



Стратегия на рынке капитала

Декабрь
2025

Материал предназначен
для квалифицированных
инвесторов

Содержание

01	Инвестиционное резюме	3
02	Российская экономика	5
03	Рублевые и валютные облигации	12
04	Российские акции	16
05	Глобальные рынки	27
06	Приложения	33



- **Пространство для снижения ставки ЦБ обеспечивается заметным (и фронтальным) снижением инфляционного давления в ноябре-декабре.** Также аргументы в пользу снижения ставки – это дезинфляционность обновленных проектировок бюджета и охлаждение экономической активности. Тем не менее рынок труда остается напряженным, а дополнительным фактором риска является влияние повышения основной ставки НДС на инфляционные ожидания, которые остаются высокими и незаякоренными.
- **Бюджетные проектировки на 2026-2028 гг. позитивны для среднесрочной траектории ключевой ставки.** Повышение НДС в средне- и долгосрочной перспективе будет иметь дезинфляционный эффект, хотя краткосрочно внесет прямой вклад в рост цен (до +1 пп) и может повлиять на инфляционные ожидания.
- **В нашем базовом сценарии аккуратное снижение ключевой ставки продолжится – до 12,00% на конец 2026 г.** Такая траектория ставки сочетается с нашим прогнозом по инфляции – около 6,5% г/г на конец 2025 г. с последующим замедлением до 5-6% г/г в 2026 г. (останется выше целевых 4%).
- **Рубль в 2025 г. остается крепким.** В 2026 г. вместе с сокращением чистых продаж (в два этапа – в начале и середине года) в рамках валютных операций и с учетом расширенных дисконтов на российскую нефть (соответствует ее средней цене в 48 долл./барр.) курс рубля к доллару в среднем составит около 97.
- **Мы повысили прогноз средней цены золота до 3850 долл./унц. в 2026 г.** Золото демонстрировало бурный рост в 2025 г., превышая в моменте 4300 долл./унц., сильно оторвавшись от фундаментальных уровней (2500 долл./унц., по нашей оценке). Повышению цены способствовали рекордные покупки золота ETF-фондами и мировыми центробанками, снижение процентных ставок, геополитические риски.
- **Ждем снижение нефти Brent в 2026 г. до 62 долл./барр. в среднем за год – на 10% ниже значения 2025 г.** ОПЕК+ сделает паузу в увеличении добычи в 1к26, затем может вернуться к повышению предложения – сдерживающий фактор для нефтяных цен. Дисконты на российскую нефть расширились на фоне новых внешних ограничений – ждем снижения ее средней цены на 15% г/г, до 48 долл./барр.
- **Мягкая монетарная политика и налоговые послабления поддержат экономику США.** Ожидаем, что рост ВВП США в 2026 г. составит 2,6%. ФРС снизит ставки до 2,50-2,75% к концу года, при этом доходности 10-летних госбумаг опустятся в район 3%. Риск для прогноза – новые торговые пошлины.
- **Торговое перемирие и фискальные стимулы поддержат экономический рост в Китае.** Оцениваем темпы роста ВВП Китая в 2026 г. на уровне 5,0% г/г. Ждем пару USDCNY в районе 7,2 к концу 2026 г.

Инвестиционные предпочтения*

В 2026 г. Банк России, вероятно, продолжит аккуратное смягчение ДКП – ожидаем увидеть ключевую ставку на уровне 12% по итогам года. Все больше макропредпосылок для ослабления рубля относительно исторически крепких уровней – наибольшее изменение курса ожидаем в первой половине года. Внешний геополитический фон остается неопределенным. Продолжаем придерживаться широкой диверсификации.

- **ОФЗ.** Сохраняется нереализованный потенциал роста котировок длинных ОФЗ на величину до 8-10 пп в цикле смягчения ДКП в следующем году. Полная доходность с учетом купонов может достигать 23-26%.
- **Корпоративные облигации.** Интересны качественные облигации AA-сегмента с постоянным купоном и доходностью 17-18% – выше ставок по депозитам. Рост первичного предложения флоутеров создает дополнительные риски их переоценки. Видим концентрацию кредитных рисков в А-группе и ниже.
- **Валютные облигации.** Следует увеличить экспозицию в данном классе бумаг для защиты от прогнозируемого в первые месяцы года ослабления рубля. Текущий крепкий курс и рост доходностей до 8% годовых в валюте – оптимальный момент для входа.
- **Российские акции.** Целесообразно удерживать качественные акции внутренне ориентированных секторов и отдельных экспортеров, как валютный хедж от ослабления рубля.
- **Золото.** Цена на золото значительно отклонилась вверх от фундаментальных уровней – заметно повысилась ее волатильность.

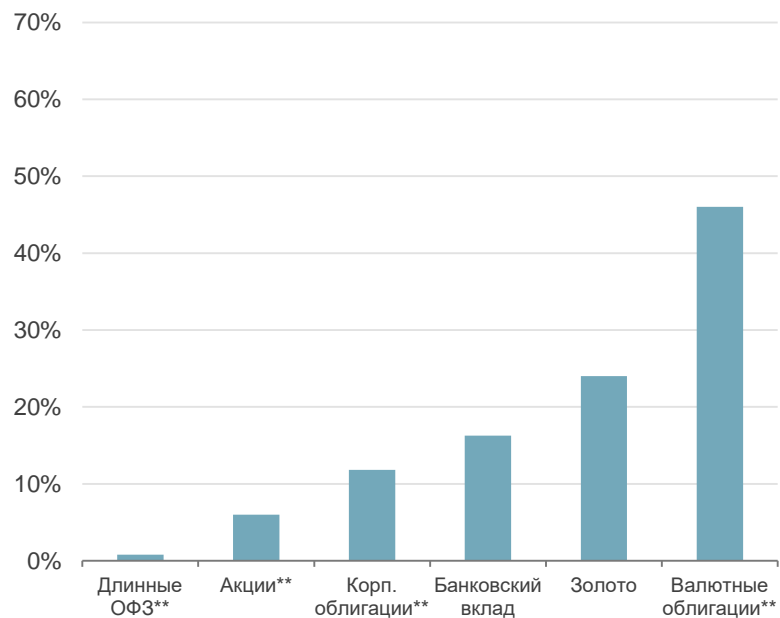
*Бенчмарки: Индексы МосБиржи полной доходности

1 Ожидаемая накопленная доходность активов в рублях за 2026 г.*

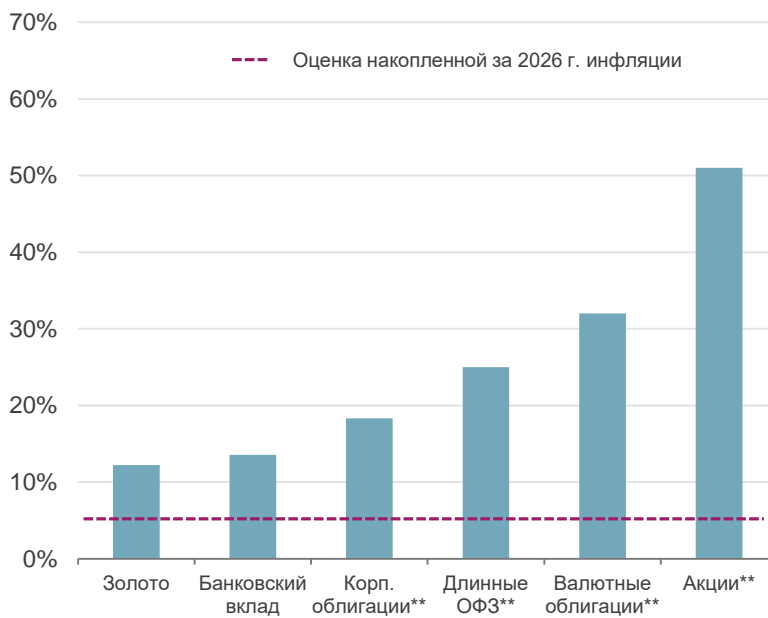
Источники: данные банков, МосБиржа, Cbonds
оценки и расчеты ВИМ Инвестиции
Расчеты на 11.12.2025 г.



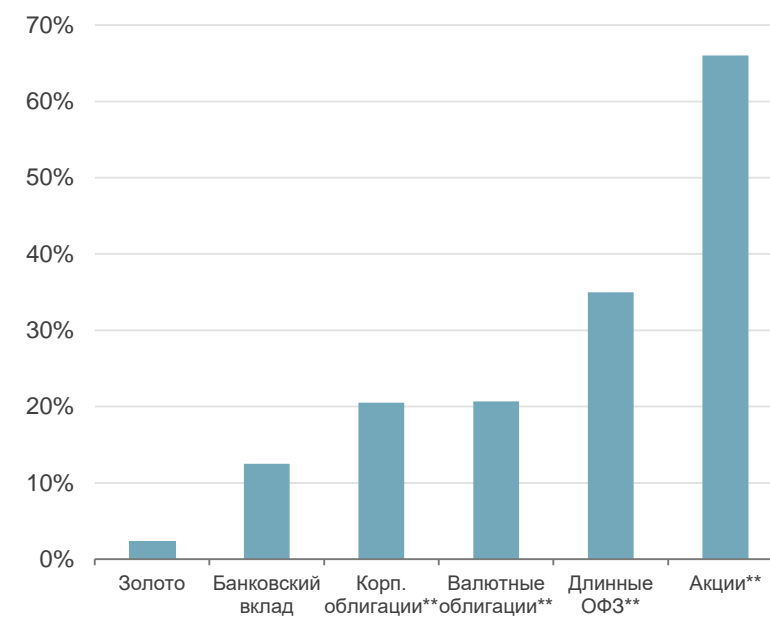
Негативный сценарий



Базовый сценарий



Позитивный сценарий



КЛЮЧЕВЫЕ ДОПУЩЕНИЯ	Сценарии на 2026 г.		
	Негатив.	Базовый	Позитив.
Цена на российскую нефть, долл./барр., сред.	34	48	58
Ключевая ставка, % на конец периода	19,0	12,0	10,0
USDRUB, средн. за год	98,7	96,9	87,4
USDRUB, на конец периода	110,5	99,9	91,4
Вероятность сценария, %	20	50	30

*Индикативная полная доходность активов в рублях (индексы акций, облигаций, золото, вклады), накопленная с даты расчета (11.12.2025 г.) и до конца 2026 г.
**Расчеты сделаны на основании сопоставления исторической динамики индексов полной доходности акций, ОФЗ, корпоративных и валютных облигаций с 2020 г.

2

Российская экономика



2 Макроэкономический прогноз на 2025-2026 гг.

Источники: Росстат, Банк России,
оценки и расчеты ВИМ Инвестиции
Расчеты на 11.12.2025 г.



Российская экономика возвращается к сбалансированному росту. Бюджетная политика становится более консервативной, но проинфляционные риски сохраняются. Разброс будущих траекторий экономики после череды шоков широкий – определяется не только внешней конъюнктурой (ценами на нефть), но и тем, насколько вырос ненаблюдаемый потенциал экономики, и степенью влияния инноваций на структурно перестроившуюся экономику.

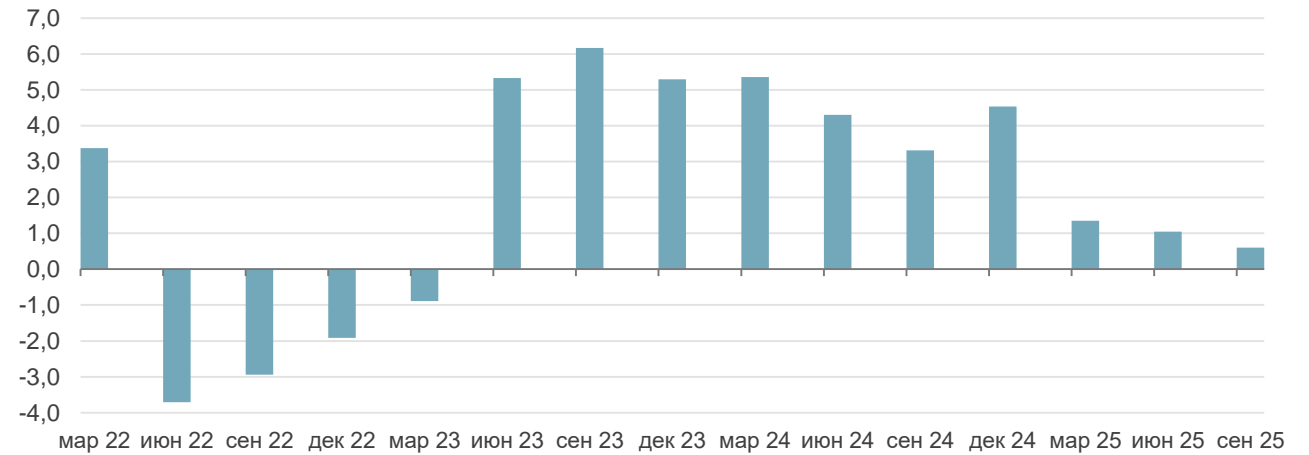
Прогноз макроэкономических показателей					Сценарии на 2026 г.			Консенсус
КЛЮЧЕВЫЕ ПОКАЗАТЕЛИ	2023	2024	2025п	2026п	Негативный	Базовый	Позитивный	2026п
ВВП, % г/г	4,1	4,3	1,0	1,2	-1,5	1,2	2,5	1,2
Промпроизводство, % г/г	4,3	5,6	0,3	1,8	-2,7	1,8	2,1	
Потребление домохозяйств, % г/г	7,5	5,4	1,1	1,4	-0,3	1,4	3,0	
ЦЕНЫ	2023	2024	2025п	2026п	Негативный	Базовый	Позитивный	2026п
ИПЦ, % сред. за год	5,9	8,4	8,8	6,5	8,5	6,5	5,9	5,5
ИПЦ, % г/г	7,4	9,5	6,5	5,5	11,1	5,5	4,5	5,1
ФИСКАЛЬНАЯ И ДЕНЕЖНАЯ ПОЛИТИКА	2023	2024	2025п	2026п	Негативный	Базовый	Позитивный	2026п
Ключевая ставка, % на конец периода	16,0	21,0	15,5	12,0	19,0	12,0	10,0	
Баланс бюджета, % ВВП	-1,9	-1,7	-2,6	-2,2	-3,7	-2,2	-1,5	
КУРС РУБЛЯ	2023	2024	2025п	2026п	Негативный	Базовый	Позитивный	2026п
USDRUB, сред. за год	84,7	92,4	84,1	96,9	98,7	96,9	87,4	94,6
USDRUB, на конец периода	89,7	101,7	83,2	99,9	110,5	99,9	91,4	
CNYRUB, сред. за год	11,9	12,7	11,8	13,5	13,7	13,5	12,1	
CNYRUB, на конец периода	12,6	13,4	11,7	13,8	15,2	13,8	12,6	
ТОРГОВЛЯ	2023	2024	2025п	2026п	Негативный	Базовый	Позитивный	2026п
Счет текущих операций, млрд долл.	51	64	39	19	8	19	39	
Цена на российскую нефть, долл./барр., сред.	63	68	56	48	34	48	58	
					Негативный	Базовый	Позитивный	
Вероятность сценария, %					20	50	30	

2 Реальный сектор экономики

Масштаб перегрева экономики начал уменьшаться

- После роста ВВП более 4% в год в 2023-2024 гг. российской экономике нужна передышка. По нашим оценкам, рост ВВП на горизонте 2025-2026 гг. составит около 1% в год.
- Постепенному охлаждению помогают жесткая денежно-кредитная политика и рост консервативности бюджетной политики. Дополнительно на ориентированные на внешний спрос отрасли отрицательно влияет внешняя конъюнктура.
- При этом внутренний спрос остается устойчивым – в т.ч. в потребительской части. Это происходит благодаря устойчивой динамике доходов населения в условиях напряженного рынка труда.
- Безработица находится у исторических минимумов, а свободной рабочей силы в стране нет.
- Жесткий рынок труда остается структурным ограничением для роста экономики. Одновременно рост зарплат поддерживает потребительский спрос.

