от общего направления изменения ставки. Для технологических компаний снижение стоимости капитала может повысить расчётную оценку будущих денежных потоков, но устойчивость роста котировок потребует подтверждения финансовыми результатами.

Базовый сценарий предполагает постепенное улучшение денежно-кредитных условий при сохранении умеренного инфляционного давления. В такой ситуации преимущества распределяются между отраслями менее равномерно, чем может показаться на первый взгляд. Компании с устойчивыми денежными потоками и небольшой задолженностью способны сохранять привлекательность даже без значительного снижения ставок. Предприятия с высокой долговой нагрузкой будут зависеть от сроков рефинансирования обяза-

тельств и способности увеличивать операционную прибыль.

Негативный сценарий сочетает высокую стоимость кредитования, ускоренную инфляцию и ослабление рубля. Подобные условия особенно сложны для девелоперов, предприятий с существенной задолженностью и компаний, зависящих от импортных закупок. Экспортёры могут получить дополнительную рублёвую выручку благодаря изменению валютного курса, но этот эффект способен ослабляться ростом расходов, налоговой нагрузки и стоимости оборудования. Для фондового рынка в целом сочетание высокой инфляции и дорогих денег создаёт риск снижения оценочных коэффициентов даже у компаний, которые продолжают получать прибыль.

Чувствительность основных отраслей к макроэкономическим факторам

Отрасль
Снижение ставки
Укрепление рубля
Ускорение инфляции

Банки
Неоднозначное влияние
Преимущественно косвенное
Риск ухудшения кредитных условий

Нефть и газ
Умеренная зависимость
Возможное снижение рублёвой выручки
Рост отдельных расходов

Металлургия
Поддержка инвестиций и спроса
Давление на экспортную выручку
Увеличение себестоимости

Строительство
Существенная потенциальная выгода
Снижение стоимости импортных материалов
Рост затрат и давления на спрос

Транспорт
Удешевление финансирования
Снижение части валютных расходов
Рост операционных затрат

Технологии
Повышение оценки будущих доходов
Удешевление импортных компонентов
Рост расходов на развитие

Розничная торговля

Поддержка потребительского спроса
Возможное снижение закупочных цен
Давление на покупательную способность

Такая таблица показывает преобладающие экономические механизмы, но не заменяет анализа конкретных компаний. Например, снижение ставки может оказаться особенно полезным для предприятия с крупной задолженностью по плавающим процентам, тогда как конкурент из той же отрасли практически не почувствует изменений. Аналогичным образом укрепление рубля способно улучшить финансовые результаты одной торговой сети и оказать гораздо более слабое влияние на другую из-за различий в ассортименте, структуре закупок и ценовой политике.

При оценке инвестиционных возможностей я бы уделял особое внимание ситуациям, когда несколько макроэкономических факторов одновременно воздействуют на компанию в одном направлении. Девелопер с высокой долговой нагрузкой может получить двойное преимущество от снижения ставок: уменьшение процентных расходов и восстановление ипотечного спроса. Но тот же бизнес способен столкнуться с серьёзными проблемами, если высокая инфляция будет сопровождаться дорогими кредитами и сокращением реальных доходов покупателей.

Для экспортёров подобные сочетания выглядят иначе. Ослабление рубля может увеличить рублёвую выручку, но

одновременно ускорить рост стоимости импортного оборудования и обслуживания валютных обязательств. Если мировые цены на продукцию снижаются, положительный эффект от валютного курса способен оказаться недостаточным. Поэтому привлекательность экспортной компании определяется не самим фактом ослабления национальной валюты, а тем, насколько изменение курса улучшает её прибыль и свободный денежный поток после учёта всех сопутствующих расходов.

Особенно осторожно необходимо относиться к попыткам построить инвестиционную стратегию на единственном макроэкономическом прогнозе. Даже если инвестор правильно определил направление движения ключевой ставки или валютного курса, это не гарантирует роста выбранных акций. Рынок может заранее учитывать предполагаемые изменения, а финансовые результаты компаний способны зависеть от факторов, которые окажутся значительно важнее первоначального прогноза. Поэтому оценка каждой инвестиционной идеи должна включать не только ожидаемый благоприятный сценарий, но и расчёт последствий ситуации, при которой ставка, инфляция или валютный курс изменятся иначе, чем предполагалось.

