



Стратегия на рынке капитала

Апрель
2026

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	34



- **Макроэкономическая ситуация в России обеспечивает пространство для снижения ключевой ставки.** Инфляция нормализуется после январского всплеска, вызванного регуляторными изменениями, тезис о замедлении роста денежной массы остается актуальным, охлаждение экономики усиливается. Динамика совокупного спроса в этом году будет дезинфляционной. Покупательная способность населения снижается в результате повышения НДС, предприятия сокращают инвестпрограммы. В нашем базовом сценарии ключевая ставка на горизонте 12 мес. снизится до 11%.
- **Многое будет зависеть от параметров изменения базовой цены на нефть в бюджете РФ.** В логике бюджетного правила снижение цены отсечения должно сопровождаться корректировкой планов по расходам, что средне- и долгосрочно является дезинфляционным.
- **В базовом сценарии – при прежней цене отсечения в 59 долл./барр. – средний курс в 2026 г. составит около 81 руб. за доллар.** Снижение цены отсечения приведет к более слабой относительной траектории курса из-за сокращения предложения валюты в рамках валютных операций по бюджетному правилу. Влияние фактических цен нефти на курс ограничено бюджетным правилом, которое убирает примерно 2/3 влияния цен нефти на рубль.
- **Конфликт на Ближнем Востоке привел к взлету мировых цен на нефть.** Цена Brent после пиков в 1к26 выше отметки 100 долл./барр., вероятно, будет постепенно снижаться – во 2к26 средняя цена составит 83 долл./барр. После охлаждения кризиса рынок нефти вновь станет профицитным, что будет оказывать давление на нефтяные котировки. Средняя цена Brent в 2026 г. может вырасти на 12% г/г, до 76 долл./барр. Сокращение поставок нефти из стран Ближнего Востока – это триггер для снижения дисконтов на российскую нефть. Налоговая цена на российскую нефть в 2026 г. может увеличиться на 2% г/г, до 57 долл./барр.
- **Мы повысили прогноз средней цены золота до 4380 долл./унц. в 2026 г.** Цена на золото выше фундаментально обоснованных уровней. Факторы ее поддержки остаются в силе: рекордные покупки золота ETF-фондами, его накопления центробанками в резервах и возросшие геополитические риски. Исторически цены на золото превышают маржинальные затраты золотодобытчиков на 10-15%, что является долгосрочной точкой притяжения для цен на металл.
- **Рост цен на энергоносители повышает риски для экономики США, снижение ставки ФРС остается на паузе.** Подорожавшая нефть повышает уровень издержек для американской экономики, что ослабит эффекты от налоговых послаблений. Возросли риски ускорения инфляции, что может стать преградой на пути к возобновлению смягчения монетарной политики.
- **Внешняя обстановка снижает потенциал роста экономики Китая.** В 2026 г. целевой ориентир для ВВП установлен на уровне 4,5-5,0% – власти КНР продолжают стимулировать внутренний спрос. Рост логистических издержек и удорожание импортного сырья из-за энергетического шока могут внести коррективы в экономический рост. Пара USDCNY в течение 2026 г. может вернуться ближе к 7,0.

Инвестиционные предпочтения*

Ждем дальнейшего снижения ключевой ставки ЦБ на ближайших заседаниях, что позитивно для большинства рублевых активов – быстрее будут реагировать облигации. Рубль локально должен быть крепче при поддержке возросших цен на нефть и на фоне приостановки до 1 июля валютных операций по бюджетному правилу – после неопределенность динамики курса очень высока. Внешний геополитический фон остается труднопредсказуемым. Продолжаем придерживаться широкой диверсификации, отдаем предпочтение качественным активам.

- **ОФЗ.** Сохраняется нереализованный потенциал роста котировок длинных ОФЗ на величину до 9-10 пп в цикле смягчения ДКП на горизонте 12 месяцев. Полная доходность за этот период с учетом купонов может достигать 24-25%.
- **Корпоративные облигации.** Интересны качественные облигации АА-сегмента с постоянным купоном и доходностью 16-17% – выше ставок по депозитам. Видим точечные возможности в облигациях А-группы.
- **Российские акции.** Целесообразно удерживать качественные акции внутренне ориентированных секторов и иметь дивидендную корзину акций с двузначной доходностью.
- **Валютные облигации.** Необходимы для валютной диверсификации с учетом высокой неопределенности с динамичностью курса во второй половине года. Локальная крепость рубля и рост доходностей до 8-9% годовых в валюте создают момент для входа.
- **Золото.** Цена на золото удерживается значительно выше фундаментально обоснованных уровней, заметно повысилась ее волатильность.

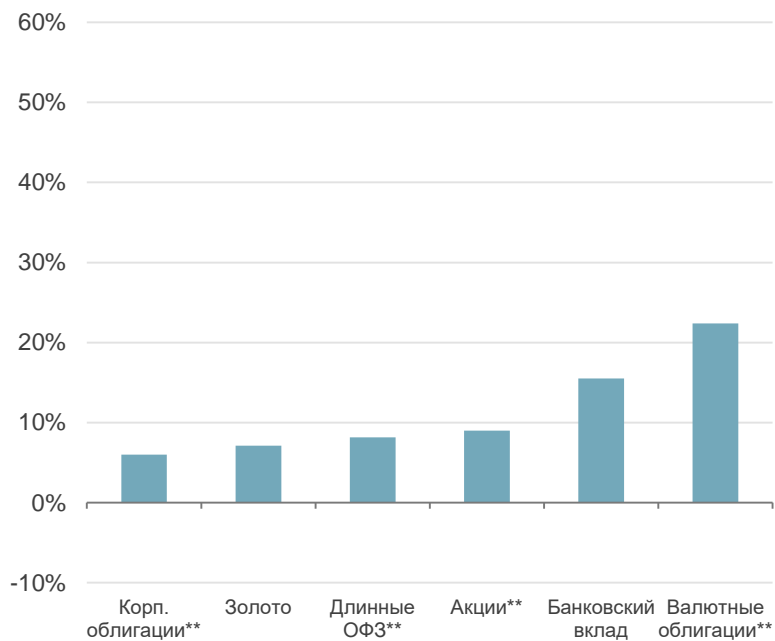
*Бенчмарки: Индексы МосБиржи полной доходности

1 Ожидаемая накопленная доходность* активов в рублях на горизонте 12 мес.

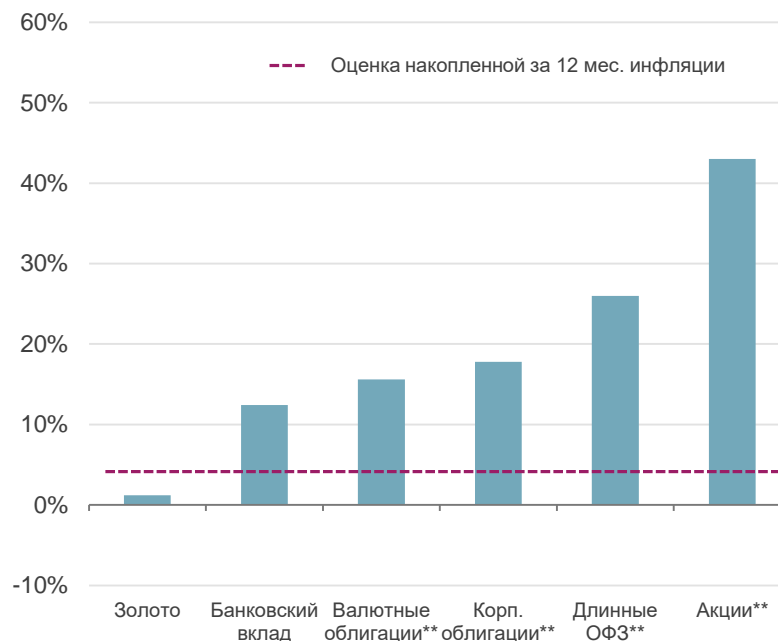
Источники: данные банков, МосБиржа, Cbonds
оценки и расчеты ВИМ Инвестиции
Расчеты на 03.04.2026 г.



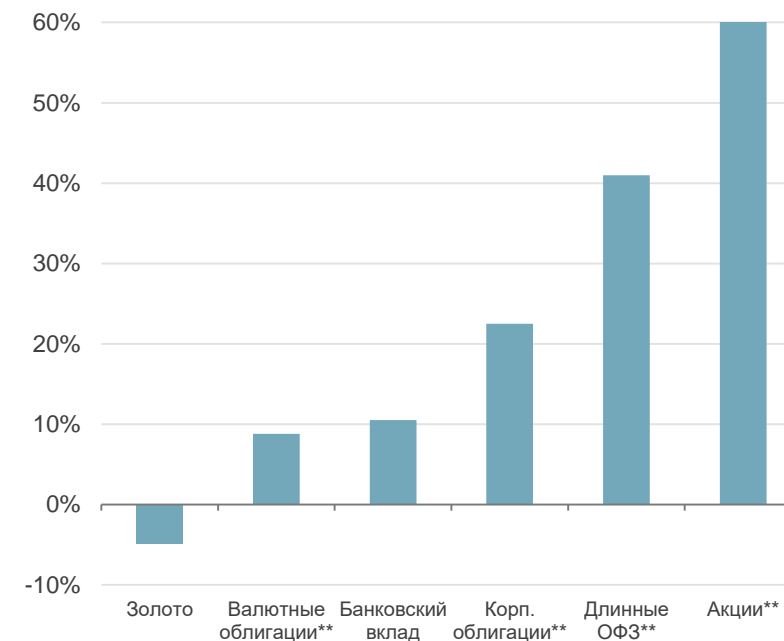
Негативный сценарий



Базовый сценарий



Позитивный сценарий



КЛЮЧЕВЫЕ ДОПУЩЕНИЯ	Сценарии на горизонте 12 мес.		
	Негативный	Базовый	Позитивный
Цена на российскую нефть, долл./барр., сред.	42	59	74
Ключевая ставка, % на конец периода	19,0	11,0	9,0
USDRUB, сред. за год	86,0	82,9	79,8
Вероятность сценария, %	20	50	30

*Индикативная полная доходность активов в рублях (индексы акций, облигаций, золото, вклады), накопленная с даты расчета (03.04.2026 г.) на горизонте 12 месяцев

**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 2026 г.

Источники: Росстат, Банк России,
оценки и расчеты ВИМ Инвестиции
Расчеты на 03.04.2026 г.



Дезинфляционность совокупного спроса в текущем году будет задавать макроэкономические тренды. Охлаждение экономики будет способствовать снижению инфляции и давать возможность для смягчения денежно-кредитной политики

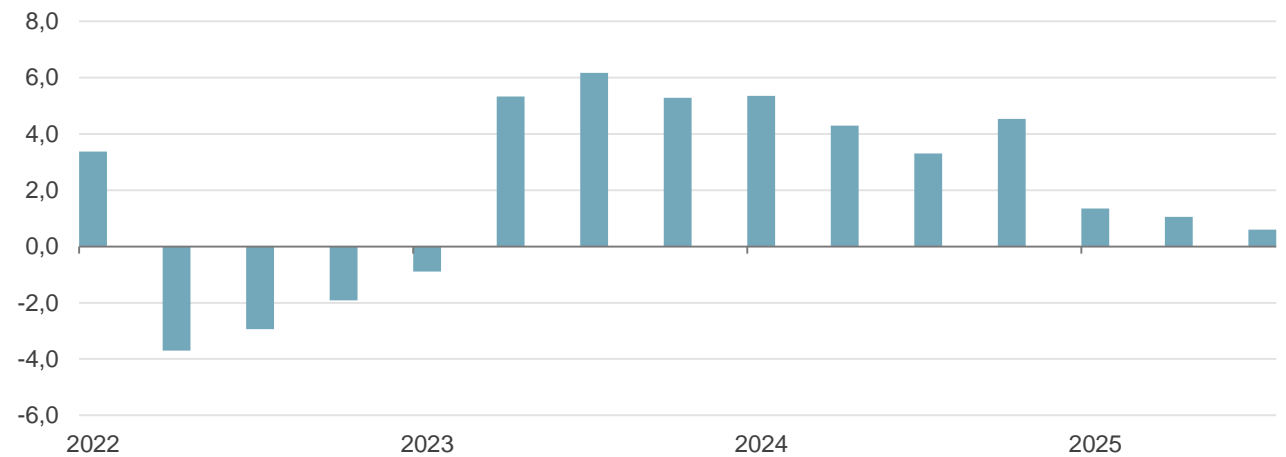
Прогноз макроэкономических показателей					Сценарии на 2026 г.			Консенсус
КЛЮЧЕВЫЕ ПОКАЗАТЕЛИ	2023	2024	2025	2026п	Негативный	Базовый	Позитивный	2026п
ВВП, % г/г	4,1	4,3	1,0	0,4	-1,5	0,4	1,2	1,0
Промпроизводство, % г/г	4,3	5,6	1,3	1,0	-2,7	1,0	1,8	
Потребление домохозяйств, % г/г	7,5	5,4	3,4	2,3	-0,3	2,3	2,8	
ЦЕНЫ	2023	2024	2025	2026п	Негативный	Базовый	Позитивный	2026п
ИПЦ, % сред. за год	5,9	8,4	8,7	5,4	8,2	5,4	5,7	5,3
ИПЦ, % г/г	7,4	9,5	5,6	5,3	10,6	5,3	4,3	5,3
ФИСКАЛЬНАЯ И ДЕНЕЖНАЯ ПОЛИТИКА	2023	2024	2025	2026п	Негативный	Базовый	Позитивный	2026п
Ключевая ставка, % на конец периода	16,0	21,0	16,0	12,0	19,0	12,0	9,0	
Баланс бюджета, % ВВП	-1,9	-1,7	-2,6	-2,5	-3,8	-2,5	-1,4	
КУРС РУБЛЯ	2023	2024	2025	2026п	Негативный	Базовый	Позитивный	2026п
USDRUB, сред.	84,7	92,4	83,4	81,0	84,2	81,0	78,3	84,0
CNYRUB, сред.	11,9	12,7	11,5	11,7	12,1	11,7	11,3	
ТОРГОВЛЯ	2023	2024	2025	2026п	Негативный	Базовый	Позитивный	2026п
Счет текущих операций, млрд долл.	51	64	41	39	11	39	70	
Цена на российскую нефть, долл./барр., сред.	63	68	56	57	42	57	74	55
					Негативный	Базовый	Позитивный	
Вероятность сценария, %					20	50	30	

2 Реальный сектор экономики

Масштаб перегрева экономики начал уменьшаться

- После роста ВВП более на 4% в год в 2023-2024 гг. российской экономике требовалась передышка. В 2025 г. рост ВВП составил 1% г/г, а в 2026 г. сложится даже ниже – по нашим расчетам, он составит 0-0,5% г/г.
- Постепенному охлаждению помогают жесткая денежно-кредитная политика и рост консервативности бюджетной политики. Дополнительно на ориентированные на внешний спрос отрасли отрицательно влияет внешняя конъюнктура.
- Потребительский спрос в текущем году охладится из-за повышения НДС, а инвестиционные намерения крупнейших компаний говорят о том, что вложения в основной капитал не смогут внести заметный положительный вклад в динамику ВВП.
- Напряженность рынка труда постепенно начала ослабевать. Безработица остается на исторических минимумах, но начали снижаться как число открытых вакансий, так и темпы роста заработных плат.

