

Стратегический спутник Прогнозы на 2026

SberCIB Investment Research

Прогноз на 2026: облигации и акции	4
Прогноз на 2026: валюта	5
Прогноз на 2026: сырьевые рынки	6
Ключевые прогнозы на 2026-2028: базовый сценарий	7
Ключевые прогнозы на 2026-2026: альтернативные сценарии	8
Прогноз совокупного дохода в рублях по классам активов на горизонте года, %	9
Аллокация по классам активов от ИИ на 2026	10
Экономика: Сценарии на 2026–2028	14
Валюта, сырьевые рынки: Ждём ослабления курса и рост цены золота	23
Облигации: Фиксы лучше флоутеров	37
Российский рынок акций: Основной фактор – геополитика	48
Глобальный рынок акций: Высокая оценка беспокоит инвесторов	59

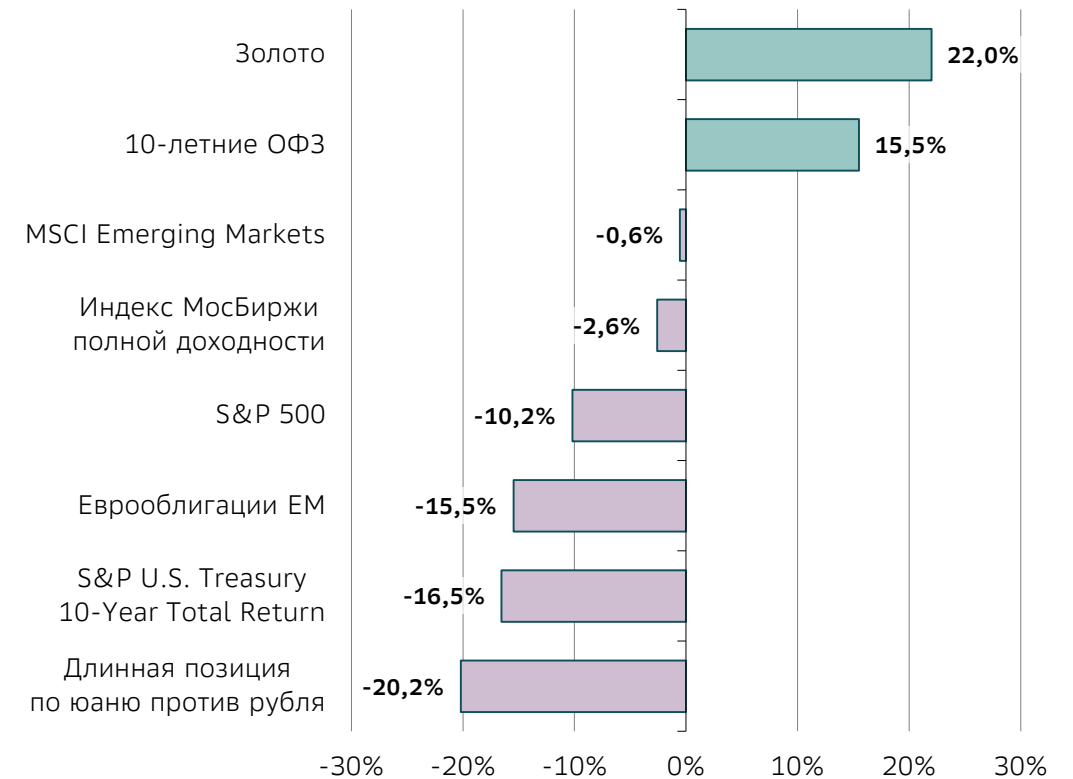
Авторы

Наталья Загвоздина
 Екатерина Сидорова
 Антон Струченевский
 Андрей Крылов
 Геннадий Суханов
 Игорь Рапохин
 Юрий Попов
 Константин Самарин
 Ольга Зеленова
 Родион Ломиворотов
 Артём Виноградов
 Ренат Хайрулин
 Алиса Закирова
 Радик Валиев
 Сергей Колесников
 Николай Стешкин
 Александр Чэнь
 Дмитрий Фешин



- 2025 был годом облигаций, которые принесли более высокий доход, чем другие рублевые активы. Главной загадкой года стал крепкий курс рубля, а главными сюрпризами – золото и серебро. Акции остались в аутсайдерах на фоне высокой ключевой ставки ЦБ РФ, замедления роста экономики, снижения мировых цен на нефть, крепкого рубля и санкций.
- В 2026 году золото и серебро могут вновь оказаться в числе лидеров по доходу, особенно в рублевом эквиваленте. Рубль должен подешеветь вслед за сокращением предложения валюты и снижением ключевой ставки, что повысит привлекательность валютных активов. Рублевые облигации с фиксированным купоном продолжают дорожать, а их доходности – снижаться благодаря смягчению денежно-кредитной политики. Акции для роста нужны ключевая ставка ниже 14%, более слабый рубль и восстановление котировок нефти Юралз, или чтобы реализовался оптимистичный сценарий (см. ниже).
- По сравнению с предыдущими периодами в 2026 году вероятность оптимистичного сценария (сценария геополитической разрядки) повысилась до 20%. Этот сценарий предполагает заключение мирного соглашения, снижение экспортных дисконтов и долгосрочных бюджетных рисков. Главными бенефициарами такого сценария станут российские акции и долгосрочные ОФЗ с фиксированным купоном.

Фактический доход по разным классам активов в рублях с начала 2025, %



Источник: Cbonds, Мосбиржа, SberCIB Investment Research



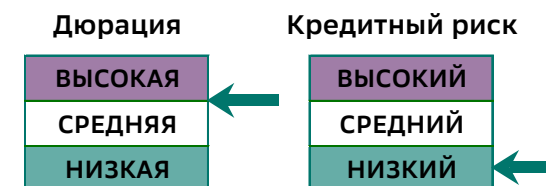
- **Рублевые облигации.** Облигации с фиксированным купоном принесут инвесторам в 2026 году более высокий результат, чем флоутеры. Доходности продолжат снижаться благодаря замедлению инфляции, снижению ключевой ставки и постепенной нормализации бюджетной политики.
- **Корпоративные облигации** остаются привлекательными в условиях повышенных риск-премий. Мы рекомендуем избирательно относиться к принятию кредитного риска: процентное покрытие компаний остается на исторически низких уровнях и при снижении КС будет восстанавливаться медленно.
- **Российские акции.** Мы ожидаем, что на конец 2026 года индекс МосБиржи вырастет до 3 400 пунктов на фоне ожидаемого снижения доходностей ОФЗ и ослабления рубля. Однако в ближайшие месяцы рост рынка могут сдерживать временно повысившийся дисконт на российскую нефть, все еще крепкий рубль и высокая КС. Улучшение геополитической ситуации может стать катализатором для резкого и более существенного роста (см. наш оптимистичный сценарий).

Инвестиционные идеи на 2026:

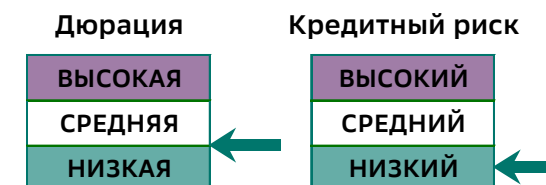
1. **10-летние ОФЗ** принесут наибольший доход среди облигаций на горизонте года в условиях дальнейшего снижения ключевой ставки и нормализации объема заимствований Минфина.
2. **В 1К26 стоит держать 35% рублевого облигационного портфеля во флоутерах.** В это время ЦБ будет удерживать КС на уровне 16% из-за роста инфляционных ожиданий в связи с повышением НДС. В дальнейшем стоит постепенно повышать долю «фиксов».
3. **Акции: ожидаем полную доходность индекса ММВБ 38%.** Мы выделяем быстрорастущие компании (Яндекс, Ozon, HeadHunter, Т-Технологии, Озон Фармацевтика), компании, ориентированные на внутренний рынок (Х5, Лента, Юнайтед Медикал Груп, Ростелеком, Самолёт), а также другие фундаментально привлекательные компании (Полус, Татнефть, Транснефть).

Прогнозы на 2026

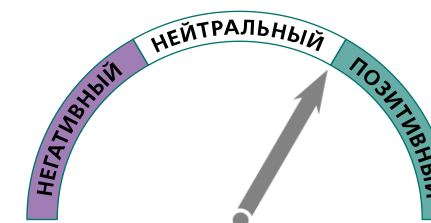
Рублевые облигации



Российские валютные облигации



Российские акции





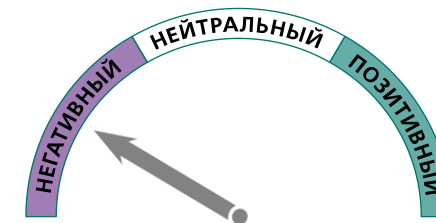
- **Рубль** в следующем году может ослабнуть до 14,7 за юань (100 за доллар) на фоне снижения ключевой ставки, постепенного роста спроса на валюту, сокращения продаж валюты ЦБ и снижения цен на нефть.
- **Доллар** к концу 2026 года может подешеветь до 1,22 за евро, так как ФРС будет активно снижать ставку, а ЕЦБ сохранит депозитную ставку неизменной.
- **Юань** может укрепиться на 5% до 6,8 за доллар до конца 2026 на фоне глобального ослабления доллара.
- **Рупия** может остаться около 90 за доллар в следующем году. Ослабление доллара компенсирует давление на рупию от вероятного роста покупок иностранной валюты Резервным банком Индии.

Какие валютные активы принесут наибольший доход в 2026 году?

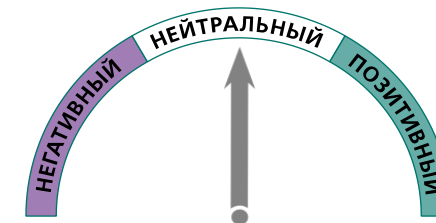
- Юаневые облигации могут принести высокий доход российским инвесторам в условиях ожидаемого укрепления юаня к доллару на фоне дальнейшего снижения ставки ФРС.
- Облигации в долларах и евро останутся интересными для валютной диверсификации на фоне регулярного размещения новых выпусков российскими компаниями.

Прогнозы на 2026

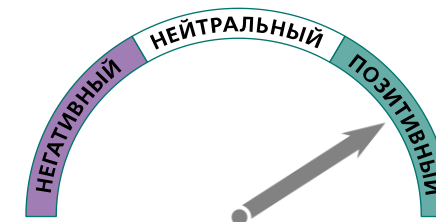
Курс рубля



Курс рупии



Курс юаня





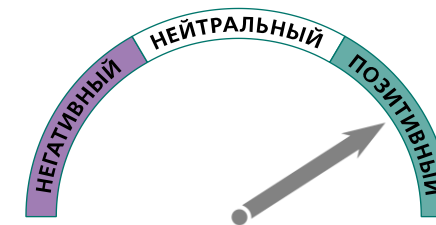
- **Золото.** Ожидаем роста котировок до \$4 500 за унцию на конец 2026 на фоне продолжения закупок золота центробанками, притока средств в ETF и дальнейшего снижения ставки ФРС в течение года.
- **Серебро и МПГ.** Мы ожидаем умеренного роста цен на серебро и коррекции котировок палладия до \$1 000 за унцию к концу года. Наш прогноз средней цены серебра на конец 2026 – \$52 за унцию. Поддержку котировкам серебра окажут рост цен на золото и сохранение дефицита на рынке.
- **Нефть.** Цены будут под давлением из-за профицита на рынке нефти: наш прогноз средней цены Brent на год - \$60/барр. Дисконт Юралз сократится с \$18-20/барр., ожидаемых в декабре, до \$15/барр. в 2026. Наш прогноз средней цены Юралз на 2026 - \$45/барр.

В какие активы инвестировать на сырьевых рынках в 2026?

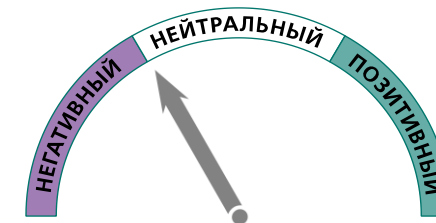
- Нашим фаворитом остается золото (доходность 8% в долларах и более 30% в рублях) до конца года.
- При коррекции рынка серебра до \$48 за унцию и ниже рекомендуем покупать его (доходность 8% в долларах и более 30% в рублях).

Прогнозы на 2026

Цены на золото



Цены на нефть





	На закрытие 27 ноября	Изменение с начала года	Базовый сценарий			
			1K26	2026	2027	2028
Макроэкономические показатели России						
Рост ВВП России, %				1,0%	1,5%	2,0%
Счет текущих операций, % ВВП				1,2%	1,7%	1,7%
Баланс федерального бюджета, % ВВП				-3,0%	-1,9%	-1,8%
Инфляция, % дек/дек				4,7%	4,0%	4,0%
Российские рынки						
Ключевая ставка ЦБ РФ	16,5%	-450 б. п.	16%	12%	10%	10%
Доходность 10-летних ОФЗ с фиксированным купоном	14,8%	-430 б. п.	13,5%	12,25%	11,75%	11,75%
Индекс МосБиржи, пунктов	2 620	-9,0%	2 650	3 400	4 050	4 400
CNY/RUB	11,01	-20,2%	12,6	14,7	15,0	15,2
INR/RUB	0,88	-26,7%	0,98	1,11	1,11	1,09
USD/RUB	78,25	-23,5%	88	100	102	105
EUR/RUB	90,78	-13,6%	105	122	124	126
Сырьевые рынки						
Цена Brent, \$/барр.	63,34	-15,1%	60	60	65	67
Цена на нефть Юралз, \$/барр.	39,2	-36,8%	43	45	55	60
Золото, \$/унция	4 158	58,5%	4 000	4 275	3 900	3 500
Палладий, \$/унция	1 442	58,4%	1 300	1 200	1 100	1 050
Платина, \$/унция	1 611	78,2%	1 490	1 450	1 350	1 250
Глобальные рынки						
Пара EUR/USD	1,16	11,97%	1,19	1,22	1,22	1,20
Ставка ФРС США (верхняя граница)	4,00%	-50 б. п.	3,50%	2,75%	2,75%	2,75%
Ставка ЕЦБ по депозитам	2,00%	-100 б. п.	2%	2%	2%	2%
Доходность 10-летних КО США	4,01%	-55 б. п.	3,80%	3,70%	3,60%	3,50%
Доходность 10-летних гособлигаций Германии	2,68%	31 б. п.	2,90%	2,80%	2,80%	2,80%

Для сырьевых рынков прогнозы указаны как среднее за период, для всех остальных – на конец периода

Базовый сценарий описан на стр. 15

Источник: SberCIB Investment Research



	Оптимистичный сценарий «разрядка»				Пессимистичный сценарий «стагфляция»			
	1K26	2026	2027	2028	1K26	2026	2027	2028
Макроэкономические показатели России								
Рост ВВП России, %		1,5%	2,0%	2,5%		0,0%	0,0%	1,0%
Счет текущих операций, % от ВВП		1,1%	1,4%	1,2%		0,9%	1,5%	1,8%
Баланс федерального бюджета, % от ВВП		-2,7%	-2,0%	-2,0%		-3,7%	-2,4%	-1,8%
Инфляция, % дек/дек		4,7%	4,0%	4,0%		6,5%	5,0%	4,0%
Российские рынки								
Ключевая ставка ЦБ РФ	14%	10%	9%	9%	17%	16%	12%	12%
Доходность 10-летних ОФЗ с фиксированным купоном	12,50%	10,50%	10,25%	10,00%	15,50%	16,50%	15,50%	15%
Индекс Мосбиржи, пунктов	3 200	3 700	4 250	4 700	2 400	2 500	2 900	3 650
CNY/RUB	11,9	12,5	12,8	12,8	11,9	12,5	15	15,2
INR/RUB	0,92	0,94	0,95	0,93	0,92	0,94	1,11	1,11
USD/RUB	83	85	87	88	83	85	102	105
EUR/RUB	99	104	106	106	99	104	124	126
Сырьевые рынки								
Цена Brent, \$/барр.	60	60	65	67	60	60	65	67
Цена на нефть Юралз, \$/барр.	45	49,3	58	60	43	45	55	60
Золото, \$/унция	4 000	4 275	3 900	3 500	4 000	4 275	3 900	3 500
Палладий, \$/унция	1 300	1 200	1 100	1 050	1 300	1 200	1 100	1 050
Платина, \$/унция	1 490	1 450	1 350	1 250	1 490	1 450	1 350	1 250

Для сырьевых рынков прогнозы указаны как среднее за период, для всех остальных – на конец периода

Базовый сценарий описан на стр. 15, оптимистичный – стр. 16, пессимистичный – стр. 17

Источник: SberCIB Investment Research

Прогноз совокупного дохода в рублях по классам активов на горизонте года, %



Сценарии	11М25 (факт)	Прогноз 2026		
		Базовый	Оптимистичный ("разрядка")	Пессимистичный ("стагфляция")
Золото (цена в руб.)	22,0%	36,8%	18,6%	18,6%
Облигации:				
Денежный рынок (RUONIA)	18,6%	16,1%	14,6%	18,2%
ОФЗ-ПД, 2 года	21,8%	17,1%	18,2%	13,3%
ОФЗ-ПД, 5 лет	20,6%	24,5%	30,5%	8,7%
ОФЗ-ПД, 10 лет	15,5%	27,3%	37,9%	5,6%
ОФЗ флоутеры	19,0%	16,1%	14,6%	18,2%
ОФЗ-ИН	18,7%	18,0%	20,0%	15,0%
Корп-ПД, короткие бумаги	24,8%	20,4%	21,9%	14,6%
Корпоративные флоутеры	19,0%	17,8%	16,3%	19,9%
Юаневые облигации	-10,0%	40,0%	22,4%	21,1%
Облигации в долларах	-23,1%	36,0%	21,6%	16,6%
Облигации в евро	-8,7%	42,7%	26,0%	23,0%
Длинная позиция по юаню против рубля	-20,2%	33,6%	13,6%	13,6%
Юаневый денежный рынок (RUSFAR CNY)	-19,9%	36,2%	16,1%	16,1%
Акции:				
Индекс МосБиржи (полная доходность с учетом дивидендов)	-2,6%	38,0%	50,0%	3,0%

Базовый сценарий описан на стр. 15, оптимистичный – стр. 16, пессимистичный – стр. 17
 Источник: SberCIB Investment Research



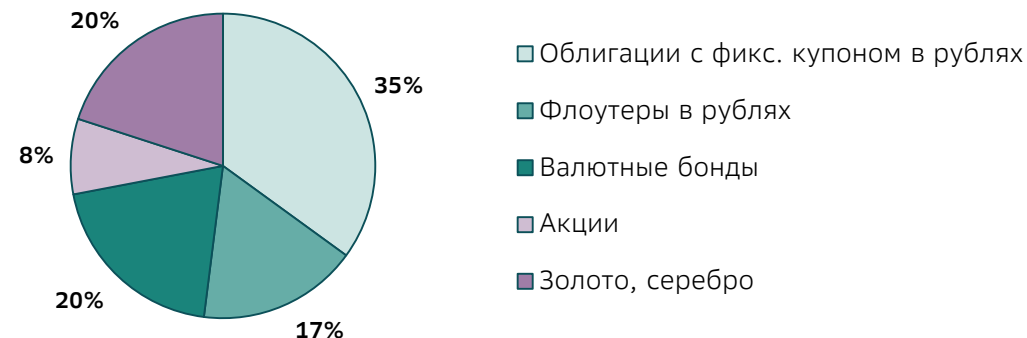
Аллокация по классам активов от ИИ Больше облигаций, меньше акций

Игорь Рапохин
Алиса Закирова

ИИ-аллокация: 72% облигаций, 20% золото/серебро, 8% акций

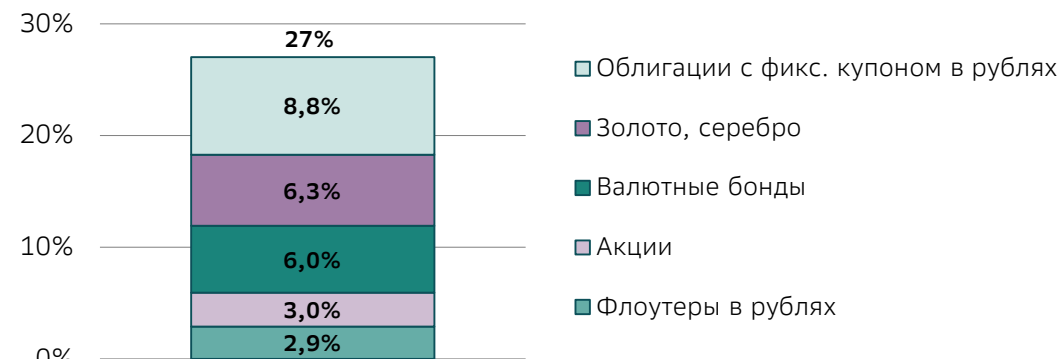
- Мы продолжаем распределять инвестиционный портфель по классам активов на квартал вперед с помощью нескольких моделей ИИ и с учетом наших рекомендаций и рисков, указанных в отчете. Предполагается, что инвестор имеет среднюю или низкую толерантность к риску.
- Такой портфель может принести рублевый доход 27% за год** в нашем базовом сценарии благодаря ожидаемому нами снижению ключевой ставки, ослаблению рубля и росту цен на золото. Ограниченный вес акций и позиция во флоутерах позволят защитить портфель от развития событий по пессимистичному сценарию (высокая ставка и крепкий рубль).
- ИИ рекомендует следующую структуру портфеля в процентах от его объема на 2026 год:
 - 35%** – рублевые облигации с фиксированным купоном (ОФЗ и корпоративные облигации), **+5 п. п. к уровню «Спутника» на 4K25.**
 - 20%** – валютные бонды (из них 10% юаневые облигации, 7% – долларовые и 3% - облигации в евро), **+3 п. п.**
 - 20%** – золото и серебро, **+2 п. п.**
 - 17%** – рублевые флоутеры (ОФЗ и корпоблигации), **-3 п. п.**
 - 8%** – российские акции, **-7 п. п.**
- Если ситуация будет развиваться по нашему базовому сценарию, мы планируем повышать долю акций и облигаций с фиксированным купоном в последующие кварталы.

Рекомендуемая ИИ-аллокация портфеля по классам активов на 2026



Источник: SberCIB Investment Research

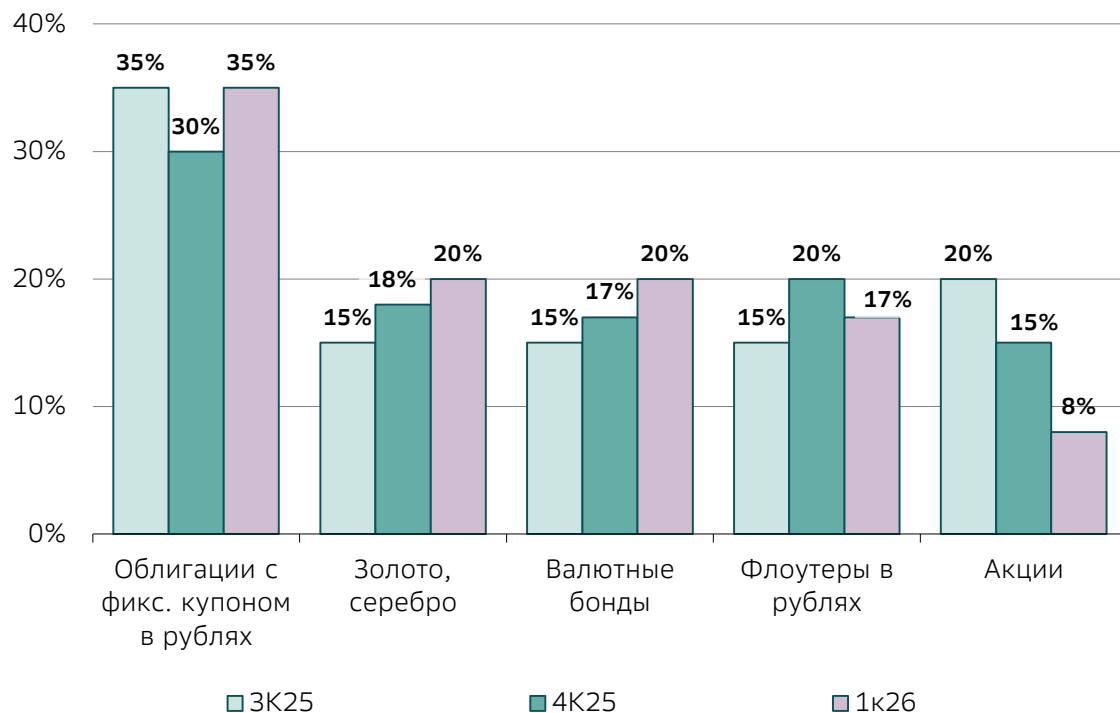
Вклад активов ИИ-портфеля с учетом весов (35/20/20/17/8%) в ожидаемую доходность 27% (базовый сценарий)



Источник: SberCIB Investment Research, МосБиржа

В 2П25 наибольший вес в нашем «Стратегическом спутнике» был у рублевых облигаций с фиксированным купоном.

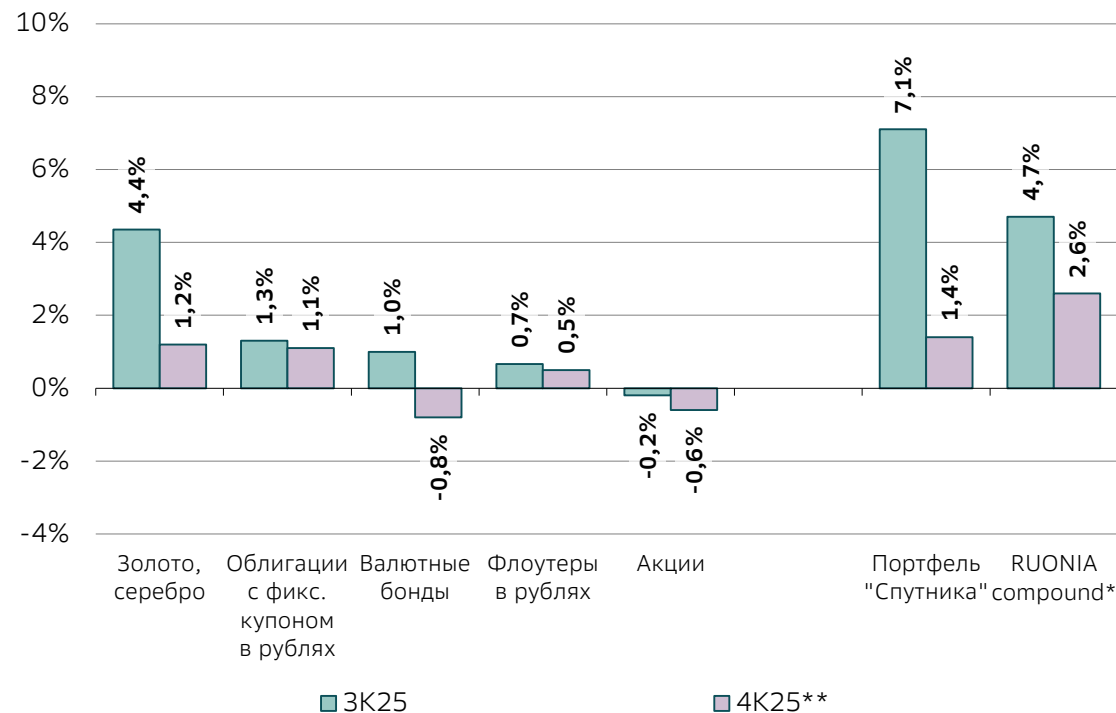
Веса классов активов в «Стратегическом спутнике»



Источник: SberCIB Investment Research

Виртуальный портфель рекомендаций из «Спутника» принес доход 8,7%. Доход на денежном рынке за тот же период составил бы 7,1%.

Вклад разных классов активов в портфель «Спутника» за 2П25 (holding period total return в рублях с учетом весов)



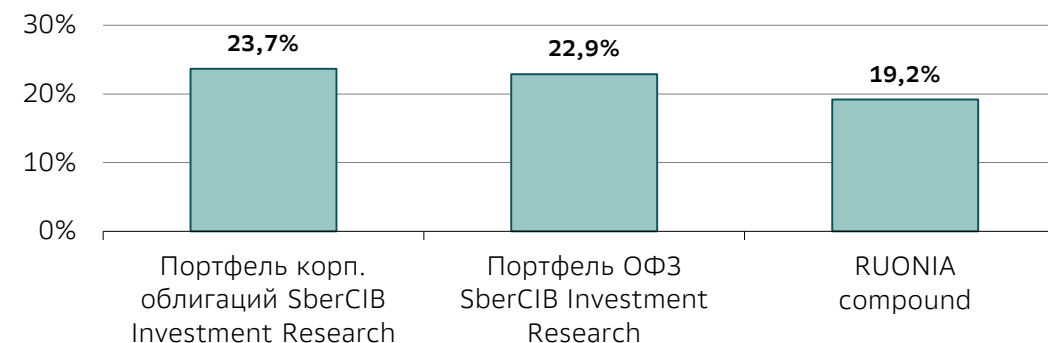
* RUONIA с ежедневной капитализацией процентов.