При этом наиболее интересные возможности иногда возникают у компаний, которые способны сохранять устойчивое финансовое положение при разных макроэкономических условиях. Невысокая долговая нагрузка, достаточный

запас ликвидности, стабильный спрос и способность контролировать расходы уменьшают зависимость бизнеса от точности внешних прогнозов. Такие предприятия не обязательно обеспечивают максимальный рост котировок в благоприятные периоды, однако их финансовая устойчивость может иметь особую ценность в условиях неопределённости.

Для меня это один из наиболее важных критериев при дальнейшем сравнении российских компаний. Потенциальная доходность имеет смысл только в сочетании с пониманием того, какие экономические обстоятельства необходимы для её достижения и насколько серьёзными окажутся последствия ошибочного предположения. Компания, способная увеличивать прибыль исключительно при одновременном снижении ставок, укреплении рубля и замедлении инфляции, представляет совершенно иной уровень риска, чем бизнес, сохраняющий положительный денежный поток даже при неблагоприятном сочетании этих факторов.

Глава 3. Банковский сектор: Сбербанк, ВТБ и другие

Банковский сектор занимает особое место на российском фондовом рынке. Если для промышленных предприятий улучшение экономических условий обычно означает постепенное изменение спроса, производственных расходов и возможностей сбыта, то банки способны почувствовать последствия значительно быстрее. Через банковскую систему проходят денежные потоки предприятий и населения, формируется стоимость кредитования, перераспределяются сбережения и финансируется значительная часть экономической деятельности. Поэтому изменение ожиданий относительно процентных ставок, деловой активности и финансовой устойчивости заёмщиков непосредственно влияет на оценку банковских акций.

При этом распространённое представление о том, что снижение ключевой ставки автоматически увеличивает банковскую прибыль, слишком упрощает действительность. Банк зарабатывает не только на выдаче кредитов, а его финансовый результат зависит от целого набора показателей: процентных доходов и расходов, комиссионного бизнеса, стоимости риска, операционной эффективности и достаточности капитала. Изменение любого из этих факторов способно су-

щественно повлиять на прибыль даже при относительно стабильном объёме кредитования. Именно поэтому я считаю необходимым оценивать банковские акции через качество бизнеса, а не только через ожидания благоприятных экономических перемен.

Главное отличие банка от большинства обычных предприятий заключается в структуре его деятельности. Промышленная компания приобретает сырьё, производит продукцию и продаёт её покупателям. Банк привлекает денежные средства, размещает их в кредиты, ценные бумаги и другие активы, а также оказывает платёжные, расчётные и финансовые услуги. Его прибыль во многом определяется разницей между доходностью активов и стоимостью привлечённого финансирования, хотя значительную роль могут играть комиссии и другие направления деятельности.

Предположим, банк располагает кредитным портфелем в размере одного триллиона рублей со средней доходностью 18% годовых. Для упрощения представим, что весь портфель сохраняется на протяжении года, а его финансирование обходится банку в 12% годовых. При таких условиях процентный доход составляет 180 миллиардов рублей, а расходы на привлечение соответствующих средств — 120 миллиардов. Разница равна 60 миллиардам рублей, однако считать её чистой прибылью было бы ошибкой. Из этой суммы необходимо учитывать расходы на содержание бизнеса, возможные потери по кредитам, налоги и другие финансовые результа-

ты.

Теперь предположим, что рыночные ставки начинают снижаться. Доходность новых кредитов постепенно уменьшается, но одновременно банк получает возможность привлекать депозиты и другое финансирование дешевле. Если стоимость обязательств сокращается быстрее доходности активов, процентная маржа может временно увеличиться. Если же кредиты переоцениваются быстрее депозитов, результат способен оказаться противоположным. Следовательно, само направление изменения ключевой ставки не позволяет однозначно определить будущую прибыль банка.

Дополнительное значение имеет структура кредитного портфеля. Одни кредиты выдаются по фиксированным ставкам, которые сохраняются на протяжении длительного периода. Другие предусматривают изменение процентных условий в зависимости от рыночных показателей. Поэтому снижение ключевой ставки отражается на доходах банков неравномерно. Финансовый результат зависит от сроков пересмотра ставок, соотношения краткосрочных и долгосрочных активов, структуры депозитов и способности банка управлять возникающими процентными рисками.

Но влияние денежно-кредитной политики не ограничивается процентной маржой. Высокие ставки увеличивают финансовую нагрузку на заёмщиков, особенно если у предприятий имеется значительная задолженность с плавающей стоимостью обслуживания. Когда расходы на кредиты растут,

часть компаний вынуждена сокращать инвестиции, ограничивать текущие затраты или направлять большую долю прибыли на выплаты кредиторам. Если финансовое положение заёмщиков ухудшается, банки сталкиваются с увеличением вероятности просроченных платежей и необходимости создавать резервы под возможные потери.