Динамика ВВП, % г/г



Номинальные зарплаты, % г/г



2 Инфляция

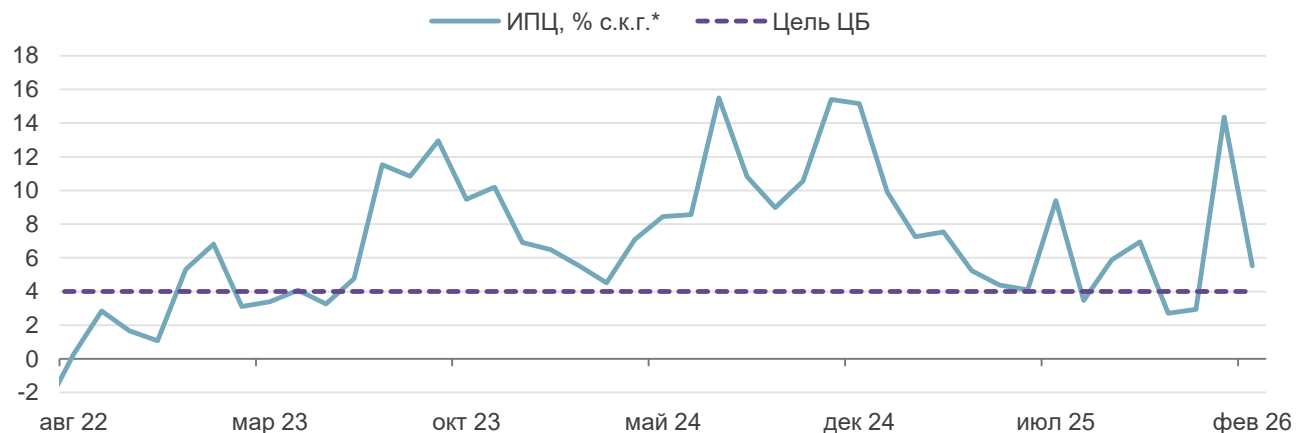
Источники: Росстат, Банк России, оценки и расчеты ВИМ Инвестиции
*с.к.г. – с поправкой на сезонность в пересчете на год (SAAR)
Расчеты на 03.04.2026 г.



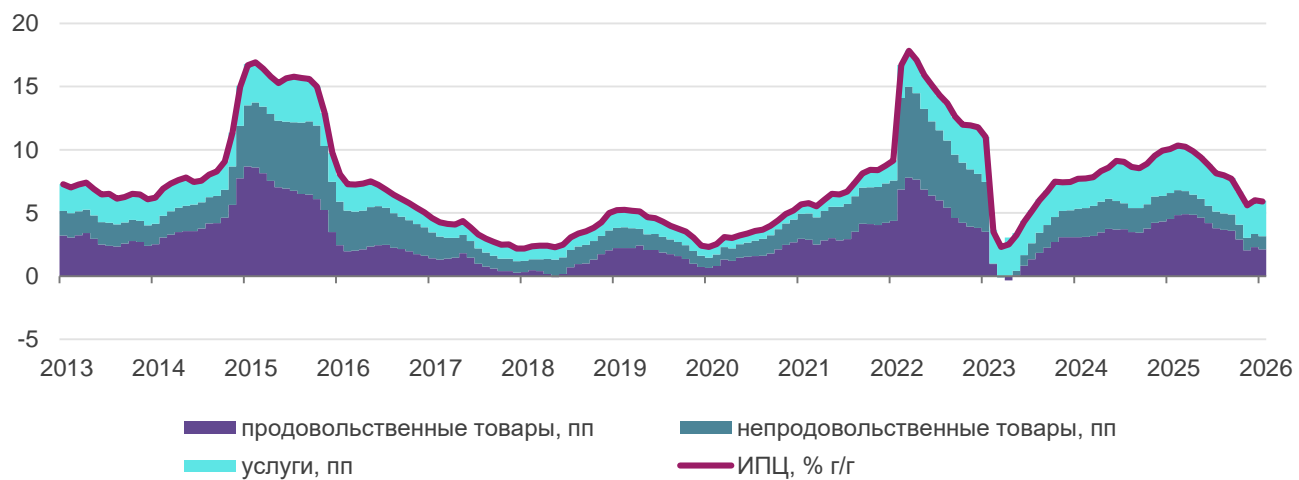
Дезинфляционные эффекты совокупного спроса способствуют замедлению инфляции

- В нашем базовом сценарии инфляция на конец текущего года составит менее 5,3% г/г и снизится в сравнении с 2025 г.
- Это примерно соответствует текущим темпам инфляции, которая с поправкой на сезонность большую часть года находится на целевых уровнях или даже ниже.
- В феврале дезинфляция возобновилась после январского регуляторного всплеска, связанного с налоговыми изменениями начала года. Текущие темпы инфляции в базовых компонентах вернулись в диапазон 4-5% с.к.г. (с поправкой на сезонность в пересчете на год).

Текущие сезонно скорректированные темпы инфляции



Годовая инфляция



2 Бюджетная политика

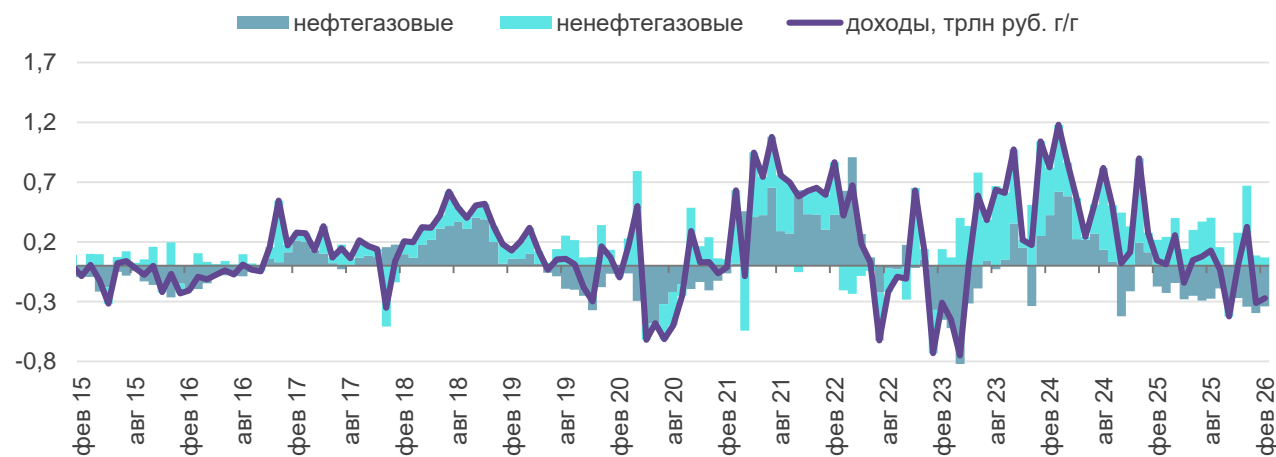
Консервативнее

- В текущем году бюджетная политика более консервативна, чем в предыдущие годы.
- Планы Минфина – вернуться к нулевому структурному первичному балансу в ближайшую трехлетку. Этому помогает свершившееся повышение налоговой нагрузки (рост НДС и НДФЛ).
- Фактор неопределенности – анонсированное Минфином возможное снижение базовой цены нефти в бюджетном правиле. Этот фактор в случае его реализации средне- и долгосрочно будет дезинфляционным, так как в логике бюджетного правила приведет к сокращению расходов бюджета.
- Конфигурация этих изменений пока неизвестна, как и то, произойдут ли они на самом деле – вопрос о пересмотре цены отсечения стал менее актуальным в связи с ростом цен на нефть в последние недели.
- Обычно первые корректировки в бюджет текущего года Минфин представляет в апреле.

Цена российской нефти, долл./барр.



Бюджетный импульс в экономике, % ВВП



2 Денежно-кредитная политика

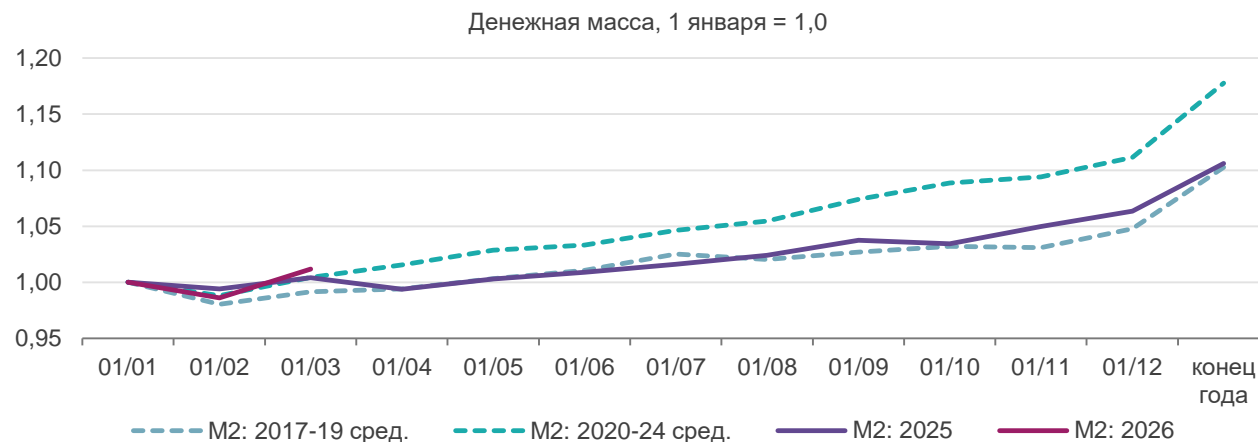
Источники: Банк России,
оценки и расчеты ВИМ Инвестиции
Расчеты на 03.04.2026 г.



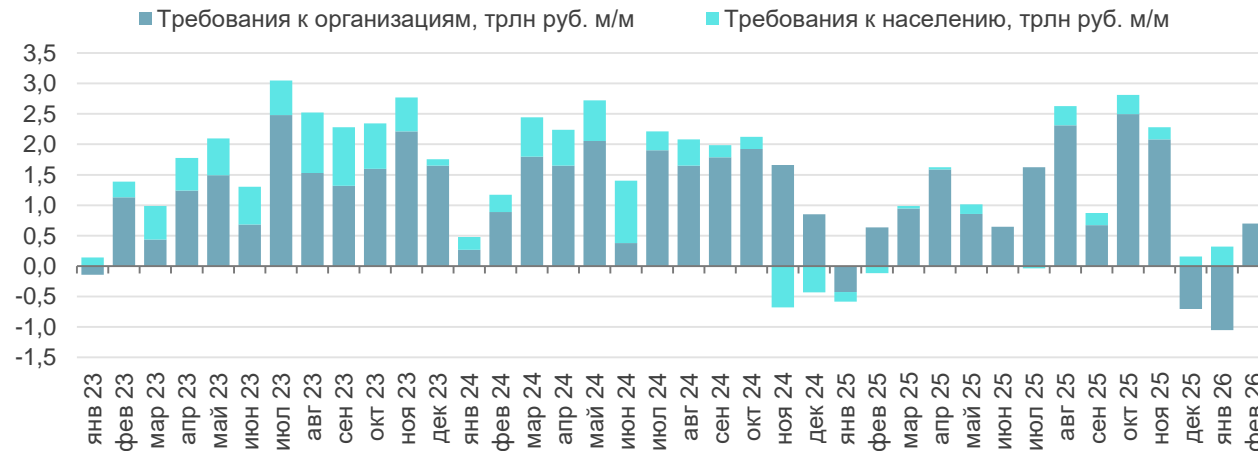
Дезинфляционность совокупного спроса позволяет смягчать ДКП

- Замедление инфляции и охлаждение экономики позволяют снижать ключевую ставку, которая в нашем базовом сценарии к концу текущего года составит 12% или меньше.
- Риски в основном смещены в дезинфляционную сторону и связаны с более быстрым торможением экономической активности.
- Тем не менее настороженность ЦБ могут вызывать по-прежнему повышенные инфляционные ожидания и вторичные эффекты от ослабления рубля.