Динамика ВВП, % г/г



Безработица на исторических минимумах, %



2 Инфляция

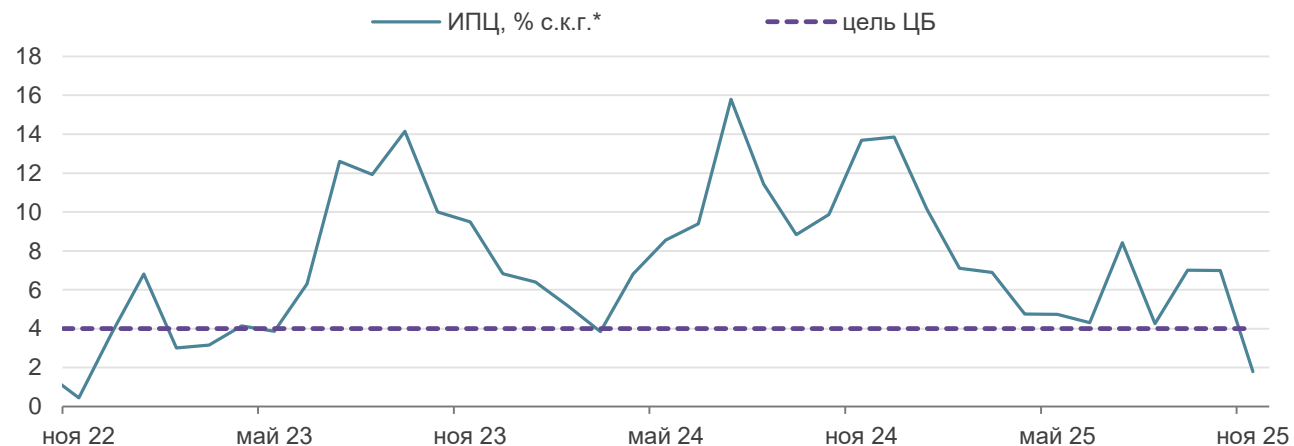
Источники: Росстат, Банк России,
оценки и расчеты ВИМ Инвестиции
*с.к.г. – с поправкой на сезонность в пересчете на год (SAAR)
Расчеты на 11.12.2025 г.



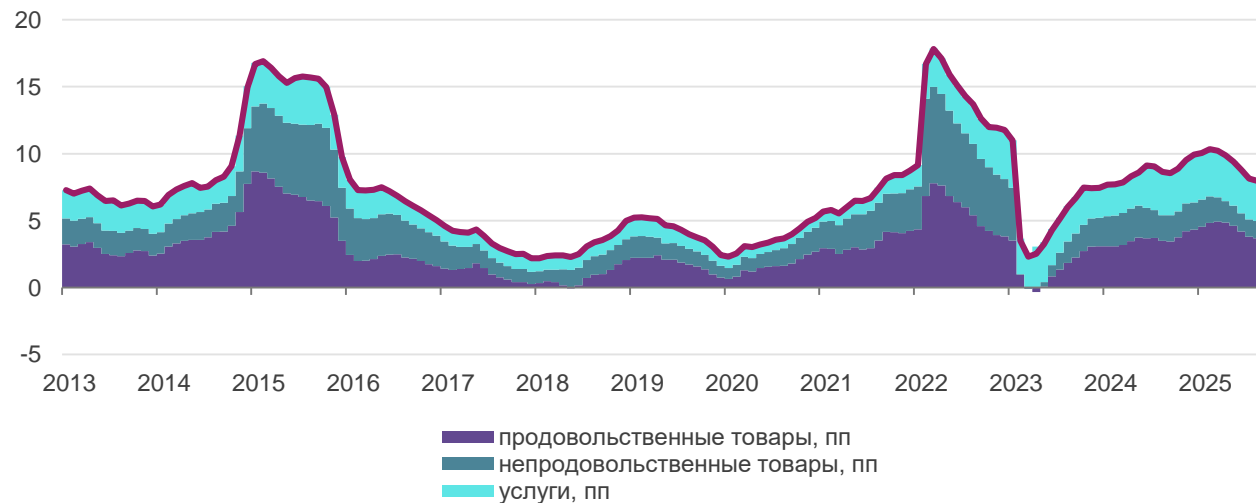
Инфляция замедлилась с пиков – в ноябре текущие темпы оказались заметно ниже целевых

- В нашем базовом сценарии инфляция по итогам 2025 г. окажется около 6,5% г/г.
- По итогам 2026 г. инфляция, скорее всего, останется несколько выше целевых значений – по нашим оценкам, на конец следующего года она составит 5-6% г/г.
- Текущие темпы инфляции заметно снизились в сравнении с пиками конца 2024 г., в т.ч. благодаря крепкому рублю. По итогам ноября текущие темпы оказались заметно ниже целевых, в т.ч. в базовых компонентах.
- Инфляционные ожидания остаются высокими – заметно выше уровней, которые соответствовали бы устойчивому замедлению инфляции до целевых уровней.
- На рубль в сторону ослабления в 2026 г. повлияет сокращение чистых продаж валюты в рамках валютных операций и расширение дисконтов на российскую нефть.

Текущие сезонно скорректированные темпы инфляции



Годовая инфляция



2 Бюджетная политика

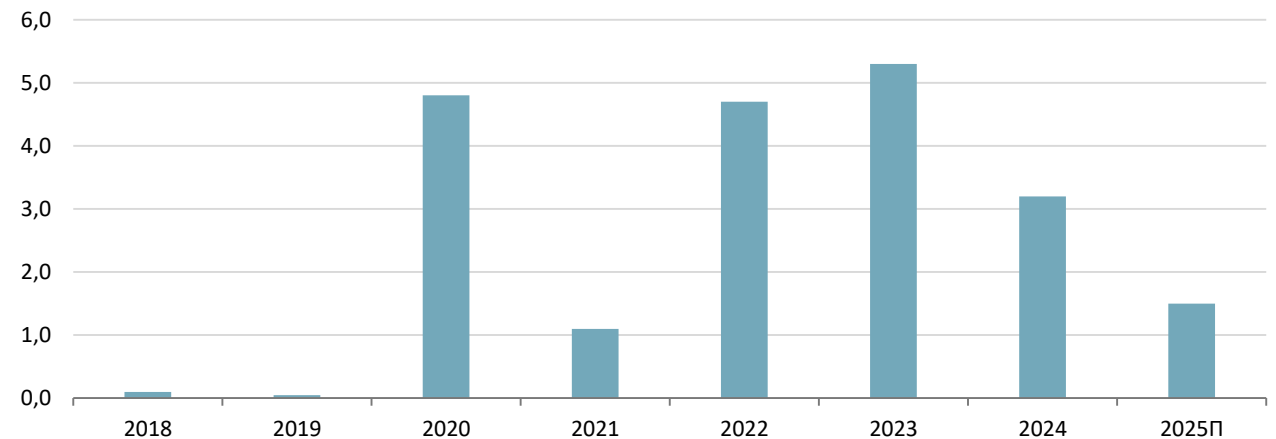
Консервативнее

- В текущем году бюджетная политика более консервативная, чем в предыдущие годы.
- Тем не менее бюджетный импульс в 2025 г. складывается выше ожиданий начала года – к нулевому структурному балансу бюджета прийти вряд ли удастся, а накопленный с начала года объем инвестиций из ФНБ уже превысил план на весь год, озвученный Минэкономразвития в начале года.
- Доходы в текущем году складываются ниже изначальных планов Минфина из-за того, что рубль крепче прогнозных значений, заложенных в бюджетных проектировках, а экономическая активность – слабее.
- Выпадающие доходы вносят заметный вклад в расширение дефицита относительно апрельских планов Минфина. Согласно недавно обновленным бюджетным проектировкам, дефицит бюджета по итогам текущего года составит 5,7 трлн руб. (2,6% ВВП).
- На 2026-2028 гг. Минфин представил бюджетные проектировки, соответствующие заданным бюджетным правилам параметрам.
- Нарастить доходную часть поможет повышение НДС на 2 пп, до 22% с 2026 г., которое с точки зрения среднесрочной и долгосрочной перспективы является дезинфляционным, так как при прочих равных снижает потребительский спрос.

Цена российской нефти, долл./барр.



Бюджетный импульс в экономике, % ВВП



2 Денежно-кредитная политика

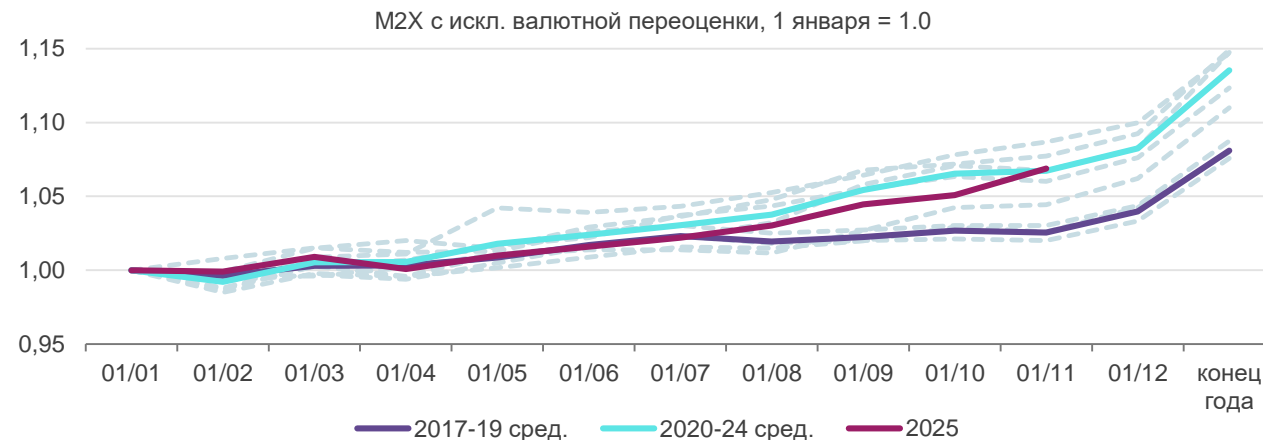
Источники: Банк России,
оценки и расчеты ВИМ Инвестиции
Расчеты на 11.12.2025 г.



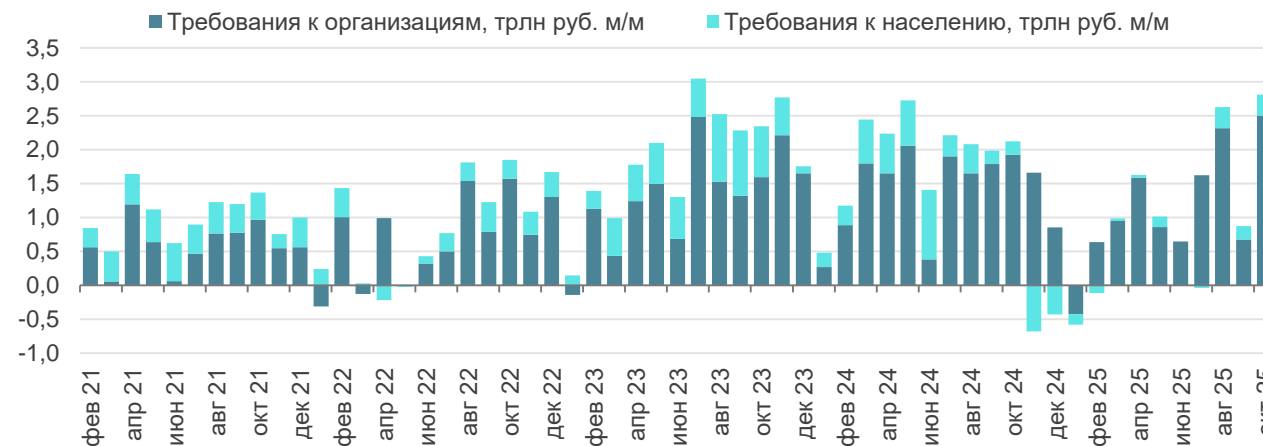
Пространство для снижения ставки ЦБ обеспечивается заметным снижением инфляционного давления

- Бюджет обещает быть дезинфляционным, экономическая активность охлаждается, хоть и неравномерно по секторам. Большая же часть пути по достижению целевой инфляции пройдено – но ставка пока далека от долгосрочной нейтральности, определяемой ЦБ в виде нейтральной ключевой ставки на уровне 7,5-8,5%. Эти обстоятельства позволяют продолжать снижать ключевую ставку.
- Бюджетные проектировки позитивны для среднесрочной траектории ключевой ставки. Повышение НДС средне- и долгосрочно будет иметь дезинфляционный эффект и, соответственно, позитивно для средне- и долгосрочной траектории ставок.
- Сохраняются и факторы риска. Инфляционные ожидания остаются повышенными и пока не снижаются, рынок труда – по-прежнему напряженный, а корпоративное кредитование в 2п25 заметно оживилось.
- В нашем базовом сценарии снижение ключевой ставки будет плавным и аккуратным. К концу 2026 г. ждем ключевую ставку на уровне 12,00%.

Рост денежных агрегатов ускорился



...вслед за кредитованием

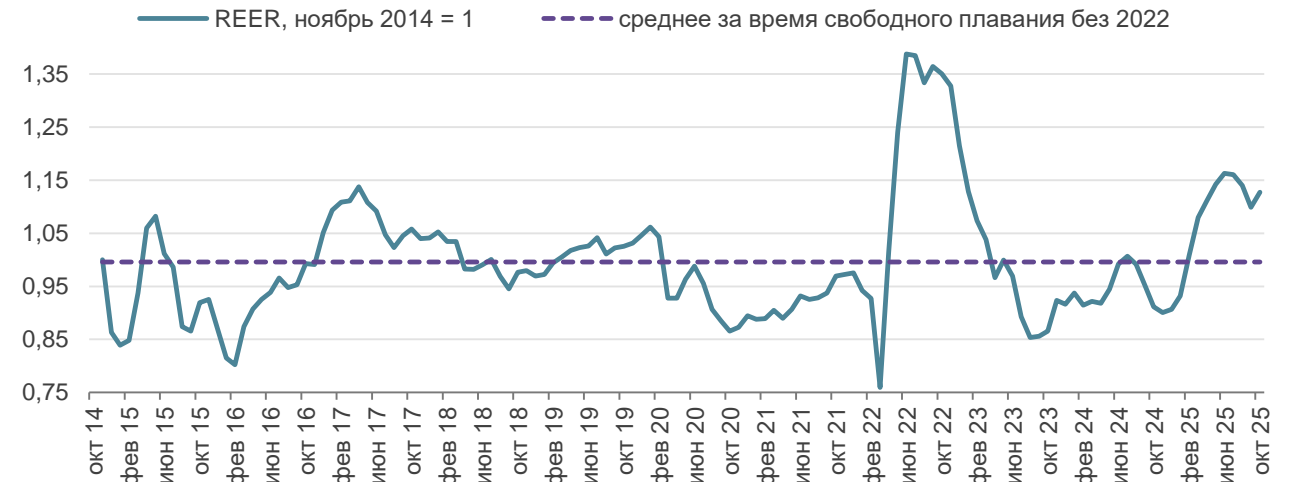


2 Курс рубля

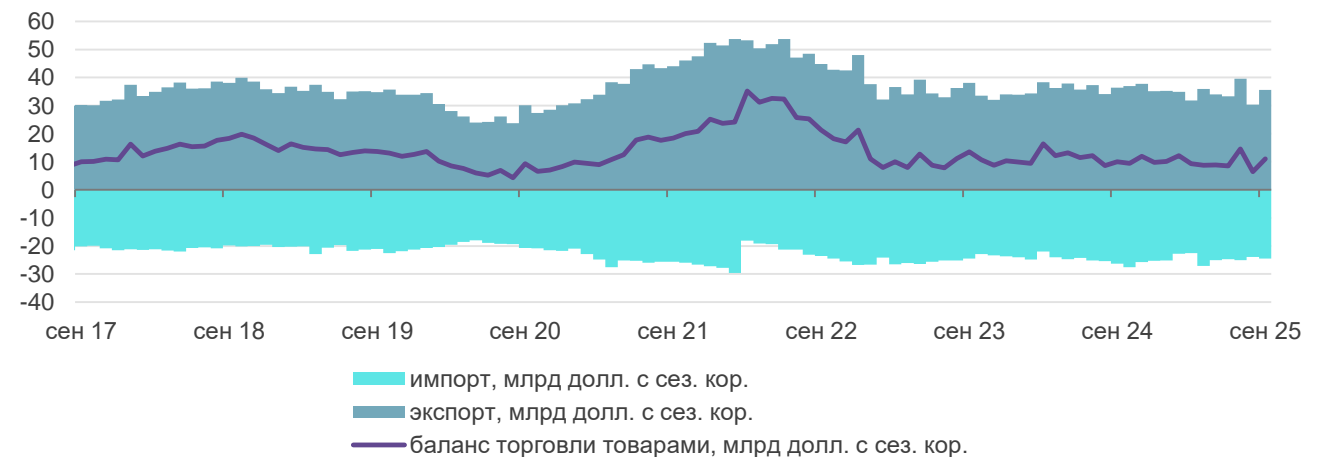
Пока рубль крепок – что дальше?