** Результат за 4Q25 рассчитан за период с 1 октября по 27 ноября.

Источник: SberCIB Investment Research

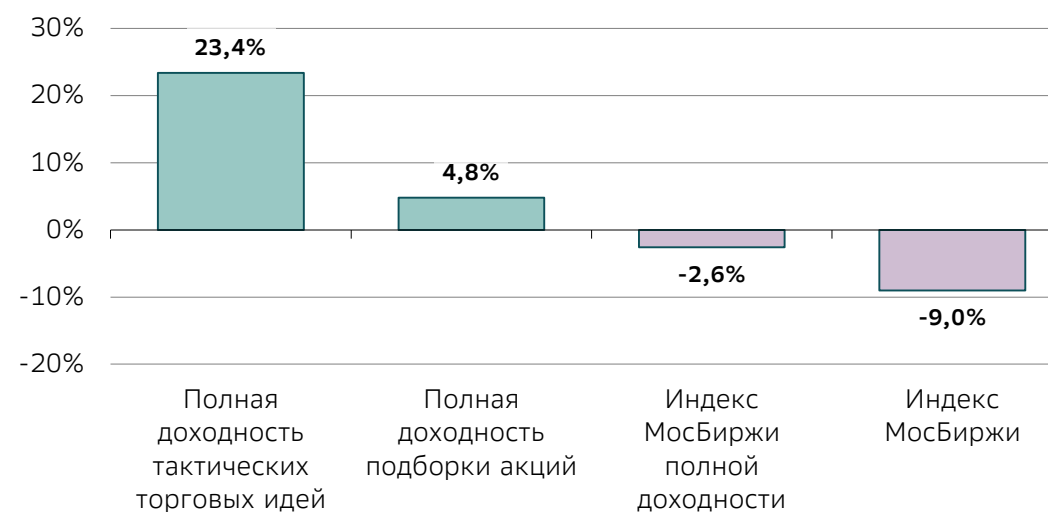
- С начала года мы рекомендовали золото и серебро, наша рекомендация оказалась успешной – за 11M25 рублевая цена золота выросла на 23% (выше 10 000 руб./г), серебра – на 42% (выше 130 руб./г).
- В начале 2025 года мы делали акцент на флоутерах. По мере улучшения геополитической ситуации и смягчения риторики ЦБ мы постепенно нарастили долю бумаг с фиксированным купоном в наших модельных портфелях до 65-85%. В сентябре мы опубликовали модель справедливой стоимости валютных облигаций и корректно спрогнозировали рост их доходностей. Это позволило нашим трекерам корпоративных облигаций (<https://indices.sberbank.ru/indexes/SBERTRBT>) и ОФЗ (<https://indices.sberbank.ru/indexes/SBERGBTI>) показать доходность за год соответственно 22,9% и 23,7%, обыграв пассивную стратегию размещения средств на денежном рынке, которая принесла бы 19,2%.
- В 2025 году наша квартальная подборка акций показала накопленную доходность 4,8%, опередив индекс МосБиржи полной доходности на 7 п. п. Лучшими нашими идеями стали Полюс (+64% к индексу), Транснефть (+22%), X5 (+18%), Т-Технологии (+16%), Ozon (+12%), Яндекс (+8%) и Аэрофлот (+5%).
- Наши тактические идеи по акциям (обновляются дважды в месяц) показали накопленную доходность 23,4%, превысив полную доходность индекса МосБиржи на 26 п. п., а половину динамики наших подборок обеспечили парные идеи. Лучшими идеями по годовой доходности стали длинные позиции в Транснефти и X5, а также короткие позиции в Позитиве и Сегеже в 1P25.

Рублевые облигации vs денежный рынок



Источник: SberCIB Investment Research

Доходности наших подборок акций и индекса МосБиржи, %



Источник: SberCIB Investment Research, МосБиржа



Экономика Сценарии на 2026–2028

Антон Струченевский
Родион Ломиворотов
Артем Виноградов
Дмитрий Фешин

- Рост ВВП будет очень умеренным (1% в 2026 г.) из-за сокращения инвестиций.
- Введение санкций против Роснефти и Лукойла привело к увеличению дисконта для российской нефти в конце 2025 года. В результате среднегодовая цена экспортируемой нефти в 2026 году составит \$47/барр. Это весьма консервативная оценка. Риски смещены в сторону повышения прогноза по нефти.
- Расходы бюджета, так же как и в предыдущие годы, превысят изначально запланированный уровень. Однако тенденция к снижению расходов относительно ВВП сохранится. Бюджет перестает быть проинфляционным фактором, как в 2023–2024 гг.
- После увеличения НДС на ряд товаров и услуг на 2 п. п. в начале 2026 г. инфляция временно ускорится, но, так же как и в 2019 г., этот эффект будет наблюдаться лишь в начале года. К апрелю инфляция в пересчете на год возвратится к цели 4%.
- Банк России продолжит снижать ключевую ставку, которая к концу 2026 года должна составить 12%. Снижение ставки продолжится и в 2027 году.
- Рубль начнет слабеть, поскольку экспортная выручка уменьшится при более низкой цене на нефть. Смягчение ДКП будет снижать привлекательность рубля для инвесторов.

Макроэкономические параметры на 2025–2028 гг.

	2025	2026	2027	2028
Цена экспортируемой нефти, \$/барр	56	47	56	61
USD/RUB в среднем	84	92	101	104
Рост ВВП	0,7%	1,0%	1,5%	2,0%
Инфляция	6,5%	4,7%	4,0%	4,0%
Инфляция (ср. знач.)	8,8%	5,5%	4,2%	4,0%
Внешняя торговля				
Экспорт, \$ млрд	400	375	410	435
Импорт, \$ млрд	300	300	306	315
Торговый баланс, \$ млрд	100	75	104	120
Бюджет				
Доходы бюджета, % ВВП	16,8%	16,3%	16,7%	16,6%
Расходы бюджета, % ВВП	19,7%	19,2%	18,5%	18,4%
Баланс бюджета, % ВВП	-2,9%	-3,0%	-1,9%	-1,8%
Денежно-кредитная политика				
КС в среднем	19,2%	14,3%	11,4%	10,0%
КС на конец года	16,0%	12,0%	10,0%	10,0%

Источник: SberCIB Investment Research

- В этом сценарии рубль наиболее крепкий, а темпы роста экономики максимально высокие. К 2028 году экономика РФ выходит на темпы роста около 2,5%.
- Геополитические условия в 2026 году улучшаются. Это приводит к снижению дисконта на российскую нефть и некоторому увеличению объемов поставок, улучшению экспорта и экономики ВЭД.
- Снижение геополитических рисков значительно повышает привлекательность российских активов, что способствует увеличению притока капитала.
- Улучшения в геополитике позволяют бюджетным расходам быть ближе к планируемым уровням. Как доля от ВВП они наименьшие по сравнению с другими сценариями. Помимо этого, расходы перераспределяются в пользу поддержки экономики, что будет способствовать более быстрому росту инвестиционной активности.
- Риски пересмотра бюджетных расходов в сторону повышения в этом сценарии минимальны по сравнению с другими вариантами. Более предсказуемая бюджетная политика позволяет Банку России снижать ставку быстрее, чем в базовом сценарии.

Макроэкономические параметры на 2025–2028 гг.

	2025	2026	2027	2028
Цена экспортируемой нефти, \$/барр	56	51	59	61
USD/RUB в среднем	84	84	86	87
Рост ВВП	0,7%	1,5%	2,0%	2,5%
Инфляция	6,5%	4,7%	4,0%	4,0%
Инфляция (ср. знач.)	8,8%	5,5%	4,2%	4,0%
Внешняя торговля				
Экспорт, \$ млрд	400	386	419	435
Импорт, \$ млрд	300	310	315	320
Торговый баланс, \$ млрд	100	76	104	115
Бюджет				
Доходы бюджета, % ВВП	16,8%	16,3%	16,3%	16,0%
Расходы бюджета, % ВВП	19,7%	19,0%	18,3%	18,0%
Баланс бюджета, % ВВП	-2,9%	-2,7%	-2,0%	-2,0%
Денежно-кредитная политика				
КС в среднем	19,2%	12,5%	9,7%	9,0%
КС на конец года	16,0%	10,0%	9,0%	9,0%

Источник: SberCIB Investment Research

- Жесткая ДКП и крепкий рубль будут тормозить рост экономики. В этом сценарии рост ВВП за период 2026–2028 гг. минимальный (всего 1%).
- Внешние условия для России остаются такими же, как в базовом сценарии: \$47/барр. экспортируемой нефти в 2026 с некоторым улучшением ситуации в последующие годы.
- Возникает необходимость увеличить расходы в 2026 году как минимум до уровня 2025 (19,7% ВВП). В 2027–2028 гг. они снижаются как доля от ВВП, но остаются выше, чем в базовом сценарии.
- Из-за роста расходов инфляция вновь ускорится в 1П26, что заставит Банк России поднять ключевую ставку. Только к концу года инфляция в пересчете на год замедлится и ЦБ возобновит цикл снижения ставки. Однако и в 2027–2028 гг. ставка останется выше, чем в базовом сценарии.
- Из-за высокой ставки продолжатся продажи валюты как экспортерами, так и инвесторами, что сохранит курс рубля на достаточно крепком уровне.

Макроэкономические параметры на 2025–2028 гг.

	2025	2026	2027	2028
Цена экспортируемой нефти, \$/барр	56	47	56	61
USD/RUB в среднем	84	84	90	104
Рост ВВП	0,7%	0,0%	0,0%	1,0%
Инфляция	6,5%	6,5%	5,0%	4,0%
Инфляция (ср. знач.)	8,8%	6,5%	5,8%	4,5%
Внешняя торговля				
Экспорт, \$ млрд	400	375	410	435
Импорт, \$ млрд	300	305	305	310
Торговый баланс, \$ млрд	100	70	105	125
Бюджет				
Доходы бюджета, % ВВП	16,8%	16,0%	16,3%	16,6%
Расходы бюджета, % ВВП	19,7%	19,7%	18,7%	18,4%
Баланс бюджета, % ВВП	-2,9%	-3,7%	-2,4%	-1,8%
Денежно-кредитная политика				
КС в среднем	19,2%	16,7%	14,3%	12,0%
КС на конец года	16,0%	16,0%	12,0%	12,0%

Источник: SberCIB Investment Research

Цена на нефть в базовом/пессимистичном и оптимистичном сценариях отличается на размер дисконта.

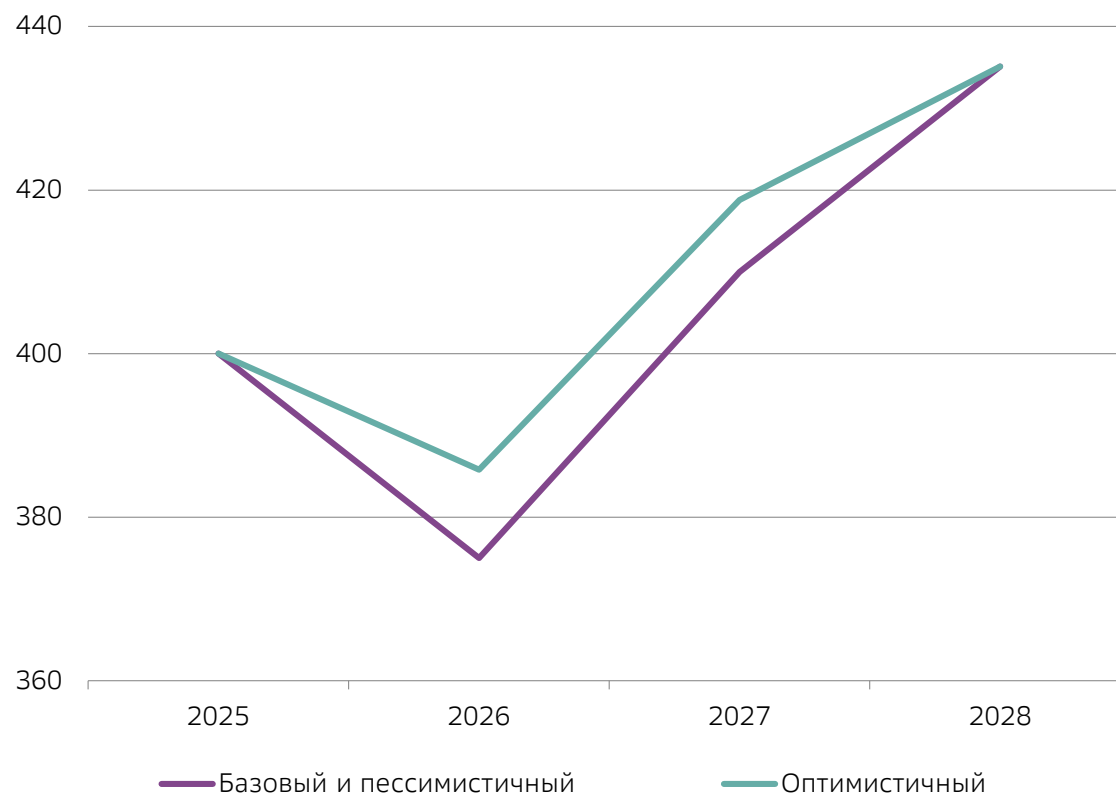
Цена на экспортируемую нефть, \$/барр.



Источник: SberCIB Investment Research

Разница в экспортной выручке невелика.

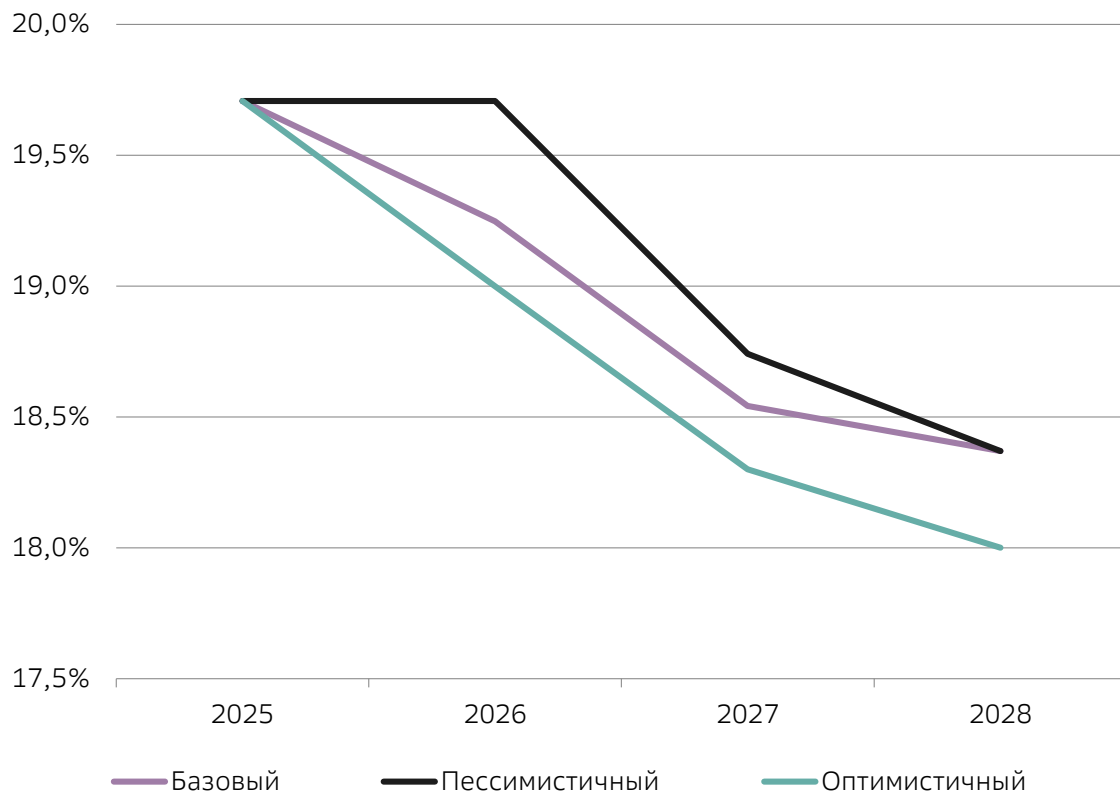
Экспортная выручка, \$ млрд



Источник: SberCIB Investment Research

Расходы бюджета максимальны в пессимистичном сценарии и минимальны – в оптимистичном.

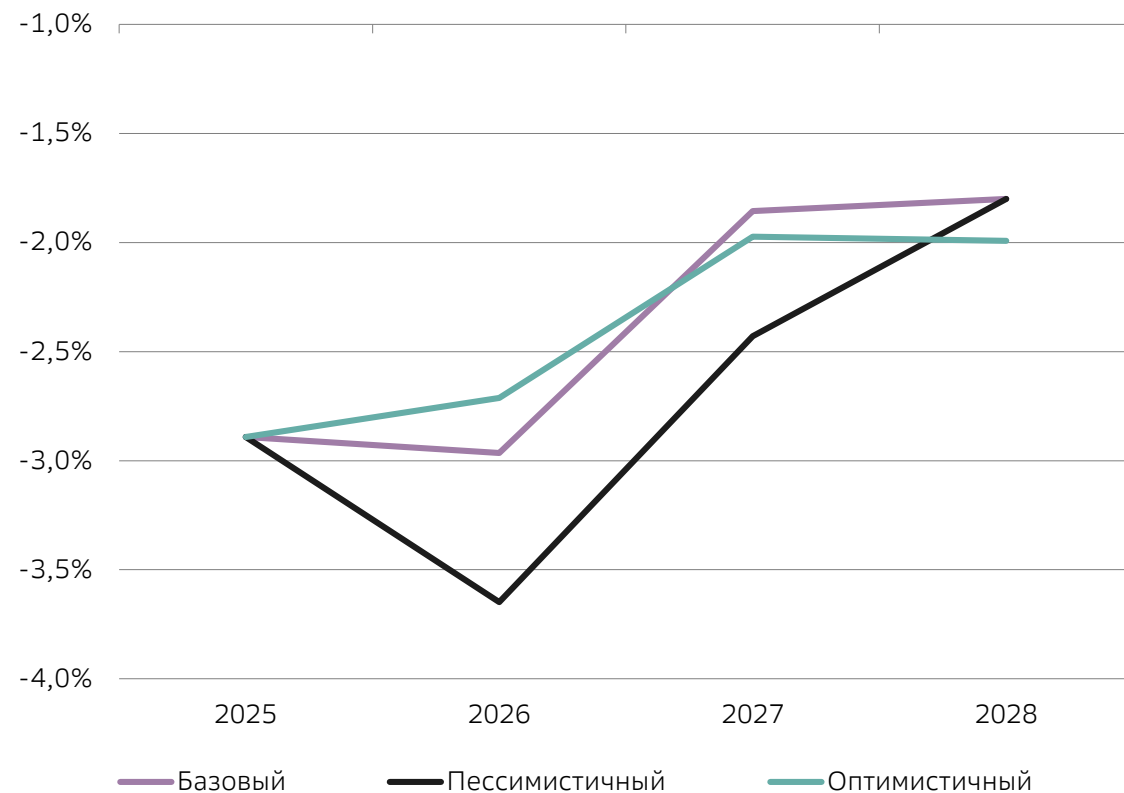
Расходы бюджета, % от ВВП



Источник: SberCIB Investment Research

В пессимистичном сценарии дефицит в 2026 г. может достичь 3,7% ВВП, или 8,7 трлн руб.

Баланс бюджета, % ВВП



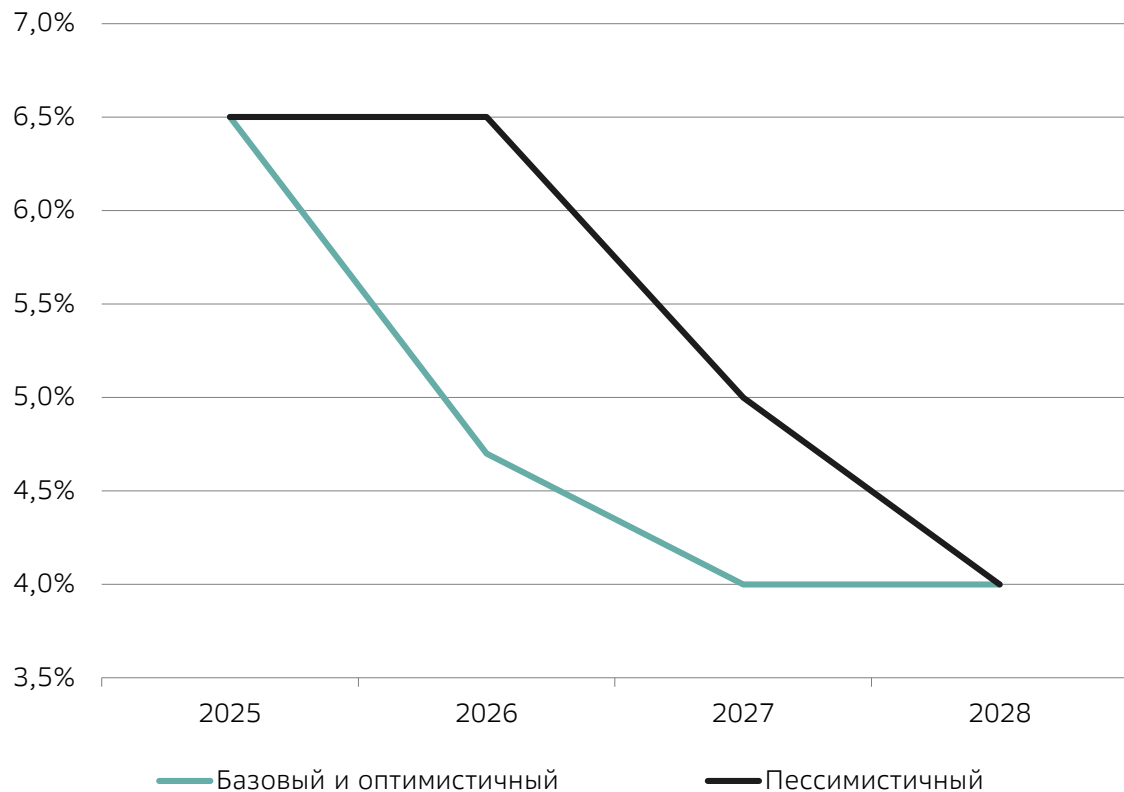
Источник: SberCIB Investment Research

Наиболее жесткая ДКП ожидается в пессимистичном сценарии из-за высокой инфляции

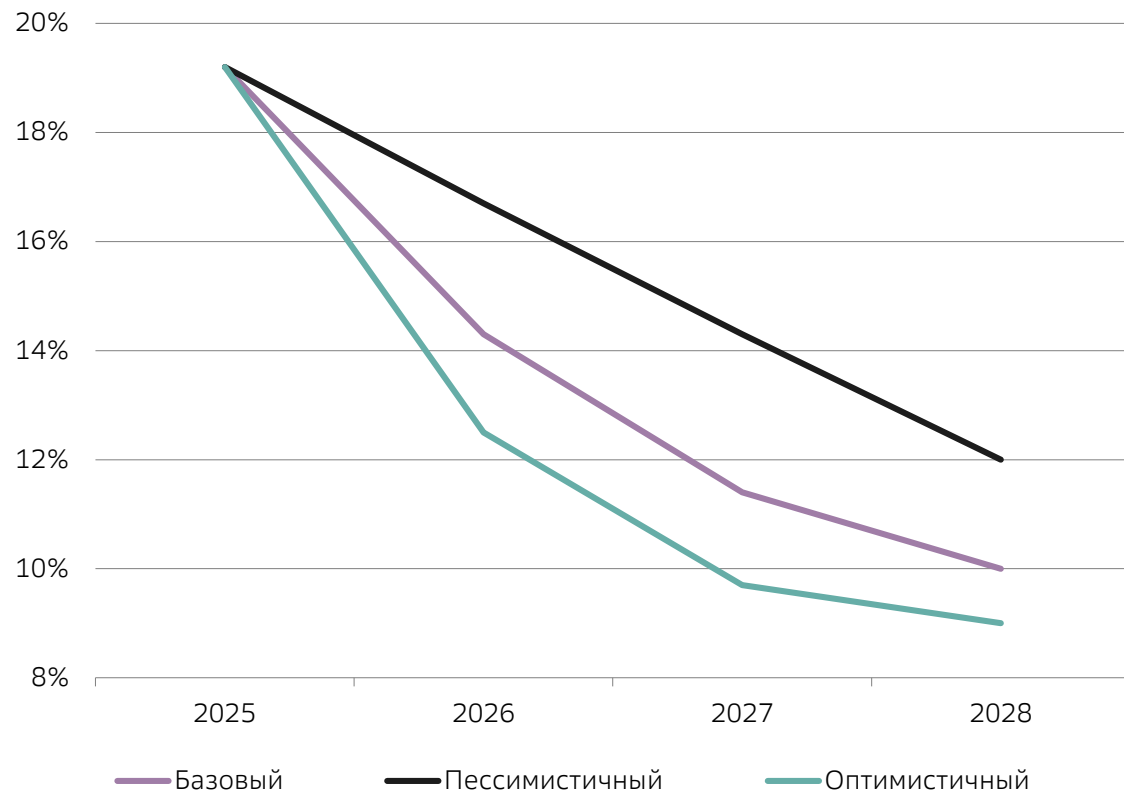
Хотя инфляция в базовом и оптимистичном сценарии одинакова,...

...более высокая предсказуемость бюджетной политики в оптимистичном сценарии позволит ЦБ снизить ключевую ставку быстрее.

Инфляция, декабрь к декабрю



Среднегодовая ключевая ставка



Источник: SberCIB Investment Research

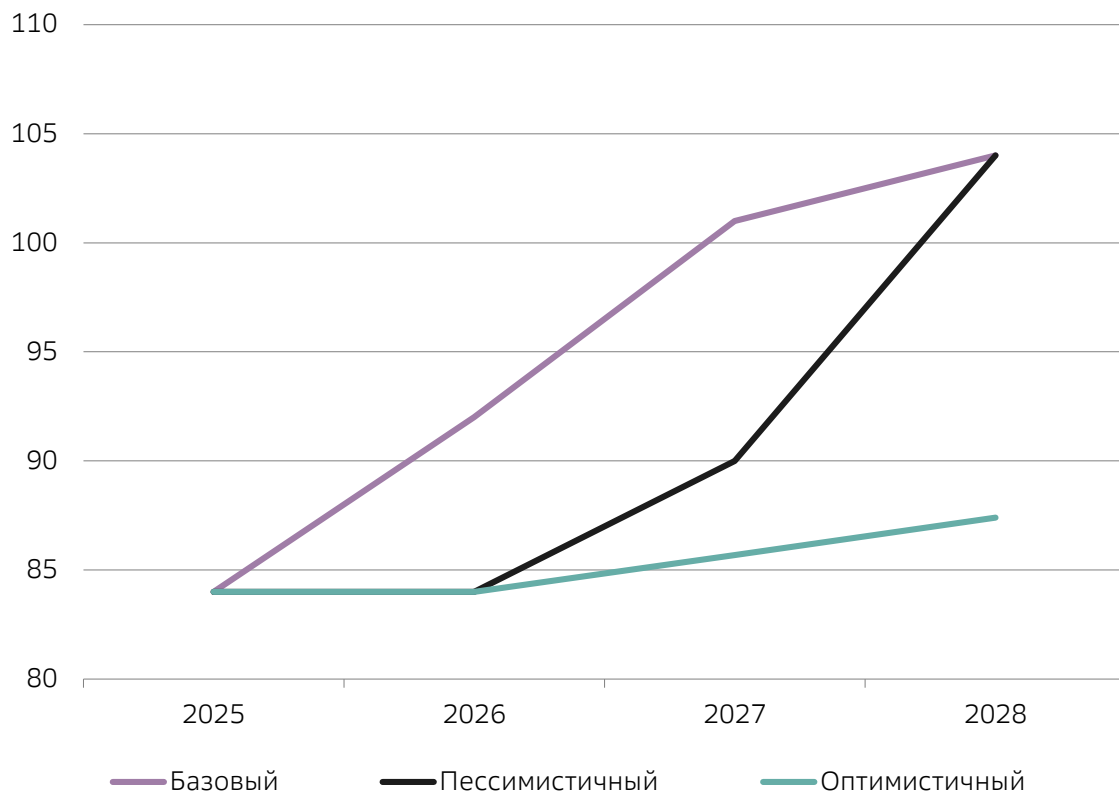
Источник: SberCIB Investment Research

В оптимистичном сценарии приток капитала укрепит рубль, несмотря на более низкие ставки, а темпы роста экономики будут выше

Крепкий рубль в 2026 г. в пессимистичном сценарии обусловлен высокой ставкой, а в оптимистичном – снижением рисков.