Рублевая денежная масса



Прирост кредита экономике

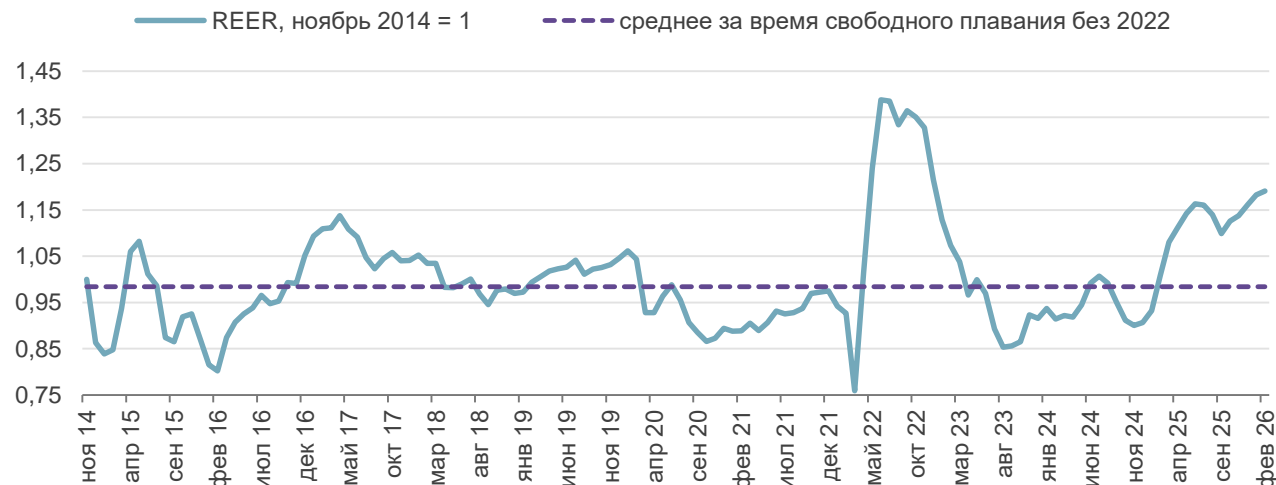


2 Курс рубля

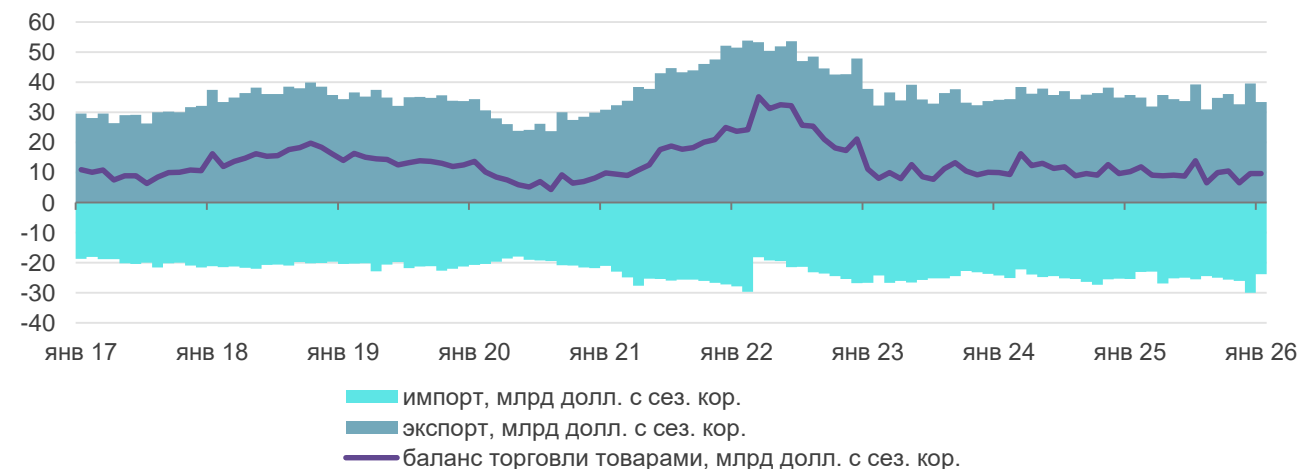
Рубль получит поддержку от возросших в последние недели цен на нефть – возможно, это произойдет с лагом

- Волатильности добавляют временной лаг, с которым происходит поступление валютной выручки, и приостановка валютных операций по бюджетному правилу до 1 июля.
- В нашем базовом сценарии рубль во 2к26 укрепится, в среднем по году курс USDRUB может составить около 81.
- Важным параметром здесь может стать анонсированное Минфином изменение цены отсечения в бюджетном правиле – но, судя по всему, вопрос о ее изменении стал менее актуальным в связи с ростом цен на нефть и может быть отложен.
- По нашим оценкам, снижение цены отсечения на 10 долл./барр. с текущих 59 долл./барр. соответствует более слабой (на 4-7%) траектории курса рубля.
- Дополнительный источник волатильности – низкая ликвидность валютного рынка, на котором в январе-феврале продажи валюты со стороны ЦБ / Минфина отвечали примерно за 10% дневного оборота.

Реальный эффективный обменный курс



Внешняя торговля



3

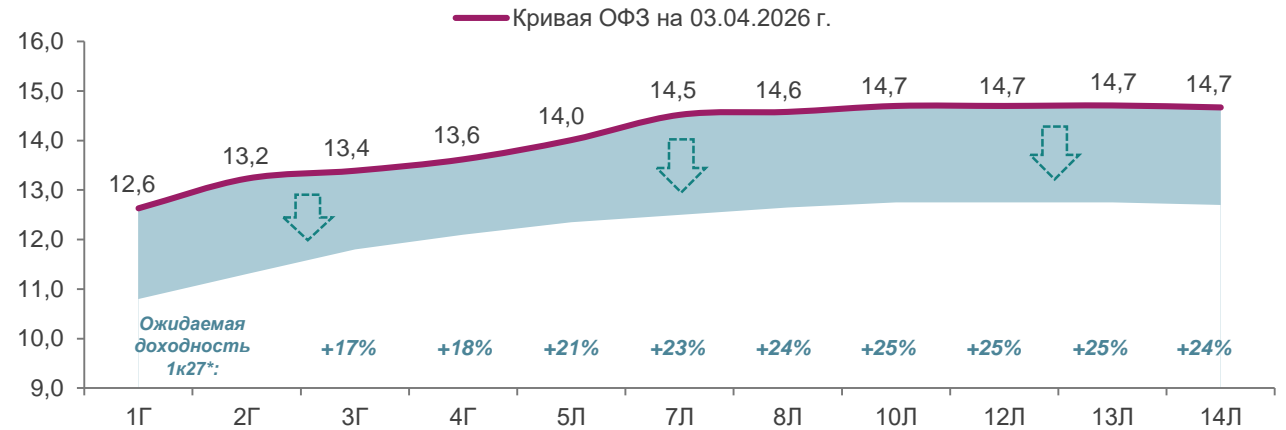
Рублевые и валютные облигации



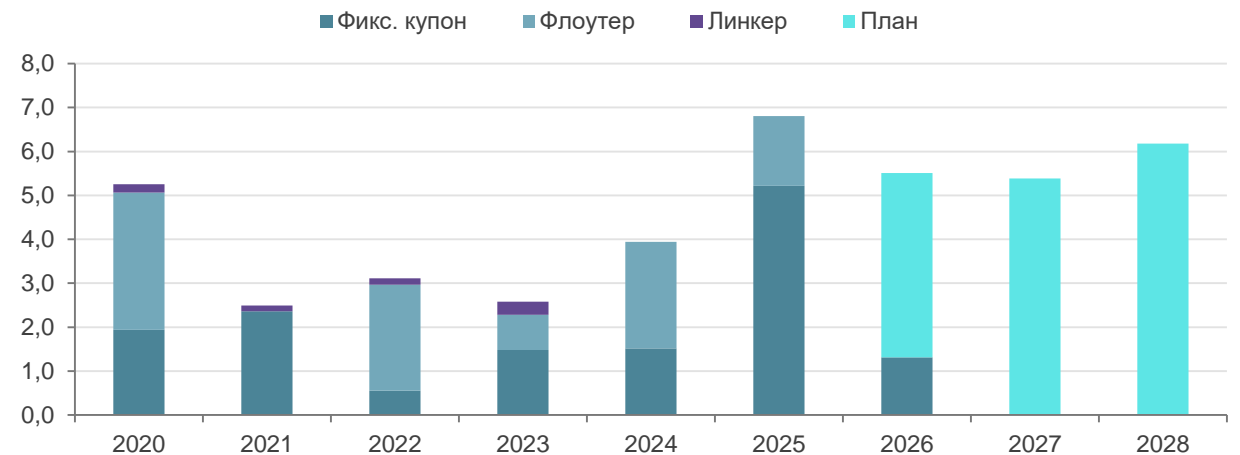
Длинные ОФЗ остаются привлекательной инвестицией в цикле смягчения ДКП

- В 1к26 ЦБ снизил ключевую ставку с 16% до 15%, дав мягкий сигнал на последующие заседания. Ждем продолжения снижения ставки на горизонте 12 месяцев до уровня 11%.
- С учетом ожидаемой нами траектории снижения ключевой ставки ЦБ доходности длинных ОФЗ с текущих 14,5-14,7% годовых могут опуститься ниже 13% годовых к концу 1к27.
- В длинном сегменте ОФЗ видим наибольший нереализованный потенциал роста котировок – до 9-10 пп на горизонте 12 месяцев. Полная (включая купоны) накопленная доходность ОФЗ срочностью от 10 лет может составить 24-25% до конца 1к27.
- Минфин во 2к26 рассчитывает разместить госбумаг на 1,5 трлн руб. Утвержденная годовая программа заимствований в 5,5 трлн руб. исполнена на 27% (на 1 апреля). Снижение ключевой ставки ЦБ будет подогревать интерес инвесторов к ОФЗ с постоянными ставками.
- В этом году из-за крепкого рубля бюджет может недополучить часть нефтегазовых доходов. Например, при сохранении курса на текущем уровне около 80 руб./долл. против 92,2 руб./долл., утвержденных в бюджете, объем выпадающих доходов может быть порядка 1,3 трлн руб.
- Недобор по нефтегазовым доходам компенсируется доразмещением ОФЗ. В этом случае годовая программа заимствований поднимется в район 6,8 трлн руб. (до уровня 2025 г.). Не ждем избыточного давления на доходности от аукционов ОФЗ, но текущий заметный наклон кривой гособлигаций около 150 бп (спред ОФЗ 2-10 лет) может сохраниться даже в цикле смягчения ДКП.
- Короткие ОФЗ сроком 1-2 года с доходностью около 13% при ключевой ставке 15%, на наш взгляд, не выглядят интересно.

Оценка изменения кривой доходности ОФЗ в 2026 г., %



Внутренние заимствования Минфина (валовые), трлн руб.



3 Корпоративные облигации

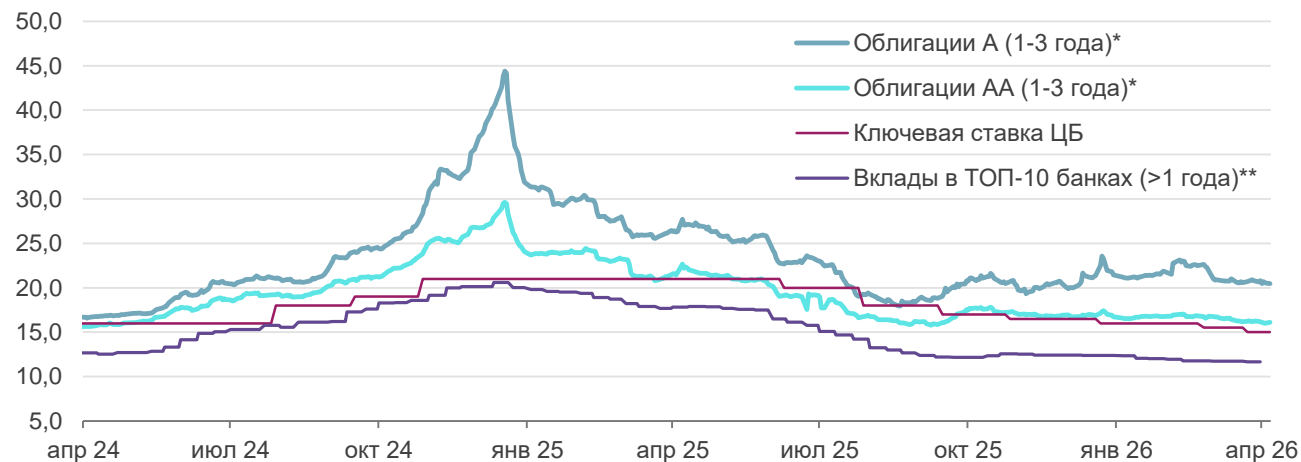
Источники: Банк России, МосБиржа, Cbonds, оценки и расчеты ВИМ Инвестиции
 *Индексы корпоративных облигаций МосБиржи
 **Средняя максимальная ставка по вкладам в ТОП-10 банках (>1 года)
 Расчеты на 03.04.2026 г.



В фокусе качественные AA-облигации с доходностью 16-17% годовых. Предпочитаем выпуски с постоянными купонами

- В 1к26 ЦБ продолжил снижать ключевую ставку, сохранив шаг в 50 бп. Во 2к26 ждем продолжения смягчения монетарной политики – по этой причине отдаем предпочтение корпоративным облигациям с постоянным купоном.
- Доходности корпоративных AAA-облигаций в 1к26 опустились ниже 15% годовых, кредитные спреды при этом поднялись до 130-150 бп (с учетом первичных сделок).
- Видим риски расширения спредов AAA-облигаций после ужесточения банковского регулирования – с 1 марта повышены с 40% до 100% надбавки к коэффициентам риска на новые кредиты для крупных заемщиков с высокой долговой нагрузкой. Их переориентация на рынок облигаций создаст навес предложения, что потребует премии к вторичному рынку. Во 2к26 заемщикам AAA-группы также предстоит рефинансировать облигации на сумму 0,4-0,7 трлн руб.
- В 2к26 по-прежнему привлекательно смотрятся качественные облигации AA-категории с доходностью 16-17% на вторичном и первичном рынках – выше ставок по депозитам. Спреды AA-облигаций (250-350 бп) приближаются к средним историческим. В 2к26 ждем рефинансирования AA-облигаций в объеме 0,2-0,4 трлн руб.
- В 1к26 происходило расширение спредов облигаций A-группы и ниже (ВДО) из-за возросших кредитных рисков. Дно в терминах ухудшения кредитного качества близко, но восстановление кредитных метрик будет медленным.
- В облигациях A-категории видим точечные возможности в устойчивых, по нашим оценкам, бумагах отдельных эмитентов. Избегаем повышенных рисков сегмента высокодоходных облигаций (ВДО) – их доходности не компенсируют возможные убытки.