- В текущем году рубль остается крепким – в терминах реального эффективного курса (с поправкой на инфляцию в странах-торговых партнерах) заметно крепче своих среднеисторических уровней. С середины 2025 г. рубль начал плавно слабеть.
- Свершившемуся укреплению рубля способствовал умеренный спрос на импорт – в том числе под влиянием жесткой ДКП, которая также приводит к большей склонности к сбережениям в рублях. На тонком валютном рынке укреплению рубля дополнительно способствуют валютные операции Минфина / ЦБ.
- При сохранении внешнеполитического статус-кво макрофакторы говорят в пользу постепенного ослабления рубля. С учетом расширившихся дисконтов цены на российскую нефть будут ниже (чуть ниже 50 долл./барр. в нашем базовом сценарии), что влияет на курс даже при работающем бюджетном правиле. К тому же в следующем году важным фактором в пользу ослабления рубля станет значительное снижение продаж валюты Банком России в рамках зеркалирования использованных средств ФНБ.
- В нашем базовом сценарии, исходя из предполагаемой среднегодовой цены российской нефти в 48 долл./барр., к концу 2026 г. пара USDRUB приблизится к 100.

Реальный эффективный обменный курс



Внешняя торговля



3

Рублевые и валютные облигации



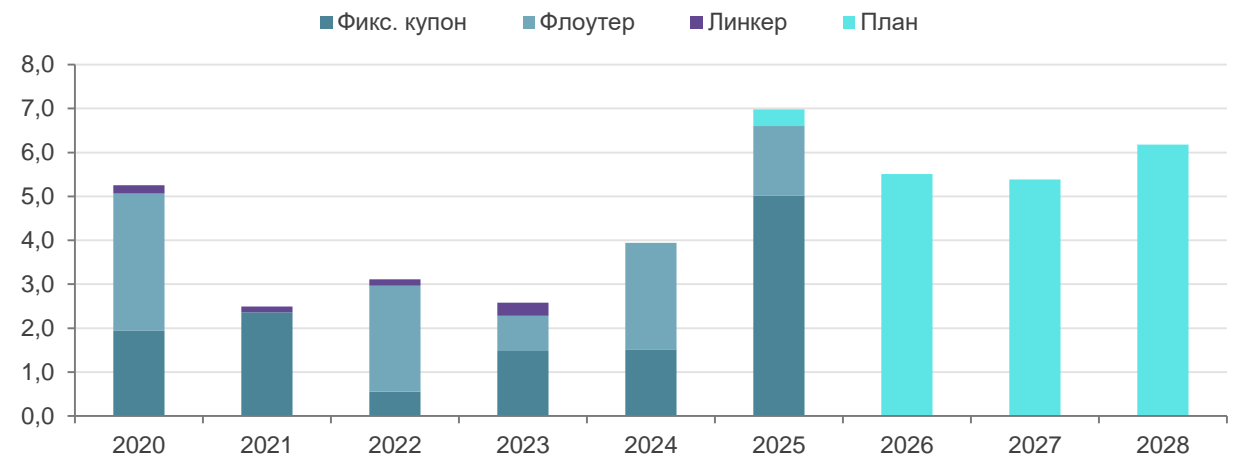
Длинные ОФЗ – привлекательная инвестиция в цикле снижения ключевой ставки в 2026 г.

- Во 2п25 ЦБ использовал окно возможностей для снижения ключевой ставки с 21% до 16,5%. Мы ждем в декабре еще одно снижение до 15,5%, затем допускаем паузу в смягчении ДКП из-за действия разовых проинфляционных факторов.
- Впрочем, среднесрочно дезинфляционные предпосылки, на наш взгляд, позволят продолжить снижение ставки ЦБ – ждем ее на уровне 12% в конце 2026 г., что позитивно для переоценки длинных ОФЗ с текущих уровней.
- С учетом ожидаемой нами траектории снижения ключевой ставки ЦБ доходности длинных ОФЗ с текущих 14,3-14,5% могут опуститься в район 13% и ниже.
- В длинном сегменте ОФЗ видим наибольший нереализованный потенциал роста котировок – до 8-10 пп на горизонте 1 года. Полная (включая купоны) накопленная доходность ОФЗ срочностью от 10 лет может составить 23-26% до конца 2026 г.
- Не ждем дополнительного давления на доходности от размещений ОФЗ в 2026 г. – плановые внутренние заимствования Минфина составят 5,5 трлн руб., что заметно ниже программы 2025 г. в 7 трлн руб. (исполнена на 95% на 10 декабря).
- В цикле смягчения ДКП в 2026 г. на аукционах, вероятно, сохранится спрос со стороны инвесторов на ОФЗ с постоянным купоном, по аналогии с 2025 г. Так, на конец ноября этого года за счет данного класса госбумаг было привлечено почти 5 трлн руб., или около 75% от всего объема.
- Короткие ОФЗ сроком 1-2 года с доходностью 14% при ключевой ставке 16,5%, на наш взгляд, на данный момент оценены справедливо.

Оценка изменения кривой доходности ОФЗ в 2026 г., %



Внутренние заимствования Минфина (валовые), трлн руб.



3 Корпоративные облигации

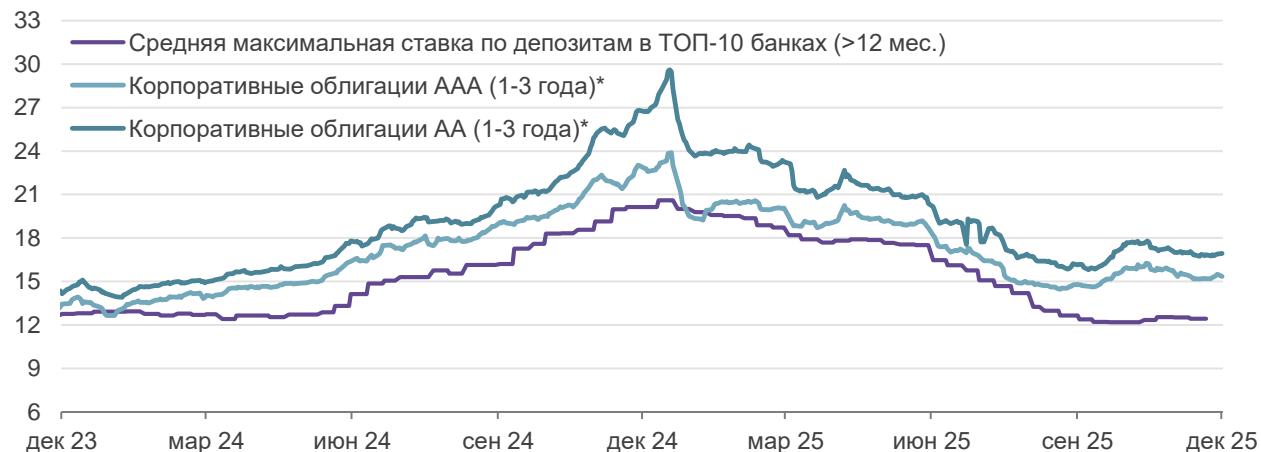
Источники: Банк России, МосБиржа, Cbonds, оценки и расчеты ВИМ Инвестиции
*Индексы корпоративных облигаций МосБиржи
Расчеты на 11.12.2025 г.



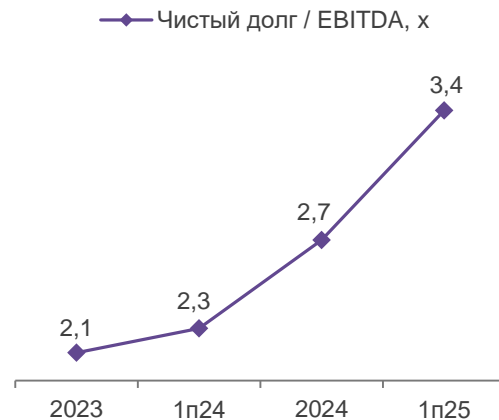
В фокусе качественные АА-облигации с высокой доходностью 17-18% годовых. Предпочитаем выпуски с постоянными купонами

- После того как на октябрьском заседании ЦБ шаг снижения ключевой ставки был сокращен до 50 бп, доходности корпоративных AAA/AA-облигаций стабилизировались в районе 15,5-17% – произошла переоценка скорости смягчения ДКП.
- В 4к25 увеличился навес размещений флоутеров – в октябре-ноябре на них пришлось около 0,6 трлн руб., или 65% рыночных выпусков. В случае паузы в смягчении ДКП и на фоне высокого первичного предложения ждем перенасыщения рынка флоутерами и расширения их кредитных спредов.
- По этой причине отдаем предпочтение корпоративным облигациям с постоянным купоном – не ждем глубокой коррекции рынка в прогнозируемом нами цикле снижения ставки ЦБ до 12% к концу 2026 г.
- Кроме того, у банков с переходом на национальный НКЛ с 1 ноября 2025 г. (был расширен перечень бумаг в составе высоколиквидных активов) появилось больше стимулов приобретать корпоративные облигации.
- Привлекательно смотрятся качественные облигации АА-категории с доходностью 17-18% на вторичном и первичном рынках с расширенными кредитными спредами к ОФЗ (250-300 бп) – выше ставок по депозитам.
- Облигации AAA-категории менее интересны в терминах средних исторических спредов (80-100 бп) – более предпочтительно выглядят ОФЗ.
- В 2025 г. в жестких денежно-кредитных условиях произошло снижение кредитного качества эмитентов – долговая нагрузка, по нашим оценкам, с начала 2024 г. выросла в 1,5 раза, увеличилось число негативных рейтинговых действий и количество дефолтов по облигациям.
- Риски сконцентрированы в сегменте высокодоходных облигаций (ВДО) и рейтинговой группы А – их доходности не компенсируют возможные убытки.

Доходности корпоративных облигаций АА-сегмента и ставки депозитов, %



Рост уровня долговой нагрузки эмитентов облигаций



Рост числа дефолтов эмитентов облигаций



3 Облигации в валюте

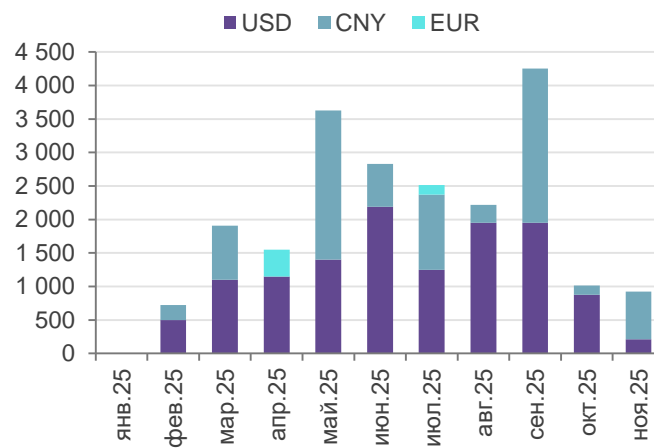
Увеличиваем экспозицию в валютные облигации – для защиты от вероятного ослабления рубля

- Снижение цен на российскую нефть и сокращение продаж валюты ЦБ / Минфином в рамках зеркалирования ФНБ с начала 2026 г. – это факторы в пользу ослабления рубля. Прогнозируем рост курса до 100 руб. за доллар и 13,8 руб. за юань на конец 2026 г.
- В 4к25 доходности валютных облигаций поднялись до 7-8% – сохраняется премия 1-2 пп к еврооблигациям развивающихся стран. Полагаем, что в среднесрочной перспективе (от 1 года) данная премия будет сокращаться.
- Повысить доходность портфеля в валюте можно на первичном рынке, на котором эмитенты предоставляют премию при размещении – доходности в 4к25 здесь формируются в районе 8% годовых.
- В начале декабря состоялся дебютный выход Минфина с ОФЗ в юанях – размещались облигации срочностью 3,2 года и 7,5 лет общим объемом 20 млрд юаней. Доходности составили чуть выше 6% и 7% соответственно. Выпуски были востребованы банками (приобрели 60% от объема), на розничных инвесторов пришлось 16%.
- В сегменте юаневых облигаций появился бенчмарк, который может способствовать развитию рынка корпоративных облигаций. Ждем от Минфина продолжения формирования кривой ОФЗ в юанях – под погашение своих валютных облигаций, ближайшее из которых состоит в мае 2026 г. (РФ ЗО 26 на 2,3 млрд долл.).
- У широкой базы розничных инвесторов, скорее всего, спросом продолжают пользоваться корпоративные валютные облигации с низким номиналом 100 / 1000 долларов и юаней, частотой выплат купонов 4 или 12 раз в год и большим спредом за кредитный риск.

Индексы доходностей локальных валютных облигаций и еврооблигаций развивающихся стран в валюте (корпоративные выпуски), %



Размещения валютных облигаций, млрд в долл. эквиваленте



Ставки первичных размещений облигаций AAA-сегмента, %



4

Российские акции



4 Индекс МосБиржи

Источники: данные компаний,
оценки и расчеты ВИМ Инвестиции
Расчеты на 05.12.2025 г.

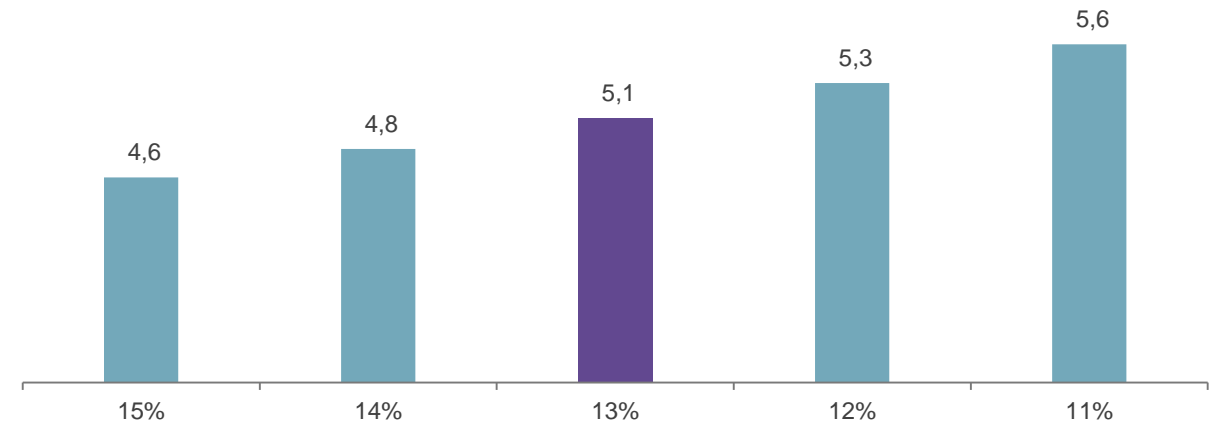


*Безрисковая ставка – доходность ОФЗ 10 лет

Ожидаем совокупную доходность индекса МосБиржи в 51% на конец 2026 г.

- В базовом сценарии мы прогнозируем индекс МосБиржи на конец 2026 г. на уровне 3800 (совокупная доходность 51%). Дивидендная доходность – около 8%.
- Среди драйверов для рынка акций в 2026 г. мы выделяем постепенное смягчение ДКП и плавное ослабление рубля.
- **Постепенное смягчение ДКП.** Банк России будет аккуратно пользоваться имеющимся пространством для смягчения ДКП. На конец 2026 г. ключевая ставка ЦБ может достичь 12%. При снижении безрисковой ставки на 1% (ОФЗ 10 лет) прогнозный уровень индекса МосБиржи увеличивается примерно на 5%.
- **Плавное ослабление рубля.** Макроэкономические факторы говорят в пользу постепенного ослабления рубля. В нашем базовом сценарии средний курс USDRUB в 2026 г. составит около 97.
- **Снижение геополитических рисков**
- **Риски:** сохранение жесткой ДКП, геополитические риски, рост налоговой нагрузки.