Для инвестора это обстоятельство имеет принципиальное значение. Банк может показывать высокие процентные доходы, но одновременно формировать значительные резервы по проблемным кредитам. В результате увеличение доходности кредитного портфеля не обязательно приводит к росту чистой прибыли. Более того, при серьёзном ухудшении качества активов дополнительные расходы на покрытие возможных потерь способны существенно уменьшить финансовый результат.

Представим условный банк, который получает 200 миллиардов рублей прибыли до формирования резервов и уплаты налогов. Если расходы на кредитный риск составляют 40 миллиардов рублей, финансовый результат после их учёта остаётся относительно высоким. Но если из-за ухудшения положения заёмщиков необходимые отчисления увеличиваются до 100 миллиардов, прибыль до налогообложения сокращается на дополнительные 60 миллиардов рублей. При этом объём кредитного портфеля может практически не измениться. Именно поэтому оценивать устойчивость банка исключительно по росту кредитования недостаточно.

Улучшение экономических ожиданий способно воздействовать на банковский сектор сразу по нескольким направлениям. Снижение неопределённости может поддерживать инвестиционную активность предприятий, увеличивать спрос на финансирование и улучшать платёжеспособность заёмщиков. Более предсказуемые условия работы бизнеса потенциально уменьшают вероятность резкого ухудшения качества кредитного портфеля. Одновременно снижение требуемой инвесторами доходности способно повысить рыночную оценку банковского капитала.

Однако между улучшением экономической ситуации и увеличением банковской прибыли существует временной разрыв. Предприятия не начинают немедленно привлекать новые кредиты только потому, что прогнозы стали благоприятнее. Руководству необходимо оценить спрос, инвестиционные возможности и стоимость финансирования. Население также принимает решения о крупных покупках с учётом доходов, занятости и условий кредитования. Поэтому фондовый рынок способен заранее повысить стоимость банковских акций, хотя реальные объёмы кредитования и финансовые результаты изменятся значительно позднее.

Среди российских публичных банков особое внимание инвесторов традиционно привлекает Сбербанк. Его положение определяется не только масштабом деятельности, но и сочетанием нескольких источников доходов. Банк обслуживает значительное количество частных клиентов, работает

с предприятиями разных размеров, развивает расчётные и платёжные сервисы и располагает широкой инфраструктурой привлечения денежных средств. Такая бизнес-модель позволяет получать доходы из разных направлений, хотя одновременно создаёт зависимость от общего состояния российской экономики.

На мой взгляд, одно из наиболее существенных преимуществ Сбербанка заключается в способности сочетать крупный кредитный бизнес с относительно устойчивой клиентской базой. Для банка важно не просто привлекать денежные средства, а делать это на условиях, позволяющих сохранять достаточную процентную маржу. Большой объём средств на текущих и расчётных счетах способен снижать среднюю стоимость фондирования, поскольку такие остатки нередко обходятся дешевле срочных депозитов. Однако преимущество зависит от поведения клиентов и конкурентной ситуации: в периоды высоких ставок вкладчики могут активнее переводить средства в более доходные инструменты.

Ещё один важный фактор — развитие комиссионного бизнеса. Доходы от расчётных операций, обслуживания карт, платежей, эквайринга и других финансовых услуг позволяют банку уменьшать зависимость от одного источника прибыли. Это не означает, что комиссии полностью защищают финансовые результаты от экономических колебаний. При сокращении потребительской активности объёмы платежей и операций также могут изменяться. Тем не менее на-

личие нескольких крупных направлений бизнеса повышает устойчивость модели по сравнению с организацией, доходы которой почти полностью зависят от ограниченного набора кредитных продуктов.

При анализе Сбербанка я прежде всего обращал бы внимание на рентабельность собственного капитала. Этот показатель, обозначаемый ROE, позволяет оценить, сколько чистой прибыли банк получает относительно средств, принадлежащих его акционерам. Если организация располагает собственным капиталом в размере пяти триллионов рублей и зарабатывает за год один триллион рублей чистой прибыли, её рентабельность капитала составляет 20%. Это условный расчёт, а не фактические показатели Сбербанка. В реальной оценке предпочтительно использовать средний капитал за период, поскольку его величина может существенно изменяться.