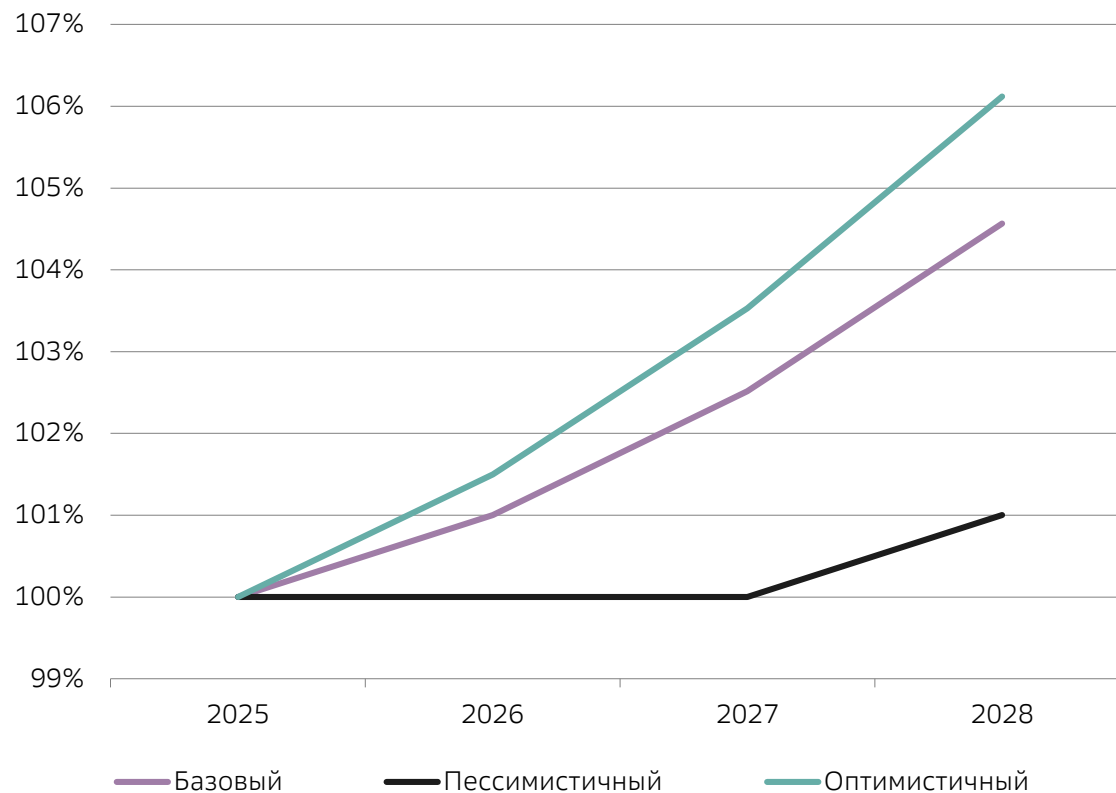
Меньшие риски могут стимулировать более быстрое возвращение к потенциальным темпам роста экономики (2,5%, по нашим оценкам).

Курс USD/RUB, среднегодовой



Источник: SberCIB Investment Research

Динамика ВВП, 2025 = 100%



Источник: SberCIB Investment Research

- В декабре 2025 г. ЦБ, вероятно, снова снизит ставку на 50 б. п., как и в октябре, но его риторика будет жесткой ввиду роста инфляционных ожиданий и ускорения роста кредитования.
- В базовом сценарии мы ожидаем паузы в процессе снижения ставки в 1К26, которая будет вызвана ускорением инфляции и ростом инфляционных ожиданий на фоне повышения НДС.
- Однако уже на мартовском заседании ЦБ может смягчить риторику и возобновить снижение ключевой ставки в апреле на фоне дальнейшего «охлаждения» экономики и замедления роста кредитования.
- Ограничивающим фактором для кредитования будет ситуация с банковским капиталом – его запас ниже средних исторических уровней с учетом планируемого повышения регуляторных надбавок.
- В случае улучшения геополитической ситуации мы допускаем более резкое снижение ставки. Этому будут способствовать крепкий рубль, ожидания более быстрой нормализации бюджетной политики и ослабление напряженности на рынке труда.
- В консервативном сценарии ЦБ может повысить ставку на 50 б. п. в 1К26 (по образцу повышения НДС в 2019 г.). Более высокие бюджетные расходы и инфляция приведут к сокращению потенциала снижения ставки.

Траектория ключевой ставки в разных сценариях

	Базовый	Оптимистичный	Консервативный
Октябрь 2025	16,5	16,5	16,5
Декабрь 2025	16,0	15,0	16,5
2025 (в среднем)	19,2	19,1	19,2
Февраль 2026	16,0	14,0	17,0
Март 2026	16,0	14,0	17,0
Апрель 2026	15,0	13,0	17,0
Июнь 2026	14,0	13,0	17,0
Июль 2026	14,0	12,0	17,0
Сентябрь 2026	13,0	11,0	17,0
Октябрь 2026	12,0	10,0	16,0
Декабрь 2026	12,0	10,0	16,0
2026 (в среднем)	14,3	12,5	16,7
2027 (на конец периода)	10,0	9,0	12,0
2027 (в среднем)	11,4	9,7	14,3
2028 (на конец периода)	10,0	9,0	12,0
2028 (в среднем)	10,0	9,0	12,0

Источник: SberCIB Investment Research



Валюта, сырьевые рынки Ждём ослабления курса и роста цены золота

Юрий Попов
Константин Самарин
Николай Стешкин
Ольга Зеленова

В базовом сценарии рубль в 2026 году ослабнет из-за сокращения предложения валюты и снижения ключевой ставки

- Мы по-прежнему ждем ослабления рубля в 2026 году до 14,7 за юань (100 за доллар). Этому будет способствовать снижение ключевой ставки, что приведет к постепенному росту спроса на валюту, а также планируемое сокращение продаж валюты ЦБ и снижение цен на нефть.
- В оптимистичном сценарии (улучшение геополитической ситуации) рубль останется крепким благодаря восстановлению экспорта за счет снижения дисконтов, роста физических объемов, и притоку капитала. Рост стоимостного объема импорта в этом случае может быть ограниченным за счет снижения издержек в торговле.
- В пессимистичном сценарии (стагфляция) рубль тоже останется крепким, если ЦБ откажется от снижения ставки, что приведет к замедлению роста экономики и низкому спросу на валюту, в том числе для импорта.

Прогноз курсов валют

На конец периода	1К26	2К26	3К26	2026
Базовый сценарий				
USD/RUB	88	92	96	100
EUR/USD	1,19	1,20	1,21	1,22
EUR/RUB	105	110	116	122
USD/CNH	7,00	6,90	6,85	6,80
CNY/RUB	12,6	13,3	14,0	14,7
USD/INR	90	90	90	90
INR/RUB	0,98	1,02	1,07	1,11
Оптимистичный/пессимистичный сценарий				
USD/RUB	83	85	85	85

Источник: SberCIB Investment Research

USD/RUB в конце 2026

		Август-октябрь 2025 г.			
		Экспорт + операции ЦБ в мес., \$ млрд			
		39	36	33	30
Реальная рублевая 3-мес. ставка, п. п.	12,0	76	80	85	93
	10,5	80	85	92	99
	9,0	82	90	96	106
	7,5	84	91	100	110
	6,0	85	93	102	112

Пессимистичный сценарий
Оптимистичный сценарий
Базовый сценарий

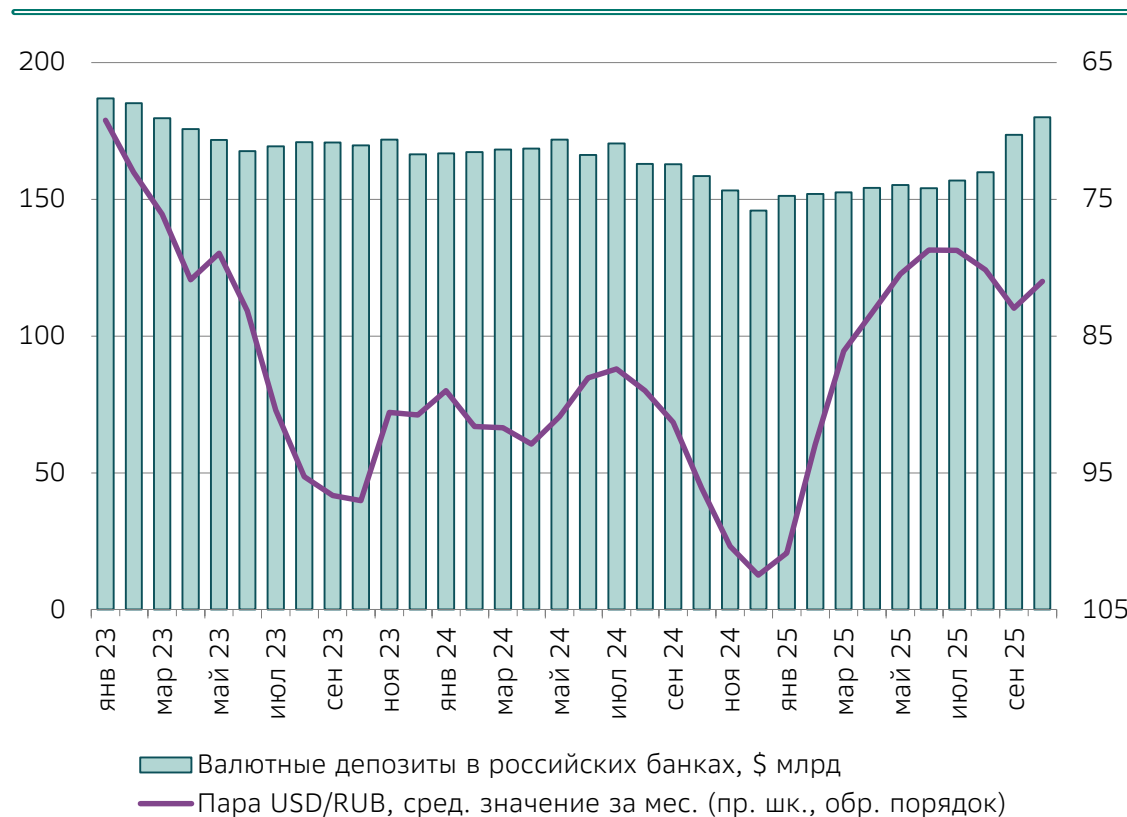
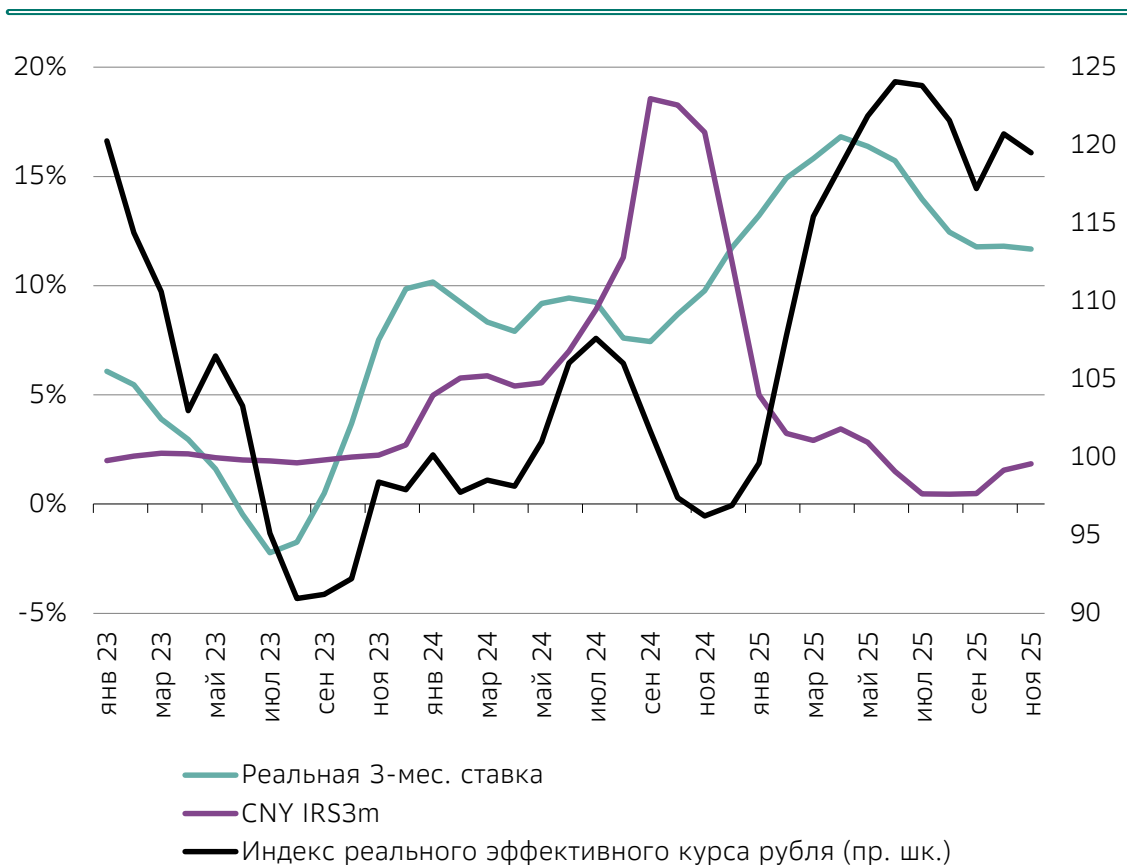
Примечание. Реальная ставка рассчитывается трехмесячная ставка Rusfar минус 4% - цель по инфляции ЦБ

Источник: SberCIB Investment Research

Высокие рублевые и низкие юаневые ставки, а также значительные продажи валюты экспортерами укрепили российскую валюту в 2025 году, но эти факторы меняются в сторону ослабления рубля

Высокие рублевые и низкие юаневые ставки – основная причина крепкого рубля в 2025 г., но они уже меняются в неблагоприятную для рубля сторону.

В июле – сентябре рубль дешевел, но его ослабление прервалось на фоне роста продаж валюты экспортерами, у которых резко выросли остатки на валютных счетах и депозиты. Однако дальнейшее укрепление курса без улучшения геополитики маловероятно.



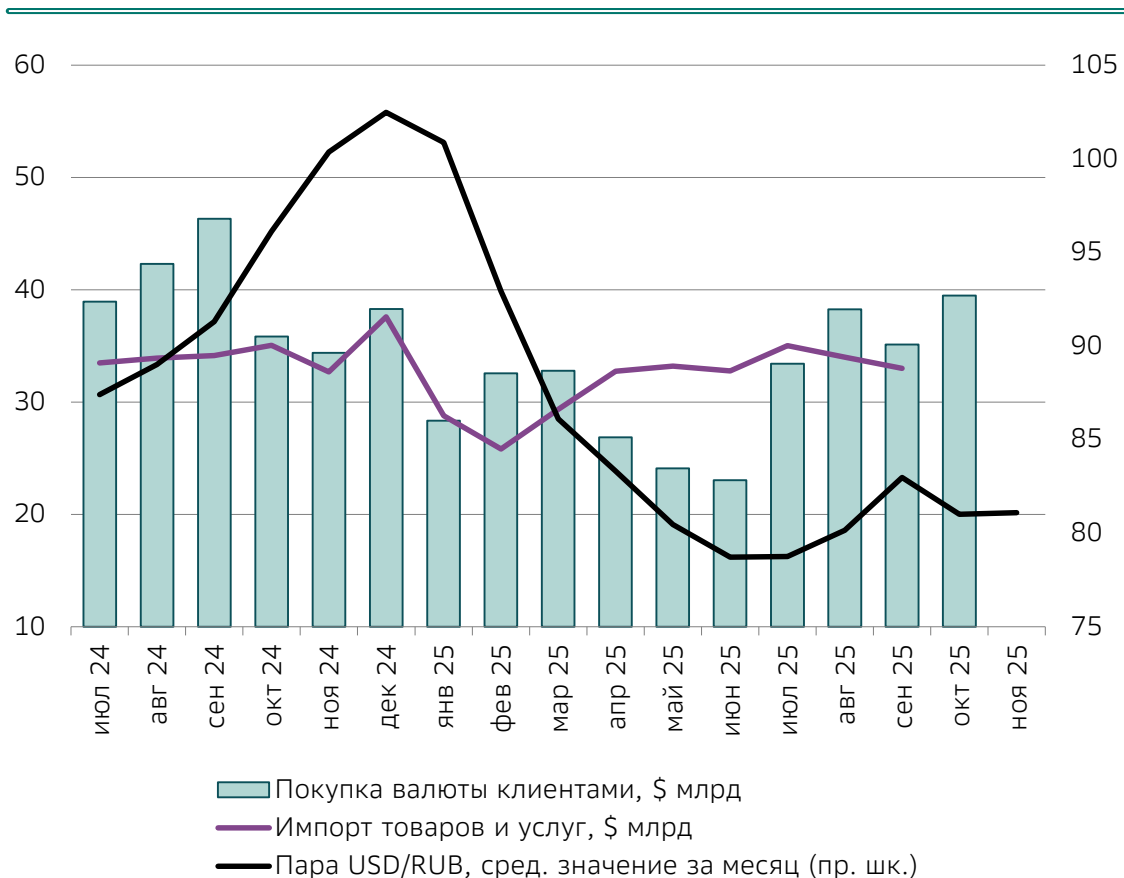
Примечание. Реальная ставка рассчитывается как средняя за месяц трехмесячная ставка Rusfarг минус фактическая аннуализированная инфляция с поправкой на сезонность за текущий и следующие два месяца.

Источник: ЦБ РФ, SberCIB Investment Research

Источник: ЦБ РФ, SberCIB Investment Research

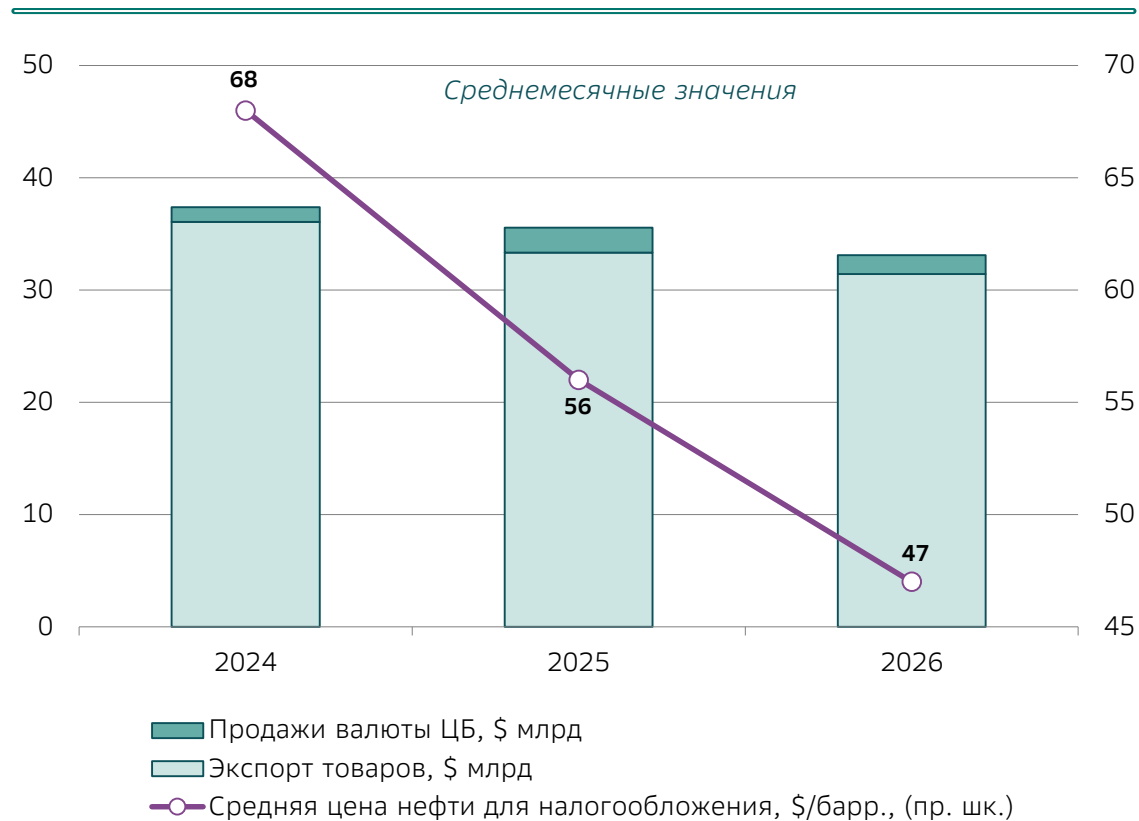
Предложение валюты от ЦБ и экспортеров в 2026 году сократится, а спрос может расти по мере снижения ключевой ставки

Спрос на валюту в июне достиг минимума, но начал расти по мере снижения ключевой ставки. Вклад ее снижения до 12% в 2026 г. в ослабление рубля мы оцениваем в 7–10 п. п.



Источник: ЦБ РФ, SberCIB Investment Research

Предложение валюты от экспортеров и ЦБ в 2026 г. может сократиться на \$2,4 млрд в месяц на фоне снижения цен на нефть и меньшего зеркалирования трат ФНБ, что при прочих равных должно ослабить рубль на 7 п. п.

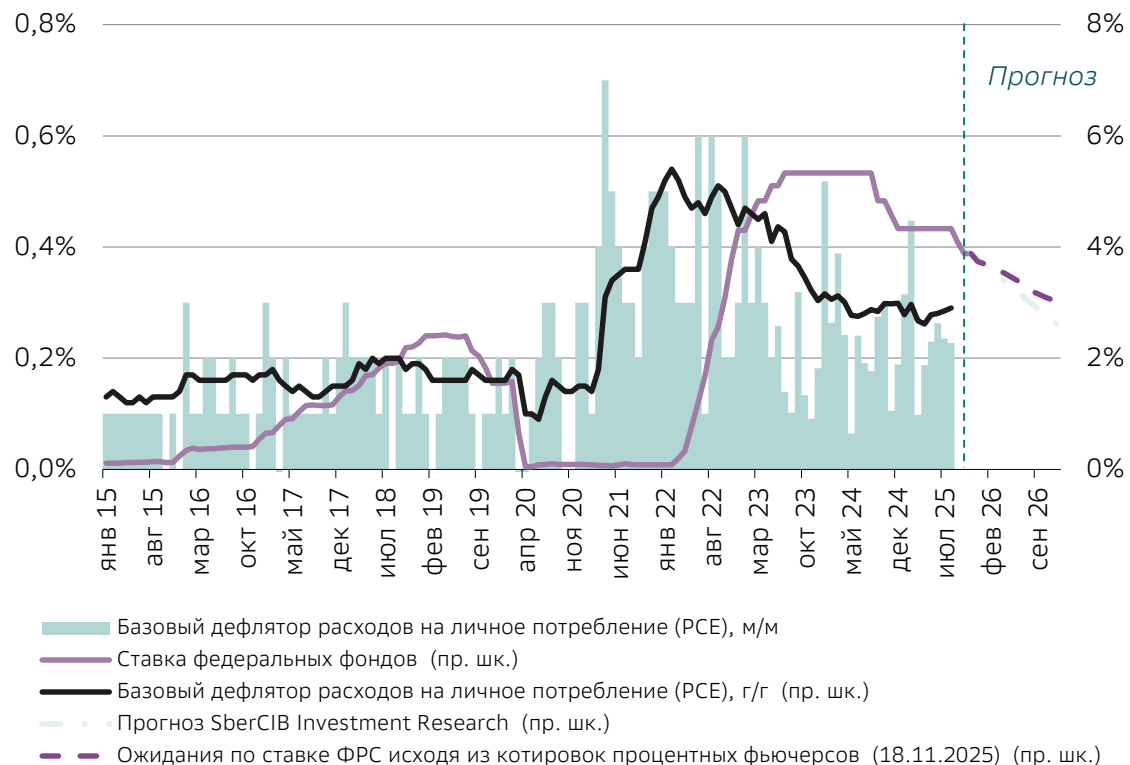


Источник: SberCIB Investment Research, МосБиржа

Мы ожидаем снижения ставки ФРС США на 125 б. п. до 2,5–2,75% к декабрю 2026 г. на фоне дальнейшего замедления инфляции и «охлаждения» на рынке труда США.

Мы прогнозируем, что ЕЦБ сохранит депозитную ставку на уровне 2%. На этом фоне к концу 2026 г. доллар может подешеветь до 1,22 за евро.

Ожидания по ставке федеральных фондов и инфляция в США



Источник: Fred, CME

EUR/USD и спред реальных 10-летних доходностей гособлигаций Германии и США

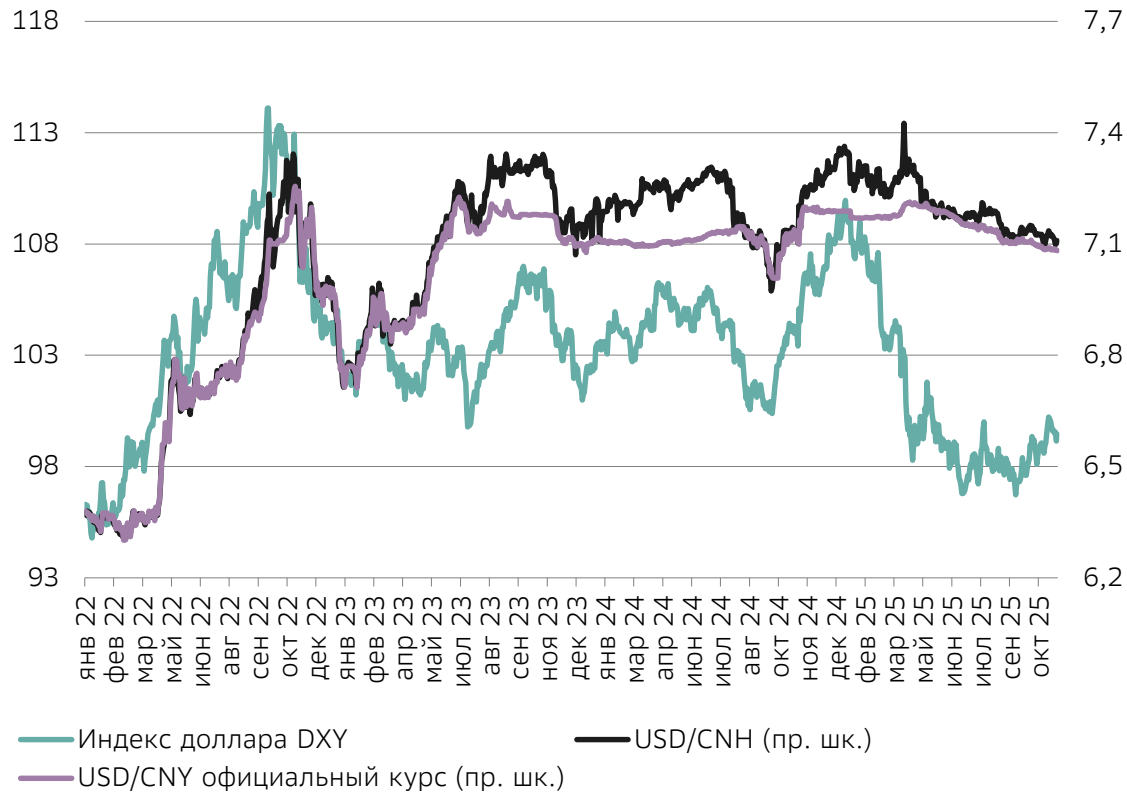


Источник: investing.com

Юань к концу 2026 г. может укрепиться на 5% до 6,8 за доллар.