Расширение прогнозного мультипликатора индекса МосБиржи на конец 2026 г. в зависимости от уровня безрисковой ставки*



Динамика индекса МосБиржи (историческая и прогнозная)



4 Российские акции: предпочтения по секторам

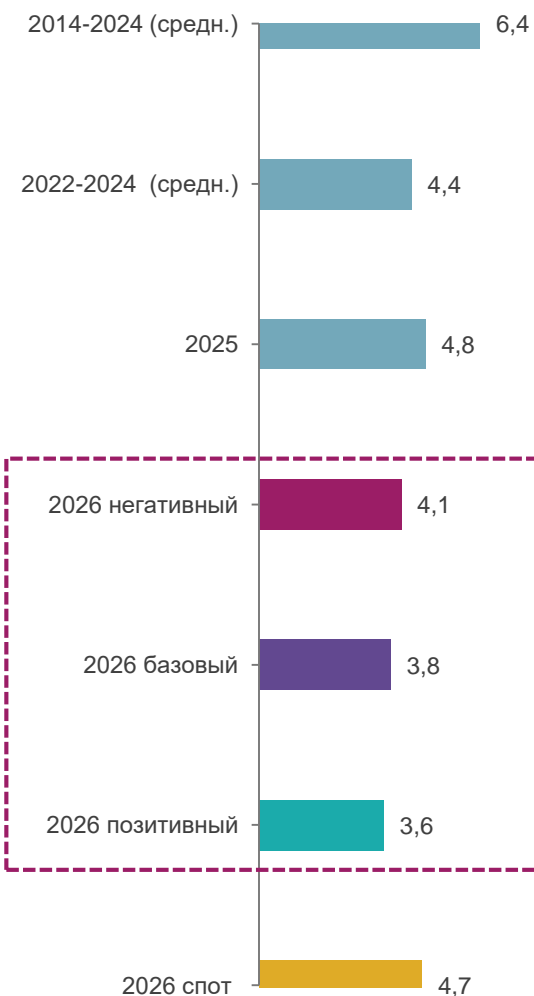
Источники: данные компаний, оценки и расчеты ВИМ Инвестиции
 Расчеты на 05.12.2025 г.
 * Для банков P/BV.



В 2026 г. мы отдаем предпочтение диверсификации в условиях неопределенности в макроэкономике и геополитике

- Российский рынок торгуется с мультипликатором 3,8х P/E за 2026 г. (исходя из базового сценария) против среднего значения в 6,4х за 2014-2024 гг.
- Акции отдельных компаний, ориентированных на внутренний спрос (ИТ, электронная коммерция и банки), – наши фавориты в 2026 г. ввиду привлекательной оценки и двузначных темпов роста, несмотря на сохраняющиеся высокие ставки.
- В условиях плавного ослабления рубля динамику лучше рынка могут показать акции отдельных экспортеров (цветная металлургия, золотодобыча). Наш прогноз среднего курса рубля – 97 руб./долл. в 2026 г.
- В условиях высокой неопределенности акции золотодобывающих компаний представляют собой хорошую возможность для хеджирования портфеля.

P/E индекса МосБиржи



Медианная фундаментальная оценка по секторам на 2026 г.



4 Предпочтения по секторам

Источники: данные компаний,
оценки и расчеты ВИМ Инвестиции
Расчеты на 05.12.2025 г.

*указан мультипликатор для компании Полюс
**P/BV
***EV/GMV



Сектор		Взгляд на сектор	ТОП-пики в секторе	Дивидендная доходность на горизонте 12 мес., %	2026 P/E (медиана)	2026 EV/EBITDA (медиана)
Нефтегазовый сектор		Негативный	Транснефть (ап), Газпром	7,4%	5,0x	2,3x
Металлургия	Золотодобыча*	Позитивный	Полюс	10,0%	4,9x	3,9x
	Черная металлургия	Нейтральный	-	-	11,5x	3,3x
	Цветная металлургия	Умеренно позитивный	Норникель	7,7%	4,5x	3,5x
Финансы (банки)		Умеренно позитивный	Сбербанк, ВТБ, Т-Технологии	12,4%	3,6x	0,7x**
Потребительский сектор		Нейтральный	-	5,8%	8,2x	4,0x
Электронная коммерция		Умеренно позитивный	Озон	3,6%	4,1x	0,2x***
ИТ		Позитивный	Яндекс, Positive Technologies	5,7%	7,0x	5,7x
Телекоммуникации		Позитивный	МТС	11,4%	5,6x	2,5x
Транспорт		Нейтральный	Совкомфлот	5,3%	6,5x	2,9x

Экспортеры

Внутренне ориентированные сектора

4 Дивиденды на российском рынке акций

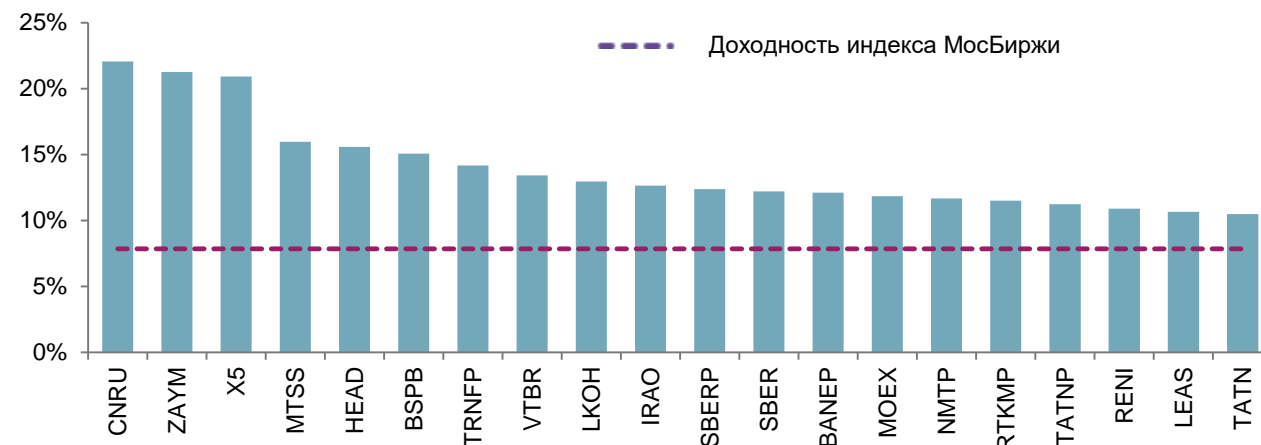
Источники: данные компаний, оценки и расчеты ВИМ Инвестиции
Расчеты на 05.12.2025 г.



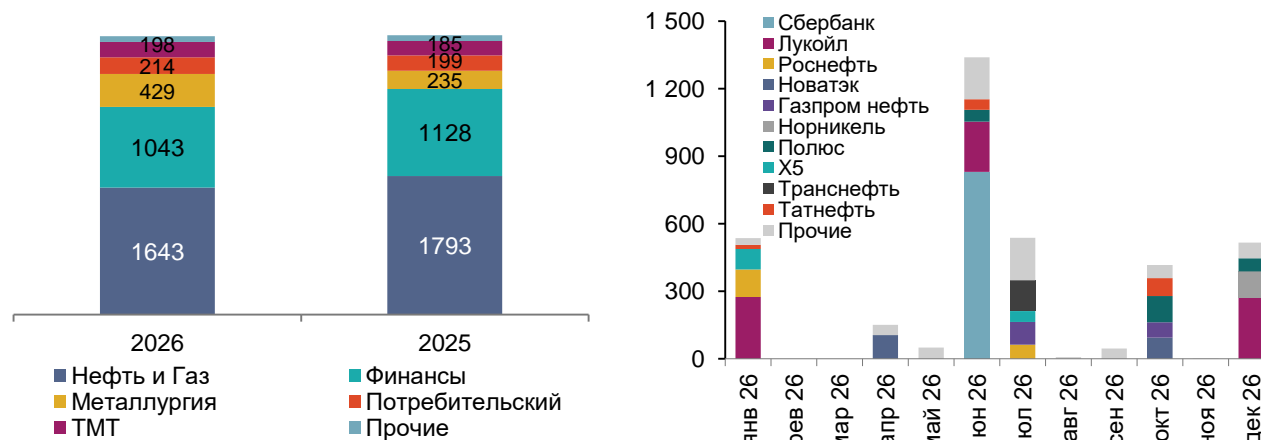
Акции внутренне ориентированных секторов среди лидеров по доходности

- Дивидендную доходность российского рынка акций на горизонте 12 мес. мы оцениваем на уровне 8%, что ниже ставки по депозитам и доходности фондов денежного рынка.
- Более низкая дивидендная доходность российского рынка акций связана с финансовыми результатами экспортеров (более 60% в индексе МосБиржи), которые опубликовали ожидаемо слабую отчетность в условиях укрепления рубля.
- В то же время внутренне ориентированные компании показывают высокую дивидендную доходность: в частности, Циан (22%) распределит ранее накопленную прибыль, Займер (21%), Х5 (21%) выплатит дивиденды по новой политике, МТС (16%), Хэдхантер (16%), БСПБ (15%), Транснефть (14%).
- Мы ожидаем в 2026 г. распределения 3,6 трлн руб. в виде дивидендов. По сравнению с 2025 г. сумма практически не изменилась из-за переноса отдельных дивидендов на январь 2026 г. По нашим оценкам, 750 млрд руб. будет выплачено на акции в свободном обращении (кроме счетов типа С).
- Коэффициент реинвестирования дивидендов, скорее всего, будет на уровне исторических значений (20-30%) на фоне пересмотра ожиданий участников рынка по траектории ключевой ставки.

Дивидендная доходность российских акций на горизонте 12 мес., %



Дивидендные выплаты по месяцам и по секторам, млрд руб.



4 Нефть и газ

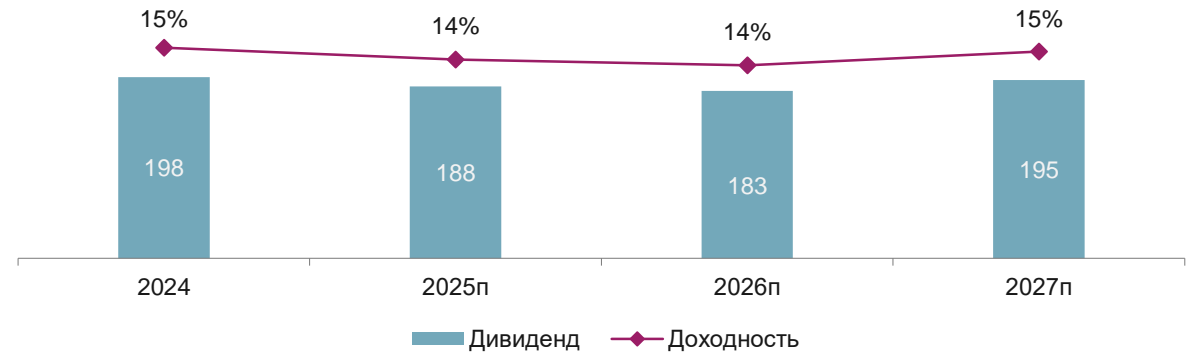
Источники: данные компаний,
оценки и расчеты ВИМ Инвестиции
Расчеты на 05.12.2025 г.



Взгляд на сектор – негативный

- **Мы ожидаем дальнейшего снижения цен на Brent.** Мировой спрос на нефть в 2026 г. увеличится, по оценкам ОПЕК+, на 1,4 млн барр./сут. г/г. Тем не менее новое смягчение ограничений ОПЕК+ на добычу компенсирует прирост спроса, что окажет давление на мировые цены на нефть. Мы ожидаем снижения средней цены нефти Brent с 68,2 долл./барр. в 2025 г. до 61,7 долл./барр. в 2026 г. (-10% г/г).
- **Добыча нефти в России в 2026 г. вырастет, по нашим оценкам, на 6% г/г – в среднем до 9,7 млн барр./сут.** С октября 2025 г. ОПЕК+ начала новый этап смягчения ограничений на добычу совокупно на 1,6 млн барр./сут. По нашим оценкам, в среднем за 2026 г. объем добычи ОПЕК+ составит 44 млн барр./сут. (прирост на 2,4 млн барр./сут.).
- **Мы прогнозируем увеличение дисконтов на российскую нефть относительно Brent в среднем до 16 долл./барр. для Urals и до 9 долл./барр. для ВСТО.** По нашим расчетам, снижение дисконтов до нормальных уровней произойдет к концу 4к26. Средняя цена Urals на базисе FOB в 2026 г. составит 46 долл./барр. (-18% г/г), цена ВСТО FOB в порту Козьмино – почти 53 долл./барр. (-15% г/г). В течение 2026 г. налоговая цена нефти в РФ составит, по нашим прогнозам, в среднем 47,5 долл./барр.
- **В качестве фаворитов на 2026 г. мы выделяем привилегированные акции Транснефти и акции Газпрома.** По нашим оценкам, привилегированные акции Транснефти принесут наибольшую дивидендную доходность за 2025 г. среди нефтегазовых компаний (14%). Финансовые результаты компании не чувствительны к изменению валютного курса и цен на нефть, что обеспечивает преимущество в условиях крепкого рубля, низких цен на Brent и высоких дисконтов. Менеджмент Газпрома объявил о сокращении инвестиционной программы в 2026 г. на 0,5 трлн руб. г/г, что окажет позитивное влияние на FCFE. По итогам 2026 г. компания может показать положительный FCFE и возобновить выплату дивидендов. В долгосрочной перспективе рост финансовых результатов Газпрома будет обеспечен увеличением поставок газа в Китай.

Дивиденд (руб./акц.), и дивидендная доходность акций Транснефти (ап), %



Транснефть (ап) – наиболее надежная бумага в секторе

- **Наибольшая дивидендная доходность по итогам 2025 г. среди нефтегазовых компаний.** По нашим оценкам, Транснефть выплатит 188 руб./акц. (доходность 14%) по итогам 2025 г. Устойчивость финансовых результатов Транснефти достигается за счет ежегодной индексации тарифов и отсутствия влияния конъюнктуры рынка нефти и нефтепродуктов на доходы компании.
- **1,2x EV/EBITDA за 2026 г.** Привилегированные акции Транснефти торгуются с самым низким мультипликатором в секторе. Дисконт к медианному для нефтегазовых компаний уровню составляет около 60%.

Газпром – ставка на рост экспорта и снижение геополитической напряженности

- **Доходность FCFE за 2026 г. составит 9%.** За счет сокращения совокупных капитальных затрат на 12% г/г в 2026 г. FCFE выйдет в положительную зону. По нашим оценкам, в 2026 г. FCFE составит около 250 млрд руб., что повышает вероятность возврата к выплате дивидендов по итогам 2026 г.
- **Рост поставок газа в Китай.** К 2027 г. Газпром увеличит поставки трубопроводного газа по Силе Сибири и Дальневосточному маршруту суммарно до 56 млрд куб. м/год. На горизонте трех лет рост экспорта газа в Китай станет ключевым фактором роста EBITDA. Мы ожидаем, что по итогам 2027 г. EBITDA Газпрома превысит 3,4 трлн руб.

ТОП-пики

4 Металлургия

Крепкий рубль негативно сказывается на большинстве экспортеров. Рентабельность золотодобычи находится на рекордно высоких уровнях, в то время как черная металлургия переживает кризис.

- **Золото.** Несмотря на то, что цена золота превысила фундаментально обоснованный уровень, сильная динамика металла, скорее всего, сохранится на фоне стабильных покупок центральных банков и ETF, начала цикла снижения ставок, а также геополитической напряженности
- **Цветные металлы и МПГ.** Рынок меди остается в состоянии дефицита, который усиливается перебоями предложения, а также бурным ростом инвестиций Китая в электросетевую инфраструктуру. После ралли цен на МПГ ситуация уже не выглядит кризисной. Дальнейший рост, на наш взгляд, будет определяться перспективами ужесточения экологических стандартов в Китае (внедрение China 7 и возврат RDE-тестирований).
- **Удобрения.** Цены на DAP взлетели во 2к25 как на фоне ограничения объемов экспорта Китаем, так и на фоне роста цен на необходимое в производстве сырье. Сильный спрос со стороны Индии дополнительно поддержал цены. Текущие уровни цен DAP, несмотря на коррекцию примерно на 15% с летних пиков, все еще находятся выше фундаментально обоснованных (по нашим оценкам, 600-615 долл./т), однако продолжают снижаться по мере сезонного ослабления спроса.
- **Сталь и уголь.** Кризис в глобальном секторе стали и сильный рубль существенно уменьшают возможности и привлекательность экспортных альтернатив для российских сталеваров. Поддержку глобальному сектору может оказать реформа предложения в Китае (как в 2016 г., когда Китай убрал с рынка избыточные объемы путем закрытия неэффективных мощностей); без регуляторного вмешательства восстановление может затянуться. Тем временем в России ключевая ставка пока остается высокой для восстановления внутреннего спроса на сталь.