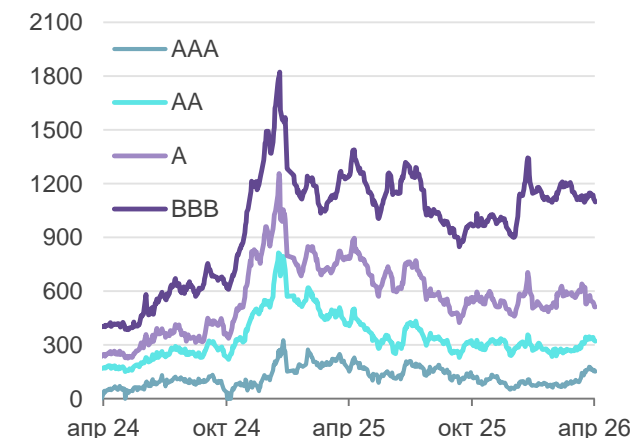
Доходности корпоративных AA/A-облигаций и ставки депозитов, %



Дно ухудшения кредитного качества, вероятно, близко



Расширенные спреды остаются в A-группе облигаций и ниже, бп

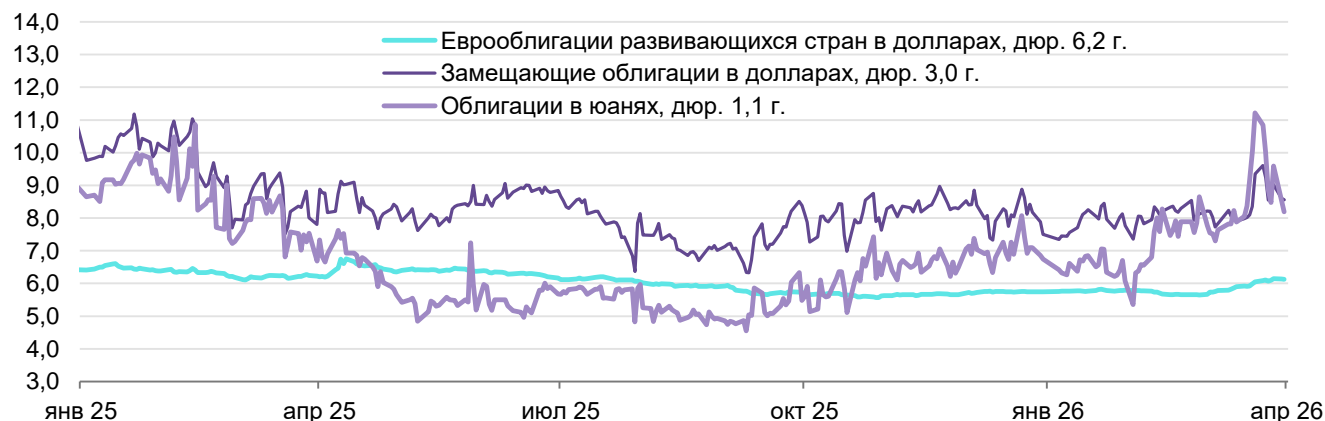


3 Облигации в валюте

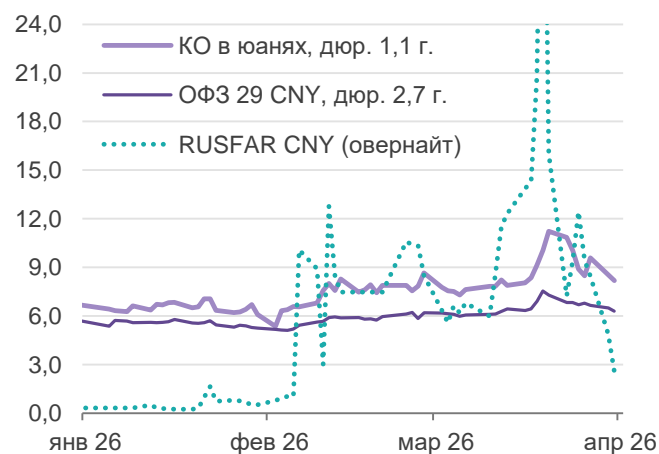
Необходимы для валютной диверсификации на случай ослабления рубля

- Динамичность курса рубля в марте этого года отразила важность валютной диверсификации. Локальная крепость рубля в 2к26 создает возможность для реализации этой задачи.
- Валютные облигации в российском периметре обеспечат защиту от возможного ослабления рубля во 2п26, одновременно они приносят прогнозируемый купонный доход.
- В 1к26 доходности валютных облигаций поднялись до 8-9%, сократив разницу с рублевыми ставками и увеличив отрыв от доходностей еврооблигаций развивающихся стран (с +1-2 пп до +3 пп).
- Наибольший рост доходностей наблюдался в локальных облигациях в юанях под давлением подскочивших вверх коротких юаневых ставок — мы не ждем их быстрого возвращения к колоннулевым значениям на фоне подвижек в валютной ликвидности в 1к26.
- В 2к26 в конце мая по плану погашаются суверенные замещающие облигации РФ ЗО 26 Д объемом 2,3 млрд долл., взамен которых Минфин может разместить новые транши ОФЗ в юанях (по аналогии с декабрем 2025 г.), что будет сдерживать снижение доходностей валютных облигаций.
- В период 2к26 – 2п26 ожидается значительный объем погашений корпоративных валютных облигаций на 8,3 млрд в долл. эквиваленте, в т.ч. 2,8 млрд в долл. эквиваленте во 2к26. Погашаются выпуски крупных экспортеров: Газпрома, Лукойла, Норникеля, АЛРОСА, ФосАгро и др.
- По мере нормализации ситуации с валютной ликвидностью и короткими ставками на фоне сжатия рынка можно ожидать возобновления активности на первичном рынке квазивалютных облигаций.

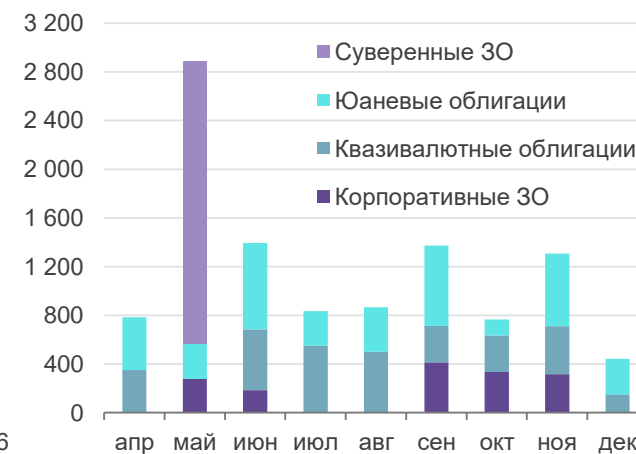
Индексы доходностей локальных валютных облигаций и еврооблигаций развивающихся стран в валюте (корпоративные выпуски), %



Облигации в юанях и короткие юаневые ставки, %



Погашения и оферты валютных облигаций в 2026 г., млн долл.



4

Российские акции



4 Индекс МосБиржи

Источники: данные компаний,
оценки и расчеты ВИМ Инвестиции
Расчеты на 03.04.2026 г.

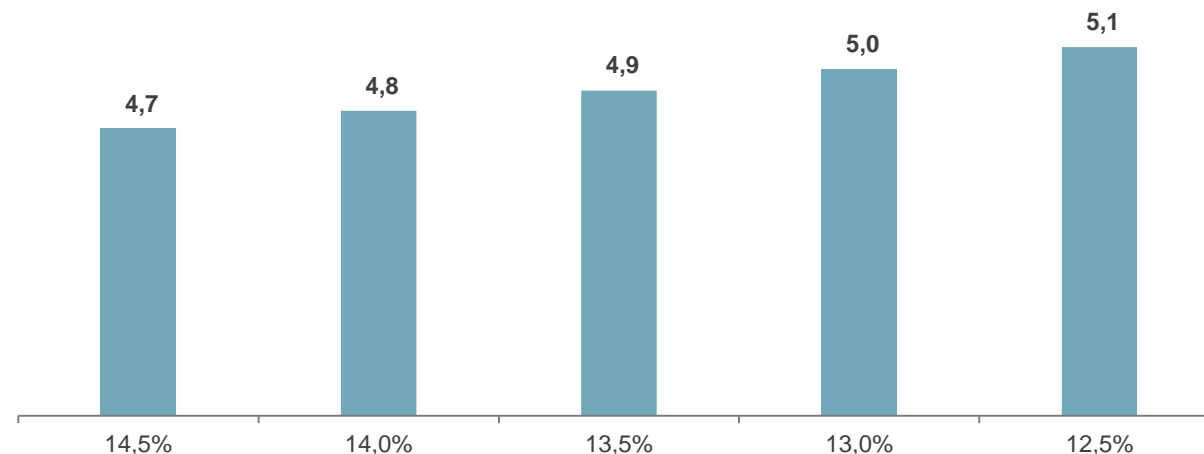


*Безрисковая ставка – доходность ОФЗ 10 лет

Ожидаем совокупную доходность индекса МосБиржи около 43% на горизонте 12 мес.

- Мы прогнозируем индекс МосБиржи на уровне 3750 пунктов через 12 мес. – это даст 43% совокупной доходности. Цикл снижения ключевой ставки – главный драйвер для рынка акций. В нашем базовом сценарии ставка через 12 мес. опустится до 11%.
- Развитие ситуации на Ближнем Востоке – ключевой фактор для динамики как глобальных, так и российского рынков. Поддержку нефтегазовому сектору (более 40% индекса) оказывают рост цен на нефть и газ, а также сокращение дисконтов на российскую нефть и разморозка санкционных поставок. Чем дольше цены на нефть будут оставаться высокими на фоне дефицита предложения, тем выше риски существенного роста глобальной инфляции и замедления мировой экономики. Высокая неопределенность из-за эскалации напряженности на Ближнем Востоке заставляет инвесторов быть осторожными.
- Важные события второго квартала: заседания Банка России (24 апреля и 19 июня), сезон отчетности за 2025 г. и публикация финансовых и операционных результатов за 1к26, старт дивидендного сезона.
- Финансовые результаты компаний за 2п25 и 1к26, вероятно, отразят замедление экономики и давление сильного рубля на экспортеров.
- Дивидендный сезон будет в фокусе внимания инвесторов. Акции с двузначной доходностью могут опередить по динамике индекс МосБиржи (дивидендная доходность около 7,5%).
- Основные риски: жесткая ДКП, геополитика, рост налогов и укрепление рубля.

Расширение прогнозного мультипликатора P/E индекса МосБиржи в зависимости от уровня безрисковой ставки*



Динамика индекса МосБиржи (историческая и прогнозная)



4 Российские акции: предпочтения по секторам

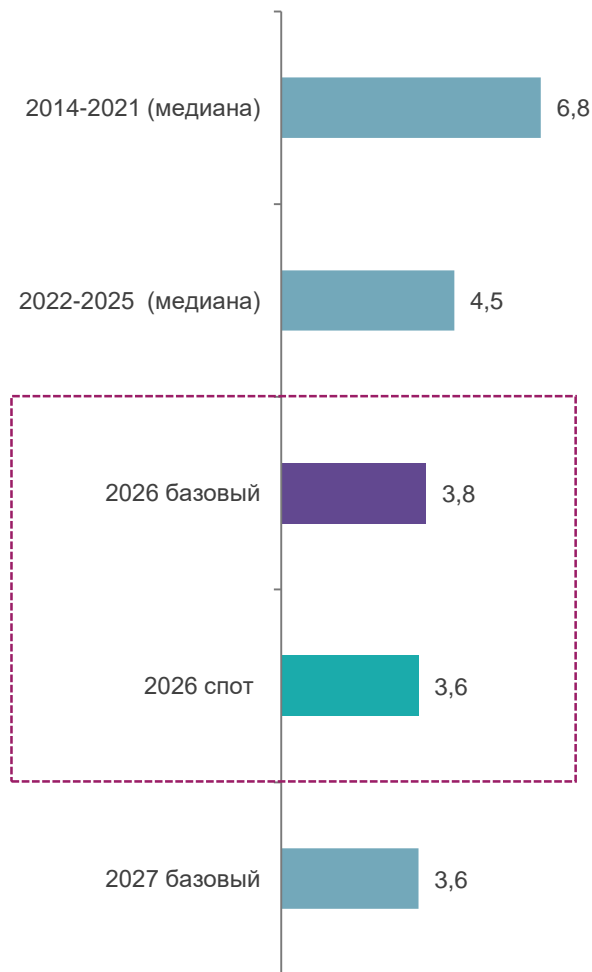
Источники: данные компаний, оценки и расчеты ВИМ Инвестиции
 Расчеты на 03.04.2026 г.
 *Для банков P/BV.



Во 2к26 мы отдаем предпочтение акциям из внутренне ориентированных секторов. Дивидендные акции могут быть хорошим источником диверсификации.

- Российский рынок торгуется с мультипликатором 3,8x P/E за 2026 г. (исходя из базового сценария), дисконт 15% к медианному значению P/E за 2022-2025 гг.
- На фоне обострения напряженности на Ближнем Востоке и пересмотра ожиданий по ценам на энергоносители меняем взгляд на **нефтегазовый** сектор на **нейтральный**. Мы полагаем, что эскалация конфликта на Ближнем Востоке транслируется в рост нефтяных котировок и сохранение геополитической премии в цене Brent во 2к26.
- В нашем базовом сценарии рубль укрепится во 2к26, в среднем по году USDRUB может составить около 81. Мы выделяем внутренне ориентированные сектора. Сохраняем **умеренно позитивный взгляд** на **финансовый сектор и ИТ-сектор** во 2к26. Смягчение ДКП может по-прежнему оказывать положительное влияние на ЧПМ некоторых банков. Выделяем игроков из ИТ-сектора с привлекательной оценкой, которые будут сохранять высокие темпы роста и могут стать основными бенефициарами потенциального снижения ставок.
- Наш взгляд на **сектор металлургии** остается **смешанным**, но отдельные акции остаются хорошим источником диверсификации.
- Мы ожидаем, что сезон утверждения дивидендов за 2025 г. поддержит котировки акций компаний, торгующихся с двузначной дивидендной доходностью.