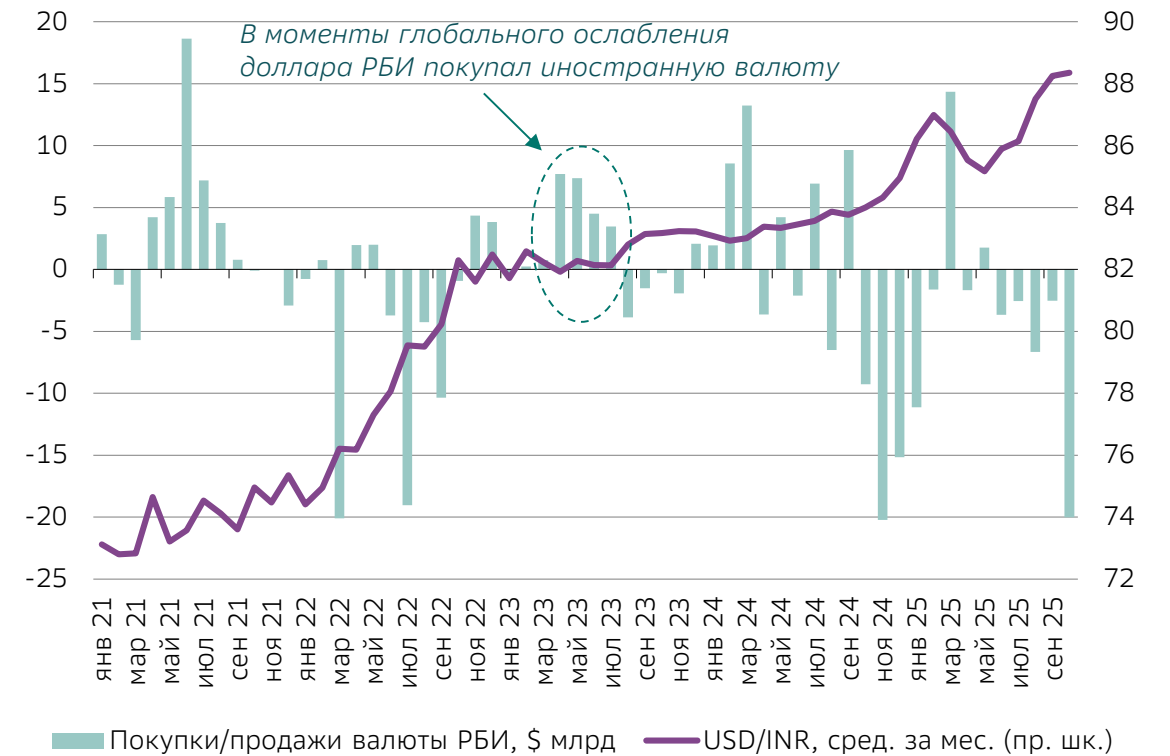
Курс рупии может остаться около 90 за доллар. Ослабление доллара будет компенсировать давление от вероятного роста покупок иностранной валюты РБИ после крупных продаж в 2025.

Котировки USD/CNH и DXY



Источник: investing.com

Интервенции РБИ и среднемесячный курс USD/INR



Источник: РБИ, investing.com

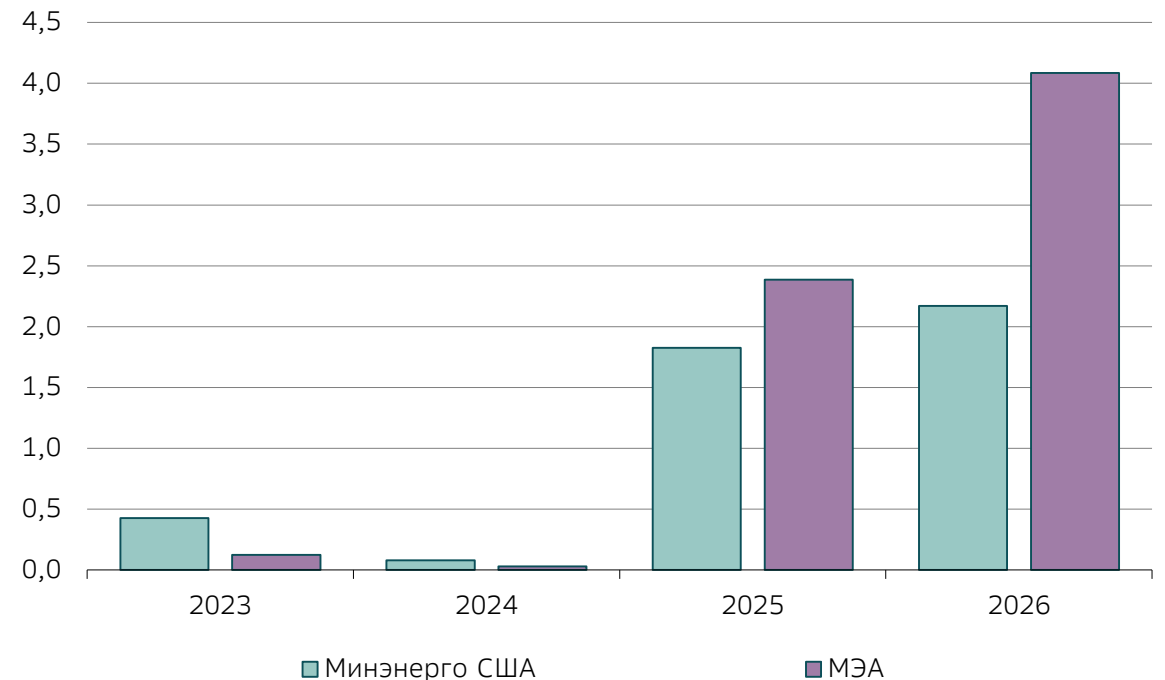
- Рынок нефти уже закладывает в котировки профицит в 2026 в размере 2–4 млн барр./сут. Добыча в США проходит свой пик в 4К25 выше ожиданий и ее снижение начнется лишь в 1К26.
- ОПЕК+ берет паузу в 1К26, но в дальнейшем может продолжить наращивание добычи и вернуть на рынок еще 1,2 млн барр./сут.
- Фактор поддержки для цены Brent – пополнение запасов нефти Китаем в 2025-2026. На уровнях Brent \$60–65/барр. в следующем году Китай может купить еще 100 млн барр. в качестве запасов.
- Существует вероятность более высокой цены Brent относительно нашего прогноза: пауза в наращивании добычи ОПЕК+, геополитика (конфликты на Ближнем Востоке и в Венесуэле) и торговая политика Дональда Трампа могут поддерживать котировки.
- В то же время цена Юралз может оказаться ниже нашего прогноза: сохранение эффекта от недавних санкций в отношении Роснефти и Лукойла и риски введения новых ограничений могут привести к более длительному увеличению дисконта.

Прогноз средних цен на нефть, \$/барр.

	2023	2024	2025	2026	2027
Бrent	82,2	80,8	68,3	60,0	65,0
Юралз FOB	59,1	65,9	54,8	45,0	55,0
Дисконт Юралз FOB	23,1	14,9	13,5	15,0	10,0
Налоговая стоимость нефти	62,8	68,0	56,3	46,5	56,1

Источник: SberCIB Investment Research

Оценки баланса мирового рынка нефти, млн барр./сут



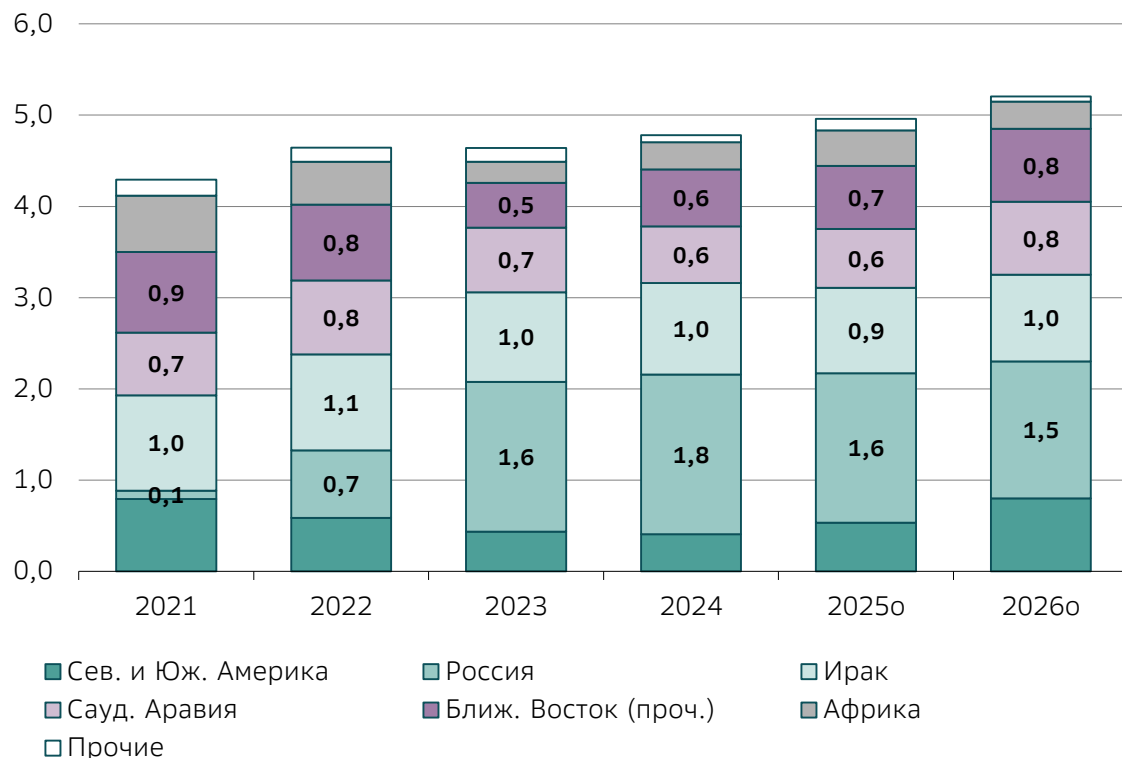
Источник: Минэнерго США, МЭА

Прогноз по нефти: дисконт Юралз нормализуется в 2К26, объемы экспорта и добычи нефти в РФ восстановятся к середине года

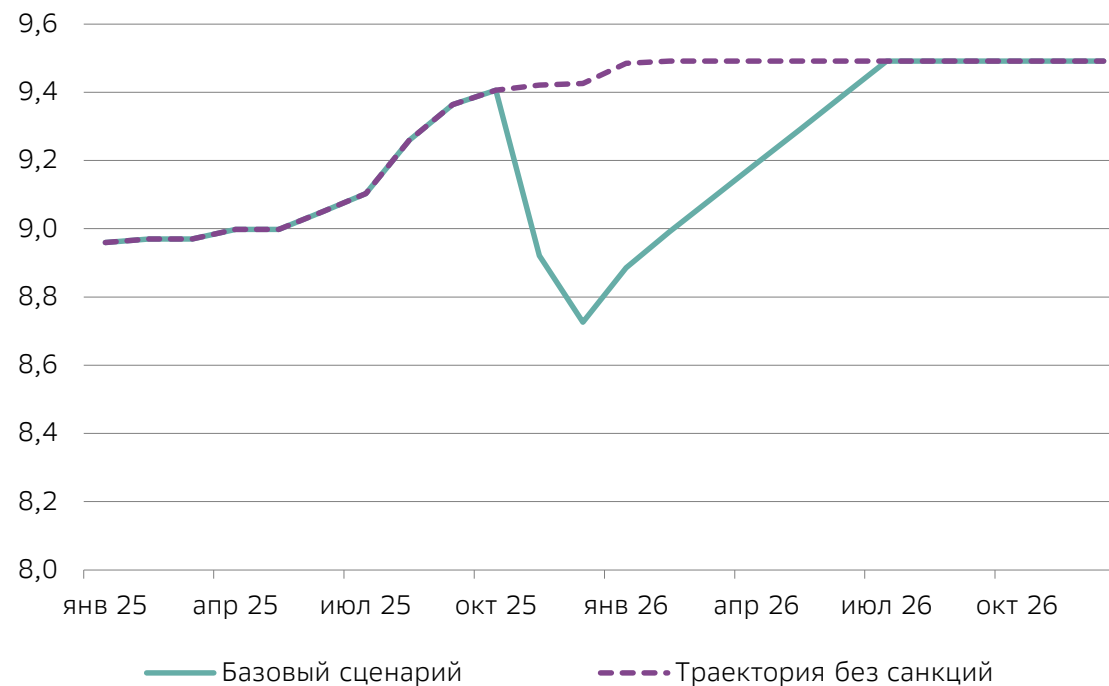
Поставки российской нефти в Индию до конца 1К26 могут снизиться на 0,5–0,7 млн барр./сут.

Такое сокращение экспорта нефти может привести к временному уменьшению добычи нефти в РФ в 1П26.

Импорт нефти Индией, млн барр./сут



Добыча нефти в России, млн барр./сут



Источник: Energy Institute, SberCIB Investment Research

Источник: S&P Global, SberCIB Investment Research

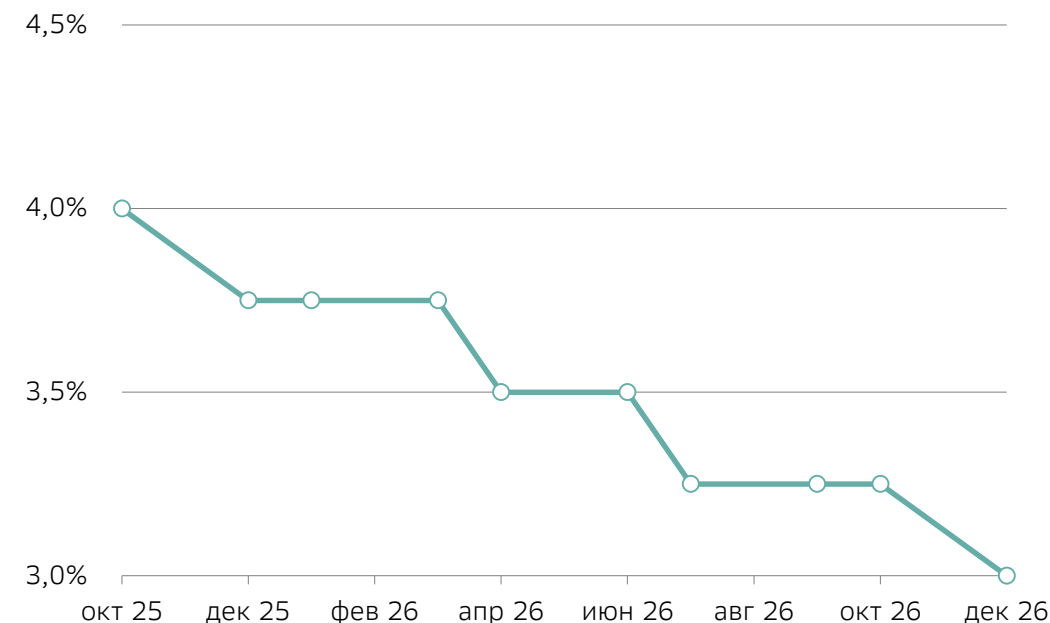
- Нам по-прежнему нравится золото: на горизонте одного года потенциал роста цены в долларах составляет 8%. Рублевые цены имеют потенциал роста 37% и позволяют выиграть от ослабления рубля в 2026 г.
- Рост спроса со стороны центробанков и ETF отражает новую нормальность мировой экономики, характеризующуюся геополитическими рисками, торговыми ограничениями, деглобализацией и снижением спроса на долларовые активы.
- Особенность 2025 г. – большие притоки в золотые ETF (674 т за 10M25, рост в 37 раз г/г). По нашим оценкам, спрос на золото со стороны ETF так же сильно влияет на цену металла, как и закупки мировых центробанков, но ранее он был почти нулевым.
- Возобновление цикла снижения ставки ФРС фундаментально позитивно для котировок золота – рынок ждет четырех снижений ставки по 0,25 п. п. до конца 2026 г.
- Основные риски для долларовой цены золота – возобновление спроса со стороны инвесторов и мировых центробанков на долларовые активы, жесткие сигналы от ФРС или пауза в снижении ставки.

Прогноз средних цен на золото

	4K23	4K24	4K25o	4K26o
Золото, \$/унция	1 978	2 661	4 000	4 500
Золото, руб./г (USD/RUB 100 на 4K26)	5 918	8 550	10 552	14 226
Золото, руб./г (USD/RUB 85 на 4K26)	5 918	8 550	10 359	12 339

Источник: SberCIB Investment Research

Прогнозы рынка по ставке ФРС



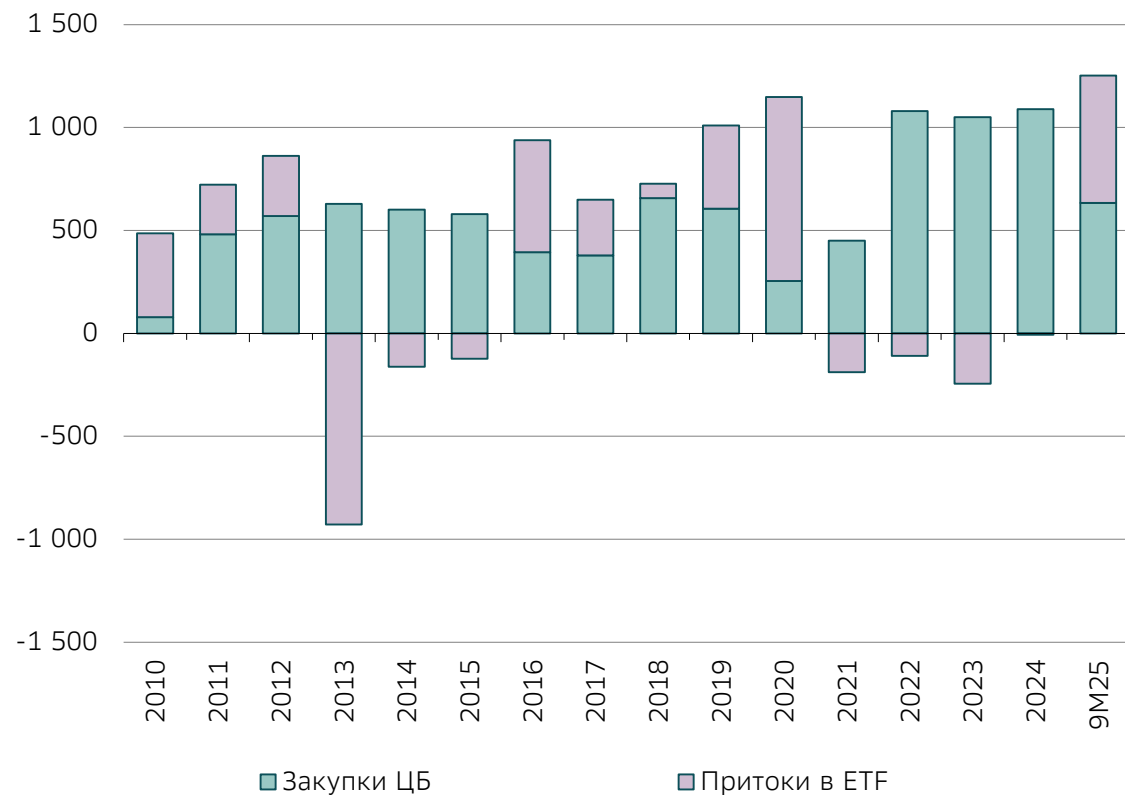
Источник: CME Group, SberCIB Investment Research

Золото: значительные притоки в ETF – новый драйвер спроса и роста цен в 2025 г. в дополнение к закупкам мировых центробанков

Закупки золота мировыми центробанками, несмотря на замедление их роста в 2025 г., могут в ближайшие годы оставаться на уровне 1 000 т в год.

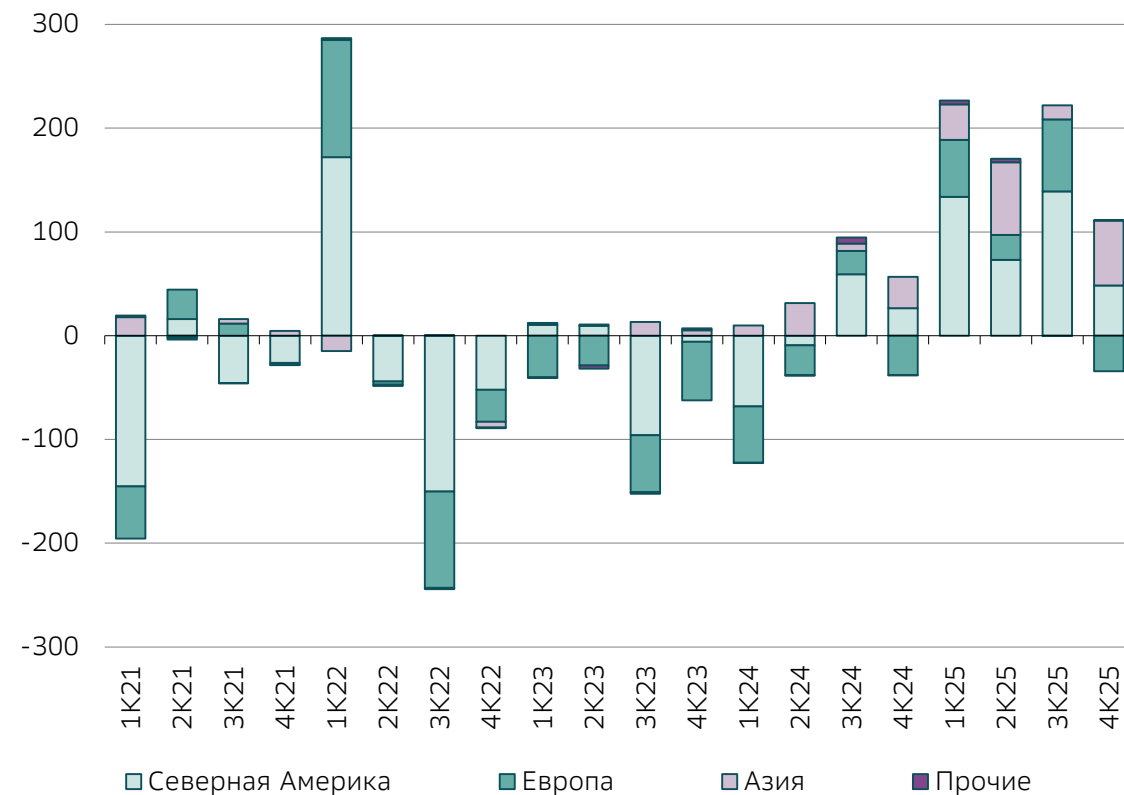
Притоки в ETF могут остаться повышенными в 2026 г., но по мере привыкания к неопределенности нормализация неизбежна.

Закупки золота центробанками и притоки в ETF, т



Источник: WGC, SberCIB Investment Research

Приток средств в золотые ETF по регионам, т



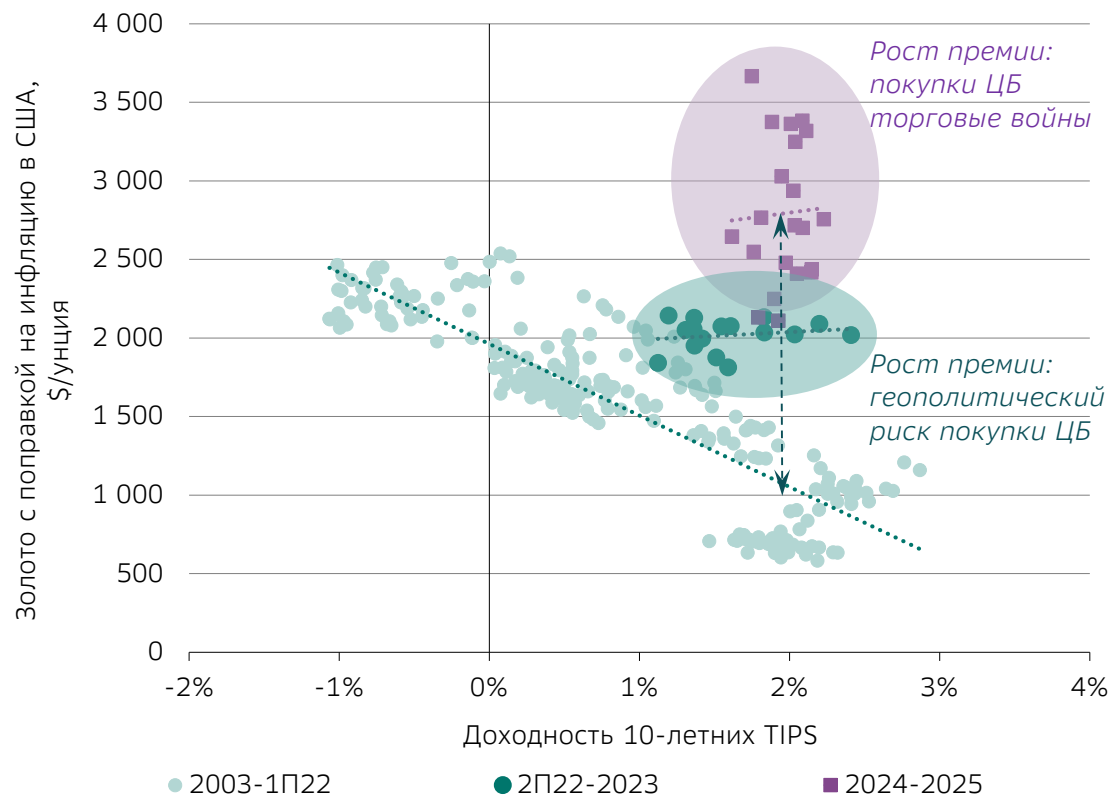
Источник: WGC, SberCIB Investment Research

Золото: прогнозная цена наиболее чувствительна к изменению спроса со стороны центробанков и ETF, а также реальной ставки в США

С 2022 г. нарушилась фундаментальная обратная зависимость цен от ставок в США вследствие роста премии за риск, отраженной в покупках центробанками и ETF.

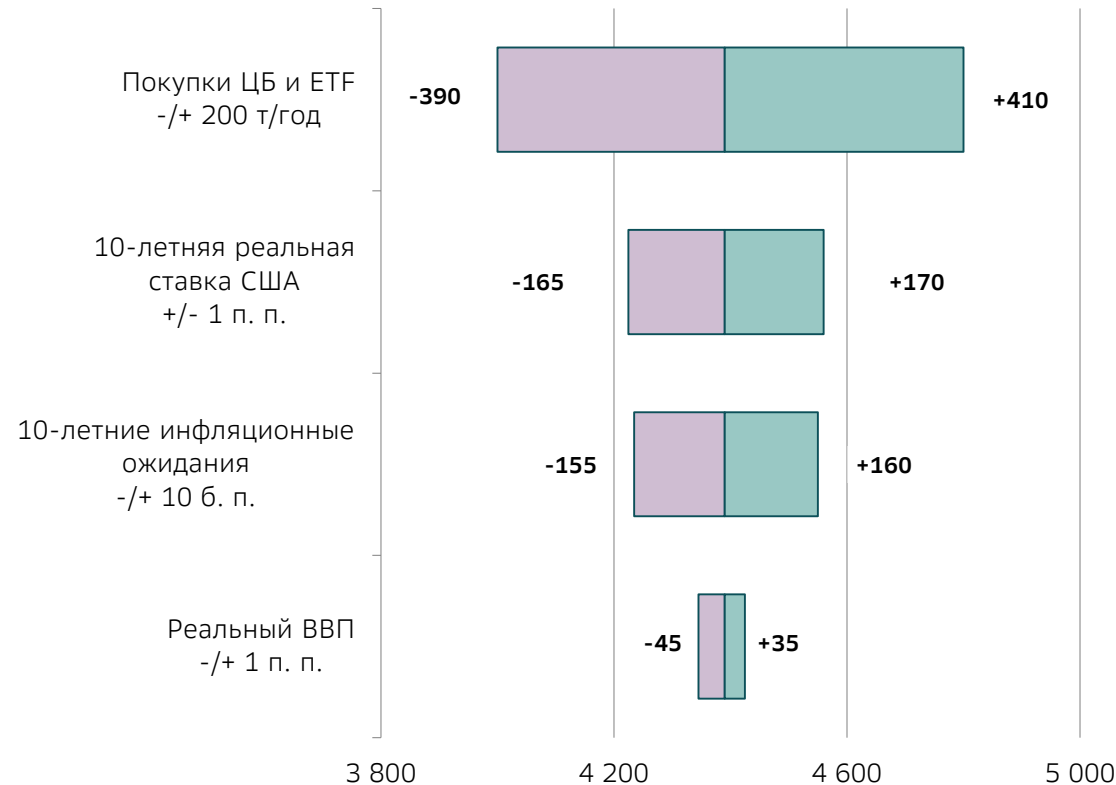
Сокращение спроса со стороны мировых ЦБ и ETF может оказать сильное давление на цены.