Чувствительность основных экспортеров сектора к курсу рубля*

Чувствительность EV/EBITDA 12М к курсу	Спот		Курс USD/RUB			
	70	75	80	90	100	110
Полюс	4,3x	4,2x	4,1x	4,0x	3,9x	3,8x
Норникель	5,1x	4,7x	4,5x	4,1x	3,8x	3,6x
ФосАгро	12,3x	9,4x	7,6x	5,5x	4,3x	3,5x
Алроса	8,6x	6,3x	4,9x	3,3x	2,4x	1,9x
Русал	15,0x	8,4x	5,9x	3,8x	2,8x	2,3x

Доходность FCF 12М при разном курсе	Спот		Курс USDRUB			
	70	75	80	90	100	110
Полюс	10%	11%	12%	13%	13%	14%
Норникель	5%	7%	9%	12%	15%	16%
ФосАгро	3%	4%	6%	10%	13%	17%
Алроса	1%	5%	9%	17%	24%	32%
Русал	-29%	-18%	-8%	9%	23%	34%

*При прогнозных ценах на сырье

ТОП-пик

Полюс

- При текущих ценах и курсе рубля самой привлекательной компанией сектора остается Полюс, торгуясь на уровне 3,6x EV/EBITDA 12м против среднего исторического уровня 7,0x; доходность FCF при текущих ценах составит около 14-15% на год вперед (даже за вычетом капзатрат на развитие).
- Месторождение Сухой Лог может увеличить объем производства Полюса почти на 70%, а EBITDA – почти на 100% относительно 2024 г. Однако запуск проекта произойдет не ранее 2028 г.

Норникель

- Для корзины по-прежнему преобладают повышательные риски. Возможное внедрение стандарта China 7 и возврат RDE-тестирований приведет к увеличению загрузки МПГ в катализаторы и расширит дефицит на рынке. Перебои предложения при растущем спросе создают почву для дальнейшего роста цен на медь.
- После роста акции Норникель торгуются с 4,8x EV/EBITDA 12м при текущих ценах (дисконт около 10% к историческим значениям). При этом компания остается одним из ключевых бенефициаров ослабления рубля (падение курса на 10% увеличивает EBITDA на 20-25%).

4 Банковский сектор

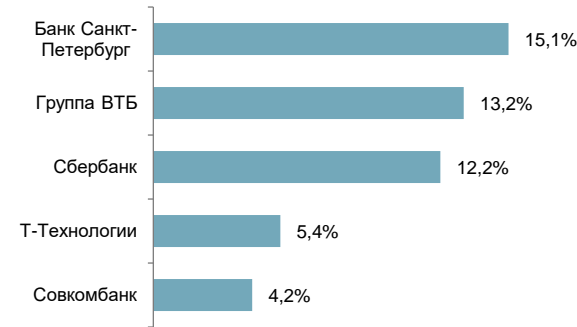
Источники: данные компаний, оценки и расчеты ВИМ Инвестиции
Расчеты на 05.12.2025 г.



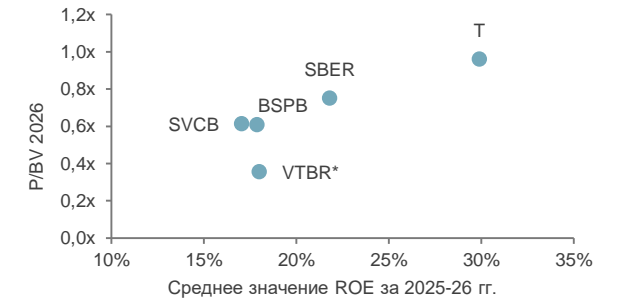
Продолжение смягчения ДКП в 2026 г. может способствовать восстановлению спроса на кредиты, однако существующий кредитный риск и регуляторное давление могут продолжить ограничивать финансовый результат банков

- **Что с кредитованием?** По данным ЦБ, на конец 10м25 кредитный портфель банков составил 128 трлн руб. (+5% с начала года). Смягчение ДКП в течение 2025 г. было недостаточным для ускорения роста кредитного портфеля. Тем не менее ожидаемый нами цикл снижения ключевой ставки в 2026 г. может способствовать ускорению роста кредитного портфеля.
- **Стоимость риска прошла пик?** В 2026 г. в розничном сегменте мы ожидаем стабилизацию стоимости риска за счет улучшения качества кредитных портфелей при жесткой макропруденциальной политике и постепенном восстановлении покрытия резервами просроченных кредитов. В корпоративном секторе ситуация, по нашему мнению, будет варьироваться в зависимости от отраслевого состава портфеля, при этом сохраняется вероятность вызревания кредитного риска у клиентов МСБ и компаний с высокой долговой нагрузкой.
- **Эффективность и диверсификация в приоритете.** Активное развитие комиссионных и небанковских направлений, таких как страхование, факторинг и другие, становится одним из приоритетов банков для снижения зависимости от цикла ДКП. Одновременно, на наш взгляд, банкам потребуется усилить фокус на операционной эффективности для поддержания рентабельности капитала.
- **Регуляторное давление усиливается.** Планы Банка России (повышение риск-надбавок и пр.) подтверждают нашу точку зрения, что финансовый сектор ждет усиление регуляторного давления с целью поддержания его устойчивости. В этих условиях внимание банков будет, по нашему мнению, смещено в сторону эффективного управления капиталом.
- **Риски:** ухудшение макроэкономической ситуации, регуляторное давление, давление со стороны высокой конкуренции в секторе, ухудшение качества активов.

Дивидендная доходность на 12 мес., %



ROE 2025-2026 г. и P/BV 2026 г.



*С учетом привилегированных акций по номиналу

Сбербанк: дивидендная история при рентабельности капитала 22%

- За 10м25 Сбербанк заработал 1,4 трлн руб. чистой прибыли по РСБУ (рентабельность капитала 22,4%). Рентабельность капитала за 2025 г., по прогнозам менеджмента и нашим расчетам, может превысить 22%, несмотря на снижение ЧПМ и высокую стоимость риска. Вместе с публикацией результатов по МСФО за 2025 г. мы ожидаем рекомендацию по дивидендам – наш прогноз 37 руб./акц. (50% от ЧП, дивидендная доходность 12%).
- **Мультипликаторы:** 0,76x P/B'26, 3,7x P/E'26.

Т-Технологии: фокус на эффективности и развитии экосистемы

- Активный рост клиентской базы Т-Технологий (до 53 млн чел. на конец октября 2025 г.), сменился этапом монетизации существующих клиентов через кросс-продажи банковских и небанковских продуктов. Это, на наш взгляд, поддержит рост доходов группы, а фокус на рентабельности капитала будет способствовать достижению цели по росту чистой прибыли на 40% г/г и операционной рентабельности около 30%.
- **Мультипликаторы:** 0,96x P/B'26, 3,6x P/E'26. Дивидендная доходность на следующие 12 мес. – 5%.

ВТБ: привлекательная оценка и потенциальные дивиденды

- Чистая прибыль ВТБ за 10м25 по МСФО составила 407 млрд руб. (рентабельность капитала 18%) при прогнозе менеджмента 500 млрд руб. за весь 2025 г. Менеджмент также сообщил о намерении распределить по итогам года от 25% до 50% чистой прибыли в виде дивидендов. По нашей оценке, дивиденд может составить 9,5 руб./акц. (доходность 13%) при выплате 25% ЧП.
- **Мультипликаторы (с учетом привилегированных акций по номиналу):** 0,36x P/B'26, 2,3x P/E'26.

ТОП-пикки

4 Транспорт

Источники: данные компаний,
оценки и расчеты ВИМ Инвестиции
Расчеты на 05.12.2025 г.



*FCFE – свободный денежный поток на собственный капитал

Мы придерживаемся нейтрального взгляда на сектор и выделяем в качестве фаворита Совкомфлот

Морская транспортировка нефти и нефтепродуктов

- Мы ожидаем, что в 4к25 и 2026 г. рост операционных и финансовых показателей Совкомфлота продолжится. По итогам 2к25 компания продемонстрировала разворот динамики финансовых результатов и рост скорректированной EBITDA на 50% к/к. По нашим оценкам, дальнейшее сокращение судов в простое улучшит коммерческую загрузку конвенционального флота на конец 2025 г. до 70%. Ожидаем, что коммерческая загрузка конвенционального флота полностью восстановится к концу 2026 г.

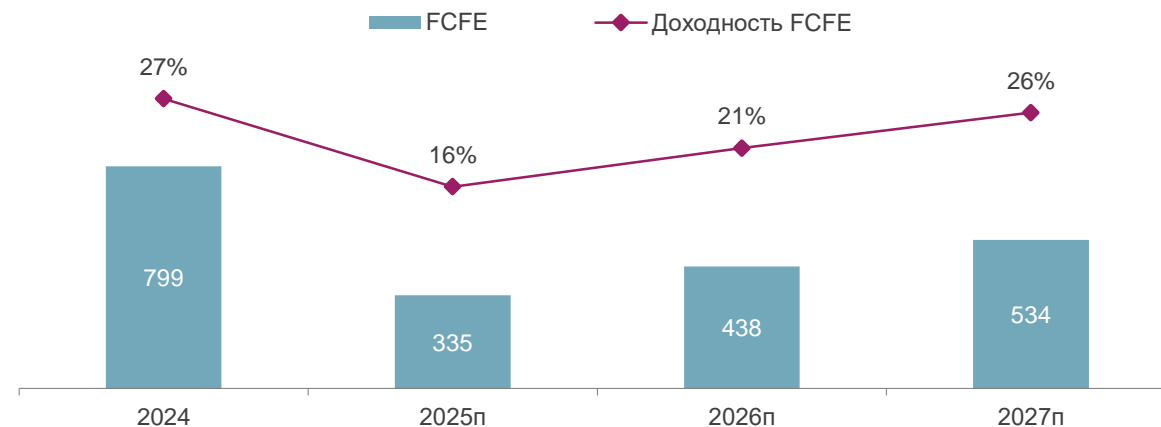
Портовые услуги

- Дивидендная доходность акций Группы НМТП составит почти 12% по итогам 2025 г. Несмотря на сокращение выручки Группы от бункеровки почти в 3 раза в годовом сопоставлении (доля в общей выручке за 2025 г. - 6% против 19% в 2024 г., по нашим оценкам), чистая прибыль компании увеличится на 3% г/г за счет растущих процентных доходов. Группа генерирует FCFE* с доходностью 12% за 2025 г. За счет реализации инвестиционных проектов показатель возрастет до 20% к 2027 г.

Авиаперевозки

- В 3к25 темпы роста доходной ставки Аэрофлота достигли минимума. В 3к25 рост показателя составил 1% г/г (против 5% г/г и 5% г/г во 2к25 и 1к25 соответственно). Динамика остается слабой на фоне периодических ограничений на использование воздушного пространства. В 4к25 Аэрофлоту будет сложно превысить уровень доходных ставок 4к24, что также негативно для динамики показателя.
- В то же время мы видим признаки оптимизации расходов Группы. Операционные расходы Аэрофлота в 3к25 впервые с 2023 г. снизились в годовом сопоставлении. Дивиденд по итогам 2025 г. может составить 4-5 руб./акц. (доходность 7-9%).

Прогноз динамики FCFE* Совкомфлота, млн долл.



Совкомфлот

- Доходность FCFE* превысит 20% по итогам 2026 г. По нашим расчетам, в 2026-2027 гг. Совкомфлот продемонстрирует среднюю доходность FCFE на уровне 23,5% за счет обслуживания промышленных проектов на шельфе РФ, восстановления коммерческой загрузки конвенционального флота и низких капитальных затрат.
- Чистая денежная позиция в следующие три года увеличится. По нашим оценкам, чистая денежная позиция в пересчете на акцию составит 67 руб. (84% от текущей цены).
- Перспективы роста акционерной стоимости за счет приобретения судов на вторичном рынке. В случае снятия ограничений Совкомфлот может вернуться к приобретению судов на вторичном рынке. По нашим расчетам, 15-летний танкер Aframax может принести до 17% IRR на всем сроке полезного использования.
- Мультипликаторы: 2,6x EV/EBITDA 2026п, 6,5x P/E 2026п.

ТОП-лики

4 Технологии

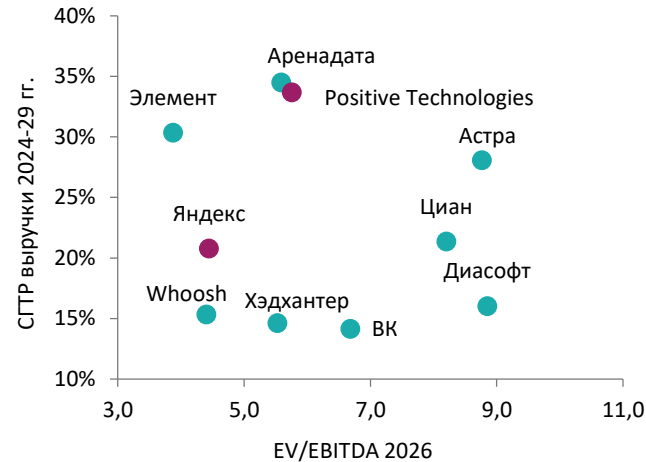
Источники: данные компаний, оценки и расчеты ВИМ Инвестиции
Расчеты на 05.12.2025 г.



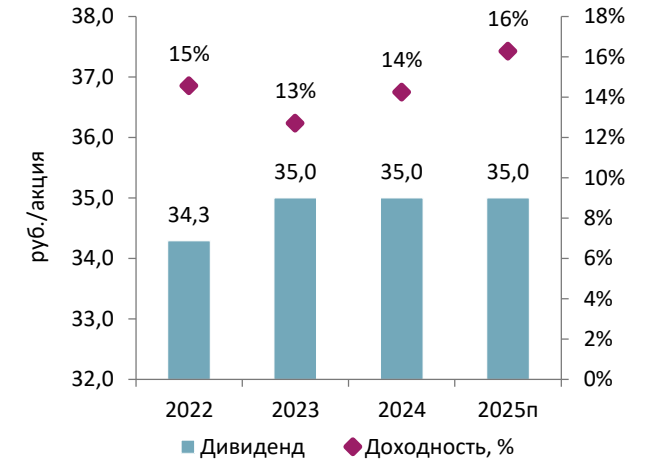
Ожидаем возвращения российского технологического сектора на устойчивую траекторию роста в 2026 г. Выделяем акции Яндекса, Positive Technologies и МТС

- **Устойчивый рост рынка интернет-рекламы.** На фоне ухудшения макроэкономической конъюнктуры в 2025 г. рост рынка интернет-рекламы мог замедлиться до 11-13% (против 22% в 2024 г.). Однако в 2026 г. рост снова может ускориться до 15% г/г на фоне смягчения ДКП, восстановления активности рекламодателей и потребительского спроса. При этом рынок ритейл-медиа (каналы e-commerce), бенефициаром которого является и Яндекс, может вырасти на 30-50% г/г.
- **Восстановление и консолидация ИТ-рынка.** В условиях жесткой ДКП в 2025 г. многие заказчики сокращали ИТ-бюджеты и переносили ИТ-проекты на более поздние периоды, что нашло отражение в слабых результатах ряда российских производителей ПО. По оценкам Б1, в 2026 г. российский ИТ-рынок может вырасти на 16% г/г (против роста на 11% в 2025 г.), в том числе за счет продолжающихся процессов импортозамещения и цифровизации. Мы также считаем, что ужесточение регулирования (повышение страховых взносов, возможная отмена льготы по НДС и каких-либо других льгот) может способствовать ускорению консолидации российского ИТ-рынка, который остается сильно фрагментированным. На наш взгляд, в роли консолидаторов выступают ведущие российские игроки, что позволит им еще больше укрепить свои рыночные позиции и расти быстрее рынка.
- **Развитие новых технологий.** Яндекс активно развивает такие перспективные направления, как **ИИ, роботизация и беспилотные технологии**, что может стать новой точкой роста компании.
- **Ключевые риски:** макроэкономика, конкуренция, дефицит ИТ-кадров, регулирование, сокращение ИТ-бюджетов.

Мультипликаторы компаний сектора



Дивидендная доходность МТС



ТОП-тики

Яндекс

- **Ведущая технологическая компания в России.** Компания предлагает клиентам диверсифицированный портфель сервисов и демонстрирует высокие темпы роста с потенциальным улучшением рентабельности.
- **Оценка:** 4,4x EV/EBITDA за 2026 г., дисконт около 30% к российскому технологическому сектору.