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 03.04.2026 г.
*P/BV
**Интер РАО



	Сектор	Взгляд на сектор	ТОП-пики в секторе	Дивидендная доходность на горизонте 12 мес., %	2026 P/E (медиана)	2026 EV/EBITDA (медиана)
Экспортеры	Нефтегазовый сектор	нейтральный	Газпром, Татнефть (ап), Транснефть (ап)	7,0%	4,7x	2,6x
	Металлургия и добыча	смешанный	Норникель, Полиус	-	5,5x	4,2x
Внутренне ориентированные сектора	Финансы (банки)	умеренно-позитивный	Сбер, Т-Технологии, Дом.рф	11,0%	3,7x	0,8x*
	Потребительский сектор, включая электронную коммерцию	смешанный	X5, Ozon	5,5%	6,5x	3,2x
	TMT	умеренно-позитивный	Яндекс, Positive Technologies, ЦИАН, МТС, Базис	4,1%	7,1x	5,8x
	Электроэнергетика	нейтральный	Интер РАО	10,2%**	3,0x	2,3x

4 Дивиденды на российском рынке акций

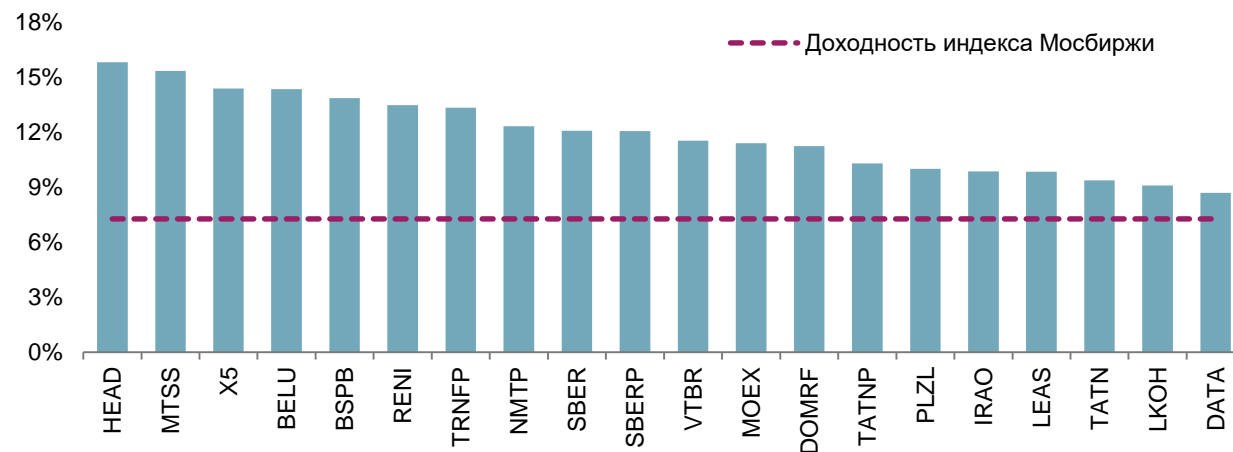
Источники: данные компаний, оценки и расчеты ВИМ Инвестиции
Расчеты на 03.04.2026 г.



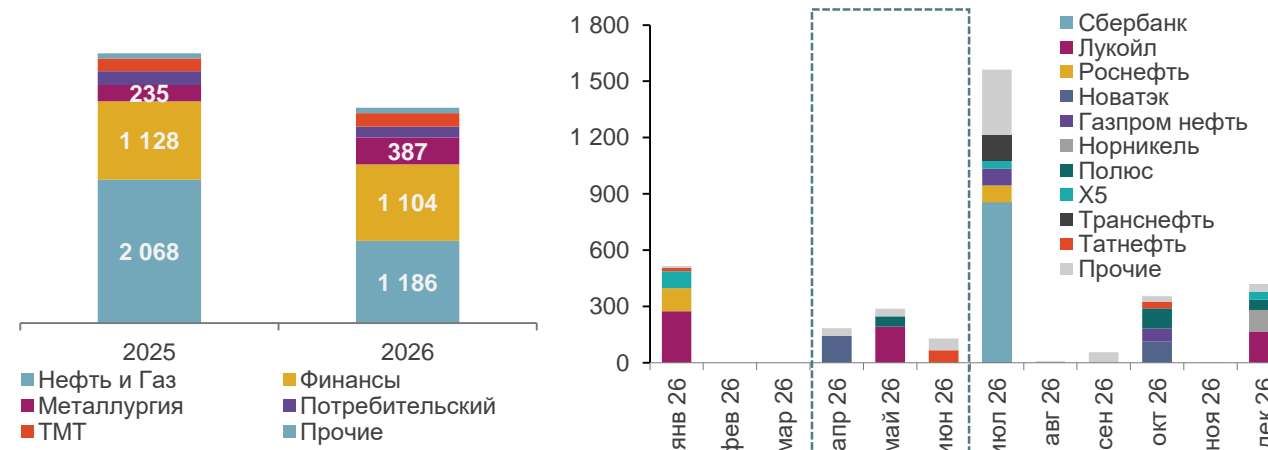
Акции внутренне ориентированных секторов среди лидеров по доходности

- Дивидендную доходность российского рынка акций на горизонте 12 мес. мы оцениваем на уровне 7,5%, 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 крепкого рубля во 2п25.
- В то же время внутренне ориентированные компании показывают высокую дивидендную доходность – в частности, Хэдхантер (16%), МТС (15%), X5 (14%), НоваБев (14%), БСПБ (14%), Ренессанс страхование (13%), Транснефть (ап 13%), Сбербанк (ао 12%, ап 12%), ВТБ (12%), МосБиржа (11%) и ДОМ.РФ (11%).
- Мы ожидаем в 2026 г. распределения 3,8 трлн руб. в виде дивидендов. По сравнению с 2025 г. сумма уменьшится более чем на 800 млрд руб. из-за сокращения дивидендов нефтегазового сектора. По нашим оценкам, 700 млрд руб. (13х дней ADTV индекса МосБиржи за 3 месяца) будет выплачено в 2026 г. 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

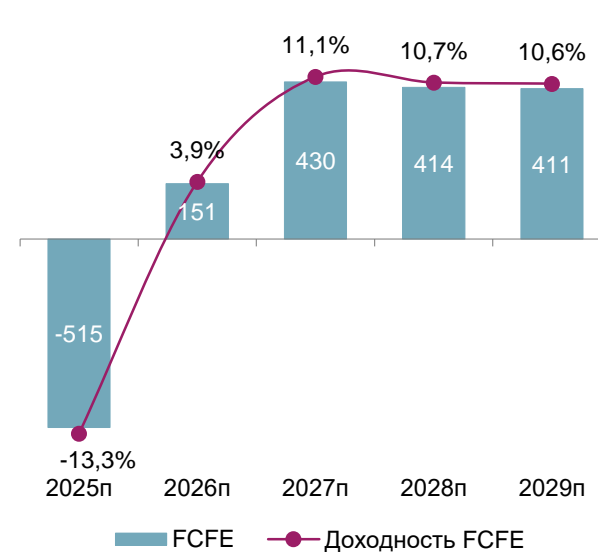
Источники: данные компаний,
оценки и расчеты ВИМ Инвестиции
Расчеты на 03.04.2026 г.



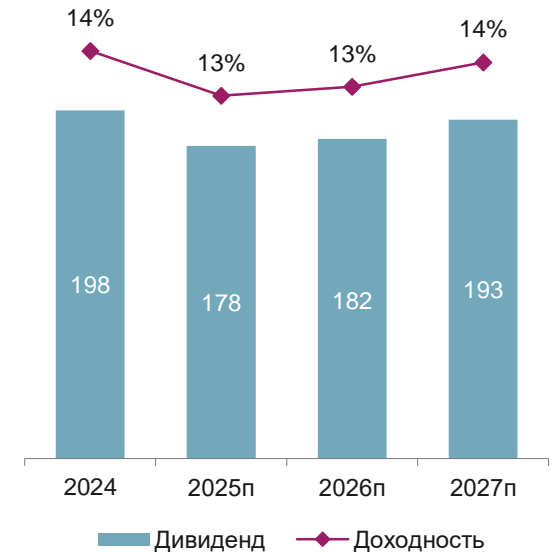
Взгляд на сектор – нейтральный

- Мы ожидаем, что цены на нефть начнут постепенное снижение с мартовских максимумов в 2к26. Ожидаем, что в 2к26 средняя цена Brent составит 83 долл./барр. Мы ожидаем, что по мере ослабления геополитических рисков на рынке нефти и возобновлении судоходства в Ормузском проливе глобальный рынок нефти вернется к состоянию перепроизводства, что окажет давление на котировки. Ожидаем, что средняя цена Brent по итогам 2026 г. составит около 76 долл./барр.
- Страны-участницы ОПЕК+ продолжают плановое увеличение добычи: +206 тыс. барр./сут. в апреле. По нашему мнению, при сохранении данного темпа снятия ограничений, уже к сентябрю 2026 г. на рынок вернутся 2,1 млн барр./сут.
- Резкое сокращение предложения нефти из ближневосточных стран позитивно повлияет на дисконты на российскую нефть. Спрос на российскую нефть со стороны азиатских потребителей может возрасти на фоне прекращения поставок углеводородов из Персидского залива. По нашим расчетам, средний дисконт на Urals и ВСТО в 2к26 может сократиться до 23 долл./барр. (против 29 долл./барр. в 1к26, по нашим оценкам) и 13 долл./барр. (против 17 долл./барр. в 1к26) соответственно.

Свободный денежный поток на акционерный капитал Газпрома (млрд руб.) и его доходность (%)



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



ТОП-лики

Газпром: ставка на рост экспорта и снижение геополитической напряженности

- 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.
- Снижение капитальных затрат в 2026 г. высвободит FCFE. За счет сокращения совокупных капитальных затрат почти на 12% г/г в 2026 г. FCFE выйдет в положительную зону и составит, по нашим оценкам, приблизительно 150 млрд руб. (доходность около 5%). Рост поставок газа в Китай и снижение процентных расходов позитивно повлияют на динамику FCFE с 2027 г.

Татнефть (ап): потенциал роста в условиях высоких цен на нефть

- Ожидаем, что Татнефть не будет наращивать капитальные затраты в 2026 г., что позволит увеличить FCFE по итогам 2026 г. до 175 млрд руб. (+39% г/г). При распределении 75% чистой прибыли за 2026 г., дивидендная доходность - более 9%. FCFE за 2026 г. позволяет рассчитывать на выплату повышенного дивиденда уже за 4к25 (около 28 руб./акц. (доходность 4,5%)).

Транснефть (ап): лучшая дивидендная доходность в секторе по итогам 2025 г.

- Устойчивость финансовых результатов Транснефти достигается ежегодной индексацией тарифов и отсутствием влияния конъюнктуры рынка нефти и нефтепродуктов на доходы компании. Акции Транснефти торгуется с мультипликатором 1,4х EV/EBITDA за 2025 г., вдвое ниже медианного уровня в секторе и дивидендной доходностью около 13% (дивиденд 178 руб./акц.).

4 Металлургия

Конъюнктура цен для производителей золота и цветных металлов благоприятная, в то время как кризис в черной металлургии усугубляется. Крепкий рубль негативно сказывается на большинстве экспортеров.

- Золото.** На фоне эскалации конфликта на Ближнем Востоке наблюдается масштабный risk-off в большинстве активов из-за опасений роста инфляции и ставок. Цена золота остается выше фундаментально обоснованного уровня, геополитическая обстановка остается напряженной, цены на нефть, если закрепятся на высоких уровнях, приведут к ускоренному росту издержек. Среднесрочные повышательные риски для золота сохраняются.
- Цветные металлы и МПГ.** Рынок меди остается в состоянии дефицита (2-3% спроса в 2026 г.), который усиливается перебоями предложения и ростом инвестиций Китая в электросетевую инфраструктуру. Сокращение производства палладия при повсеместной отмене льгот на электромобили позитивно скажется на фундаментальных предпосылках рынка.
- Сталь и уголь.** Кризис в глобальном секторе стали и сильный рубль существенно уменьшают возможности и привлекательность экспортных альтернатив. Китай, несмотря на озвученные планы по сокращению производства, пока не предоставил никаких деталей. Ключевая ставка в РФ остается высокой для восстановления внутреннего спроса на сталь. На страны Персидского залива приходится около 15-20% всех объемов поставок российских сталеваров. В случае нарушения логистических цепочек мы видим риски для российских экспортеров стали.
- Удобрения.** Страны Персидского залива обеспечивают 40% от объема мировой торговли карбамидом. В фосфорных удобрениях – основных для ФосАгро эта доля около 15%. В результате эскалации, с начала года цена DAP прибавила 15%, а карбамид практически удвоился. Цены на удобрения находятся выше среднециклических, о чем говорит низкий уровень их доступности. Видим риски коррекции цен в случае деэскалации.

Чувствительность основных экспортеров сектора к курсу рубля*

Чувствительность EV/EBITDA 12M к курсу USD/RUB	Спот					
	75	80	82	90	100	110
Полюс	4,1x	4,0x	4,0x	4,0x	3,9x	3,9x
Норникель	4,2x	4,0x	3,9x	3,6x	3,4x	3,2x
ФосАгро	10,3x	9,1x	8,3x	6,5x	5,3x	4,2x
Алроса	6,3x	5,1x	4,8x	3,7x	2,8x	2,2x
Русал	7,5x	5,7x	5,3x	4,0x	3,1x	2,6x

Доходность FCF 12M при разном курсе USD/RUB	Спот					
	75	80	82	90	100	110
Полюс	9%	10%	11%	12%	14%	16%
Норникель	9%	11%	12%	16%	21%	26%
ФосАгро	3%	5%	6%	8%	11%	14%
Алроса	2%	5%	6%	10%	15%	20%
Русал	-12%	-6%	-3%	7%	20%	33%

*При прогнозных ценах на сырье

ТОП-лики

Полюс: хедж и дивиденды

- При текущих ценах и курсе рубля самой привлекательной компанией сектора остается Полюс, торгуясь на уровне 4,0x EV/EBITDA 12м против среднего исторического уровня 7,0x; доходность FCF при текущих ценах составит около 10-11% на год вперед (за вычетом капзатрат на развитие).
- Сухой Лог может увеличить объем производства Полюса на 85%, относительно 2025 г., при издержках ниже, чем в среднем по группе. Запуск проекта произойдет не ранее 2028 г.

Норникель: ставка на рост цен на палладий и медь

- 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.
- Акции Норникеля торгуются с 4,3x EV/EBITDA 12м при текущих ценах и курсе с доходностью FCF 10%. При ослаблении рубля на 10% EBITDA увеличивается на 20-25%.