Золото и доходность гособлигаций США



Источник: WGC, ФРБ Сент-Луиса, SberCIB Investment Research

Чувствительность модельной цены золота, \$/унция



Источник: SberCIB Investment Research

- Мы ожидаем коррекции на рынке серебра в начале 2026 года и рекомендуем покупать этот металл при ценах ниже \$48 за унцию с целевым уровнем \$52 за унцию к концу года.
- В 2026 промышленный спрос на серебро может умеренно вырасти (плюс 3% против минус 2% в 2025). Доля сектора солнечных батарей может остаться ниже 20%: в 2025 г. сектор вырос меньше, чем ожидалось, из-за меньшего использования серебра на единицу мощности.
- На рынке металлов платиновой группы мы ожидаем охлаждения. Котировки платины останутся у текущих уровней благодаря существенному дефициту на рынке и диверсифицированному спросу. Основной фактор риска для прогноза цен на платины – это рост предложения (восстановление добычи в ЮАР).
- На рынке палладия в 2026 году возможна коррекция на фоне замедления роста спроса со стороны автомобильной отрасли, однако мы ожидаем, что цены смогут удержаться выше \$1 000 за унцию.

Прогноз средних цен, \$ за унцию и грамм

	4K23	4K24	4K25o	4K26o
Серебро, \$/унц.	23,2	31,3	50,0	52,0
Платина, \$/унц.	912	964	1 500	1 400
Палладий, \$/унц.	1 090	1 008	1 400	1 000
Серебро, руб./г	70	101	132	164
Платина, руб./г	2 728	3 098	3 957	4 426
Палладий, руб./г	3 262	3 239	3 693	3 161

Примечание. Рублевые цены рассчитаны исходя из прогноза курса 100 руб. за доллар.

Источник: SberCIB Investment Research

Соотношение цен золота и серебра



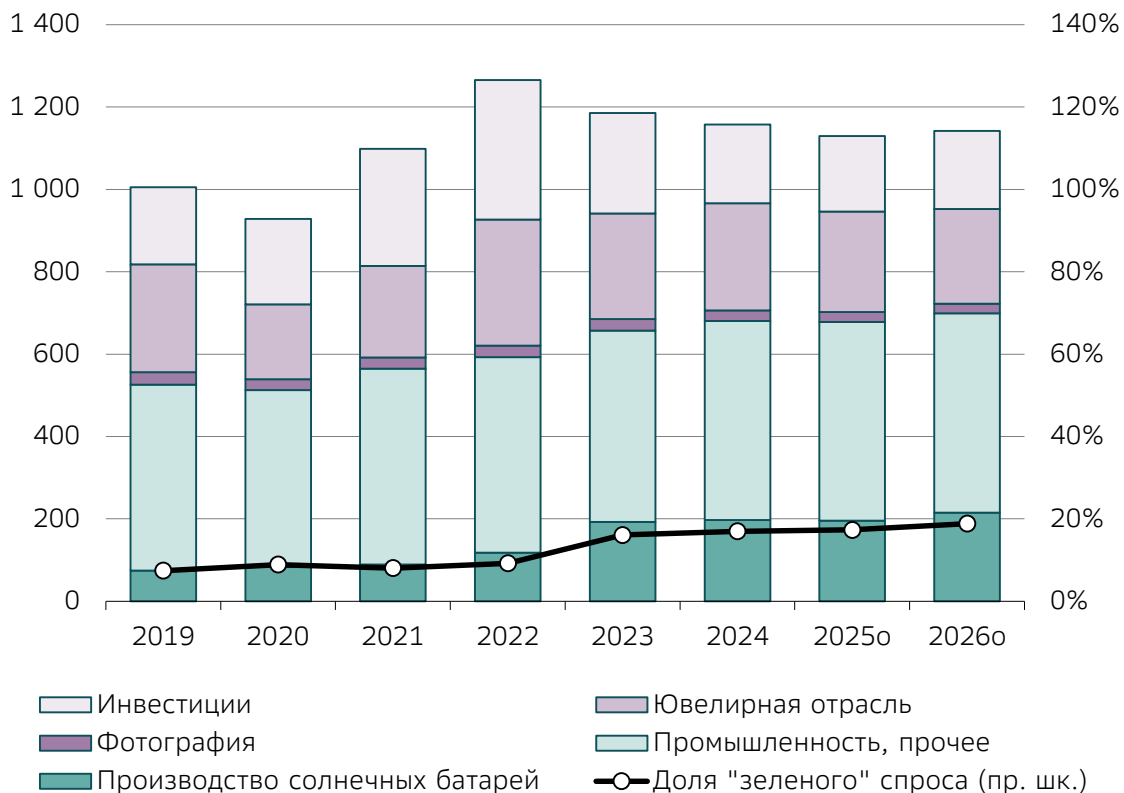
Источник: SberCIB Investment Research

Замедление роста цен на серебро на фоне снижения дефицита и замедления роста спроса в промышленности

Драйвер роста общего спроса на серебро – это рынок солнечных батарей, динамика которого замедляется, и в 2026 г. он не превысит 20% общего спроса на серебро.

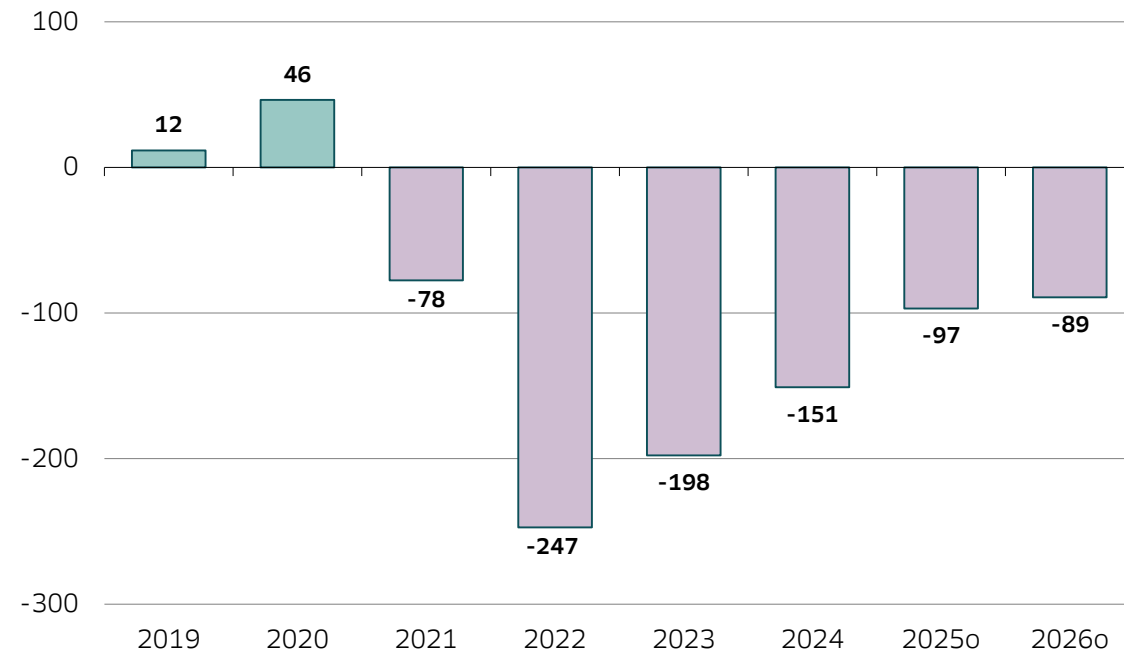
При этом на рынке серебра будет сохраняться дефицит, что поможет ценам удержаться выше \$50 за унцию.

Мировой спрос на серебро, млн унций



Источник: Институт серебра, SberCIB Investment Research

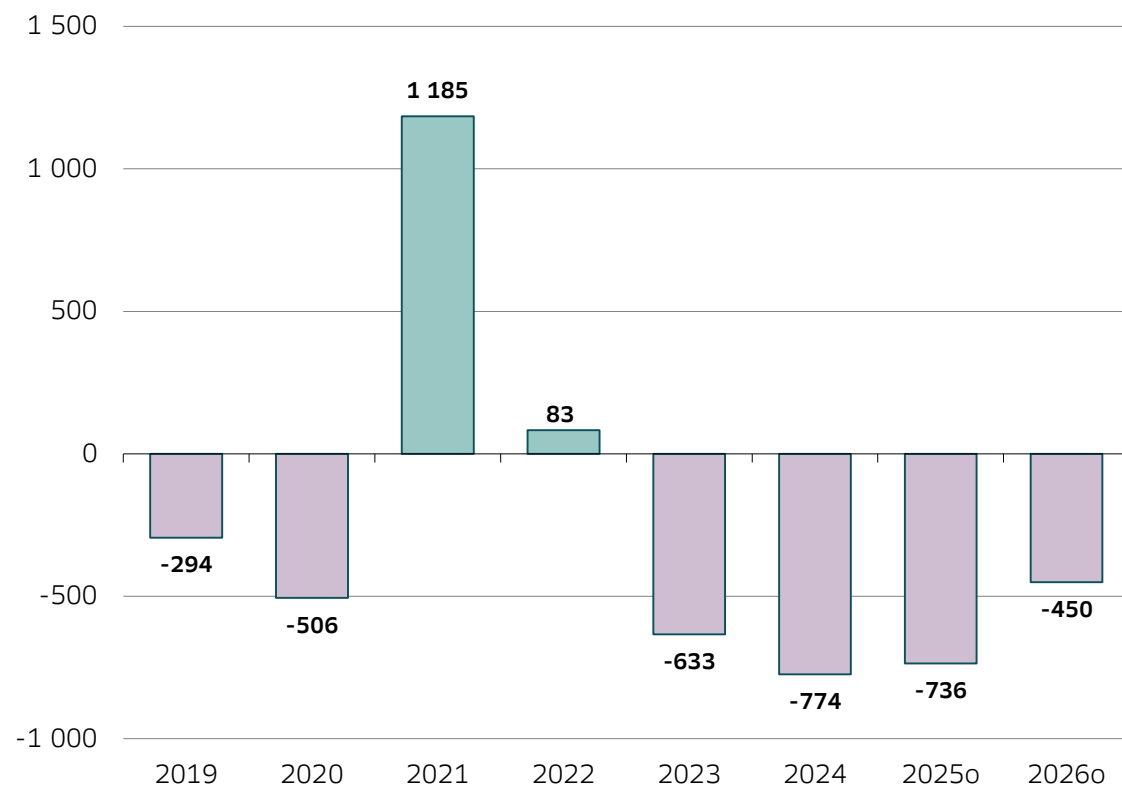
Оценки баланса спроса и предложения, млн унций



Источник: Институт серебра, SberCIB Investment Research

Дефицит на рынке поддержит котировки платины, однако рост предложения из ЮАР служит основным риском для баланса рынка.

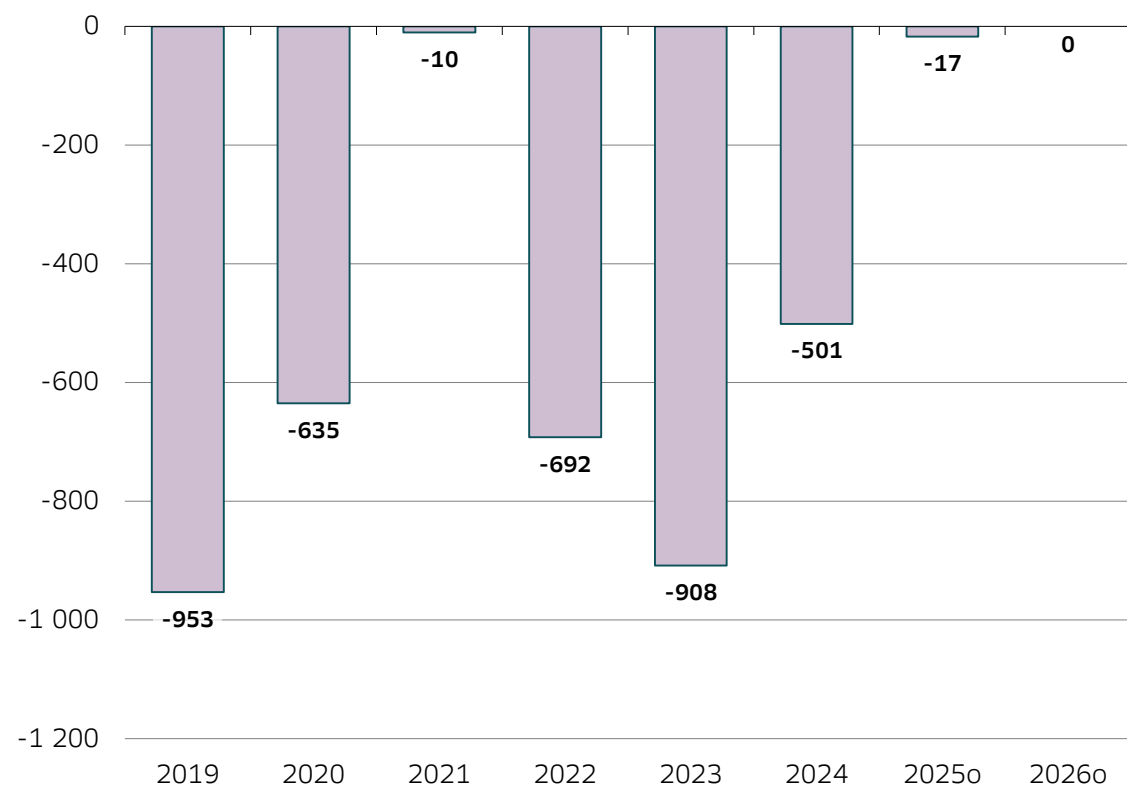
Баланс рынка платины, тыс. унций



Источник: WPIС, SberCIB Investment Research

Рынок палладия в 2026 г. может остаться почти сбалансированным, главные драйверы – гибкость предложения и снижение спроса.

Баланс рынка палладия, тыс. унций



Источник: WPIС, SberCIB Investment Research



Облигации Фиксы лучше флоутеров

Екатерина Сидорова
Игорь Рапохин
Алиса Закирова
Сергей Колесников
Радик Валиев
Александр Чэнь

- Снижение ключевой ставки приведет к дальнейшему сокращению доходностей ОФЗ.
- Ожидаем повышения спроса на ОФЗ-ПД со стороны банков ввиду сокращения отрицательного кэрри к стоимости фондирования.
- Программа заимствований Минфина на 2026 г. умеренная – 5,5 трлн руб. в валовом выражении, или 4,2 трлн руб. в чистом. Мы допускаем, что чистые заимствования составят 5,2 трлн руб., но это меньше, чем в 2025.
- Минфин традиционно делает ставку на размещение ОФЗ с фиксированным купоном и оставит флоутеры в качестве запасного инструмента.
- Снижение ключевой ставки будет способствовать уменьшению долговой нагрузки корпоративных заемщиков. Однако сужение кредитных спредов произойдет лишь к концу 2026 г. и при условии устойчивой нормализации фундаментальных показателей эмитентов.
- Потенциал сужения спредов у выпусков с рейтингами «AAA» ограничен, а у бумаг с рейтингами «AA» и «A» составляет до 50 б. п. (относительно текущих 300 б. п. и 530 б. п. соответственно).
- Основной риск – остановка снижения ставки в сочетании с повышением расходов бюджета и увеличением дефицита. В этом сценарии доходности ОФЗ со сроками погашения через 5–10 лет к концу 2026 г. могут вырасти до 16,5%.
- Рублевый облигационный портфель на 1К26 стоит составить на 65% из инструментов с фиксированным купоном и на 35% из флоутеров. По мере исчерпания эффекта от повышения НДС в 1К26, вероятно, стоит увеличивать вес «фиксов».

Прогноз доходностей ОФЗ (базовый сценарий)

	2024	2025	2026	2027	2028
Ключевая ставка	21,00%	16,00%	12,00%	10,00%	10,00%
ОФЗ 2 года	17,70%	14,00%	11,75%	10,50%	10,50%
ОФЗ 5 лет	16,20%	14,50%	12,00%	11,25%	11,25%
ОФЗ 10 лет	16,00%	14,50%	12,25%	11,75%	11,75%

Источник: SberCIB Investment Research

Программа заимствований Минфина (план Минфина)

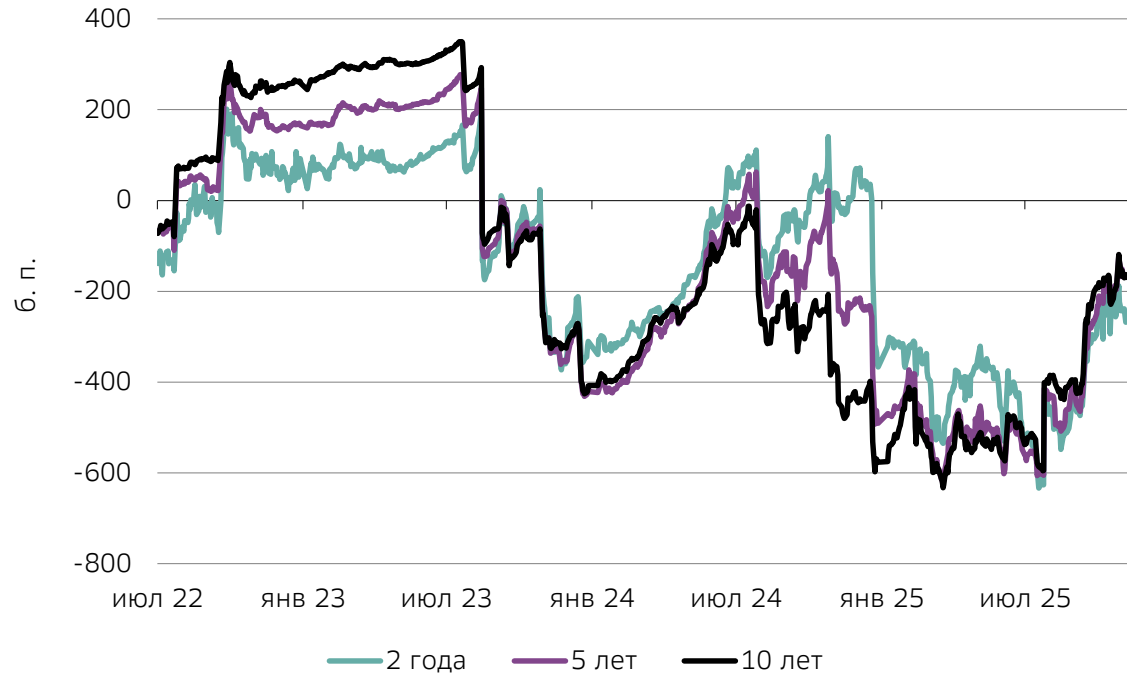


Источник: Минфин

Привлекательность ОФЗ-ПД для банков постепенно растет ...

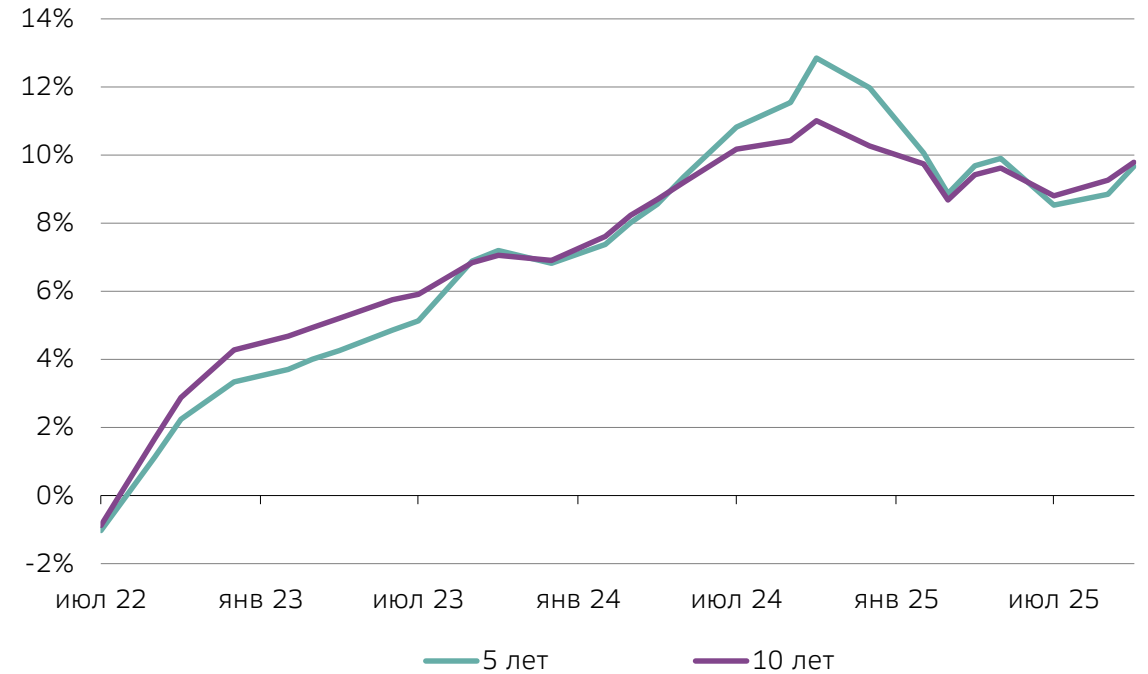
... при этом доходности остаются высокими в реальном выражении.

Спреды ОФЗ к КС



Источник: SberCIB Investment Research, Мосбиржа

Доходности ОФЗ в реальном выражении



Примечание. В качестве ожидаемой инфляции использованы результаты регулярных опросов ЦБ среди аналитиков. На основе их прогнозов мы составляем индекс инфляционных ожиданий на ближайший год.

Источник: SberCIB Investment Research, Банк России

- За год юаневые бонды могут принести в базовом сценарии в юанях 6,4% (в рублях – 40%). Ослабление рубля и укрепление юаня к доллару (на фоне снижения ставки ФРС) компенсируют рост доходностей.
- Доходности корпоративных юаневых облигаций вырастут на 50–100 б.п. до 7,5–10%, что произойдет, на наш взгляд, за счет повышения ставок на денежном рынке (до 3–5%), ослабления рубля и увеличения предложения на первичном рынке.
- Мы ожидаем рост ставки денежного рынка RUSFARCNY O/N до 3–5% на горизонте одного года. Это может произойти из-за снижения цен на нефть (увеличения дисконтов) и сокращения продаж юаней ЦБ РФ (в рамках зеркалирования ФНБ).
- Инвесторы, желающие увеличить позиции в юаневых бумагах, могут рассмотреть покупку на первичном рынке из-за премий ко вторичному рынку. Однако следует учитывать, что ликвидность юаневых корпоративных облигаций низкая по сравнению с долларowymi.
- Увеличению ликвидности юаневого сегмента в РФ может способствовать продолжение размещения юаневых ОФЗ Минфином РФ в 2026 г. – их объем в обращении может достигнуть 30–40 млрд юаней.

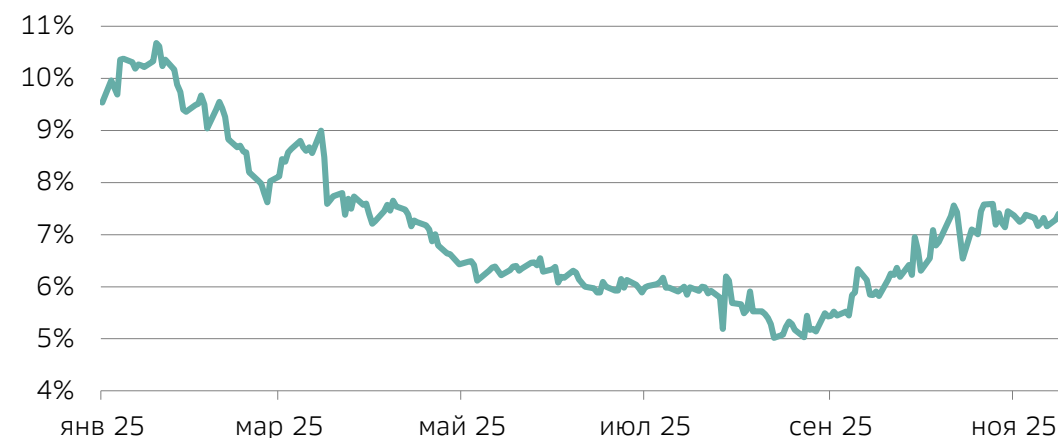
Рекомендации по юаневым бондам на российском рынке

Выпуск	ISIN	Дата погашения/оферты	Дюрация, лет	Цена, %	Доходность к погашению/оферте
RU000A10C0X3	Эн+ Гидро, 001PC-07*	8 июл 2026	0,59	101,1	7,0%
RU000A10D301	Эн+ Гидро, 001PC-08	6 апр 2027	1,28	100,3	7,9%
RU000A10B347	Акрон, БО-001P-07	4 мар 2027	0,88	103,3	6,7%
RU000A10BU23	ГМК Норильский никель, БО-001P-11-CNY*	19 ноя 2026	0,94	100,9	6,0%
RU000A10CP52	Газпром Капитал, БО-003P-19	30 авг 2027	1,66	99,5	6,8%
RU000A1054W1	Полюс, ПБО-02	24 авг 2027	1,69	95,0	6,7%

* указаны значения к оферте

Источник: SberCIB Investment Research

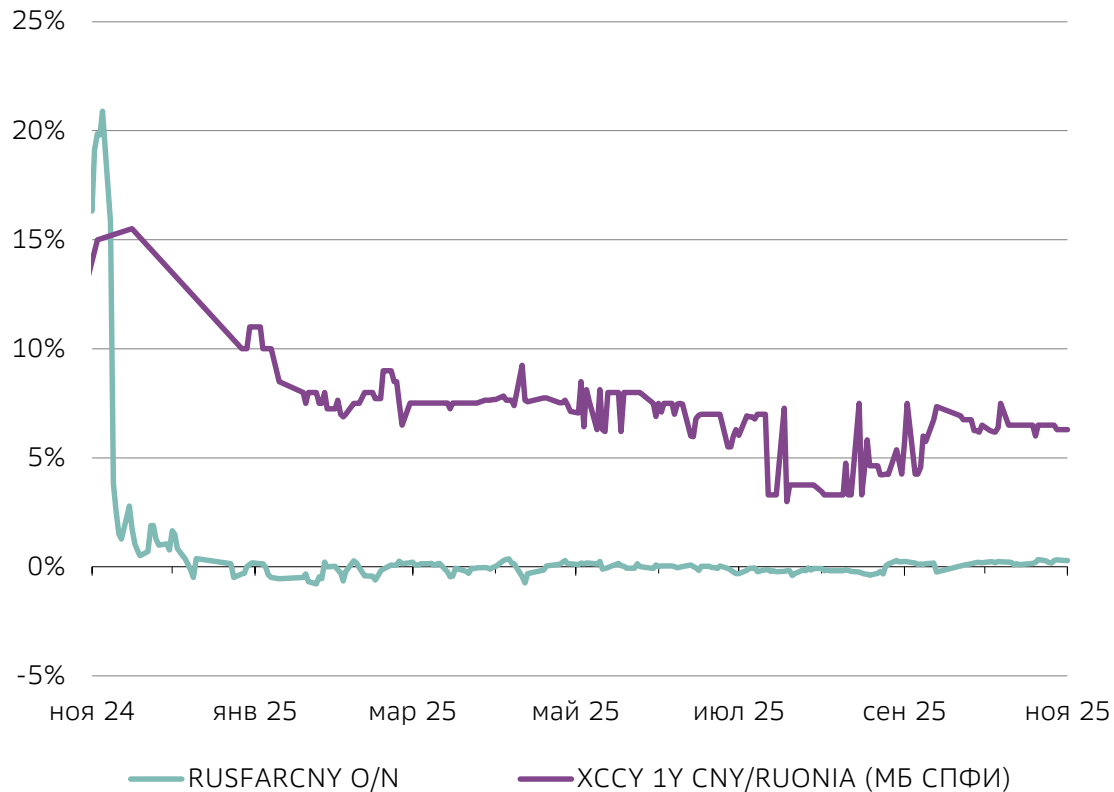
Индекс доходностей юаневых облигаций на рынке РФ



Источник: Cbonds

Ожидаем роста ставки RUSFARCNY O/N до 3–5% на горизонте одного года, что окажет умеренное давление на котировки валютных облигаций.