Высокая рентабельность капитала обычно свидетельствует о способности банка эффективно использовать собственные средства. Однако она не всегда означает, что акции привлекательны для покупки. Рентабельность может увеличиваться из-за высокой финансовой нагрузки, временных доходов или особенностей структуры капитала. Поэтому показатель необходимо рассматривать вместе с достаточностью капитала, качеством кредитного портфеля и устойчивостью прибыли. Особенно важно понимать, способен ли банк сохранять высокую доходность собственного капитала

без чрезмерного увеличения принимаемых рисков.

Для оценки банковских акций также широко используется коэффициент P/BV — отношение рыночной капитализации к балансовой стоимости собственного капитала. Если банк располагает капиталом в размере одного триллиона рублей, а все его акции оцениваются рынком в 800 миллиардов, коэффициент составляет 0,8. Это означает, что инвесторы оценивают организацию ниже её балансового капитала. Но подобная ситуация не обязательно свидетельствует о недооценённости: рынок может ожидать будущих убытков, ухудшения качества активов или недостаточной прибыльности.

Предположим, два банка торгуются с одинаковым коэффициентом P/BV, равным единице. Первый способен устойчиво обеспечивать рентабельность капитала 20%, а второй — только 8%. При сопоставимых рисках, перспективах роста и качестве капитала первый выглядит экономически привлекательнее, поскольку каждый рубль собственных средств приносит акционерам больше прибыли. Однако если высокая рентабельность первого банка связана с временными обстоятельствами, а второй постепенно улучшает эффективность, простое сравнение текущих показателей способно привести к ошибочному выводу.

Именно здесь возникает необходимость учитывать стоимость собственного капитала. Инвестор должен понимать, какую доходность он требует за владение банковскими ак-

циями с учётом инфляции, процентных ставок и риска возможных убытков. Если банк устойчиво зарабатывает на собственном капитале больше требуемой доходности, его акции могут заслуживать оценки выше балансовой стоимости. Если же рентабельность капитала оказывается ниже стоимости привлечения акционерного капитала, наличие значительных активов само по себе не гарантирует привлекательности бизнеса.

Для Сбербанка особенно важно оценивать, насколько устойчивой может оказаться прибыль в различных макроэкономических условиях. При благоприятном развитии событий банк способен получить преимущества от восстановления кредитного спроса, снижения стоимости риска и роста финансовой активности клиентов. Но при сохранении высоких ставок необходимо учитывать возможное ухудшение положения отдельных заёмщиков, увеличение расходов на депозиты и изменение процентной маржи. Даже крупный и прибыльный банк не защищён от последствий экономического замедления.

Для оценки устойчивости Сбербанка полезно обратиться к фактическим результатам. Согласно опубликованной 28 октября 2026 года консолидированной отчётности по международным стандартам финансовой отчётности, за девять месяцев 2026 года группа получила 1 529,9 миллиарда рублей чистой прибыли. Это на 17% больше результата соответствующего периода предыдущего года. Рентабельность капи-

тала составила 24%, что свидетельствует о высокой способности банка генерировать прибыль относительно собственных средств акционеров.

При этом важно оценивать не только итоговую прибыль, но и её структуру. За тот же период чистые процентные доходы Сбербанка достигли 3 158,8 миллиарда рублей, увеличившись на 23% по сравнению с предыдущим годом. Чистые комиссионные доходы составили 632,1 миллиарда рублей, показав более умеренный рост на 2,8%. Такая разница указывает на то, что основным источником улучшения финансовых результатов оставался процентный бизнес. Для инвестора это означает необходимость внимательно отслеживать будущую динамику процентной маржи при изменении денежно-кредитных условий.

Отдельного внимания заслуживает достаточность капитала. По состоянию на конец сентября 2026 года норматив достаточности капитала банковской группы Сбербанка Н20.0 составлял 13,7%. Этот показатель характеризует соотношение капитала и активов с учётом принимаемых рисков. Его значение необходимо сопоставлять с действующими нормативными требованиями, структурой капитала и предполагаемыми темпами развития кредитного бизнеса. Даже высокая прибыльность не означает, что банк может бесконечно увеличивать кредитный портфель или направлять всю заработанную прибыль на дивиденды.

Для акционеров особенно важно соотношение между рас-

пределением прибыли и сохранением капитала. Сбербанк способен направлять значительные суммы на дивидендные выплаты, однако размер будущих дивидендов зависит от финансовых результатов, нормативных ограничений и корпоративных решений. В августе 2026 года группа выплатила дивиденды общим объёмом 850,2 миллиарда рублей. После этой выплаты норматив достаточности капитала банковской группы снизился, что наглядно показывает взаимосвязь между вознаграждением акционеров и возможностями дальнейшего расширения бизнеса.