4 Банковский сектор

Источники: данные компаний, оценки и расчеты ВИМ Инвестиции
Расчеты на 03.04.2026 г.
*данные ЦБ РФ



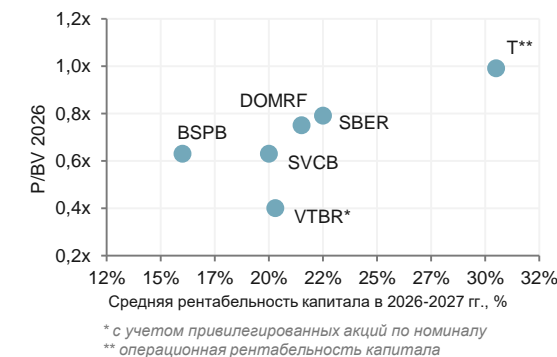
Снижение ключевой ставки не повлияет существенно на восстановление спроса на кредиты во 2к26, а сезонные факторы удержат рост портфеля на умеренном уровне. Эффект от смягчения ДКП может поддержать ЧПД и прочий операционный доход банков, компенсируя возможный рост расходов

- **Ставки и кредиты.** Кредитный портфель банков (без финансовых организаций) по итогам 2025 г. вырос на 7% г/г, до 120 трлн руб.* благодаря корпоративному сегменту. Мы ожидаем, что во 2к26 сезонные факторы, высокие ставки и перераспределения части спроса на ипотечные кредиты на 4к25 не позволят банкам существенно ускорить рост кредитных портфелей.
- **Риски в корпоративном сегменте сохраняются.** Мы ожидаем замедления вызревания просроченных кредитов и снижения стоимости риска. В корпоративном сегменте мы видим риск ухудшения качества активов у МСБ и компаний с высокой долговой нагрузкой, что может повлечь за собой рост стоимости риска.
- **Главный фокус на операционной эффективности.** Жесткость регулирования и необходимость поддержания высоких отчислений в резервы требуют от банков сосредоточиться на операционной эффективности. Поиск менее капиталоемких (например, комиссионных) и более прибыльных продуктов/ направлений бизнеса также остается в фокусе банков.
- **Регуляторное давление усиливается.** С 1 января 2026 г. были увеличены надбавки за системную значимость и за поддержание достаточности капитала. В дополнение к высоким макропруденциальным надбавкам это может потребовать сбалансированного подхода к росту активов. Во 2к26 многим банкам будет необходимо учесть сезон выплаты дивидендов (2-3к26) при планировании распределения капитала.
- **Риски:** ухудшение макроэкономической ситуации, регуляторное давление, давление со стороны высокой конкуренции в секторе, ухудшение качества активов.

Дивидендная доходность на 12 мес., %



ROE 2026-2027 г. и P/BV 2026 г.



ТОП-лики

Сбербанк: дивидендная история при рентабельности капитала 22%

- По нашему мнению, рентабельность капитала Сбербанка во 2к26 будет около 22%, или в рамках цели на 2026 г. По итогам года мы прогнозируем рост чистой прибыли на 11% г/г. В апреле мы ожидаем объявление рекомендации по дивиденду за 2025 г. Наш прогноз 38,2 руб./акц. (50% от ЧП, дивидендная доходность 12%).
- **Мультипликаторы:** 0,79x P/B'26, 3,8x P/E'26.

Т-Технологии: фокус на эффективности и новых приобретениях

- Активный рост клиентской базы Т-Технологий (до 54,7 млн чел. на конец февраля 2026 г.) и возможность наращивать кредитный портфель быстрее рынка, на наш взгляд, поддержат рост доходов холдинга во 2к26 за счет монетизации клиентской базы. Однако сезонно высокие отчисления в резервы могут ограничить рост чистой прибыли.
- **Мультипликаторы:** 0,99x P/B'26, 3,7x P/E'26.

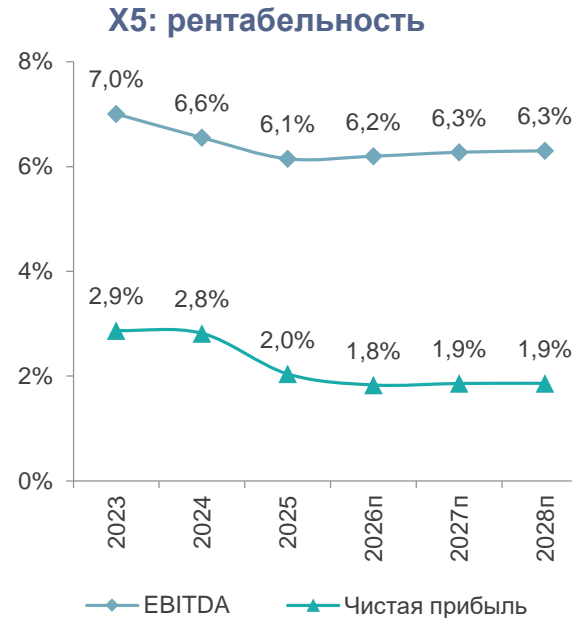
ДОМ.РФ: рост и выплата дивидендов

- Во 2к26 мы ожидаем сохранение рентабельности капитала группы выше 21% с учетом данных за 2м26 (24%). В июне пройдет ГОСА, на котором может быть одобрен дивиденд за 2025 г. – предварительно он составит 246,9 руб./акц. (дивидендная доходность 11%, норма выплаты 50%).
- **Мультипликаторы:** 0,75x P/B'26, 3,7x P/E'26.

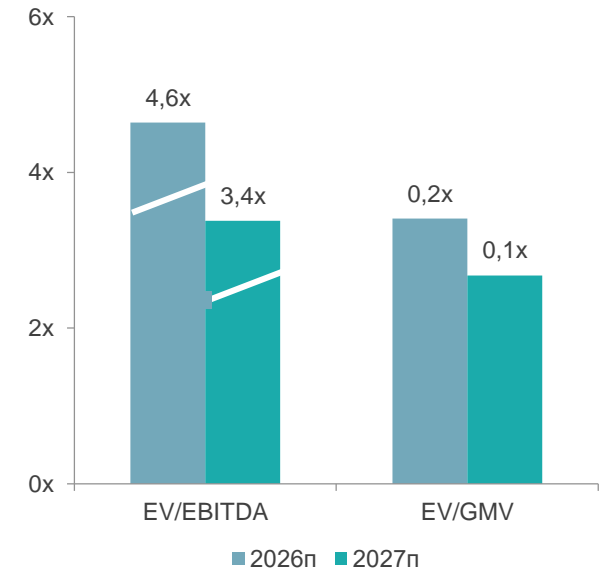
4 Потребительский сектор

Динамика розничной торговли в 2026 г. замедляется, лидеры сегмента фокусируются на рентабельности и избирательности инвестиций в развитие. Электронная коммерция продолжит демонстрировать высокие темпы роста.

- **Рентабельность и инвестиции в рост.** Рост сегмента стабилизируется на фоне замедления инфляции и снижения потребительской активности, у крупнейших игроков трафик зрелых магазинов приближается к нулевым уровням. Розничные сети фокусируются на операционной эффективности, оптимизации персонала и улучшения условий закупок, что окажет поддержку рентабельности в 2026 г. Растущими форматами остаются жесткие дискаунтеры и сегмент e-grocery, доля которого в продуктовой розничной торговле сохраняется на низком уровне в 6%. Капитальные затраты крупнейших сетей показали высокие темпы роста в 2025 г., и мы ожидаем стабилизации расходов и большего фокуса на денежном потоке в 2026 г.
- **Развитие e-com.** Электронная коммерция по темпам роста опережает розничную торговлю. Мы ожидаем, что в этом году рынок e-com покажет рост на 22% (против 9% у розничной торговли). Крупнейшие маркетплейсы продолжат наращивать долю рынка, руководство компаний фокусируется на повышении частности покупок. Дополнительным драйвером для компаний сектора выступит развитие сторонних сегментов (финтех и реклама).
- **Регулирование e-com.** Дискуссия по регулированию сектора остается конструктивной, а в октябре 2026 г. вступит в силу закон о платформенной экономике. В случае ограничения скидок на маркетплейсах крупнейшие игроки смогут быстрее достичь целевых показателей рентабельности.
- **Риски:** снижение потребительской активности, обсуждаемые ограничения на предоставление скидок маркетплейсами, высокие уровни капитальных затрат.



Озон: мультипликаторы



ТОП-лики

Озон: рост и рентабельность

- **Рост оборота (25-30% в 2026 г.) и улучшение рентабельности:** Рентабельность по EBITDA маркетплейса - выше 2%, что транслируется в показатель EBITDA около 200 млрд руб. в 2026 г. (рост на уровне 30%).
 - **Дивиденды и выкуп:** Озон осуществляет выплату дивидендов (около 30 млрд руб. в год (доходность 3%), программа обратного выкупа акций (до 25 млрд руб. до конца 2026 г.) может поддержать акции.
- X5: дивиденды и фокус на рентабельности**
- **Повышение эффективности:** рост операционной эффективности и улучшение условий закупок найдут отражение в рентабельности по EBITDA на уровне не ниже 6% в 2026 г.
 - **Мультипликаторы:** акции предлагают привлекательную дивидендную доходность (14% на следующие 12 месяцев) при оценке в 3x EV/EBITDA за 2026 г. и росте продаж выше темпов роста сектора (13% в 2026 г.)

4 Технологии

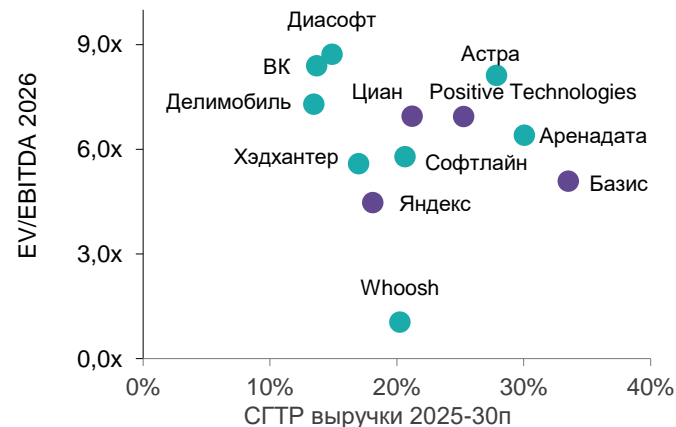
Источники: данные компаний,
оценки и расчеты ВИМ Инвестиции
Расчеты на 03.04.2026 г.
*оценки Б1
**EV/EBITDAC



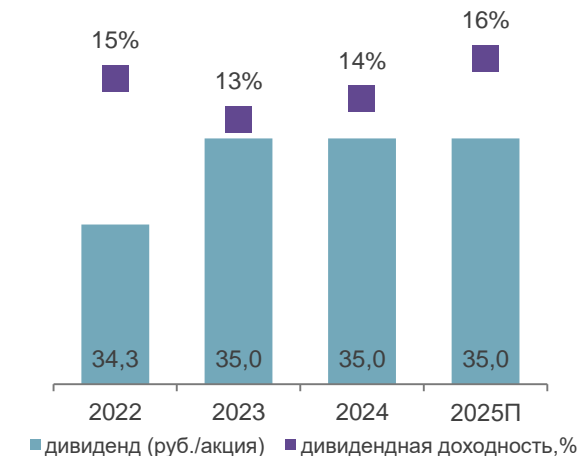
Ожидаем возвращения российского технологического сектора на траекторию роста в 2026 г.

- Устойчивый рост рынка интернет-рекламы.** На фоне ухудшения макроэкономической конъюнктуры в 2025 г. рынок интернет-рекламы вырос всего на 9% г/г (против 22% в 2024 г.). 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 Яндекс, по оценкам аналитических агентств, может вырасти более чем на 30% 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. 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. Ужесточение регулирования может способствовать ускорению консолидации ИТ-рынка, который остается сильно фрагментированным.
- Развитие новых технологий.** Яндекс активно развивает такие перспективные направления, как **ИИ, роботизация и беспилотные технологии**, что может стать новой точкой роста компании.
- Восстановление рынка недвижимости.** Несмотря на охлаждение рынка, в 2025 г. Циан сохранил двузначные темпы роста за счет диверсификации выручки. В 2026 г. ожидаем дальнейшего ускорения роста Циана благодаря реализации отложенного спроса на недвижимость по мере смягчения ДКП.
- Риски:** макроэкономика, конкуренция, дефицит ИТ-кадров, регулирование, сокращение ИТ-бюджетов.

Мультипликаторы компаний сектора



Дивидендная доходность МТС



ТОП-пики

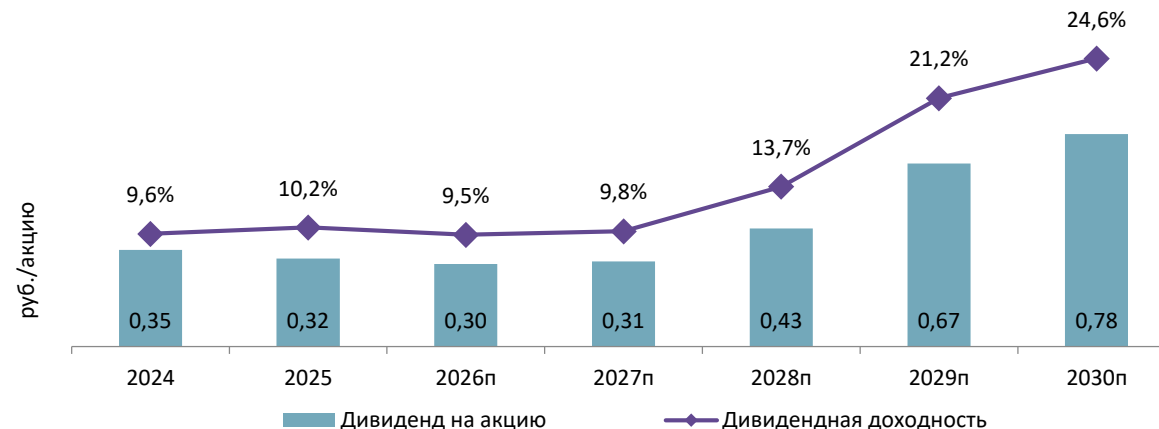
Компания	Темпы роста в 2026 г.	Оценка		
		EV/EBITDA	Дисконт	Дивидендная доходность на 12 мес.
Яндекс	Рост выручки на 20%, EBITDA – на 30%; потенциальное улучшение рентабельности (более 4 пп за последние два года)	4,4x	Дисконт > 30% к российскому технологическому сектору	5,2%
Positive Technologies	Двузначные темпы роста отгрузок (+34%) в 2026 г. (+45% в 2025 г.), фокус на операционной эффективности	6,9x**	Дисконт 15-20% к Астре и Диасофту.	3,8%
Циан	Рост выручки на 17-22%, рентабельность по скорр. EBITDA >30% (24% в 2025 г.)	6,8x	-	12%
Базис	Рост выручки на 30-40% благодаря устойчивому спросу на решения	4,9x**	Дисконт более 30% к компаниям-аналогам	6,3%
МТС	Дивидендный инвестиционный кейс: двузначная дивидендная доходность	3,4x	Дисконт > 20% к среднему историческому мультипликатору	16%

4 Сектор электроэнергетики

Для покрытия потребностей экономики и населения в электроэнергии необходимы масштабные инвестиции в обновление парка генерирующих мощностей и электросетевого хозяйства

- **Новые риски энергодефицитов.** Стратегическими документами перспективного планирования выявлены риски возникновения дефицита электроэнергии и мощности в многочисленных энергорайонах РФ в ближайшие годы, для предотвращения которого необходим ввод почти 90 ГВт новой и модернизация 64 ГВт действующей генерации.
- **Масштабная инвестиционная программа.** Стоимость строительства 7,3 трлн руб. – совокупный объем инвестиций для реализации мероприятий в 2026-2031 г. До 2042 г. стоимость строительства новой генерации оценивается почти в 50 трлн руб., а ввод сетевой инфраструктуры в 18 трлн руб. По данным Минэнерго, к 2042 г. стоимость кВт·ч без учета дисконтирования составит по оценкам почти 13 руб./ кВт·ч против актуальных 6,5 руб./ кВт·ч – рост в 2 раза.
- **Поиск источников финансирования.** Произошло снижение доступности промышленного кредитования и промышленной ипотеки, инвестиций в развитие производства. В том числе при наличии господдержки многие компании не могут позволить себе запуск масштабных инвестиционных проектов при необходимости их кредитования.
- **Перенос сроков реализации проектов.** Многие компании переносят реализацию проектов на более поздние сроки или отказываются от заявленных проектов из-за ухода иностранных производителей, отсутствия и задержек в поставках отечественного оборудования, удорожания оборудования.
- **Риски:** рост цен на оборудование, сервисные услуги и топливо

Прогноз дивидендов и дивидендной доходности Интер РАО



ТОП-лики

Интер РАО

- **Инвестпрограммы модернизации и нового строительства электростанций в рамках господдержки.** После запуска проектов возврат инвестиций будет обеспечиваться за счет ежемесячной оплаты мощности в объеме капитальных затрат с базовой нормой доходности 14%, проиндексированной на разницу между фактической доходностью 10-летних ОФЗ и базовым уровнем доходности в 8,5%.
- **Дивиденды:** Компания стабильно выплачивает дивиденды в размере 25% от чистой прибыли по МСФО.
- **Мультипликаторы:** 2,7x P/E, 2026E; 0,5x EV/EBITDA 2026E.