Positive Technologies

- **Ведущий производитель ПО в сфере информационной безопасности.** Несмотря на сокращение ИТ-бюджетов, компания сохраняет фокус на достижении поставленных целей: рост отгрузок на 37-58% г/г и возвращение к положительной НИС в 2025 г. Ожидаем сохранения высоких темпов роста в 2026 г.
- **Оценка:** 5,8x EV/EBITDAC за 2026 г., дисконт около 30% к российским производителям ПО.

МТС

- **Двузначная дивидендная доходность.** По нашим оценкам, дивиденд за 2025 г. составит 35 руб./акция с доходностью более 16%.
- **Оценка:** 3,4x EV/EBITDA за 2026 г., дисконт 27% к среднему историческому мультипликатору.

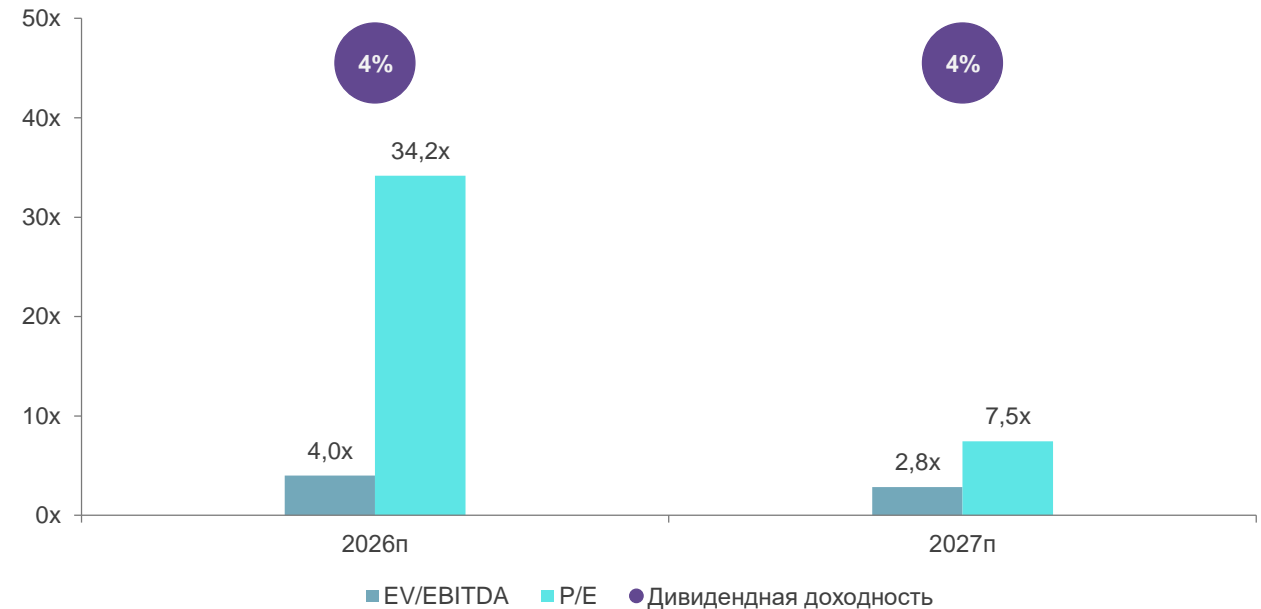
4 Потребительский сектор

Ожидаем непростой год для компаний сектора розничной торговли: рынок труда остается напряженным, сети продолжают инвестиции в развитие новых форматов. Выделяем сегмент электронной коммерции, который покажет опережающие темпы роста.

Тренды в секторе

- **Рентабельность и инвестиции в рост.** Рост номинальных зарплат (по нашим оценкам, +13% г/г в 2025 г. и +12% г/г в 2026 г.) поддерживает спрос и позволяет розничным сетям сдерживать инвестиции в промоактивность. В то же время увеличение расходов на персонал создает риски для рентабельности, дополнительное давление может оказать повышение НДС. Компании сектора фокусируются на развитии новых форматов, наиболее быстрорастущими сегментами останутся e-grocery и жесткие дискаунтеры. Отражением инвестиций в новые форматы, логистику и расширение сети станут рекордные уровни капитальных затрат. Мы ожидаем высокие темпы роста выручки лидеров сектора на уровне +17% г/г. Потенциальное давление на рентабельность в совокупности с повышенными уровнями капитальных затрат остаются рисками для сегмента.
- **Развитие e-com.** Крупнейшие маркетплейсы увеличивают долю рынка, непродовольственная розница сталкивается с конкуренцией со стороны лидирующих e-com игроков, что находит отражение в низком росте специализированных сетей и слабой динамике зрелых магазинов.
- **Риски:** Обсуждаемые ограничения на предоставление скидков маркетплейсами, высокие уровни капитальных затрат.

Озон: мультипликаторы и дивидендная доходность



Озон

- **Рост:** мы ожидаем сохранения высоких темпов роста оборота (около 30% г/г) в 2026 г. Количество активных клиентов компании превысит 70 млн чел., фокус - на увеличении частотности покупок существующих клиентов.
- **Рентабельность:** мы ожидаем сохранения рентабельности на уровне 2% от оборота, консолидированный показатель за 2026 г. окажется на уровне 200 млрд руб. Введение ограничений на предоставление скидков по картам собственных банков может транслироваться в более быстрое достижение целевого уровня рентабельности маркетплейса в 4-5% от оборота.
- **Дивиденды и выкуп:** 30 млрд руб. в год (доходность 4%), обратный выкуп акций на сумму до 25 млрд руб. до конца 2026 г.
- **Мультипликаторы:** 0,15x EV/GMV и 4x EV/EBITDA за 2026 г.

ТОП-лик

5

Глобальные рынки

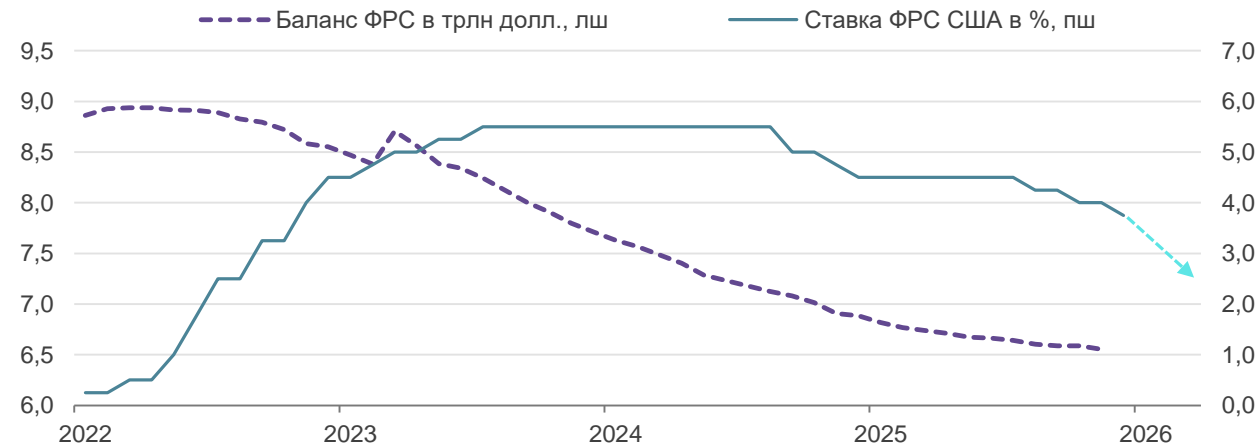


5 Экономика США

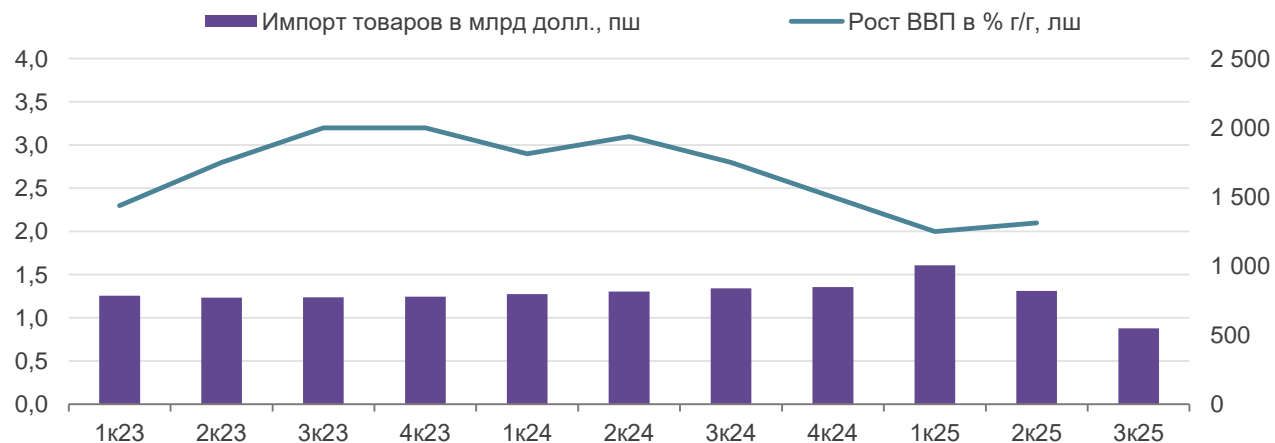
Рост экономики в 2026 г. поддержат мягкая монетарная политика и налоговые послабления

- Снижение процентных ставок ФРС и пакет налоговых льгот для бизнеса от администрации Дональда Трампа, а также соглашения в сфере внешней торговли поддержат экономическую активность в США.
- Мы ожидаем, что рост ВВП США в 2026 г. составит 2,6%. Риск для данного прогноза – это новые торговые пошлины.
- Вместе с тем длительная приостановка работы правительства на рекордные 43 дня несет риски замедления роста ВВП в 4к25 и в целом за 2025 г. (консенсус-прогноз предполагал рост на уровне 2% г/г).
- Федрезерв с осени снизил процентную ставку трижды – по 25 бп до 3,50-3,75% и завершил с 1 декабря программу количественного ужесточения (изъятия ликвидности), начав с 12 декабря регулярные покупки коротких казначейских облигаций. Напомним, с 2022 г. в рамках количественного ужесточения баланс ФРС сократился более чем на 2 трлн долл.
- Ждем от ФРС дальнейшего снижения ставок – придать импульс смягчению политики может смена главы регулятора (в мае истекает срок полномочий Джерома Пауэлла). По итогам 2026 г. ставка может оказаться на уровне 2,50-2,75%.
- Смягчение монетарной политики и стабилизация инфляции будут способствовать снижению доходностей 10-летних гособлигаций США до 3,6% в 1к26 и в район 3,0% по итогам 2026 г.
- Рекордно высокие оценки акций американских ИТ-компаний могут нести риски для рынков в 2026 г., если вложения в ИИ не оправдаются, а сроки окупаемости инвестиций сдвинутся из-за узких мест в инфраструктуре.

Баланс и процентная ставка ФРС с прогнозом



Рост ВВП и динамика импорта в США



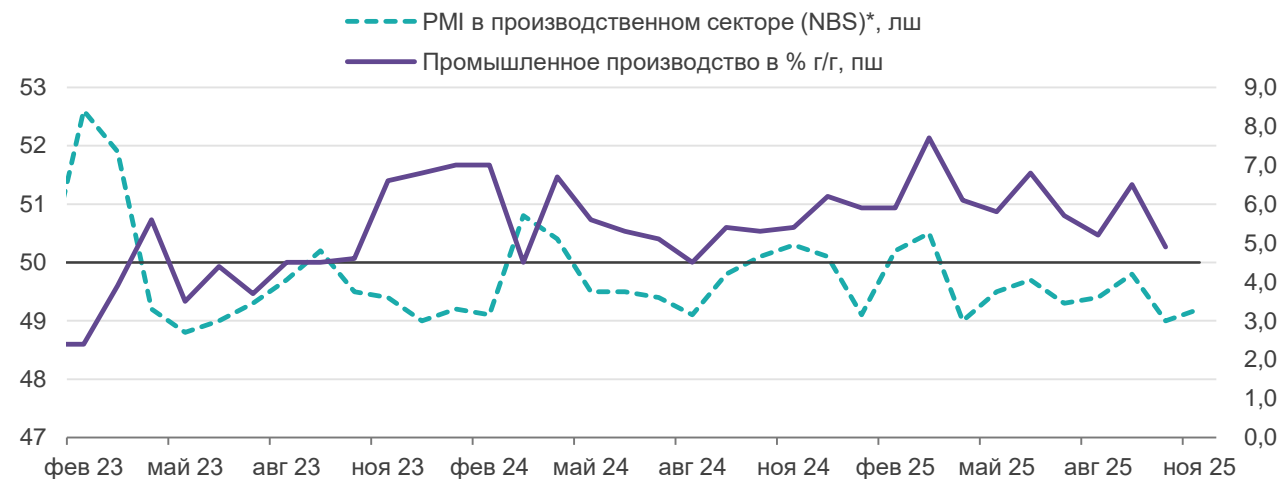
5 Экономика Китая

Источники: Аналитические информационные агентства, оценки и расчеты ВИМ Инвестиции
*Значение индекса деловых настроений PMI выше 50 означает рост экономики, ниже 50 – экономический спад
Расчеты на 11.12.2025 г.

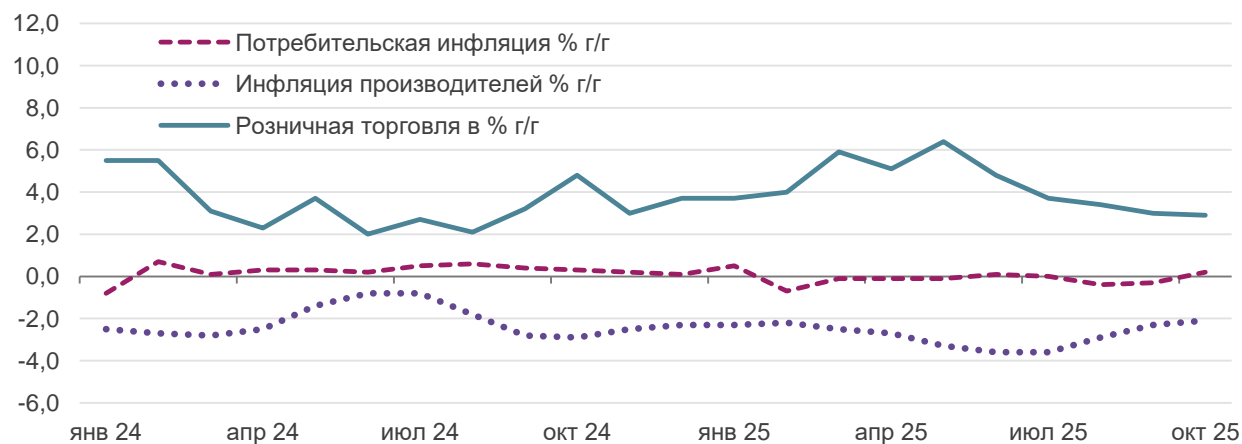
Торговое перемирие и фискальные стимулы поддержат экономический рост в Китае

- В 2025 г. на фоне торговых трений в первой половине года власти Китая приняли пакет стимулирующих мер, направленных на поддержку промышленности и экспорта – их рост удерживался выше 6% г/г (замедление началось в 4к25).
- Внутренний спрос в Китае в 2025 г. был под давлением, несмотря на продление масштабной программы трейд-ин (субсидирование покупки потребительских товаров) и субсидирование процентных ставок по потребительским кредитам.
- Рост розничных продаж в октябре 2025 г. замедлился до 2,9% г/г после +3,0% г/г в сентябре (против +4,8% г/г в июне и +5,9% г/г в марте). Темп роста в октябре был минимальным в этом году.
- В 2025 г. сохранялось дефляционное давление – потребительская инфляция в октябре составила 0,2% г/г (после двух месяцев снижения цен). Цены производителей на конец октября оставались в отрицательной зоне (-2,1% г/г) на протяжении последних 37 месяцев.
- Рост ВВП Китая в 3к25 замедлился до 4,8% г/г после 5,2% г/г во 2к25. Для поддержки роста экономики на целевом уровне в 5% власти могут запустить новые пакеты стимулов, есть пространство для смягчения монетарной политики.
- Полагаем, что пара USDCNY в конце 2026 г. будет ближе к 7,2 – торговая сделка с США предполагает, что Китаю не потребуются масштабные меры экономической поддержки и ослабление юаня.

Промпроизводство и индекс деловой активности в Китае



Розничная торговля и инфляция в Китае



5 Пара EURUSD

Источники: Аналитические информационные агентства, оценки и расчеты ВИМ Инвестиции
*Значение индекса деловых настроений PMI выше 50 означает рост экономики, ниже 50 – экономический спад
Расчеты на 11.12.2025 г.