На мой взгляд, инвестиционная привлекательность Сбербанка определяется не одним впечатляющим финансовым показателем, а сочетанием высокой рентабельности, устойчивости основных источников доходов и способности сохранять достаточный капитал. Но даже такая комбинация не позволяет оценивать акции без учёта рыночной цены. Если инвесторы заранее закладывают в котировки сохранение высокой прибыли, увеличение дивидендов и улучшение экономической ситуации, дальнейший потенциал роста может оказаться ограниченным. Именно поэтому для оценки банковских бумаг необходимо сопоставлять финансовые результаты с капитализацией и ожидаемой доходностью, а не принимать сильную отчётность за безусловный сигнал к покупке.

Сравнение Сбербанка с ВТБ позволяет увидеть, насколько разными могут быть инвестиционные характеристики

двух крупнейших российских банков. Оба обладают значительными активами, обслуживают миллионы клиентов и играют важную роль в финансировании экономики. Однако различия в структуре бизнеса, достаточности капитала, устойчивости процентных доходов и дивидендной политике способны приводить к совершенно разным результатам для акционеров. Поэтому я не считаю правильным оценивать ВТБ исключительно как более дешёвую альтернативу Сбербанку.

ВТБ представляет собой крупную финансовую группу с существенным присутствием в корпоративном кредитовании, обслуживании населения и инвестиционно-банковских операциях. Масштаб деятельности позволяет банку участвовать в финансировании крупнейших предприятий и инфраструктурных проектов, однако одновременно создаёт зависимость от состояния корпоративных заёмщиков и особенностей крупных кредитных портфелей. Для инвестора особенно важно учитывать, насколько эффективно банк использует собственный капитал и способен ли поддерживать прибыльность без постоянного увеличения принимаемых рисков.

Согласно опубликованной 30 октября 2026 года консолидированной отчётности по международным стандартам, за девять месяцев 2026 года группа ВТБ получила 407,5 миллиарда рублей чистой прибыли. По сравнению с аналогичным периодом предыдущего года показатель увеличился на

7%. Рентабельность капитала составила 19,1%, что свидетельствует о достаточно высокой прибыльности, хотя и уступает соответствующему показателю Сбербанка. При этом результаты отдельных кварталов заметно различались, поэтому оценивать устойчивую способность банка зарабатывать необходимо на более продолжительном временном горизонте.

Особенно интересна динамика процентного бизнеса ВТБ. За девять месяцев 2026 года чистые процентные доходы группы достигли 625,4 миллиарда рублей, увеличившись более чем вдвое по сравнению с аналогичным периодом предыдущего года. Чистая процентная маржа выросла с 1,1 до 2,6%. Такое изменение показывает, насколько существенно структура активов и обязательств способна влиять на банковскую прибыль. Однако инвестору необходимо определить, какая часть улучшения связана с устойчивыми изменениями бизнес-модели, а какая обусловлена временными особенностями процентного цикла.

Существенное значение имеет и качество кредитного портфеля. По состоянию на конец сентября 2026 года совокупный кредитный портфель ВТБ до вычета резервов составлял около 26 триллионов рублей. Доля неработающих кредитов достигала 3,6%, а стоимость риска за девять месяцев составляла приблизительно 1%. Эти показатели позволяют оценивать текущее состояние кредитного бизнеса, но не исключают последующего ухудшения ситуации. При

значительном объёме выданных кредитов даже относительно небольшое увеличение доли проблемной задолженности способно потребовать дополнительных резервов на десятки миллиардов рублей.

Одним из наиболее важных различий между Сбербанком и ВТБ остаётся положение с капиталом. На 1 октября 2026 года норматив достаточности капитала банковской группы ВТБ Н20.0 составлял 10,5% при минимальном требовании с учётом действовавших надбавок в размере 10%. Таким образом, запас относительно обязательного уровня был сравнительно небольшим. Это обстоятельство необходимо учитывать при оценке возможностей дальнейшего роста кредитования и распределения прибыли между акционерами.

Конец ознакомительного фрагмента.

Текст предоставлен ООО «Литрес».

Прочитайте эту книгу целиком, купив полную легальную версию на Литрес.

Безопасно оплатить книгу можно банковской картой Visa, MasterCard, Maestro, со счета мобильного телефона, с платежного терминала, в салоне МТС или Связной, через PayPal, WebMoney, Яндекс.Деньги, QIWI Кошелек, бонусными картами или другим удобным Вам способом.