5

Глобальные рынки

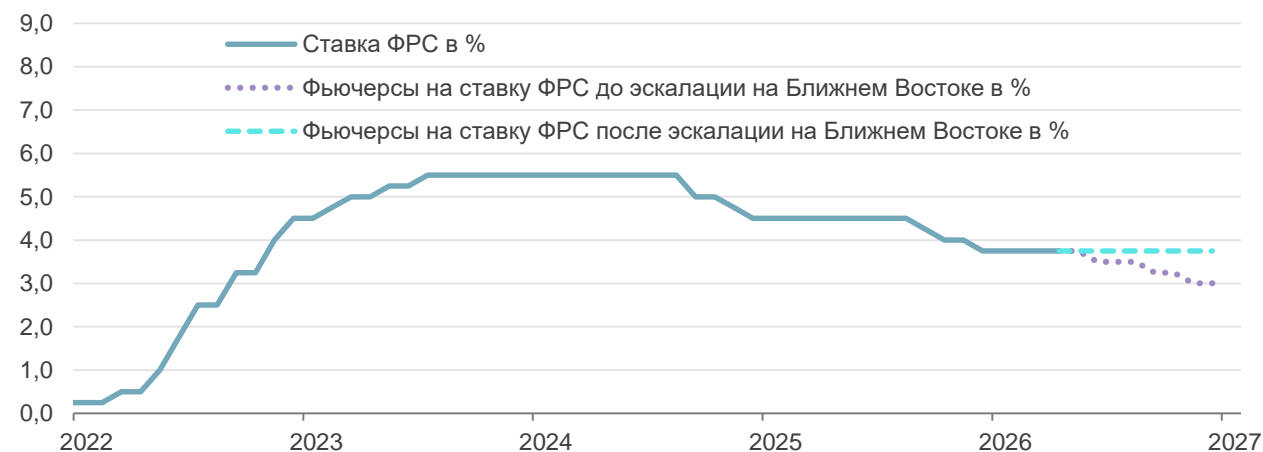


5 Экономика США

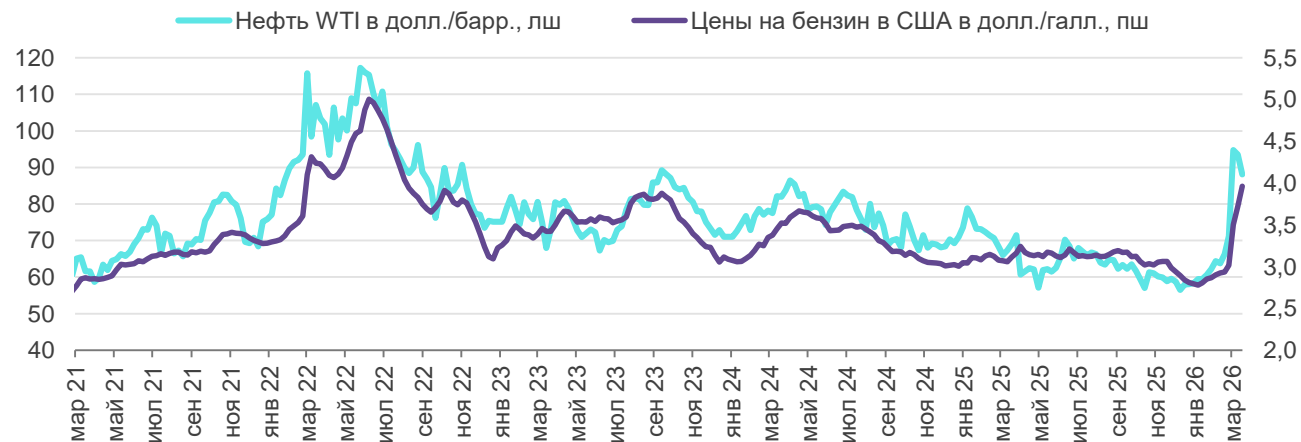
Рост цен на энергоносители повышает риски для американской экономики

- ВВП США в 2025 г. вырос на 2,2% после 2,8% годом ранее. В 2026 г. прогнозируем рост американской экономики на 2,6%. Риск для данного прогноза несет эскалация на Ближнем Востоке, которая спровоцировала взлет цен на нефть.
- Цена американской нефти WTI превысила 100 долл./барр., что привело к заметному росту цен на бензин в США (за март почти на 35% м/м). Рост цен на энергоносители повысит издержки для всей экономики.
- Возросли риски ускорения инфляции в США, которая в 1к26 продолжила удерживаться выше цели в 2% – на конец января составила 3,1% (базовый индекс PCE).
- Федрезерв в марте оставил процентную ставку без изменений – на уровне 3,50-3,75%. Регулятор взял паузу для оценки поступающих макроданных и последствий ситуации на Ближнем Востоке.
- Рыночные ожидания возобновления снижения ставки ФРС (фьючерсы на ставку) из-за конфликта сдвинулись с середины этого года на 3к27.
- В случае скорой деэскалации конфликта в повестку рынков вернется тема снижения ставки в США – придать импульс смягчению ДКП может смена главы регулятора (в мае истекает срок полномочий Джерома Пауэлла).
- В этом сценарии смягчение монетарной политики по мере стабилизации инфляции может способствовать снижению доходностей 10-летних гособлигаций США в район 3,0% к концу 2026 г.

Процентная ставка ФРС и рыночные ожидания ее изменения в 2026 г.



Динамика цены американской нефти и бензина в США



5 Экономика Китая

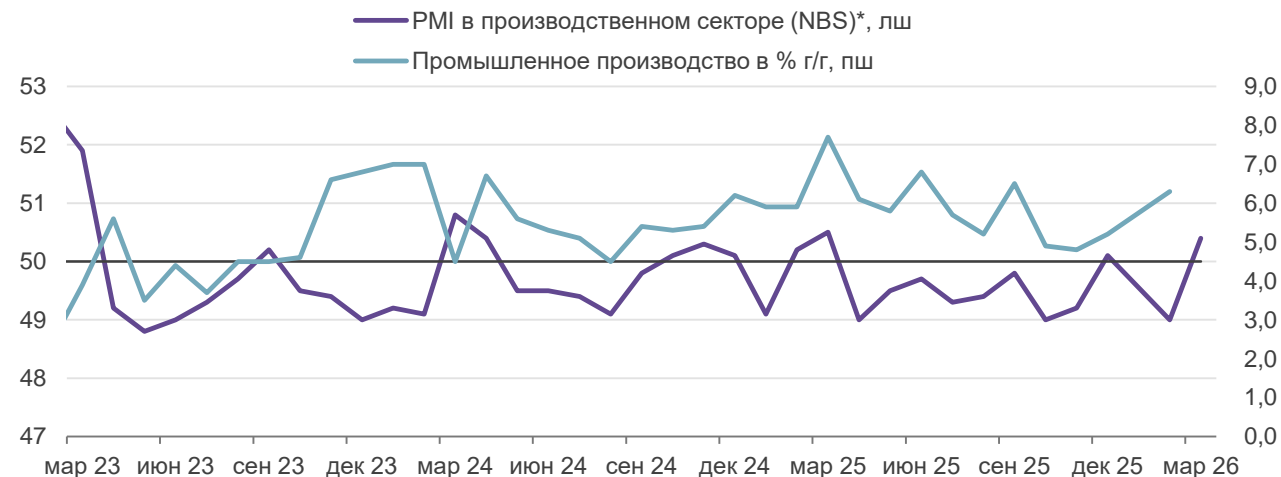
Источники: Аналитические информационные агентства, оценки и расчеты ВИМ Инвестиции
*Значение индекса деловых настроений PMI выше 50 означает рост экономики, ниже 50 – экономический спад
Расчеты на 03.04.2026 г.



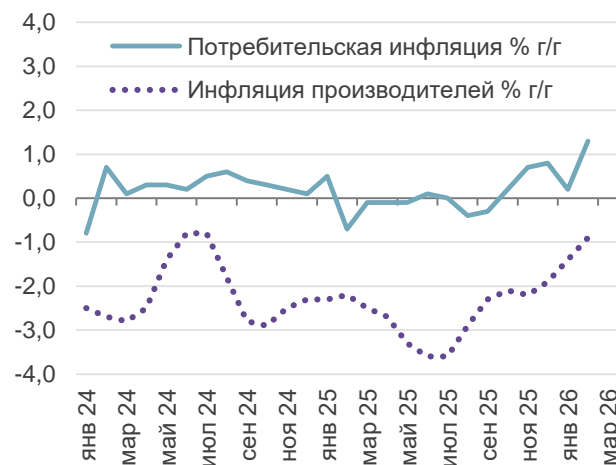
Внешняя обстановка снижает потенциал экономического роста

- В 2025 г. экономика Китая выросла на 5,0% г/г – цель китайских властей выполнена. В структуре роста промышленность и экспорт были устойчивее, чем потребление и сектор недвижимости.
- На 2026 г. целевой ориентир роста ВВП установлен в размере 4,5-5,0%. Власти КНР продолжают стимулировать внутренний спрос за счет программы трейд-ин (субсидирование покупки потребительских товаров) и субсидирования ставок по розничным кредитам.
- В 1к26 после продолжительных праздников индекс деловой активности в производственном секторе Китая (PMI*) в марте вырос до 50,4 после 49,3 и 49,0 в январе и феврале соответственно.
- Активность восстановилась, несмотря на эскалацию напряженности на Ближнем Востоке. Но рост транспортных издержек и удорожание импортного сырья из-за энергетического шока могут внести коррективы в экономический рост в 2к26.
- Почти 40% перевозимой через Ормузский пролив нефти направлялось в Китай. Смягчить последствия энергетического шока могут запасы нефти в Китае, которых может хватить на срок от трех месяцев до полугода.
- В 1к26 инфляция ускорилась в период праздников – в феврале до 1,3% г/г (базовый индекс цен вырос на +1,8% г/г). Целевой уровень – в пределах 2%. В марте произошел рост розничных цен на топливо, что может найти отражение в данных по инфляции.
- Полагаем, что пара USDCNY в конце 2026 г. будет ближе к нейтральным уровням в районе 7,0.

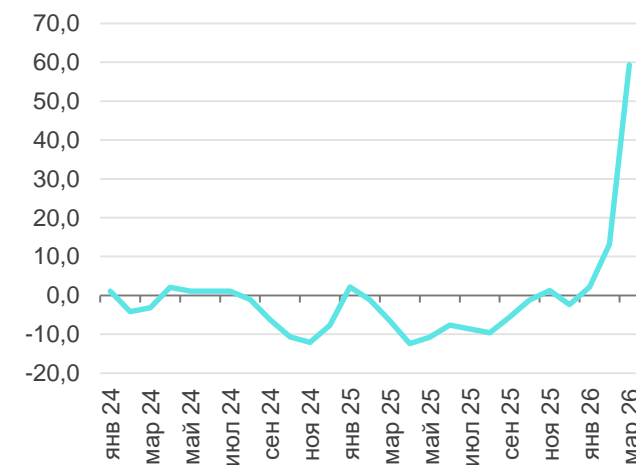
Промпроизводство и индекс деловой активности в Китае