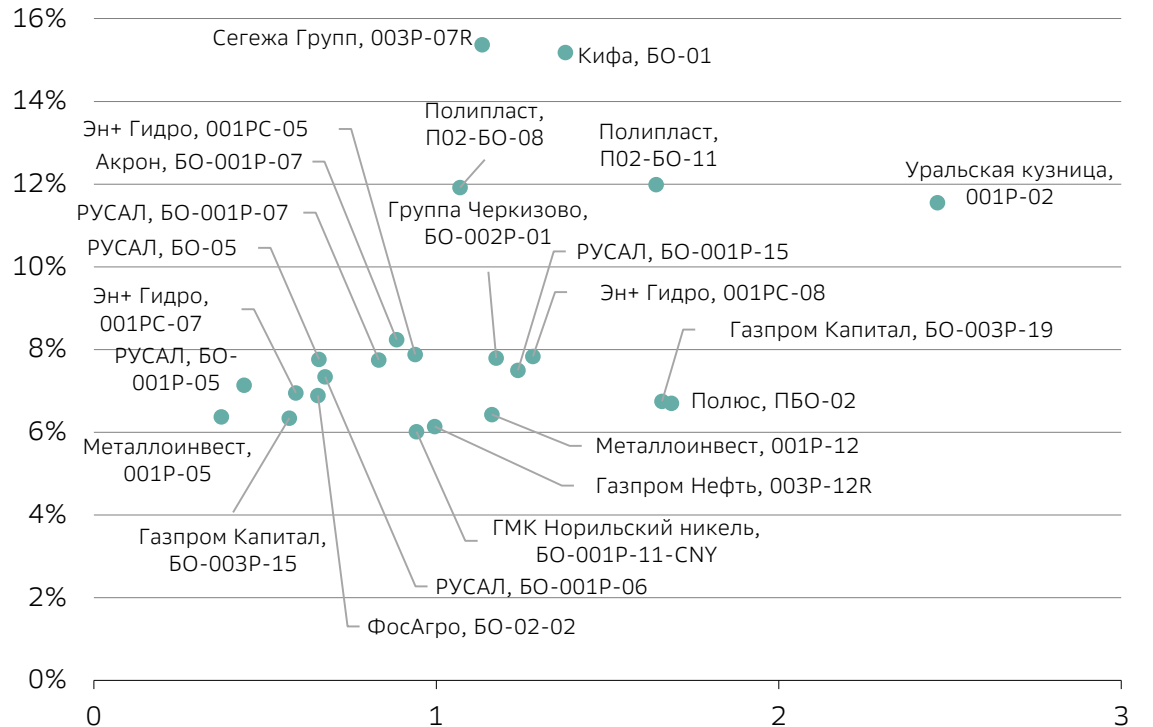
Юаневые ставки на российском денежном рынке



Источник: МосБиржа

Мы ожидаем повышения доходностей юаневых облигаций на 50–100 б. п. до 7,5–10%. Тем не менее совокупный доход в рублях составит 40% при ослаблении российской валюты до 14,7 за юань.

Карта доходностей юаневых облигаций



Источник: МосБиржа

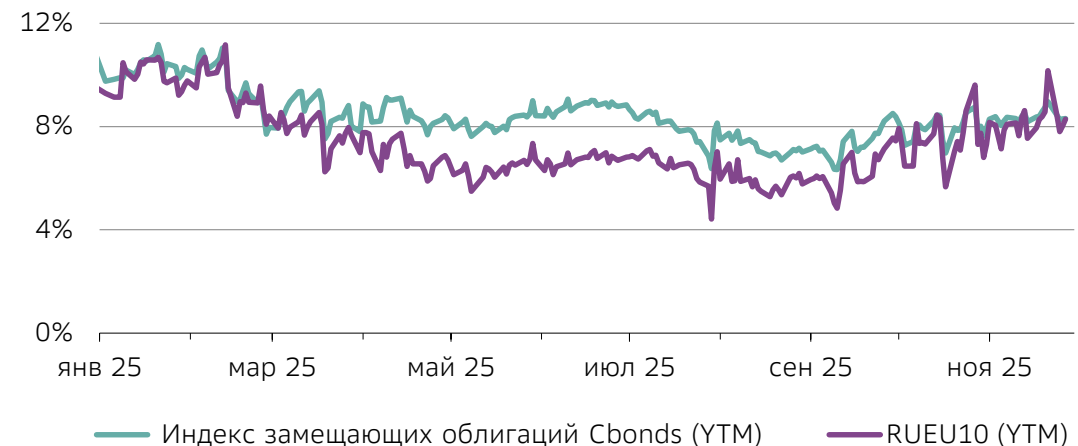
- Доходности облигаций в USD и EUR в 2026 г. останутся на текущих уровнях, но совокупный доход в рублях может составить около 30% (в базовом сценарии мы ожидаем ослабления рубля к доллару до 100). Позитивным фактором для этого сегмента рынка будет ожидаемое снижение доходностей ОФЗ, но его влияние будет компенсировано ослаблением рубля и ростом юаневых ставок.
- Как и в 2025 г., снижение доходности валютных облигаций будут сдерживать новые размещения в долларах компаниями. При сохранении повышенных рублевых ставок и закрытых внешних рынков валовой объем размещений валютных корпоративных облигаций может составить \$10-15 млрд (в 2025 – \$13 млрд). Объем погашений – \$8-10 млрд.
- Основная часть наших рекомендаций связана с долларовыми облигациями, несмотря на ожидаемое нами постепенное ослабление доллара к евро до конца 2026. Это связано с большей ликвидностью долларовых бумаг и их более широким выбором.
- Мы предпочитаем валютные облигации компаний с низким кредитным риском и рекомендуем участвовать в первичных размещениях таких выпусков при наличии премии ко вторичному рынку.

Рекомендации локальных облигаций в долларах и евро

Выпуск	Валюта	Купон, % годовых	Дата погашения/оферты	Дюрация, лет	Цена, % от номинала	Доходность к погашению/оферте, % годовых
ЕвразХолдинг Финанс, 003P-03	USD	9,50%	8 мар 27	1,2	102,4	7,77%
Газпром Капитал, БО-001P-12	EUR	7,75%	29 апр 28	2,2	100,3	7,80%
Акрон, БО-001P-09	USD	7,75%	12 ноя 29	2,8	101,5	7,27%
Газпром Капитал, БО-003P-14	USD	7,25%	8 май 29	3,1	100,2	7,43%
Атомэнергопром, 001P-06	USD	7,20%	13 июл 29	3,2	100,0	7,30%
ГМК Норникель, БО-001P-14-USD	USD	6,40%	26 авг 29	3,3	97,8	7,39%
НОВАТЭК, 001P-05	USD	7,00%	11 янв 30	3,6	98,8	7,56%
НОВАТЭК, 001P-04	USD	7,50%	29 май 30	3,8	101,0	7,48%
Газпром, ЗОЗ0-1-Д	USD	3,25%	25 фев 30	4,0	84,3	7,68%
СИБУР Холдинг, 001P-08	USD	6,65%	8 авг 30	4,0	98,3	7,36%

Источник: SberCIB Investment Research

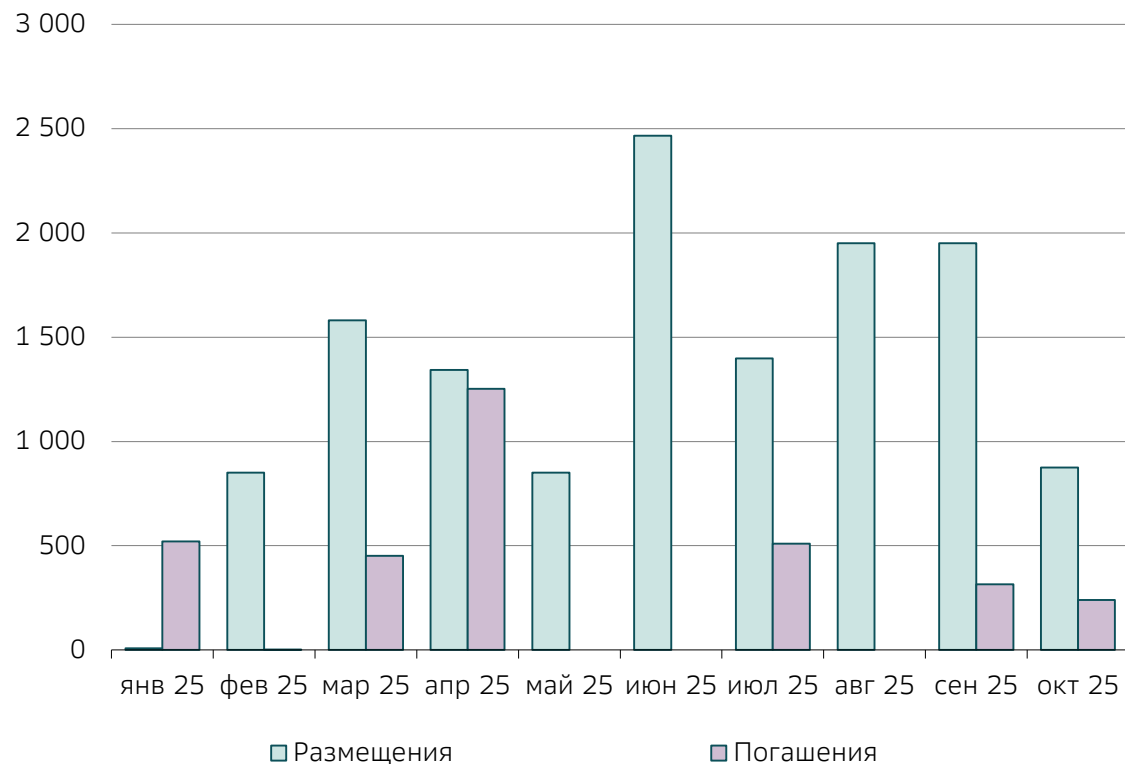
Динамика доходностей облигаций в долларах



Источник: Cbonds, SberCIB Investment Research

Объем размещений облигаций в долларах и евро в 2026 г. может составить \$10-15 млрд, погашений - \$8-10 млрд.

Размещения и погашения локальных облигаций в долларах и евро с начала 2025 г., \$ млн

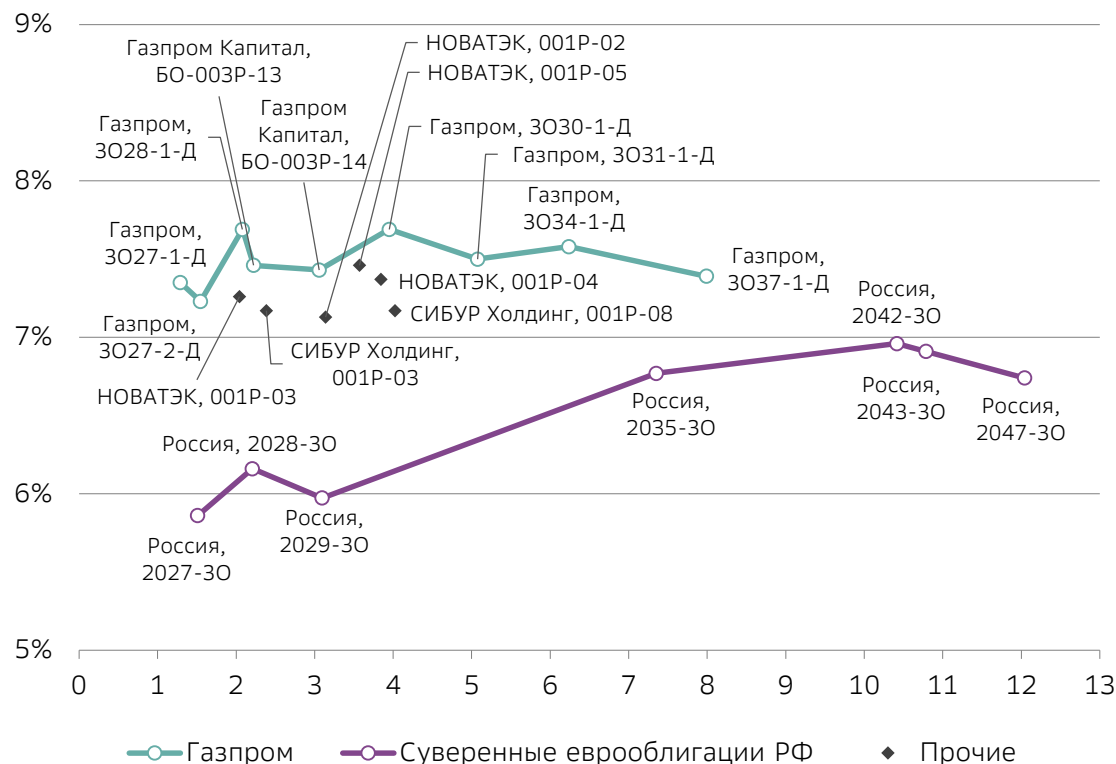


Примечание: Учтены все локальные выпуски облигаций в долларах и евро, кроме выпусков, где эмитентом является СФО.

Источник: Cbonds, SberCIB Investment Research

Мы ожидаем, что доходности останутся около текущих уровней. Совокупный доход за год может составить около 40%.

Облигации нефтегазового сектора, номинированные в долларах



Источник: МосБиржа

	Маржа дисконтирования на закрытие 27 ноября	Целевой уровень	Комментарий
Рублевые облигации с переменным купоном			
ОФЗ 29016, 29020, 29015	50 б. п.	Совокупный доход за год 16,1%	В портфеле стоит поддерживать существенную долю (35% от портфеля рублевых облигаций) флоутеров в целях хеджирования от риск-сценария продолжительного сохранения высокой ключевой ставки. Он может реализоваться, например, в случае ухудшения геополитического фона, а также если бюджетные расходы в 2026 году значительно превысят плановый уровень.
ЕвразХолдинг Финанс, 003P-01	152 б. п.		
МКПАО Яндекс, 001P-01	111 б. п.		
МегаФон, БО-002P-07	119 б. п.		
Ростелеком, 001P-21R	158 б. п.		
Россети, 001P-13R	120 б. п.		
МТС, 002P-05	210 б. п.		
ПАО Газпром Нефть, 003P-07R	175 б. п.		
Металлоинвест, 002P-01	174 б. п.	Совокупный доход за год 17,8%	
Газпром, 07	156 б. п.		
АЛРОСА, 001P-01	124 б. п.		
ГМК Норильский никель, БО-001P-07	134 б. п.		
РЖД, 001P-32R	163 б. п.		
Акрон, БО-001P-06	114 б. п.		
Новабев Групп, БО-П07	156 б. п.		
ТрансКонтейнер, П02-01	202 б. п.		
Городской супермаркет (Азбука Вкуса), БО-П03*	141 б. п.		
ФосАгро, БО-П02	99 б. п.		

Примечание: для флоутеров указаны значения маржи дисконтирования, а для прочих облигаций – доходность до погашения/к оферте.

Примечание: все данные приведены по состоянию на закрытие торгов 27.11.25, если не указано иное. Цены рыночные. Не является индивидуальной инвестиционной рекомендацией.

Источник: SberCIB Investment Research

	Доходность до погашения/оферты на закрытие 27 ноября	Целевой уровень	Комментарий
Рублевые облигации с фиксированным купоном			
ОФЗ-26245	14,81%	Совокупный доход за год 27%	Мы рекомендуем покупать 6–11-летние ОФЗ-ПД: предложение новых ОФЗ на этом участке кривой в ближайшие годы будет меньше, чем в сегменте 15–20 лет.
ОФЗ-26246	14,80%		
ОФЗ-26252	14,97%		
Газпром капитал ООО БО-001Р-05	15,32%		
Ростелеком ПАО 001Р-17R	15,26%		
Славнефть БО 002Р-04	15,62%		
ЕвразХолдинг Финанс 003Р-04	16,22%		
МКПАО ЯНДЕКС 001Р-02	15,03%		
РЖД БО 001Р-41R	15,68%		
РЖД БО 001Р-43R	15,58%		
Атомэнергопром АО 001Р-08	15,49%		
Газпром нефть БО 003Р-15R	15,61%		
Белуга Групп 002Р БО-П05	16,83%		
ИКС 5 ФИНАНС 003Р-03	15,60%		
Мобильные ТелеСистемы 001Р-29	15,67%		
Мобильные ТелеСистемы 002Р-12	15,82%		
Селектел 001Р-03R	16,80%		
Селектел 001Р-06R	16,18%		

Примечание: для флоутеров указаны значения маржи дисконтирования, а для прочих облигаций – доходность до погашения/к оферте.

Примечание: все данные приведены по состоянию на закрытие торгов 27.11.25, если не указано иное. Цены рыночные. Не является индивидуальной инвестиционной рекомендацией.

Источник: SberCIB Investment Research

	Доходность до погашения/оферты на закрытие 27 ноября	Целевой уровень	Комментарий
Облигации в долларах, евро и юанях			
ЕвразХолдинг Финанс 003P-03	7,77%	Совокупный доход за год 36-43% (включая совокупный доход от ослабления рубля 29-36%)	Доходности облигаций в долларах и евро, скорее всего, будут стабильными в 2026 году. Инвесторам стоит держать их в портфеле в целях защиты от ожидаемого нами ослабления рубля. Мы допускаем, что доходности корпоративных юаневых облигаций вырастут на 50–100 б.п. до 7,5–10%. Однако ослабление рубля и укрепление юаня к доллару (на фоне снижения ставки ФРС) компенсируют рост доходностей.
Газпром Капитал БО-001P-12	7,80%		
Газпром Капитал БО-003P-14	7,43%		
Газпром капитал ЗОЗ0-1-Д	7,68%		
Атомэнергопром 001P-06	7,30%		
ГМК Норильский никель БО-001P-14-USD	7,39%		
Акрон БО-001P-09	7,27%		
НОВАТЭК 001P-05	7,56%		
НОВАТЭК 001P-04	7,48%		
СИБУР Холдинг 001P-08	7,36%		
ГМК Норильский никель, БО-001P-11-CNY*	6,02%		
Полюс, ПБО-02	6,71%		
Эн+ Гидро, 001PC-07*	6,98%		
Эн+ Гидро, 001PC-08	7,92%		
Газпром Капитал, БО-003P-19	6,75%		
Акрон, БО-001P-07	6,74%		

Примечание: для флоутеров указаны значения маржи дисконтирования, а для прочих облигаций – доходность до погашения/к оферте.

Примечание: все данные приведены по состоянию на закрытие торгов 27.11.25, если не указано иное. Цены рыночные. Не является индивидуальной инвестиционной рекомендацией.

Источник: SberCIB Investment Research

- В случае перемирия инвесторы будут учитывать в котировках ОФЗ снижение долгосрочных инфляционных и бюджетных рисков, а также более низкие потребности в заимствованиях. Таким образом, **наибольший эффект проявится в долгосрочных ОФЗ**.
- Инвесторам стоит покупать все долгосрочные ОФЗ (погашение через 10 лет и более), в особенности 10-летние выпуски, которые традиционно были особенно привлекательны для нерезидентов.
- Возможен приток нерезидентов на рынок ОФЗ на фоне высоких реальных доходностей, однако их доля вряд ли превысит 5-10%. За 10M25 приток нерезидентов в ОФЗ составил 165 млрд руб., рыночная доля 3,9%.
- Доходности 10-летних выпусков могут снизиться до 10%. Этот уровень соответствует снижению КС до 9% в 2027 году и среднему историческому спреду 50 б. п. между 10- и 2-летними ОФЗ, характерному для периода с участием нерезидентов на рынке.

**Спред ОФЗ 10 лет – 2 года
(период с участием нерезидентов на рынке)**



Источник: SberCIB Investment Research



Российский рынок акций

Основной фактор – геополитика

Андрей Крылов
Ренат Хайрулин

Рынок акций находится под давлением:

- низкая оценка P/E на фоне высокой КС;
- низкий EPS из-за крепкого рубля и санкций на нефтегазовый сектор (дисконт Юралз расширился с \$12-13 в октябре до \$20 и выше в ноябре).

1П26 – доходность акций останется на уровне денежного рынка (без учета возможного прогресса в геополитике):

- постепенное снижение дисконта Юралз;
- догоняющее ослабление рубля;
- КС – 16% в 1К26, 14% в 2К26.

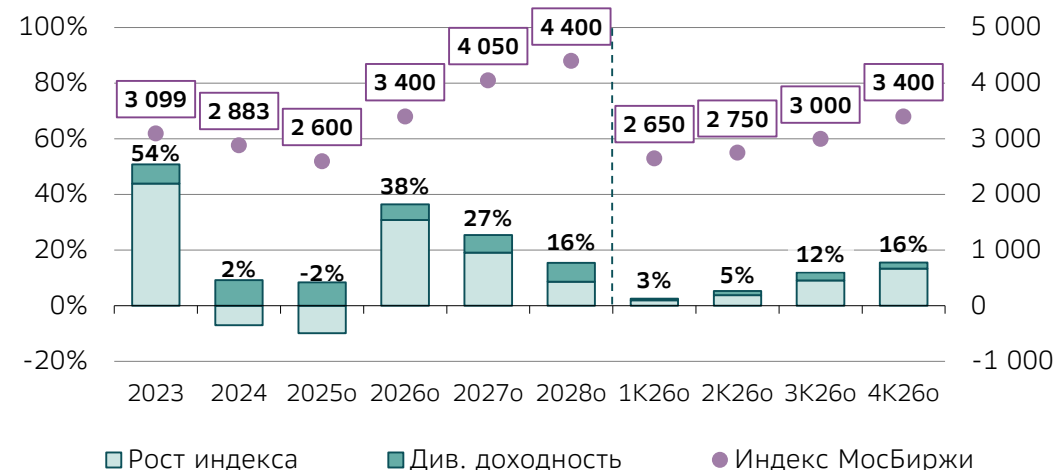
2П26 и далее – опережающий рост рынка акций:

- снижение дисконта Юралз до \$10-12/барр. к концу года;
- ослабление рубля до 100 за доллар к концу года;
- снижение КС до 12% к концу года.

Риски:

- более ранний рост рынка акций при прогрессе в геополитике, быстром снижении дисконта на нефть;
- Более слабый рост акций на горизонте года, если будут более крепкий курс, ограниченное снижение КС, ужесточение санкций, более медленное снижение дисконта Юралз.

Полная доходность индекса МосБиржи



Источник: SberCIB Investment Research, МосБиржа

Прогнозы показателей: базовый сценарий

	2026o	2027o	2028o
Индекс МосБиржи	3 400	4 050	4 400
Рост индекса	31%	19%	9%
Дивидендная доходность	7%	7%	7%
Индекс МосБиржи полной доходности	9 600	12 150	14 100
Полная доходность индекса	38%	26%	16%
Реальная доходность индекса	33%	22%	12%
Доходность 5-летних ОФЗ	12,0%	11,3%	11,3%
USD/RUB, на конец периода	100	102	105
Цена Юралз, среднее за период, \$/барр.	45	55	60
P/E индекса МосБиржи	4,9	5,1	5,2
EPS индекса МосБиржи	565	700	795
DPS индекса МосБиржи	188	251	301

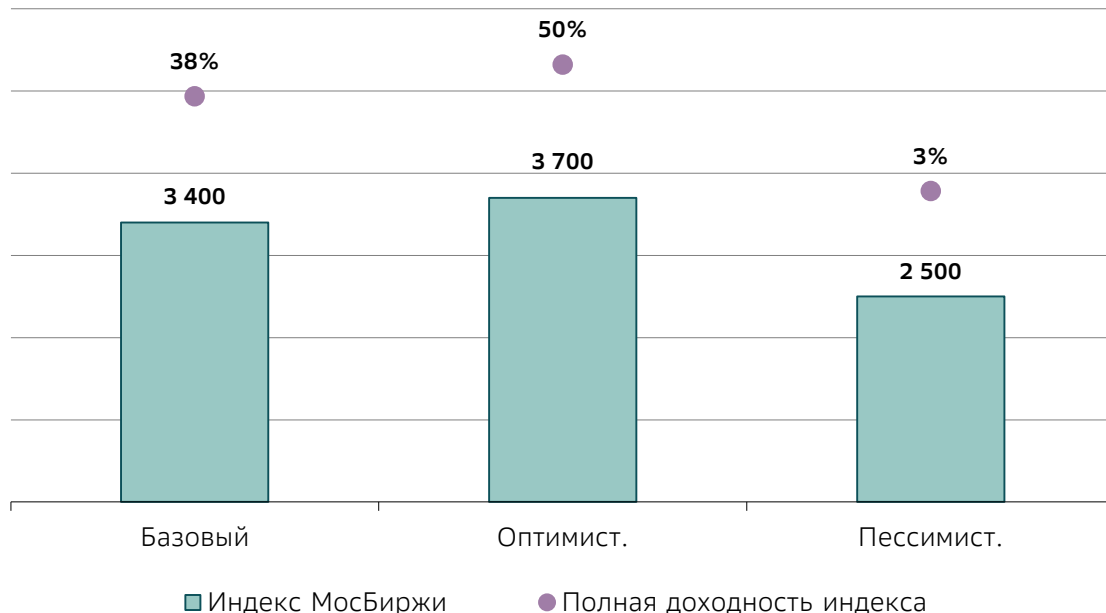
Примечание: рост индекса и доходность в 2026 году рассчитаны исходя из уровня 2620 пунктов на закрытие рынка 27.11.2025.

Источник: SberCIB Investment Research, МосБиржа

Динамика рынка будет определяться масштабом и темпом ослабления санкций. Список бенефициаров – в начале этого обзора.

Участники рынка будут оценивать вероятность более быстрого снижения КС на фоне снижения инфляционных рисков, а также перспективы дисконта на российскую нефть.