Доллар вернулся к росту на фоне изменения перспектив снижения ставки ФРС.

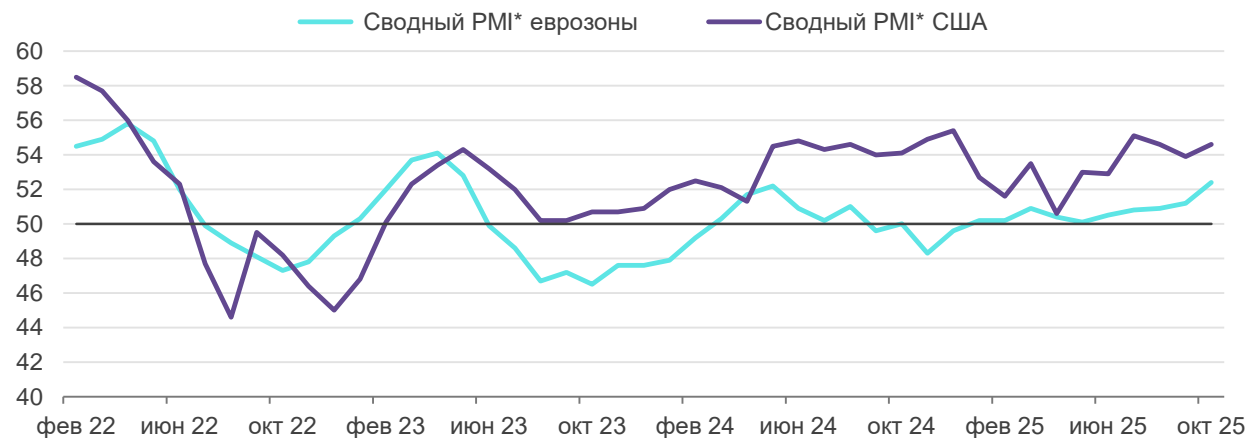
Наш прогноз EURUSD на конец 2026 г. – 1,15

- Осенью Федрезерв США начал цикл снижения ставки (понижена трижды по 25 бп.). Также принято решение завершить с 1 декабря количественное ужесточение – со следующего года баланс ФРС может перейти к росту. Рынок закладывает до конца 2026 г. снижение ставки ФРС 3-4 раза по 25 бп.
- Пара EURUSD показала 4-летний максимум на отметке 1,19 после первого снижения ставки ФРС в сентябре. Однако несмотря на смягчение монетарной политики в США, доллар начал укрепляться и в ноябре достиг отметки 1,15. Причина может быть в сворачивании аппетита к риску, вызванных рекордной по продолжительности приостановкой работы правительства США.
- Инфляция потребительских цен США растет с апреля, поднявшись с 2,3% до 3,0% г/г. Рост инфляции вызывает осторожность в риторике представителей ФРС. Регулятор может взять паузу в снижении ставки. В этом случае доллар может укрепиться в 1к26, однако во 2-й половине года мы ждем возврата доллара к ослаблению.
- ЕЦБ взял паузу в снижении ставки, вероятно, до конца 2026 г. Инфляция в еврозоне приостановила снижение, а экономическая ситуация улучшилась – сводный индекс деловых настроений еврозоны в октябре составил 52,4 (максимум с мая 2023 г.). Однако евро сильно вырос в 2025 г., оторвавшись от корреляции с разницей в доходностях 2-летних облигаций США и Германии.

Долгосрочная корреляция EURUSD и разницы ставок США и Германии



Деловые настроения в еврозоне постепенно улучшаются

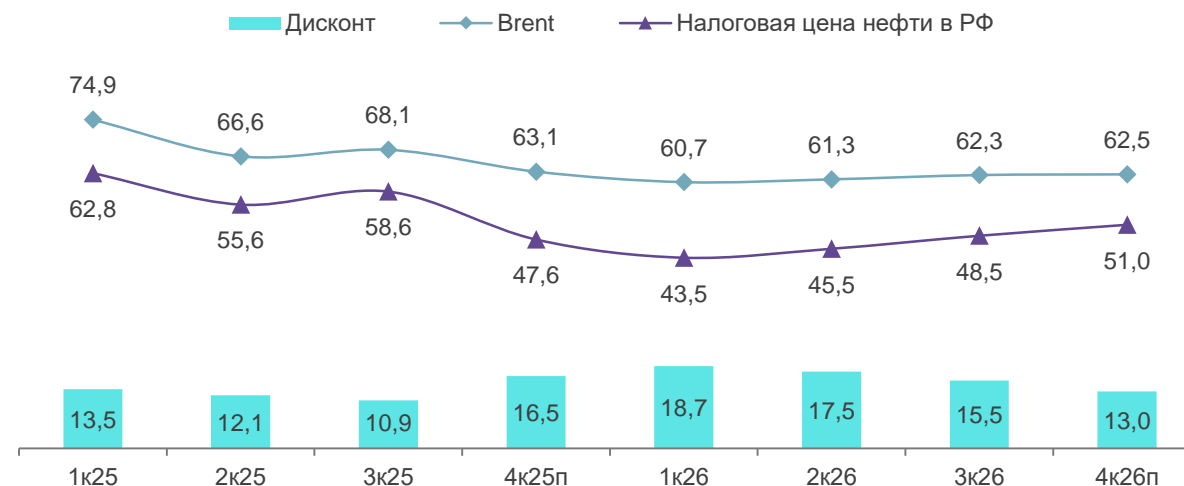


5 Рынок нефти

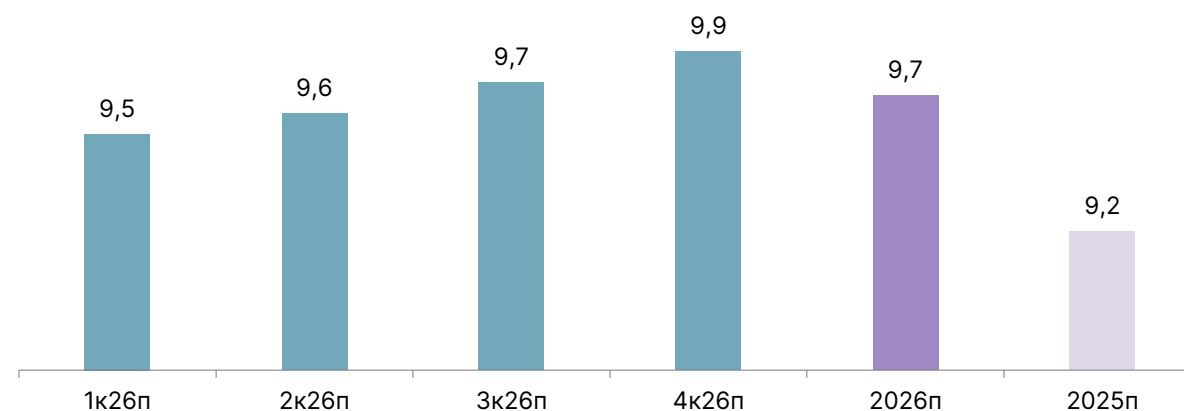
Мы ожидаем снижения цен на Brent и российские сорта нефти в 2026 г.

- Мировой спрос на нефть в 2026 г. увеличится на 1,4 млн барр./сут. г/г, по оценкам ОПЕК+. Тем не менее новое смягчение ограничений ОПЕК+ на добычу компенсирует прирост спроса, что окажет давление на мировые цены на нефть.
- С октября 2025 г. ОПЕК+ начала новый этап снятия смягчения ограничений на добычу совокупно на 1,6 млн барр./сут. По нашим оценкам, в среднем за 2026 г. объем добычи ОПЕК+ составит 44 млн барр./сут. (прирост на 2,4 млн барр./сут.). Добыча нефти в России в 2026 г. вырастет, по нашим оценкам, на 6% г/г – в среднем до 9,7 млн барр./сут.
- По нашим оценкам, прирост предложения нефти в мире превысит увеличение глобального спроса, что окажет давление на цены. Мы ожидаем снижения средней цены нефти Brent с 68 долл./барр. в 2025 г. до 62 долл./барр. в 2026 г.
- Мы прогнозируем увеличение дисконтов на российскую нефть относительно Urals в среднем до 16 долл./барр. для Urals и до 9 долл./барр. для ВСТО. По нашим расчетам, снижение дисконтов до нормальных уровней произойдет по итогам 4к26. Средняя цена Urals на базе FOB в 2026 г. составит 46 долл./барр., цена ВСТО FOB в порту Козьмино – почти 53 долл./барр. В течение 2026 г. налоговая цена нефти в РФ составит, по нашим прогнозам, в среднем 48 долл./барр.

Цена Urals и дисконт к Brent, долл./барр.



Добыча в России в соответствии с ограничениями ОПЕК+, млн барр./сут.



5 Золото

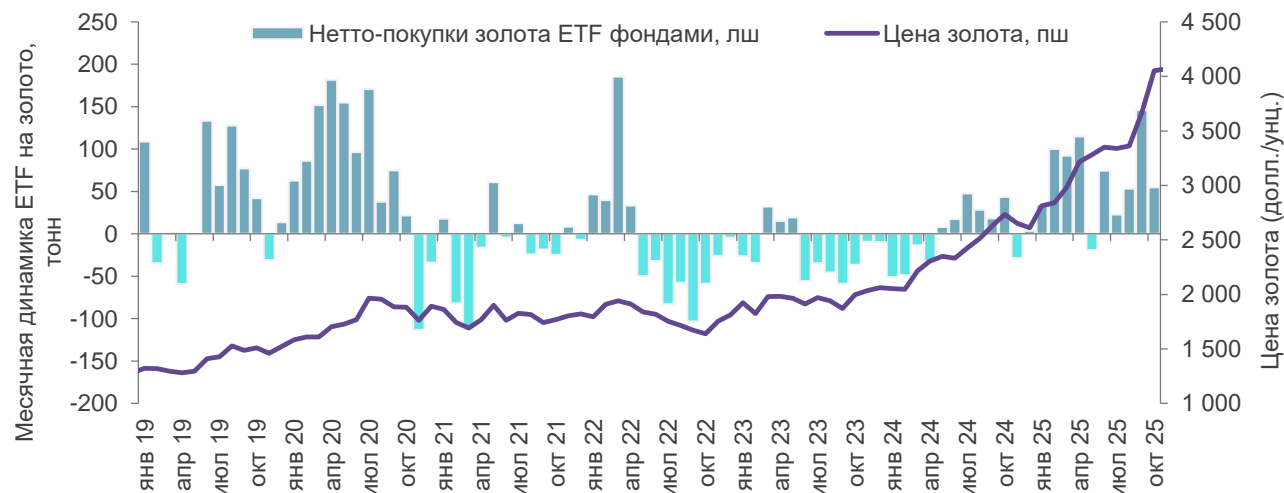
Источники: Аналитические информационные агентства, оценки и расчеты ВИМ Инвестиции
*Рентабельность 90-го перцентиля
Расчеты на 11.12.2025 г.



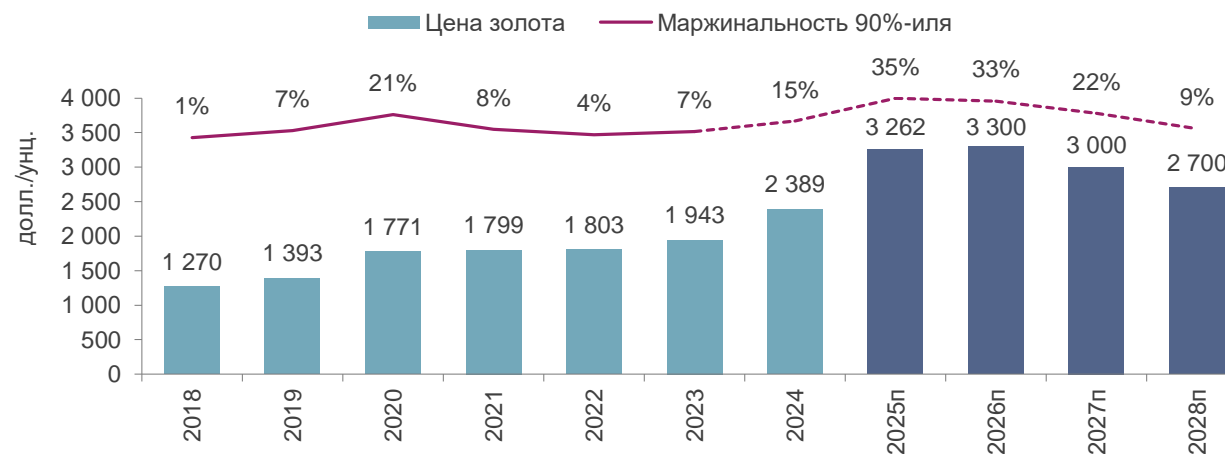
Наш прогноз – 3850 долл./унц. в среднем в 2026 г.

- С начала 2025 г. цены на золото демонстрировали бурный рост, в моменте превышая 4300 долл./унц., еще сильнее оторвавшись от фундаментально обоснованных уровней в 2500 долл./унц. (исторически цены на золото превышают маржинальные затраты на 10-15%).
- Росту цены золота способствуют следующие факторы:
 - > Рекордные покупки золота мировыми ETF – с мая 2024 г. по октябрь 2025 г. было закуплено 813 т (около 12% годового физического спроса);
 - > Нарращивание центральными банками золота в резервах по мере ухода от доллара. Последний опрос мировых ЦБ, проведенный World Gold Council, показал, что в ближайшие годы тренд на увеличение доли золота в резервах, вероятно, сохранится;
 - > Риски в глобальной экономике на фоне трений в международной торговле;
 - > Продолжающийся цикл снижения процентных ставок в США, ЕС и Китае – золото становится привлекательнее депозитов и облигаций, ставки которых снижаются;
 - > Геополитические риски.
- Перечисленные факторы, вероятно, продолжат оказывать поддержку золоту в среднесрочной перспективе – цена будет удерживаться выше фундаментальных уровней.
- Золото в российской инфраструктуре выступает в качестве инструмента защиты от девальвации рубля.

Покупки золота ETF-фондами



Уровень рентабельности золотодобытчиков



6

Приложения



6 Розничный инвестор на российском рынке акций

Источники: МосБиржа, ЦБ РФ, оценки и расчеты ВИМ Инвестиции
 *«Портфель частного инвестора» в ноябре 2025 г. (аналитический продукт МосБиржи) – 10 наиболее популярных акций российских компаний в инвестиционных портфелях физических лиц
 Расчеты на 11.12.2025 г.



- Доля физических лиц на российском рынке акций возросла на фоне ухода иностранных инвесторов – в ноябре 2025 г. она составила 66% от общего объема торгов.
- В 2023-2025 гг. фондовый рынок стал больше зависеть от сентимента розничных инвесторов.