Прогноз индекса МосБиржи: сценарии на 2026



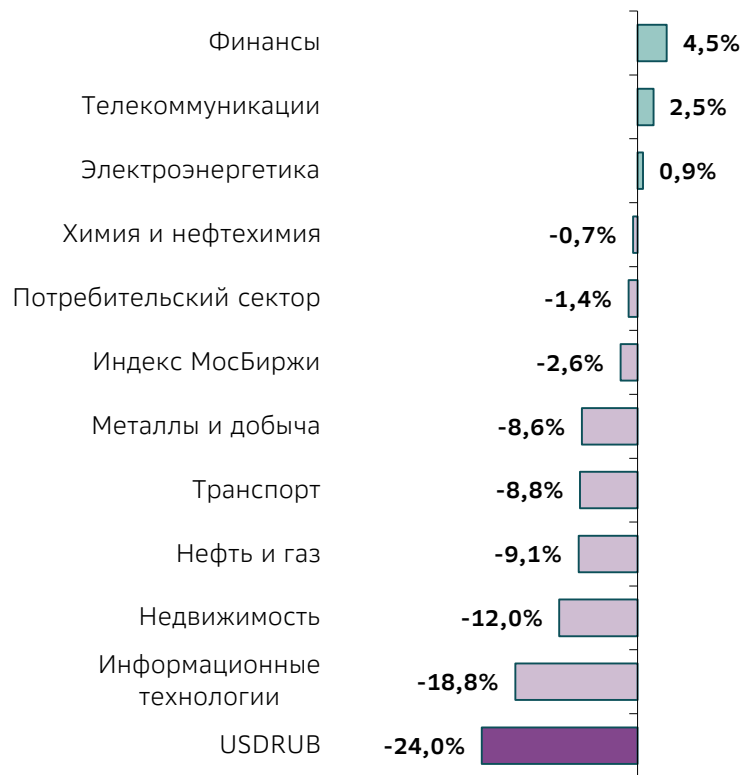
Источник: SberCIB Investment Research, МосБиржа

Прогнозы показателей: сценарии на 2026

	Базовый	Оптимист.	Пессимист.
Индекс МосБиржи	3 400	3 700	2 500
<i>Рост индекса</i>	31%	42%	-4%
<i>Дивидендная доходность</i>	7%	7%	7%
Индекс МосБиржи полной доходности	9 600	10 400	7 200
<i>Полная доходность индекса</i>	38%	50%	3%
<i>Реальная доходность индекса</i>	33%	45%	-3%
Доходность 5-летних ОФЗ	12,0%	10,5%	16,5%
USD/RUB, среднее за период	92,0	85,0	85,0
Цена Юралз, среднее за период, \$/барр.	45,0	49,3	45,0
P/E индекса МосБиржи	4,9	5,9	3,8

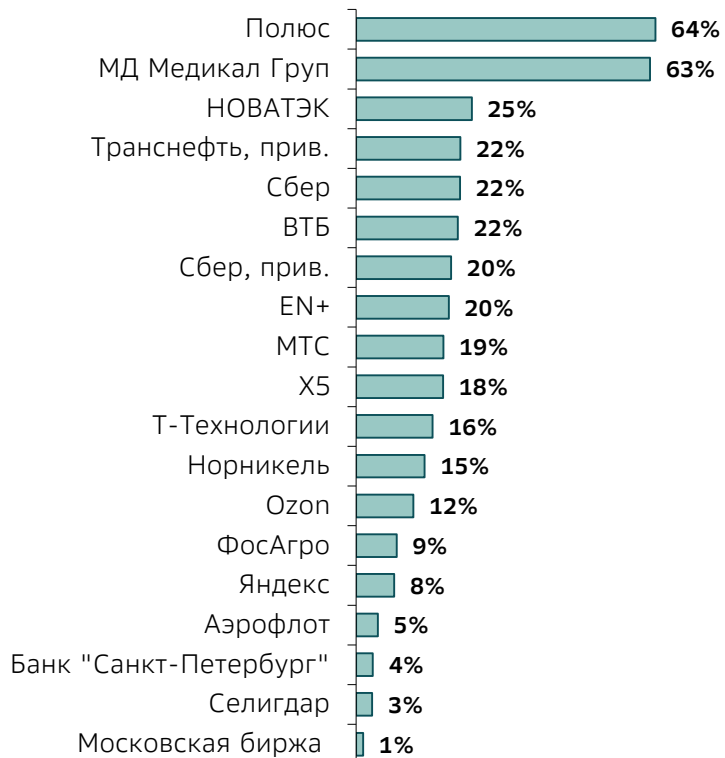
Источник: SberCIB Investment Research, МосБиржа

Полная доходность по секторам, %



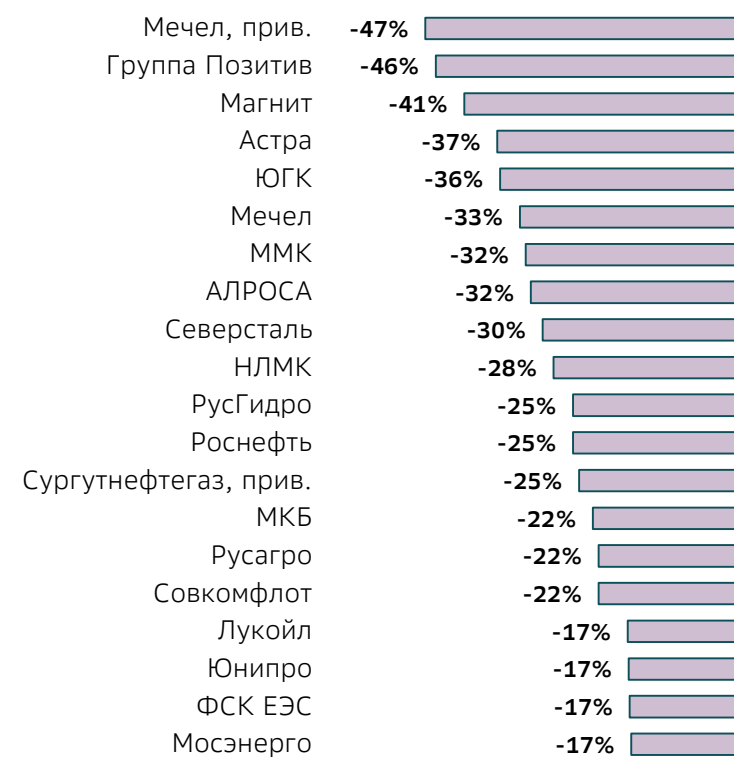
Примечание: среди наиболее ликвидных акций
 Источник: SberCIB Investment Research

Лучшие 20 акций по полной доходности, %



Примечание: среди наиболее ликвидных акций
 Источник: SberCIB Investment Research

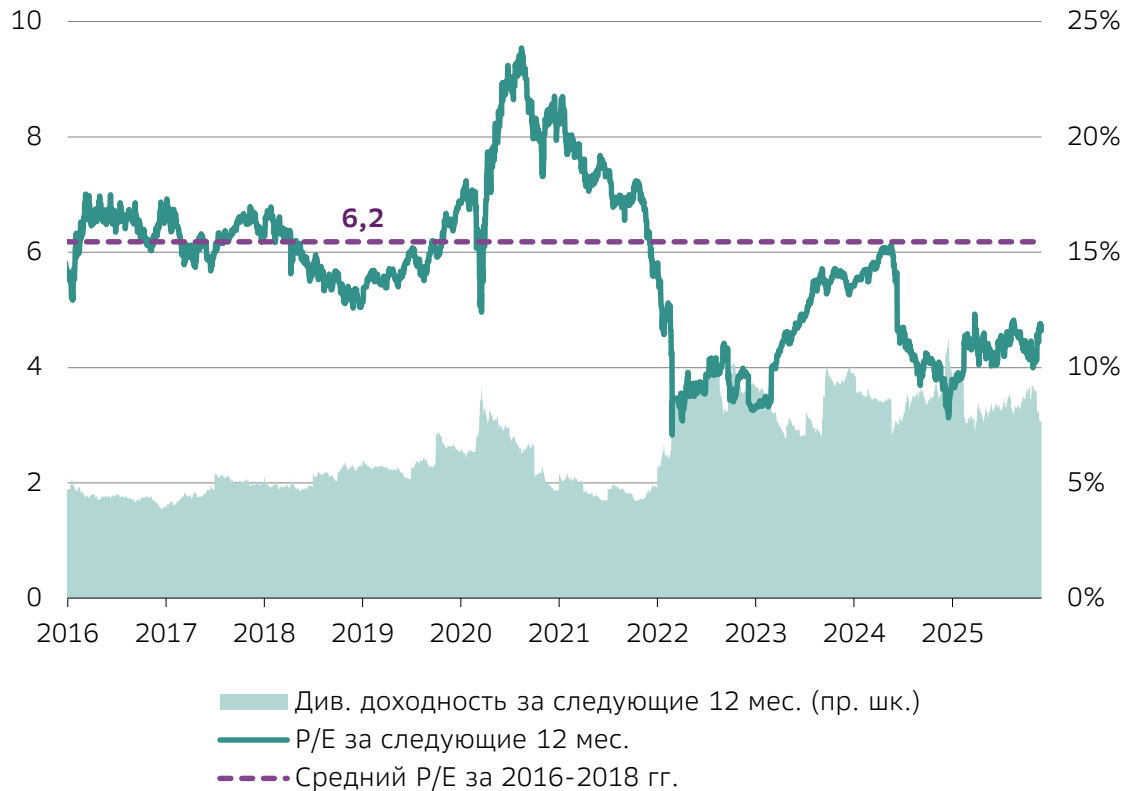
Худшие 20 акций по полной доходности, %



Примечание: среди наиболее ликвидных акций
 Источник: SberCIB Investment Research

Мультипликатор P/E – 4,7, примерно на 25% ниже исторического среднего.

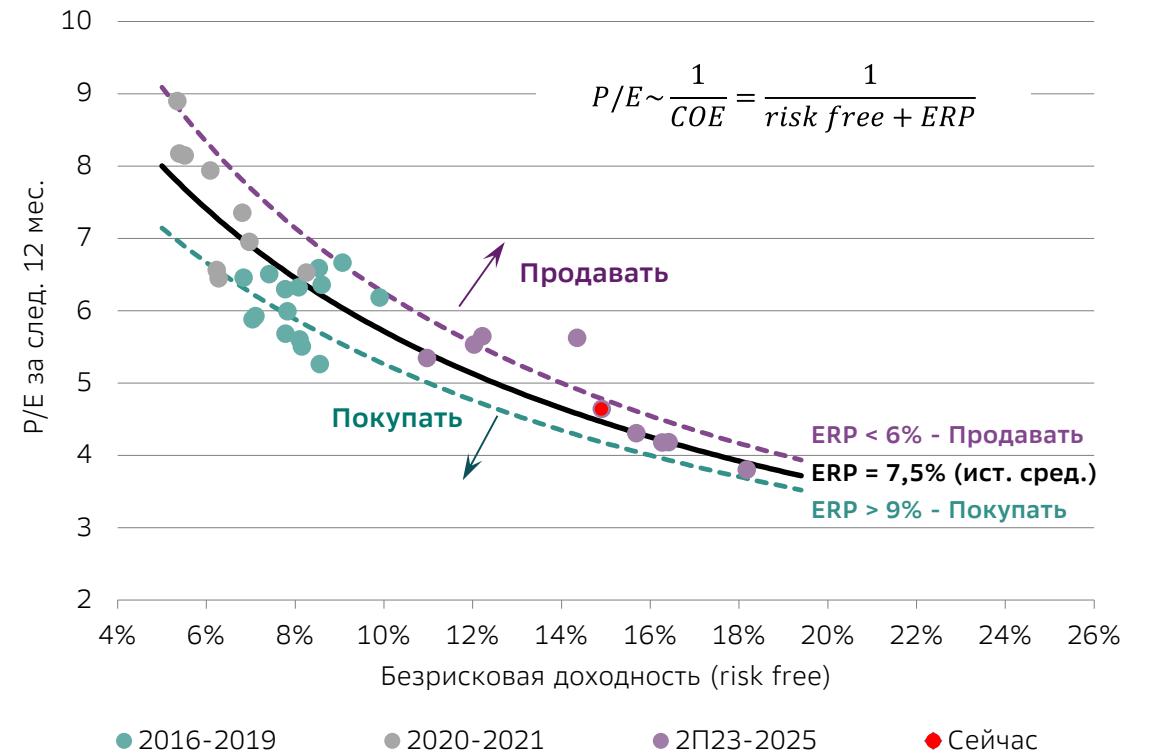
P/E и дивидендная доходность



Источник: SberCIB Investment Research, МосБиржа

Мы прогнозируем, что к концу 2026 мультипликатор P/E вырастет до 4,9 на фоне снижения КС до 12%.

Зависимость P/E от безрисковой доходности

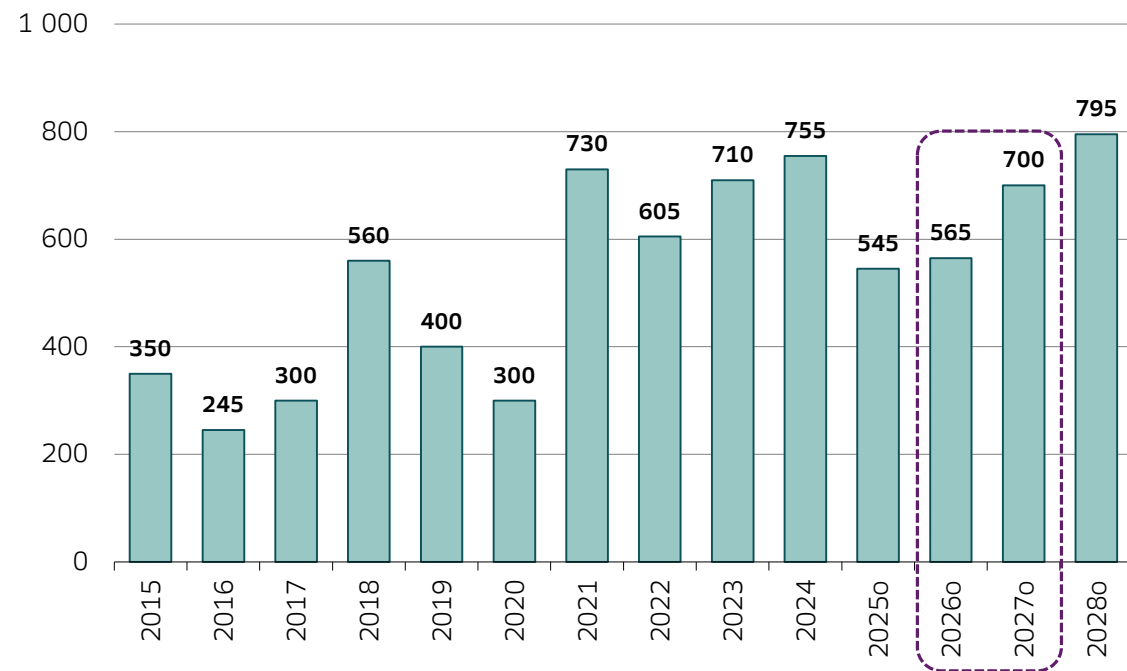


Источник: SberCIB Investment Research, МосБиржа

В 2026 г. EPS останется слабым. Однако ближе к ЗК26 рынок начнет учитывать ожидаемое восстановление в 2027.

Росту EPS будут способствовать снижение дисконта на нефть и ослабление рубля.

EPS индекса МосБиржи



Источник: SberCIB Investment Research, МосБиржа

Чувствительность EPS 2026 к курсу рубля и цене Юралз

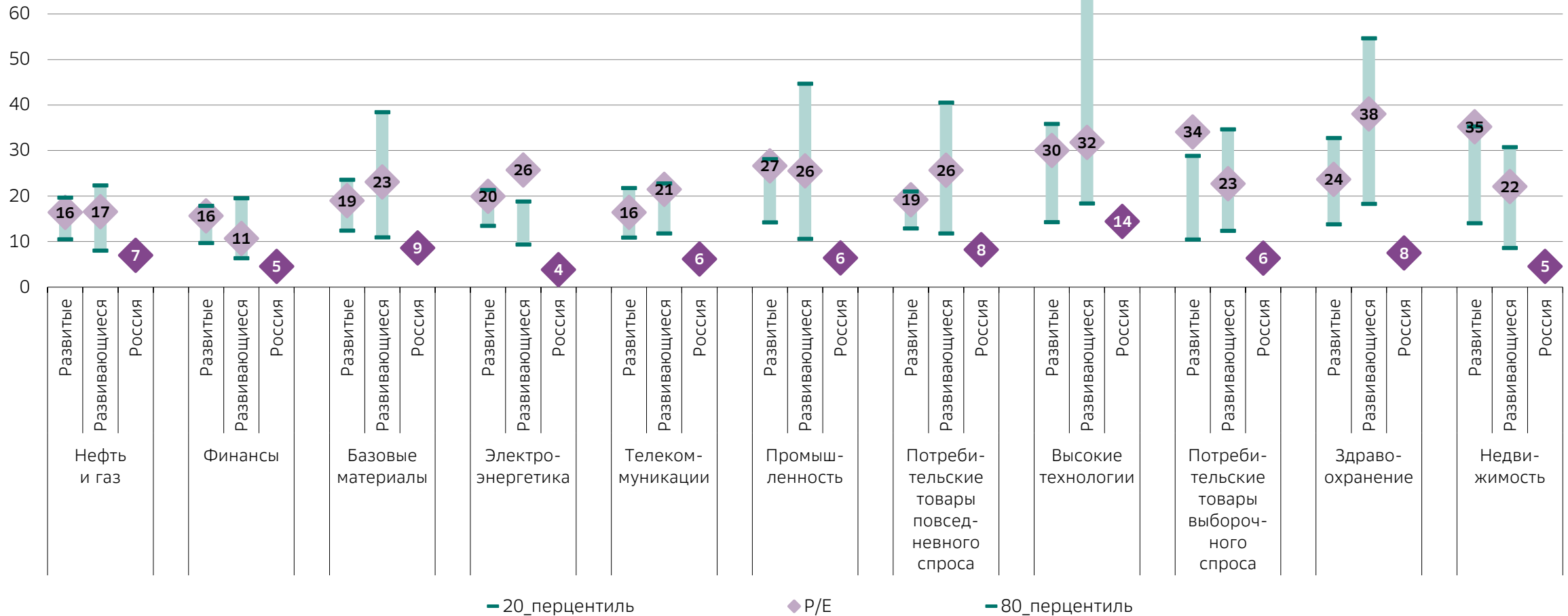
	Средний курс USD/RUB						
	75,0	80,0	85,0	90,0	95,0	100,0	105,0
40,0	433	458	484	509	534	560	585
45,0	472	499	527	555	582	610	637
50,0	511	540	570	600	630	660	690
55,0	549	582	614	646	678	710	742
60,0	588	623	657	691	726	760	795
65,0	627	664	700	737	774	810	847
70,0	666	705	744	783	822	860	899
75,0	705	746	787	828	869	911	952

Базовый сценарий на 2026 год:

EPS – 565, Юралз – \$45/барр., средний курс USD/RUB – 92

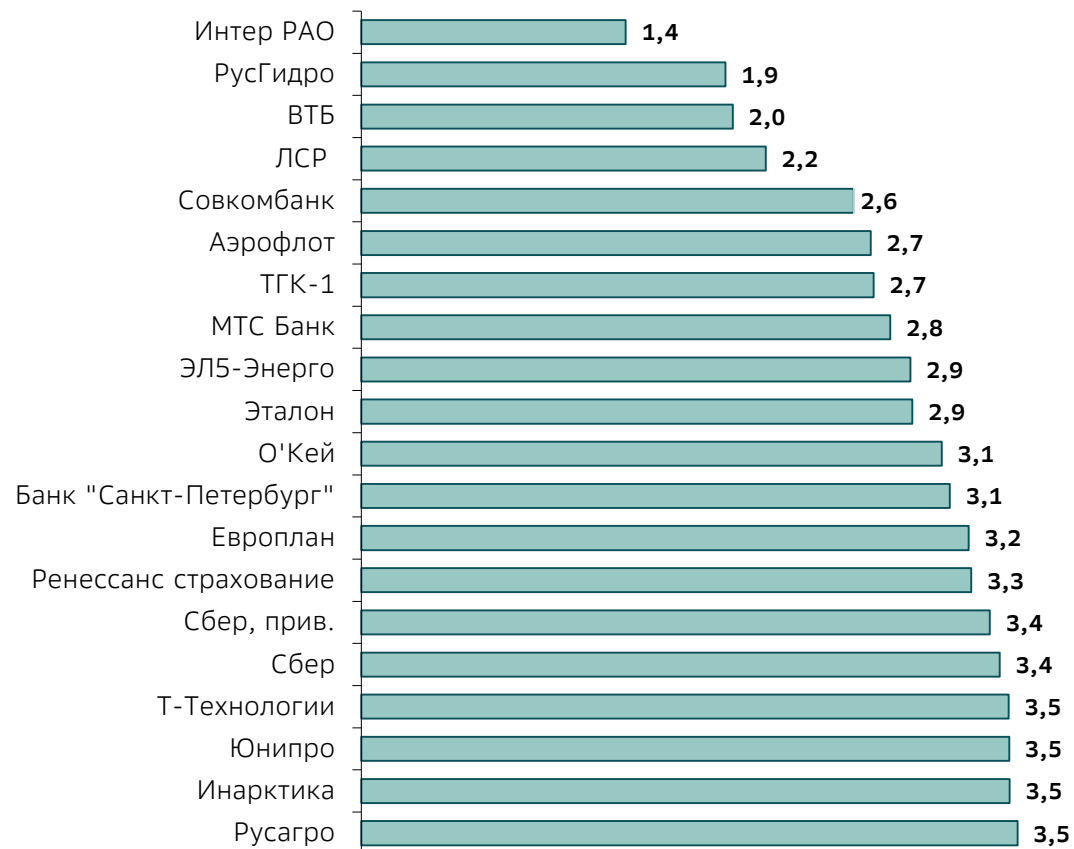
Источник: SberCIB Investment Research, МосБиржа

Мультипликатор P/E по секторам и страновым группам



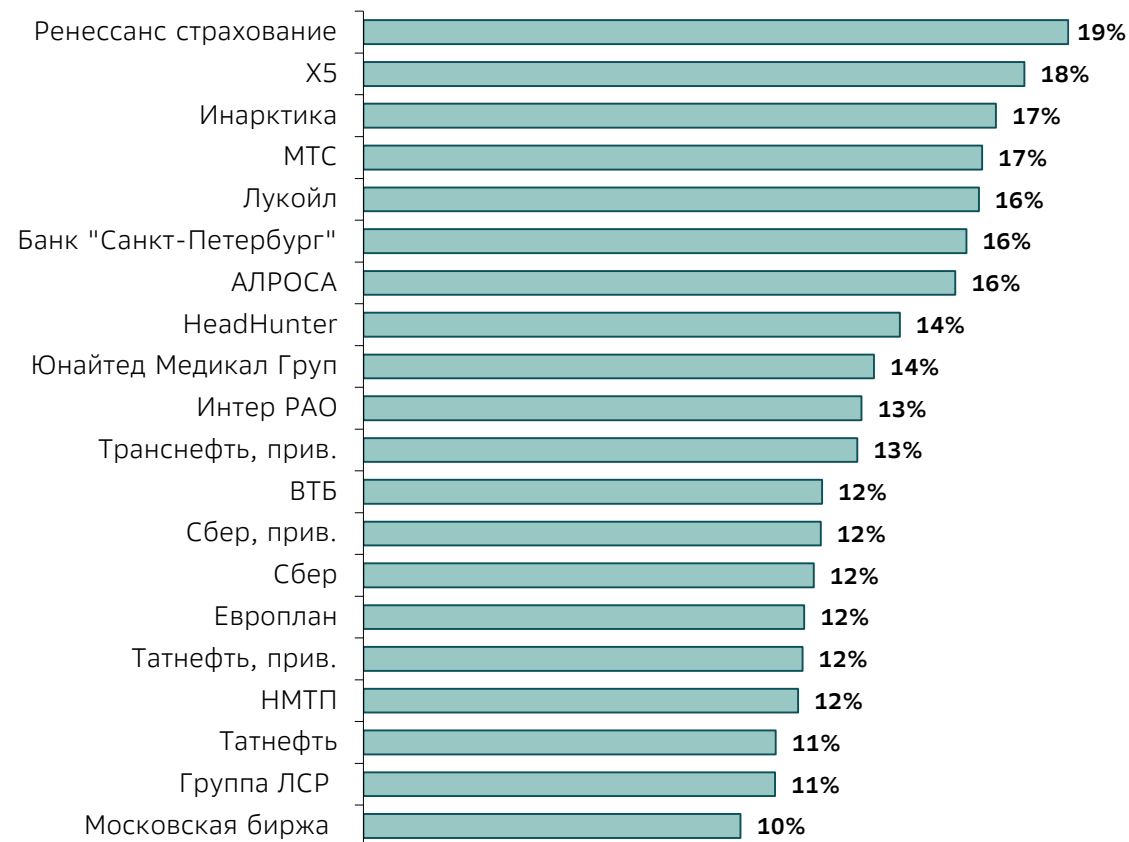
Примечание: P/E взвешен по рыночной капитализации, перцентили P/E без учета капитализации
 Источник: SberCIB Investment Research, Investing.com

Наиболее дешевые по P/E 2026



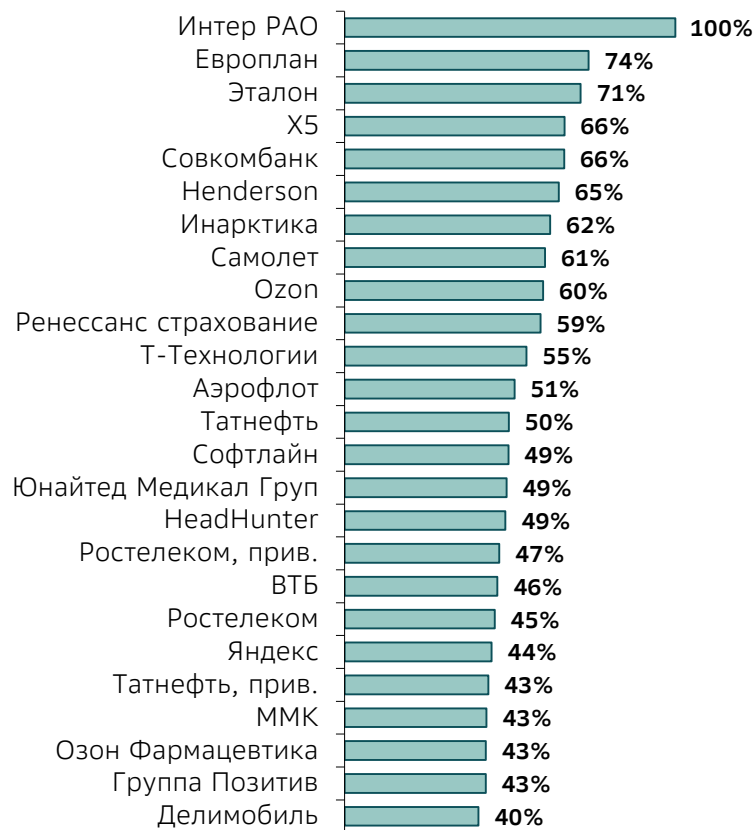
Примечание: Сбер на основе консенсуса
 Источник: SberCIB Investment Research, СПБМТСБ

Лидеры по дивидендной доходности в 2026, %

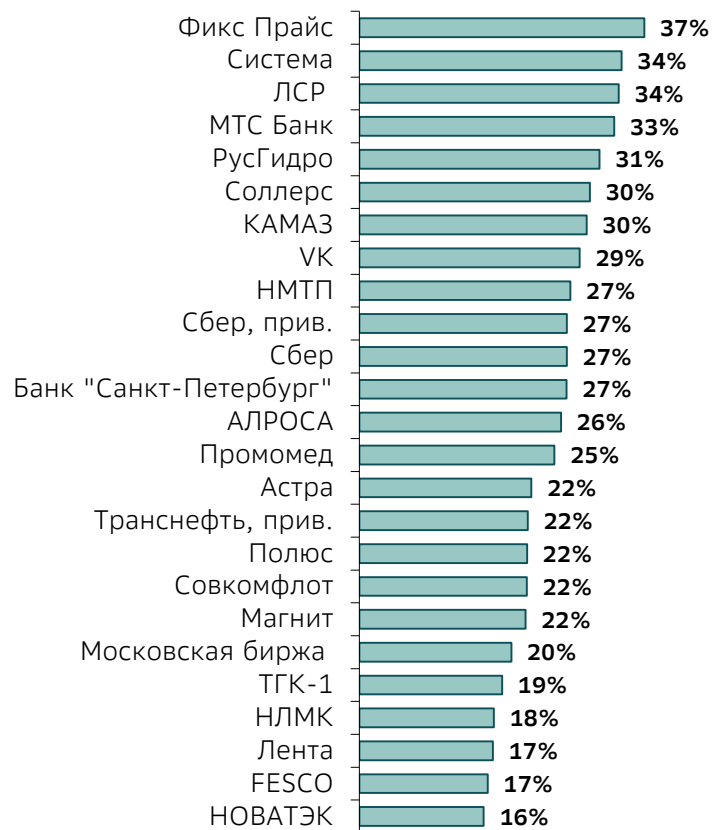


Примечание: Сбер на основе консенсуса
 Источник: SberCIB Investment Research, СПБМТСБ

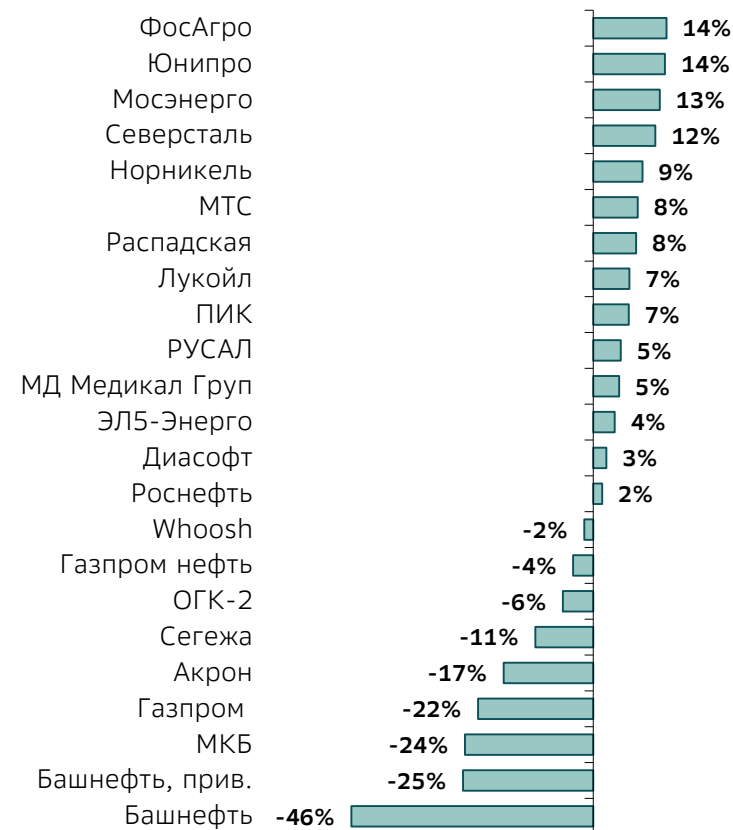
Потенциал роста на следующие 12 месяцев, %



Примечание: Сбер на основе консенсуса
 Источник: SberCIB Investment Research, СПБМТСБ



Примечание: Сбер на основе консенсуса
 Источник: SberCIB Investment Research, СПБМТСБ



Примечание: Сбер на основе консенсуса
 Источник: SberCIB Investment Research, СПБМТСБ

Компания	Текущая цена акции, руб.	Потенциал роста, %	ЧД/ЕБИТДА 2026	CAGR, 2025-2027			EV/ЕБИТДА*		P/E		Доходность СДП**		Див. доходность		Комментарий
				Выручка	ЕБИТДА	ЧП	2026	2027	2026	2027	2026	2027	2026	2027	
Нефть и газ															
Татнефть	577	56%	-0,3	14%	13%	26%	3,5	2,5	6,6	4,6	12%	17%	11%	13%	Высокая маржа переработки компенсирует низкие цены на нефть и крепкий рубль.
Транснефть, прив.	1 293	24%	-0,5	5%	5%	-4%	0,9	0,7	3,7	3,7	18%	23%	13%	12%	Акции с низким коэффициентом бета, которые не зависят от внешней макроэкономической конъюнктуры. Высокая дивидендная доходность.
Металлургия															
Полюс	2 124	22%	1,6	3%	1%	-5%	5,5	5,7	6,9	7,3	2%	1%	8%	8%	Высокие цены на золото, выплата дивидендов. Долгосрочный рост добычи.
Финансы															
Т-Технологии	3 055	57%	-	23%	-	31%	1,0	0,8	3,4	2,7	32%	31%	5%	8%	Ожидаем ROE около 30%. Хорошие перспективы роста будут сопровождаться дивидендами.
Потребительский сектор (МСФО (IAS) 17)															
Лента	1 699	18%	0,3	12%	12%	17%	2,0	1,3	4,6	4,1	12%	14%	0%	0%	Самый быстрорастущий продуктовый ритейлер и единственный, у кого растет рентабельность по ЕБИТДА, вопреки общерыночным тенденциям.
X5	2 690	67%	1,2	13%	16%	14%	3,2	3,0	7,1	6,4	7%	9%	18%	23%	Двузначный потенциал роста выручки. Сохранение долговой нагрузки на целевом уровне поддержит дивиденды.
Интернет и телекоммуникации															
Ozon	3 700	59%	3,8	24%	51%	-	7,2	5,1	16,6	8,8	20%	23%	0%	0%	Рост эффективности, маркетинговые услуги и финтех – ключевые факторы дальнейшего роста прибыли.
Яндекс	4 104	46%	0,8	19%	28%	36%	5,8	4,4	10,0	7,6	3%	8%	4%	5%	Мы ожидаем, что в 2024–2030 гг. ЕБИТДА будет расти на 25% в годовом выражении. Развитие за рубежом и новые направления бизнеса могут создать дополнительный потенциал роста.
HeadHunter	2 892	52%	-0,6	21%	25%	25%	5,4	4,5	6,2	5,1	18%	22%	15%	18%	Видим значительный фундаментальный потенциал для роста бизнеса на долгосрочном горизонте. Высокая эффективность и значительная дивидендная доходность.
Ростелеком	58	46%	1,8	10%	11%	109%	2,5	2,3	4,3	2,5	16%	21%	5%	12%	Компания торгуется с существенным дисконтом к аналогам и своим историческим уровням. Новости о потенциальных IPO дочерних компаний также могут повысить интерес инвесторов к бумаге.
Недвижимость															
Самолет	907	61%	3,8	12%	12%	-	8,9	6,5	12,0	2,9	-115%	-62%	0%	0%	Компания – бенефициар смягчения ДКП в силу высокой долговой нагрузки.
Компании малой капитализации															
Юнайтед Медикал Груп	747	47%	0,0	20%	19%	7%	4,4	4,1	5,6	5,0	19%	20%	13%	18%	После покупки сети "Семейный доктор" мы ждем роста выручки на 36% в 2026 году – больше, чем у МД Медикал. В случае выплаты дивидендов за 2025 год доходность составит 14%.
Озон Фармацевтика	51	44%	0,6	21%	24%	43%	4,8	3,7	7,3	4,9	5%	4%	5%	7%	Высокие темпы роста выручки и ЕБИТДА. Снижение ставки ЦБ сильно влияет на переоценку кейса.

Примечание: все данные приведены по состоянию на закрытие рынка торгов 27.11.25, если не указано иное. Цены рыночные. Не является индивидуальной инвестиционной рекомендацией. дивидендная доходность приведена для выплат в указанном году.

* P/B для Т-Технологий и Ренессанс Страхования

** ROE для Т-Технологий и Ренессанс Страхования

Источник: SberCIB Investment Research

Этот документ предназначен исключительно для использования katitarenko@sberinsur.ru

Бенефициары:

- те, кто сильнее пострадал, в том числе попав под санкции (*Лукойл, Роснефть, Газпром нефть, АФК, Сбер, ВТБ, Аэрофлот, Совкомфлот, Сегежа*);
- те, кто выигрывает от восстановления новых регионов (*производители стали – ММК, Северсталь, НЛМК*);
- бенефициары снижения ключевой ставки и восстановления экономической активности (*девелоперы, Делимобиль, Whoosh, Ростелеком, МТС, КАМАЗ, Соллерс, Совкомбанк, ВТБ и другие банки*);
- компании с привлекательной оценкой (*Яндекс, Ozon, Лукойл, Татнефть, Транснефть*).

Аутсайдеры:

- те, кто выиграл от снижения конкуренции и высокой ставки (*VK, Группа Позитив, Астра, ДВМП, Инарктика*);
- компании, выигрывавшие от импортозамещения – Henderson;
- импортеры – из-за усиления конкуренции в результате восстановления прямых поставок.



Глобальный рынок акций Высокая оценка беспокоит инвесторов

Андрей Крылов
Ренат Хайрулин

Глобальный рынок акций показал сильную динамику в 2025

Факторы роста:

- развитие ИИ и успехи ИТ-компаний;
- улучшение глобальных финансовых условий;
- государственные меры поддержки,

Акции компаний развивающихся рынков (плюс 24%) опередили конкурентов из развитых стран (плюс 14%)

Повлияли:

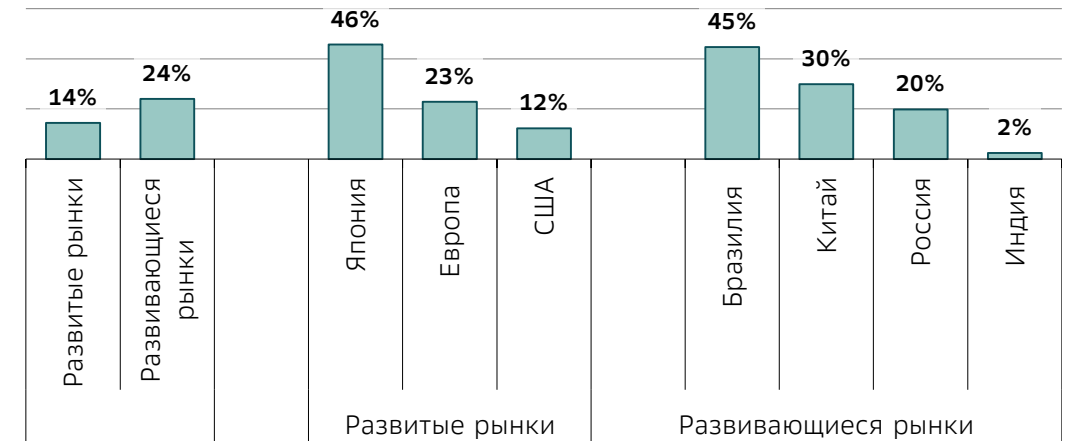
- рост ВВП: 4,2% в развивающихся против 1,6% в развитых;
- ослабление доллара (на фоне смягчения ДКП в США) для рынков вне США;
- слабая динамика Индии: высокие оценки, замедление циклического роста и роста прибыли.

Ожидаем дальнейшего роста

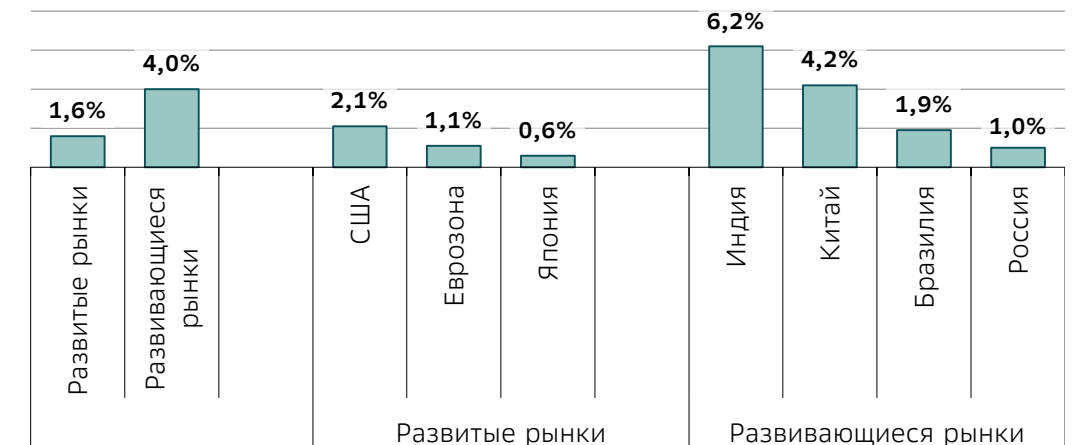
Будут способствовать:

- рост прибыли технологических компаний;
- дальнейшее снижение ставок;
- восстановление роста прибыли в Индии (на фоне снижения КС и налогов, дерегулирования банков).

Доходность долларовых индексов с начала 2025, %



Прогноз темпов роста реального ВВП в 2026, г/г

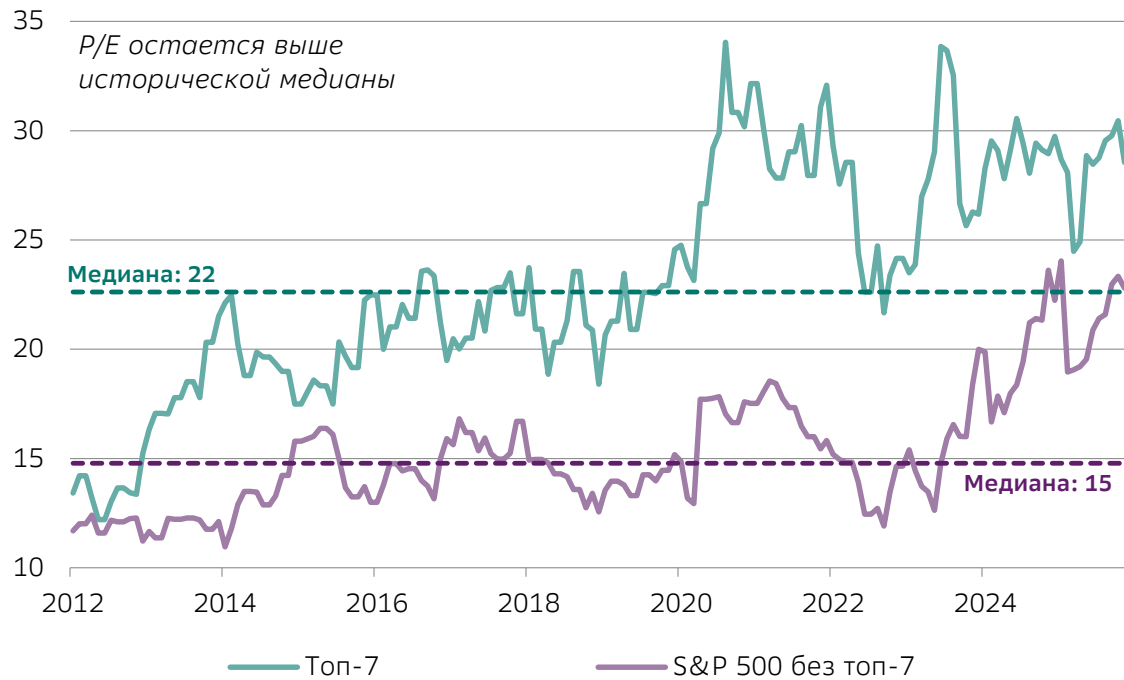


Источник: SberCIB Investment Research, Investing.com, МВФ

P/E индекса S&P 500 в 2025 остался на прежнем уровне 25, рост индекса был связан только с ростом EPS.

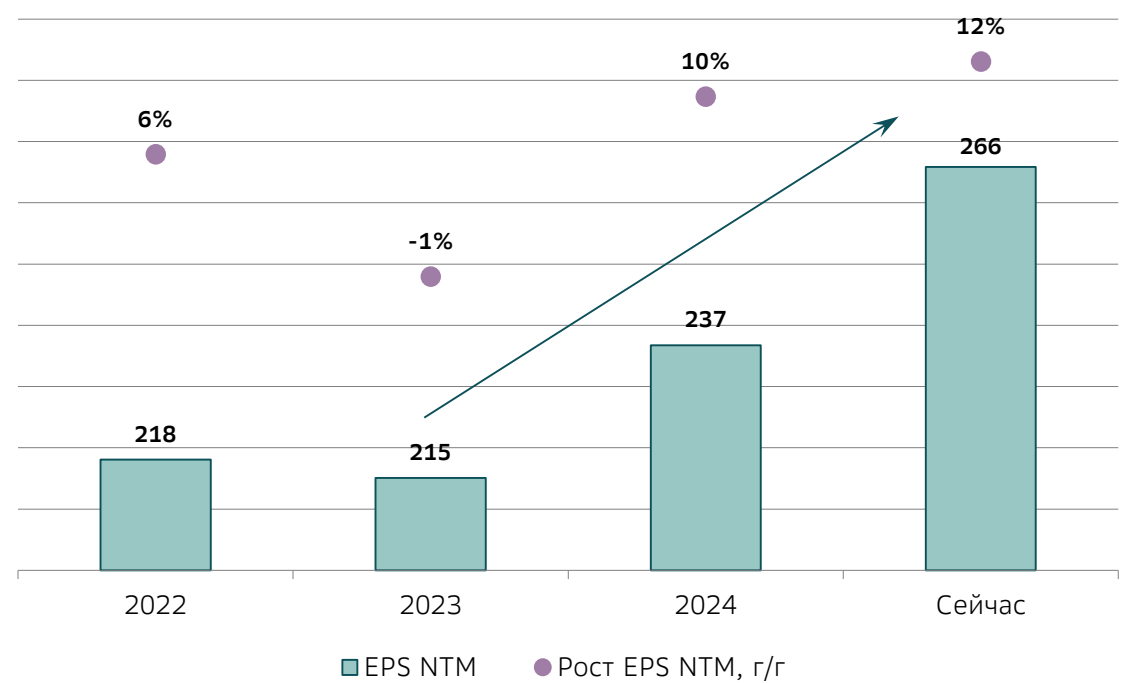
Рост EPS NTM* составил 12% в 2025, хотя в начале года ожидаемый рост был лишь 6%. Риск для глобального рынка акций – замедление роста EPS технологических компаний.

P/E индекса S&P 500



Источник: SberCIB Investment Research, Investing.com

EPS NTM индекса S&P 500



*NTM = next 12 months (следующие 12 месяцев)

Источник: SberCIB Investment Research, Investing.com

Аналитическое управление

Старший управляющий директор – директор управления

Наталья Загвоздина

Экономика

Исполнительный директор – главный экономист
Исполнительный директор – старший экономист
Старший экономист
Младший экономист

Антон Струченевский
Родион Ломиворотов, CFA
Артем Виноградов
Дмитрий Фешин

Анализ рынка акций

Управляющий директор – начальник отдела

Геннадий Суханов

Стратегия по рынку акций

Исполнительный директор – старший аналитик
Аналитик

Андрей Крылов
Ренат Хайрулин

Нефть и газ

Управляющий директор – начальник отдела
Аналитик

Геннадий Суханов
Артур Григорян

Финансовый сектор

Старший аналитик

Андрей Ахатов

Высокотехнологичные компании, телекоммуникации, разработка ПО

Исполнительный директор – старший аналитик
Аналитик
Аналитик

Максим Кондратьев
Яна Антонова
Сергей Новиков

Металлургия

Исполнительный директор – старший аналитик
Аналитик

Мария Мартынова
Павел Казарновский

Потребительский сектор

Аналитик

Екатерина Усанова

Электроэнергетика, транспорт, машиностроение, недвижимость

Исполнительный директор – старший аналитик
Аналитик

Георгий Иванин
Евгения Давыдова

Компании средней и малой капитализации

Исполнительный директор – старший аналитик

София Кирсанова, CFA

Анализ рынка долговых инструментов с фиксированной доходностью

Управляющий директор – начальник отдела
Старший стратег FI
Старший аналитик FI
Старший аналитик FI
Старший аналитик FI
Старший аналитик FI
Младший аналитик FI

Екатерина Сидорова, CFA
Игорь Рапохин, CFA
Сергей Колесников, CFA, FRM
Радик Валиев, CFA
Светлана Павлова, CFA
Алиса Закирова
Александр Чэнь

Стратегия валютных рынков и процентных ставок

Старший стратег FX/IR
Младший аналитик

Юрий Попов
Николай Шешкин

Стратегия сырьевых рынков

Исполнительный директор – старший аналитик
Младший аналитик

Константин Самарин
Ольга Зеленова

Аналитический обзор SberCIB Investment Research (далее - "аналитический обзор" / "SberCIB Investment Research") подготовлен ПАО Сбербанк и/или его аффилированными лицами (далее совместно и по отдельности - "СБЕР").

Настоящий аналитический обзор в полной мере отражает личное мнение аналитиков об анализируемой компании (компаниях) и ее (их) ценных бумагах, отраслях экономики, рынках, направлениях и трендах. Вознаграждение, выплачиваемое аналитикам, ни в коей мере, ни прямо, ни косвенно, не зависит от рекомендаций и мнений, опубликованных в настоящем аналитическом обзоре. Мнения аналитиков могут не совпадать. Как ранее опубликованные, так и будущие аналитические обзоры SberCIB Investment Research могут содержать определенную информацию и/или выводы, не соответствующие изложенному в настоящем аналитическом обзоре.

Настоящий аналитический обзор предназначен для использования только в качестве информации общего характера и основан на доступной в настоящее время публичной информации, которую СБЕР считает надежной. Однако СБЕР не предоставляет никаких гарантий и заверений в том, что такая информация является полной и достоверной, и соответственно, на нее нельзя полагаться как на абсолютно полную и всесторонне достоверную информацию. Аналитический обзор не является индивидуальной инвестиционной рекомендацией (ИИР), вне зависимости от того, что при этом может содержать выводы (оценки / советы) аналитиков, основанные на результатах аналитических исследований, которые при этом не учитывают финансовое положение, индивидуальные цели инвестирования и/или уровень допустимого риска и/или ожидаемой доходности конкретного инвестора, который ознакомился с таким аналитическим обзором. Услуги, ценные бумаги и инвестиции, о которых идет речь в данном аналитическом обзоре, могут быть недоступными для всех (или не соответствующих определенным требованиям) инвесторов. Инвесторам необходимо самостоятельно получить финансовую консультацию в отношении целесообразности инвестиций в любые ценные бумаги, а также в отношении любых других инвестиций и инвестиционных стратегий, упомянутых в данном аналитическом обзоре, а равно учитывать, что прогнозы, касающиеся будущих событий, могут не реализоваться.

Содержащаяся в настоящем аналитическом обзоре информация не является предложением финансовых инструментов, как это определено в статье 1 Внутреннего стандарта НАУФОР "Требования к взаимодействию с физическими лицами при предложении финансовых инструментов". Настоящий аналитический обзор предоставляется исключительно в информационных целях и не направлен на побуждение к приобретению определенных ценных бумаг и (или) заключению определенных договоров, являющихся производными финансовыми инструментами.

Инвесторам необходимо принять во внимание, что доход (если таковой будет) от таких ценных бумаг или других инвестиций может меняться и цена или стоимость таких ценных бумаг и инвестиций может как расти, так и падать. Соответственно, финансовый результат инвестирования может оказаться меньше суммы первоначально инвестированных средств. Результаты инвестирования в прошлом не дают оснований для прогноза будущей динамики, не гарантируют будущих доходов и не исключают возможной потери первоначального капитала. СБЕР не несет ответственности за любые прямые и косвенные убытки, ущерб, потери, или иные последствия, которые могут наступить вследствие частичного или полного использования материалов, содержащихся в аналитических обзорах SberCIB Investment Research. Инвесторы должны проводить собственную оценку рисков, не полагаясь исключительно на информацию, представленную в аналитических обзорах SberCIB Investment Research. Инвесторам следует получить отдельные юридические, налоговые, финансовые, бухгалтерские и другие необходимые профессиональные консультации, основываясь на индивидуальных обстоятельствах. Любая информация, содержащаяся в настоящем аналитическом обзоре и относящаяся к налоговому режиму инвестиций в финансовые инструменты, не является налоговой консультацией, а также не предназначена и не может быть использована кем-либо для предоставления налоговых консультаций.

СБЕР не берет на себя ответственность регулярно обновлять информацию, содержащуюся в аналитических обзорах SberCIB Investment Research, или исправлять неточности.

Любые оценки в отношении эмитентов, не освещаемых SberCIB Investment Research (в том числе в отношении ПАО Сбербанк), содержащиеся в настоящем аналитическом обзоре, взяты из источников, указанных в явном виде. SberCIB Investment Research не предоставляет индивидуальные инвестиционные рекомендации (ИИР) и/или аналитику по вышеуказанным эмитентам и не несет ответственности за точность и правильность подобных данных.

Дополнительно уведомляем Инвестора, что СБЕР и/или аффилированные лица СБЕРА могут состоять и будут продолжать находиться в договорных отношениях по оказанию брокерских, депозитарных услуг, услуг по инвестиционному консультированию, услуг по подготовке информационных материалов, инвестиционно-банковских услуг и/или услуг по выпуску Цифровых финансовых активов, услуг по поддержанию цен, спроса, предложения и/или объема торгов с ценными бумагами, в том числе действуя в качестве маркет-мейкера, агентских услуг по выдаче, обмену и погашению инвестиционных паев и/или иных услуг на финансовом рынке, при этом: (а) СБЕР и/или аффилированные лица СБЕРА могут получать в свое распоряжение информацию, представляющую интерес для Инвестора, и они не несут перед Инвестором никаких обязательств по раскрытию такой информации или ее использованию; (б) СБЕР и/или аффилированные лица СБЕРА могут совершать сделки и иные операции с финансовыми инструментами в интересах третьих лиц и/или в собственных интересах. СБЕР и/или аффилированные лица СБЕРА, их принципы и сотрудники и/или связанные с ними лица, могли или могут инвестировать или совершать в качестве принципала иные сделки с ценными бумагами или другими финансовыми инструментами, упомянутыми в настоящем аналитическом обзоре или действовать в качестве директора или члена наблюдательного совета любой компании, упомянутой в настоящем аналитическом обзоре. Компании, входящие в СБЕР, могут владеть акциями (долями) компаний-эмитентов, упомянутых в настоящем аналитическом обзоре, в том числе в объеме, превышающем 5% от уставного капитала таких компаний-эмитентов. Сейлз-менеджеры, трейдеры и прочие специалисты СБЕРА могут, руководствуясь применяемой инвестиционной политикой (стратегией), предоставлять клиентам СБЕРА и трейдерам СБЕРА, совершающим сделки за счет и в интересах СБЕРА, комментарии по рынку или торговые стратегии в устной или письменной форме, отражающие мнение, не в полной мере соответствующее и/или противоречащее выраженному в данном аналитическом обзоре. Подразделение по управлению активами СБЕРА, трейдеры, совершающие сделки за счет и в интересах СБЕРА, и инвестиционно-банковское подразделение могут, руководствуясь применяемой инвестиционной политикой (стратегией), принимать инвестиционные решения, не в полной мере соответствующее и/или противоречащее оценкам или мнениям, опубликованным в данном аналитическом обзоре. СБЕР принимает все разумные и доступные в каждом из вышеуказанных случаев меры по выявлению и контролю конфликта интересов, меры по предотвращению его последствий и разрешению соответствующего конфликта интересов в пользу Инвестора.

Аналитические материалы SberCIB Investment Research могут выпускаться с нерегулярными временными интервалами по усмотрению аналитиков.

Рейтинги СБЕРА зависят от потенциала движения фактических котировок вверх или вниз от фундаментально обоснованной целевой цены. Рейтинги "ПОКУПАТЬ", "ДЕРЖАТЬ" или "ПРОДАВАТЬ" используются исключительно в справочных целях и отражают соответственно позитивную, нейтральную или негативную оценку СБЕРОМ потенциальной совокупной доходности финансового инструмента за 12 месяцев с момента присвоения данного рейтинга (в том числе с учетом ожидаемых дивидендов). Рейтинги действительны до момента их пересмотра или отзыва. Если в аналитическую модель вносятся изменения, рейтинг меняется на "ПЕРЕСМОТР".

Данный аналитический обзор не может быть воспроизведен, изменен (переработан) или скопирован полностью или в какой-либо части без письменного согласия СБЕРА, настоящий аналитический обзор предоставляется исключительно для личного использования.

Дополнительная информация о ценных бумагах и других финансовых инструментах, упомянутых в настоящем аналитическом обзоре, может быть получена от СБЕРА по запросу.

СБЕР ни при каких условиях не может рассматриваться в качестве лица, стимулирующего, способствующего, посредничающего или побуждающего к осуществлению какими-либо лицами в любой стране инвестиций или совершению сделок, которые могут быть запрещены таким лицам соответствующим законодательством. Аналитические обзоры SberCIB Investment Research предоставляются в отношении компаний и/или инвестиций как на внутреннем российском, так и на международных финансовых рынках (в зависимости от того, что применимо в каждом случае), и предназначены для правомочных инвесторов в соответствии с законодательством и правилами торговли, подлежащих применению в отношении соответствующих рынков. Аналитические обзоры SberCIB Investment Research, полученные такими правомочными инвесторами в отношении компаний и/или инвестиций, которые могут подпадать под санкции в каких-либо юрисдикциях, не направлены на заключение, и не должны рассматриваться как инвестиционные рекомендации по заключению любых сделок, подпадающих под такие санкции, или сделок с участием лиц, находящихся в юрисдикциях с такими санкциями, в том числе инвесторов из США, Канады, Австралии, Японии, Швейцарии, Европы или Европейского союза (но не ограничиваясь ими). Аналитические обзоры SberCIB Investment Research никогда не должны использоваться для незаконной деятельности, включая деятельность, которая противоречит требованиям экономических санкций или имеет целью обойти эти требования. После прочтения данного аналитического обзора инвесторы должны оценить законность любых планируемых ими сделок, для чего им необходимо проконсультироваться со своими юридическими консультантами по вопросам соблюдения законодательства и правил торговли, применимых в данном случае. При этом в любом случае инвестор, являющийся получателем представленной в Аналитическом обзоре SberCIB Investment Research информации в отношении компаний и/или финансовых инструментов, которые могут находиться под санкциями и иными ограничениями в каких-либо юрисдикциях, самостоятельно принимает решение об использовании такой информации для целей совершения сделок и иных операций с указанными компаниями и/или финансовыми инструментами, а также несет в полном объеме все сопутствующие такому решению риски.

В аналитическом отчете может содержаться информация о ценных бумагах и производных финансовых инструментах, в отношении которых поручения физических лиц, не являющихся квалифицированными инвесторами, будут исполнены брокером только в случае положительного результата тестирования, либо в случае, предусмотренном в пункте 7 статьи 3.1 Федерального закона "О рынке ценных бумаг".

Настоящий документ (включая информацию, содержащуюся в нем) не подлежит распространению среди следующих лиц (и не предназначен для ознакомления с ним):

- любых американских физических и/или юридических лиц, в том числе граждан США, лиц, имеющих вид на жительство в США, и иных резидентов США,
- резидентов Европейского союза, которые относятся к категории розничных клиентов (лиц, не являющихся правомочными контрагентами и профессиональными инвесторами) в соответствии с Директивой "О рынках финансовых инструментов" II 2014/65/EU (MIFID II),
- резидентов Соединенного Королевства Великобритании и Северной Ирландии, а также резидентов иных юрисдикций за пределами Российской Федерации, которые относятся к категории розничных клиентов (лиц, не являющихся правомочными контрагентами и профессиональными инвесторами) в соответствии с применимым регулированием таких иных юрисдикций.

Если настоящий аналитический обзор (а равно любая информация в нем содержащаяся) окажется в распоряжении лица, на которое распространяются вышеуказанные ограничения, такое лицо не вправе осуществлять ознакомление с данным аналитическим обзором, передавать его оригинал или копии любым из вышеперечисленных лиц, должно оставить его без внимания и/или незамедлительно уничтожить (удалить) его / прекратить к нему доступ, а также приложить все усилия для уведомления СБЕРА о получении этого аналитического обзора по ошибке.

Данный аналитический обзор содержит информацию, полученную СБЕРОМ от третьих лиц. СБЕР не несет ответственности за возможные убытки, финансовые или иные последствия, которые могут возникнуть в результате использования такой информации.