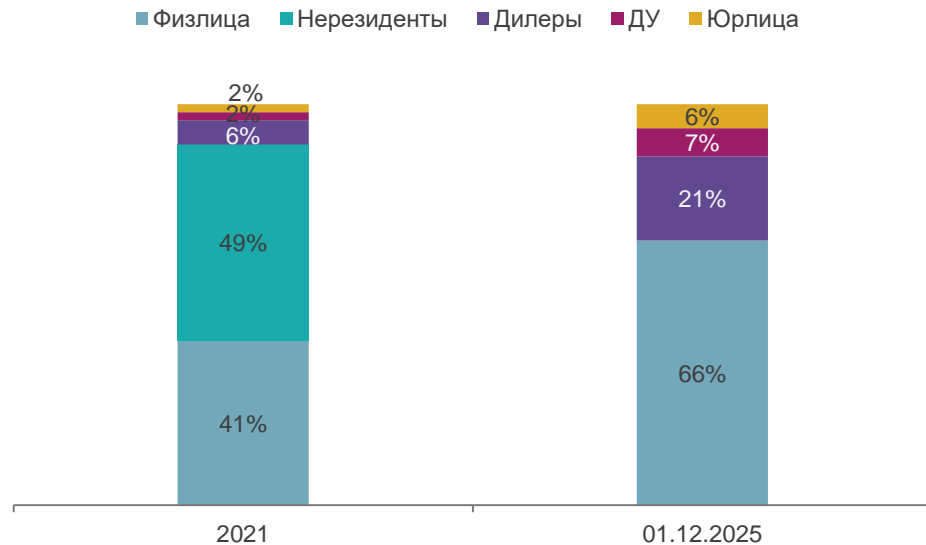
«ПОРТФЕЛЬ ЧАСТНОГО ИНВЕСТОРА» – ТОП-10 АКЦИЙ*

~87%

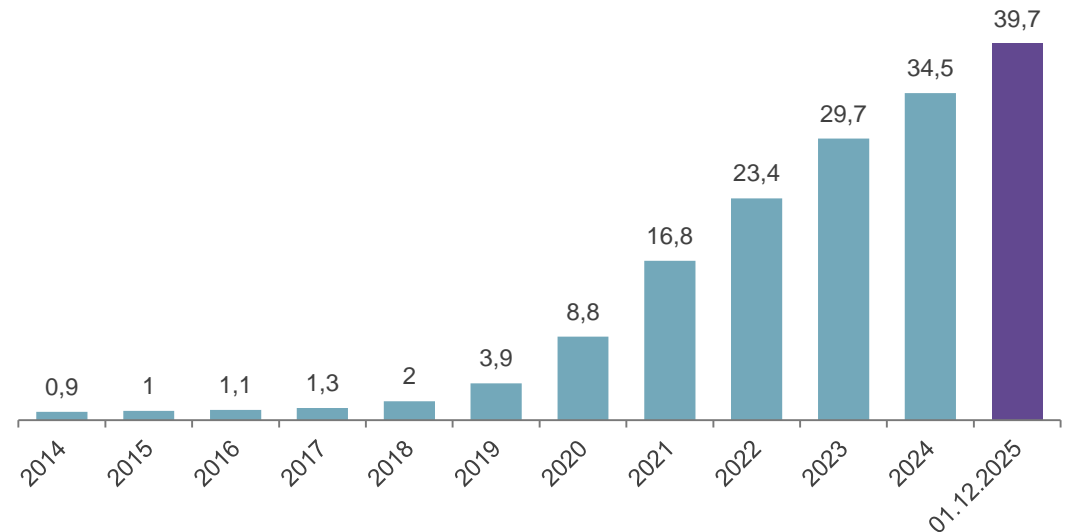
Доля акций стоимости в портфеле частного инвестора

— Сбербанк	— Т-Технологии
— Газпром	— Яндекс
— Лукойл	— X5
— ВТБ	— Роснефть
— Сбербанк прив.	— Полюс

Оборот в режиме основных торгов по группам клиентов



Количество уникальных розничных клиентов, млн

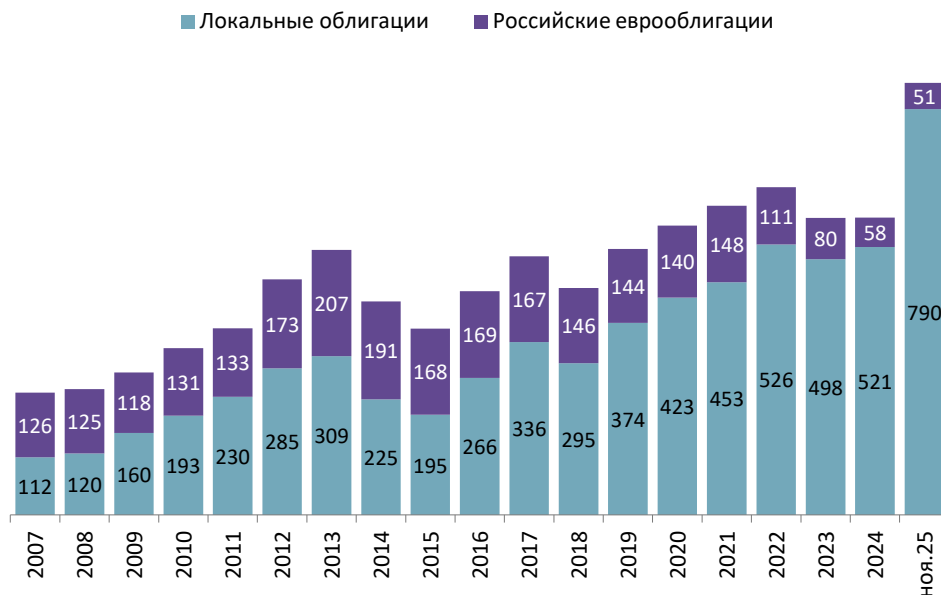


6 Рынок российских облигаций

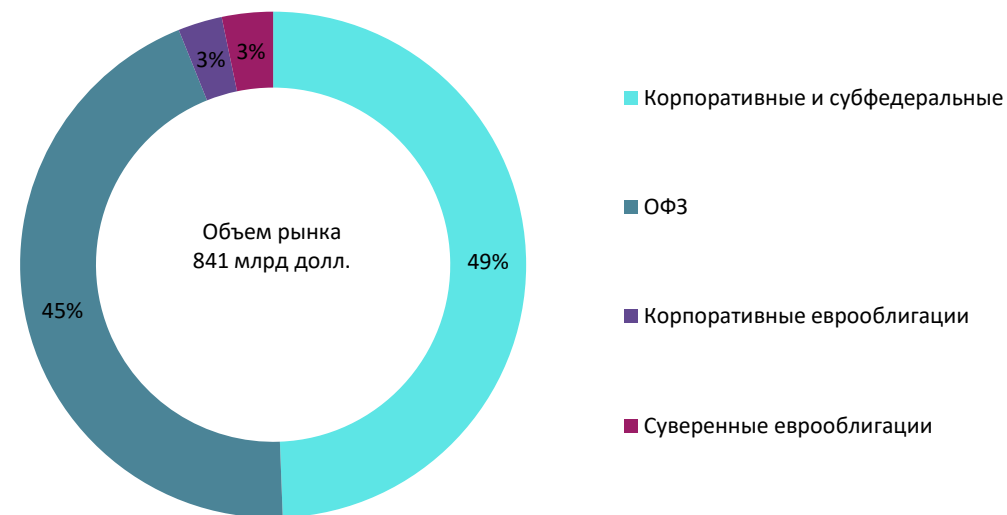
- Объем российского рынка инструментов с фиксированной доходностью превышает 840 млрд долл. (около 66 трлн руб.)
- Российский рынок облигаций включает в себя емкий рынок внутреннего долга в национальной валюте, на который приходится более 4/5 рынка.

- Менее 1/5 российского рынка облигаций приходится на выпуски в иностранной валюте.
- В структуре российского рынка долга преобладают корпоративные облигации, на которые приходится 3/5 объема выпусков, и 2/5 составляют суверенные облигации.

Динамика и объем рынка российских инструментов с фиксированной доходностью, млрд долл.



Структура рынка российских инструментов с фиксированной доходностью



6 Рынок локальных облигаций

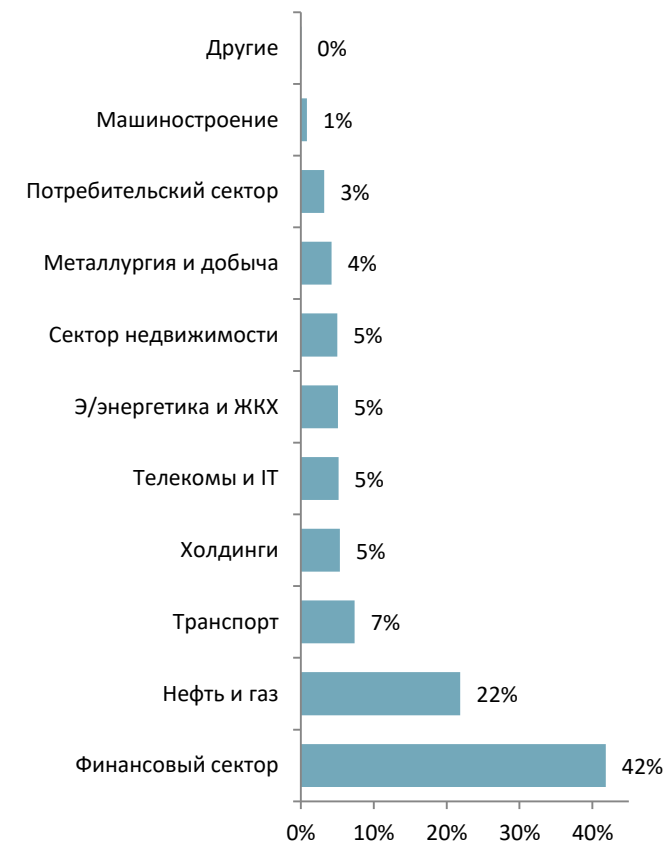
Российский рынок локальных облигаций это:

- 62 трлн руб. выпусков в обращении.
- Преобладают суверенные облигации и корпоративные заемщики 1-го эшелона с рейтингами AAA(RU) / ruAAA.
- В корпоративном сегменте преобладают облигации финансового, нефтегазового и транспортного секторов.
- Основную роль играют институциональные инвесторы (банки, пенсионные фонды и др.), доля физических лиц в объеме торгов составляет 30% (ноябрь 2025 г.).
- Доля нерезидентов в ОФЗ на 1 ноября 2025 г. составила 3,9%, или 1,08 трлн руб. (данные ЦБ РФ).

Структура рынка локальных облигаций



Рынок корпоративных рублевых облигаций по отраслям



6 Рынок валютных облигаций

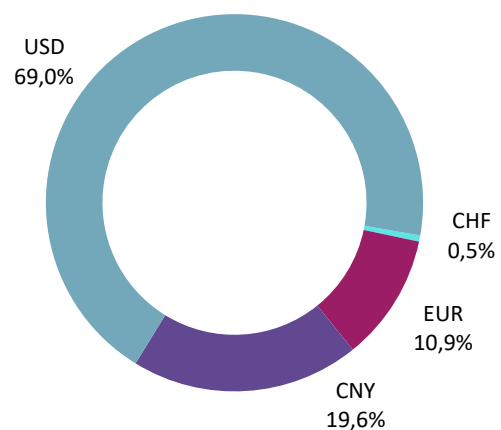
Российский рынок локальных валютных облигаций это:

- 76 млрд долл. выпусков в обращении.
- В структуре преобладают корпоративные облигации, на которые приходится 5/7 объема выпусков, и 2/7 составляют суверенные облигации.
- Преимущественно долларовые выпуски – более 2/3.
- В корпоративном сегменте преобладают облигации нефтегазового, металлургического и финансового секторов.
- В 2022-2024 гг. прошло масштабное замещение российских еврооблигаций на локальные валютные облигации в объеме более 45 млрд долл., из которых суверенные – около 21 млрд долл.

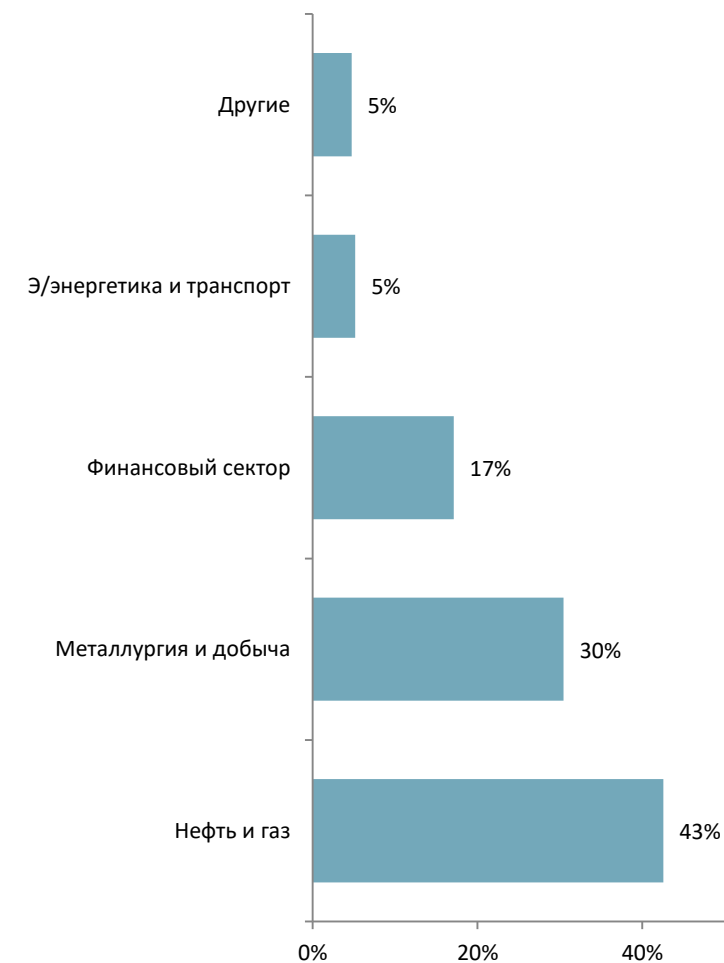
Структура рынка российских валютных облигаций



Структура российских валютных облигаций



Российские валютные корпоративные облигации по секторам



АО ВИМ Инвестиции (лицензия ФКЦБ России от 06.03.2002 № 21-000-1-00059 на осуществление деятельности по управлению инвестиционными фондами, паевыми инвестиционными фондами и негосударственными пенсионными фондами, без ограничения срока действия; Лицензия ФСФР России от 20.03.2007 № 045-10038-001000 на осуществление деятельности по управлению ценными бумагами, без ограничения срока действия).

Настоящий документ и содержащиеся в нем сведения предназначены исключительно для информационных целей. Документ не рассматривается и не должен рассматриваться как предложение АО ВИМ Инвестиции о покупке или продаже каких-либо финансовых инструментов или оказания услуг какому-либо лицу, не являются офертой, публичной офертой по какому бы то ни было действующему законодательству. Предоставляемая информация не может рассматриваться в качестве рекомендации к инвестированию средств, а также гарантий или обещаний в будущем доходности вложений.

Никакие положения информации или материалов, представленных в документе, не являются и не должны рассматриваться как индивидуальные инвестиционные рекомендации и/или намерение АО ВИМ Инвестиции предоставить услуги инвестиционного советника.

АО ВИМ Инвестиции не может гарантировать, что финансовые инструменты, продукты и услуги, описанные в настоящем документе, подходят лицам в соответствии с их инвестиционным профилем. Данные материалы основаны на публичной и общедоступной информации.

Прежде чем воспользоваться какой-либо услугой или приобретением финансового инструмента или инвестиционного продукта, Вы должны самостоятельно оценить экономические риски и выгоды от услуги и/или продукта, налоговые,

юридические, бухгалтерские последствия заключения сделки при пользовании конкретной услугой, свою готовность и возможность принять такие риски.

Любые логотипы, если таковые приведены в настоящей презентации, используются исключительно в информационных целях, не имеют целью введение клиентов в заблуждение о характере и специфике услуг, оказываемых АО ВИМ Инвестиции, или получение дополнительного преимущества за счет использования таких логотипов, равно как продвижение товаров или услуг правообладателей таких логотипов, или нанесение ущерба их деловой репутации.

Термины и положения, приведенные в настоящих материалах, должны толковаться исключительно в контексте соответствующих сделок и операций и/или ценных бумаг и/или финансовых инструментов и могут полностью не соответствовать значениям, определенным законодательством РФ или иным применимым законодательством.

Материал не является гарантией или обещанием будущей эффективности или доходности от инвестиционной деятельности.

Результаты инвестирования в прошлом не являются гарантией таких же результатов в будущем, государство не гарантирует доходность инвестиций в инвестиционные фонды.

Все прошлые данные имеют документальное подтверждение. Нет никаких гарантий прибыли или доходов от финансовых инструментов, пока иная информация не указана в соответствующих публикациях.

Прежде чем приобрести инвестиционный пай, следует внимательно ознакомиться с правилами доверительного управления паевым инвестиционным фондом.

На размер дохода могут повлиять, среди прочего, инвестиционные стратегии и цели финансового инструмента и существенные рыночные и экономические условия, в том числе процентные ставки и рыночные условия в целом.

Различные стратегии, применяемые к финансовым инструментам, могут оказать существенное влияние на результаты, описанные в настоящем материале. Адрес АО ВИМ Инвестиции: Россия, 123112, г. Москва, вн.тер.г. муниципальный округ Пресненский, Пресненская набережная, дом 10, строение 1, этаж 38, помещение I, телефон 8-800-770-70-88 (для бесплатной междугородной и мобильной связи), адрес сайта в сети Интернет www.wealthim.ru. Информация о рисках, которые могут реализоваться при инвестировании в финансовые инструменты приведена в Декларации о рисках, размещенной на сайте Управляющей компании по адресу <https://www.wealthim.ru/about/disclosure/security/>

Будущая доходность от оказания услуг АО ВИМ Инвестиции не гарантированы государством или иными лицами, а фактическая доходность от оказания услуг может отличаться от указанной в расчетах будущей доходности