Инфляция в Китае



Рост цен на бензин в Китае, % г/г

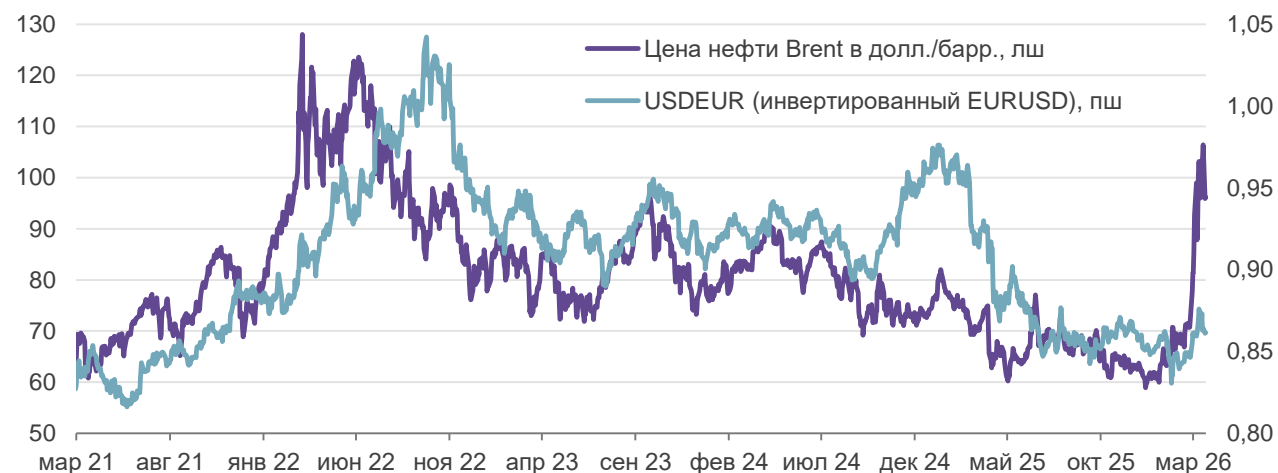


5 Пара EURUSD

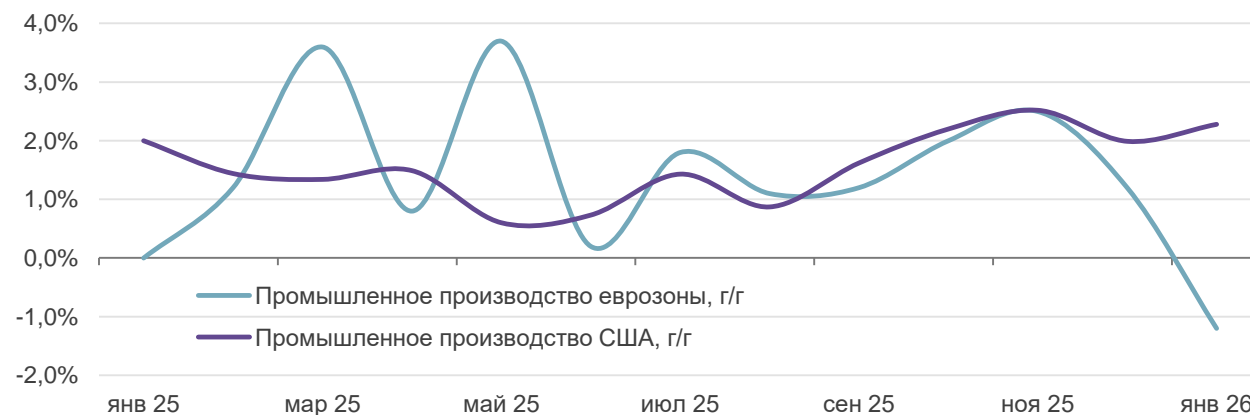
Доллар начал расти как защитный актив на фоне конфликта на Ближнем Востоке. Наш прогноз EURUSD на конец 2026 г. – 1,10

- Троекратное снижение ставки ФРС во 2п25 на фоне растущей инфляции снизило реальную процентную ставку в США. В итоге главный показатель, на который ориентируется ФРС – базовый индекс цен расходов на личное потребление, достиг в январе 2026 г. значения 3,1% г/г против цели в 2%.
- Резкий рост цен на нефть из-за эскалации конфликта на Ближнем Востоке привел к дальнейшему ухудшению ситуации с перспективами инфляции. Рынок фьючерсов на ставки центробанков, который еще в начале года закладывал снижение ставки ФРС ближе к середине 2026 г., теперь предполагает первое снижение не ранее сентября 2027 г. С другой стороны, в начале года рынок не ожидал изменения ставки ЕЦБ в 2026 г., но стал закладывать три ее повышения в этом году.
- Конфликт на Ближнем Востоке позитивен для доллара как защитного актива и негативен для евро, так как резкий рост цен на энергоносители подрывает экономический рост в Европе. США как нетто-экспортеры нефтепродуктов и СПГ выигрывают от роста цен на топливо. Пара EURUSD снизилась до отметки 1,15 в 1к26.
- Полагаем, что курс евро оказывается под давлением на фоне геополитической обстановки. Степень того, насколько пострадает экономика еврозоны от конфликта, будет зависеть от длительности блокировки Ормузского пролива.

Динамика цен на нефть и пары USDEUR



Промпроизводство еврозоны сокращалось до эскалации на Ближнем Востоке, в США продолжался рост

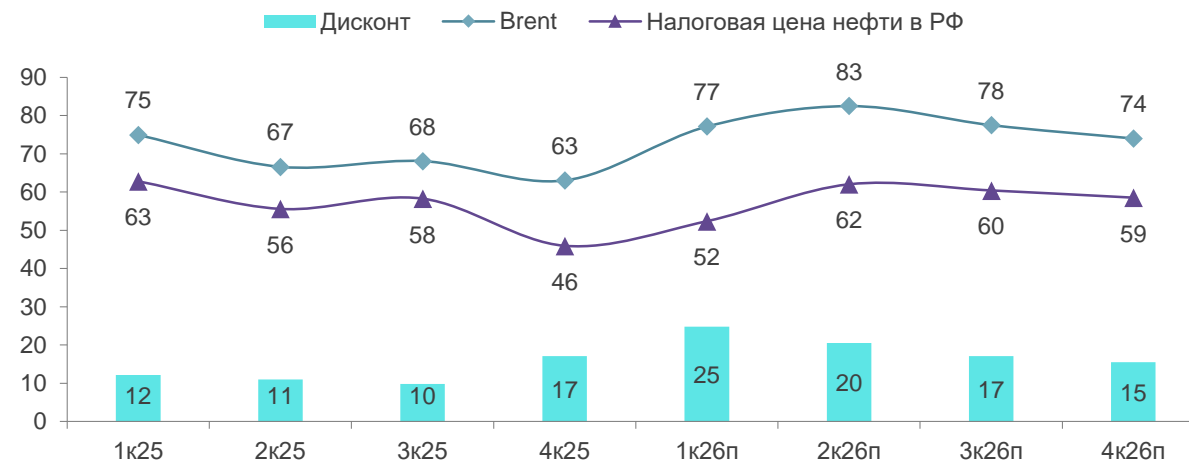


5 Рынок нефти

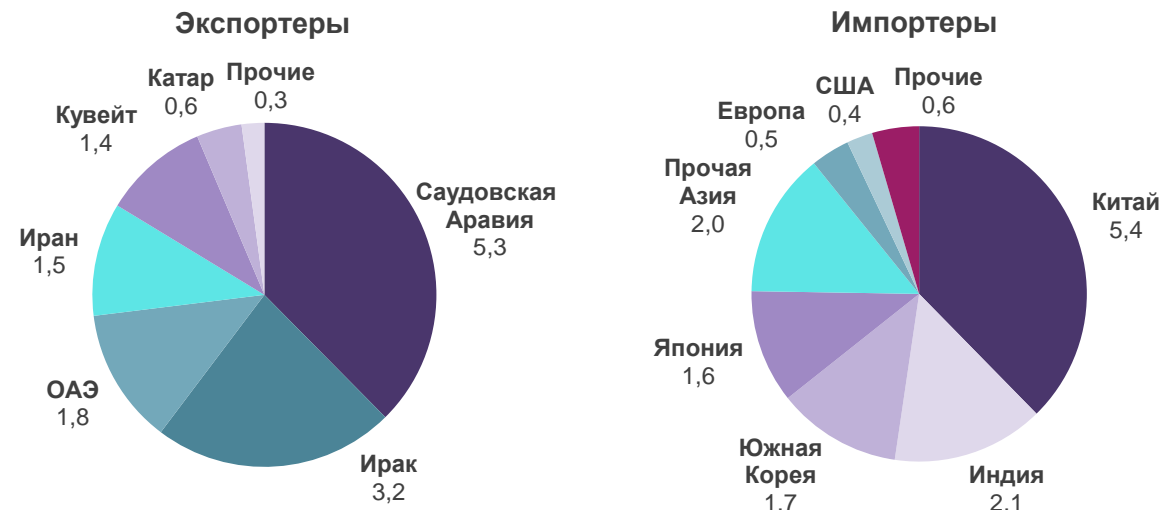
Мы ожидаем рост цен на Brent и российские сорта нефти в 2026 г.

- В 1к26 средняя цена Brent выросла на 22% к/к, составив 77 долл./барр. Основной драйвер – перебои с поставками через Ормузский пролив и геополитическая напряженность в странах Персидского залива.
- Через Ормузский пролив проходит около 20% мировой нефти, в основном из Саудовской Аравии, Ирака и ОАЭ, с ключевыми получателями в Азии – Китай, Индия, Япония и Южная Корея. Концентрация потоков делает рынок чувствительным к сбоям. По нашим данным, в марте пролив ежедневно пересекали не более 4 нефтяных танкеров (в среднем – 1) против в среднем 21 танкера в день месяцем ранее.
- Во 2к26 мы ожидаем начала постепенной коррекции цены Brent с пиковых уровней марта. С ослаблением геополитической напряженности на Ближнем Востоке рынок может вернуться к профициту, создавая давление на цены.
- По итогам всего года средняя цена Brent в 2026 г., по нашим прогнозам, составит 76 долл./барр. (+12% г/г).
- Для российской нефти сокращение поставок с Ближнего Востока повысит спрос со стороны азиатских покупателей. Мы прогнозируем сужение дисконта Urals и рост налоговой цены до 62 долл./барр. во 2к26.
- По итогам всего года средняя налоговая цена, по нашим прогнозам, увеличится на 2% г/г, до 57 долл./барр.

Цена на российскую нефть и дисконт к Brent, долл./барр.



Ключевые экспортеры нефти через Ормузский пролив в 1к25, млн барр./сут.



5 Золото

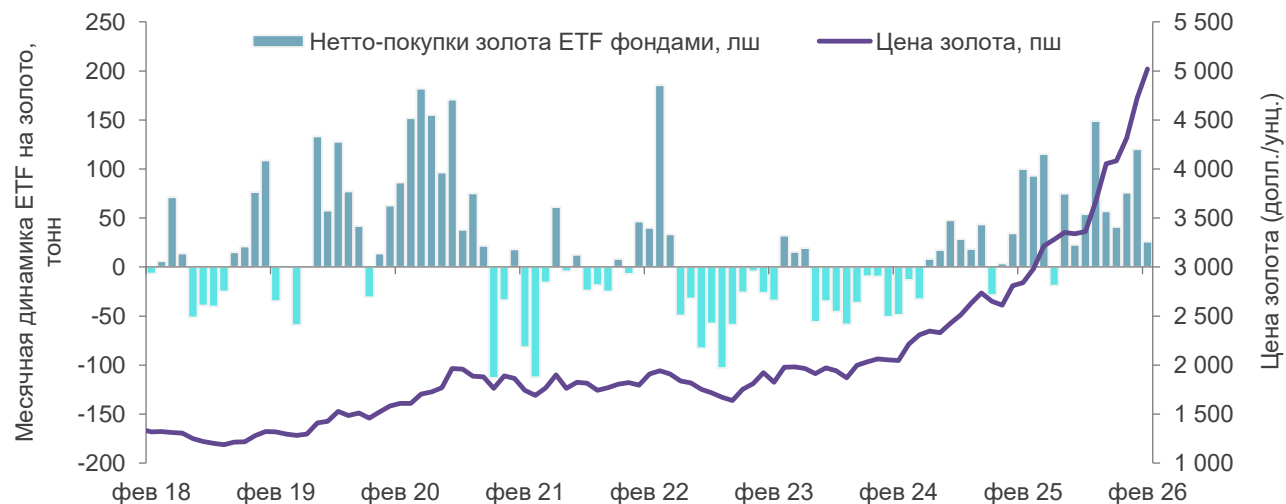
Источники: Аналитические информационные агентства, оценки и расчеты ВИМ Инвестиции
 *Рентабельность 90-го перцентиля
 Расчеты на 03.04.2026 г.



Наш прогноз – 4380 долл./унц. в среднем в 2026 г.

- Цены на золото после бурного роста (превышали отметку в 5500 долл./унц.) скорректировались вниз, но продолжают находиться выше фундаментально обоснованных уровней в 2350 долл./унц. (исторически цены на золото превышают маржинальные затраты на 10-15%).
- Поддержку ценам на золото продолжают оказывать следующие факторы:
 - > Рекордные покупки золота мировыми ETF – с мая 2024 г. по февраль 2026 г. закупили 1089 т (около 13% годового физического спроса);
 - > Нарастивание 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 (торговые трения);
 - > Геополитическая напряженность.
- Перечисленные факторы, вероятно, продолжат оказывать поддержку золоту в среднесрочной перспективе – цена будет удерживаться выше фундаментально обоснованных уровней.
- Золото в российской инфраструктуре выступает в качестве инструмента защиты от девальвации рубля.

Покупки золота ETF-фондами



Уровень рентабельности золотодобытчиков*

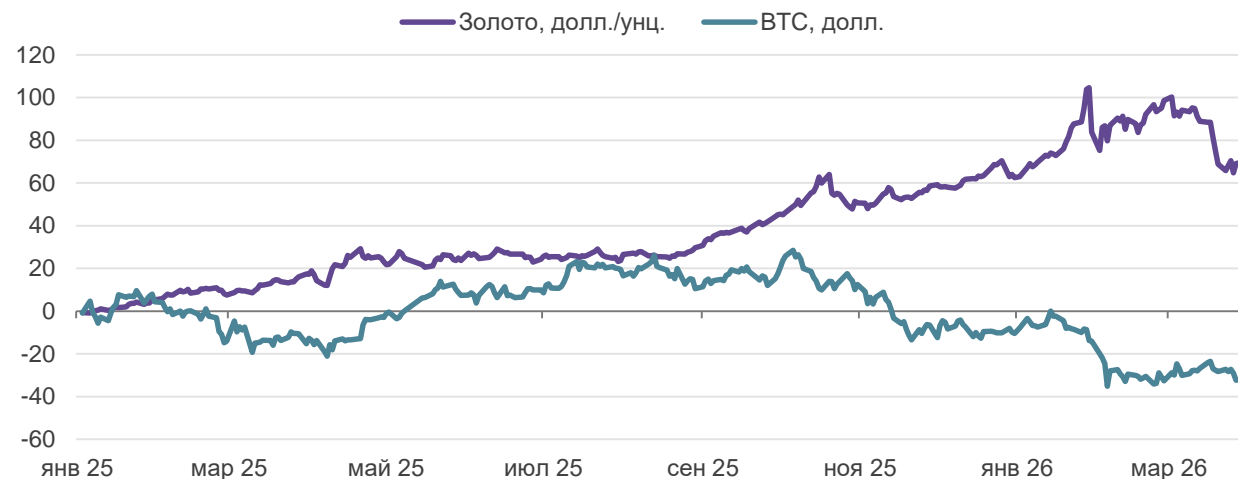


5 Биткоин

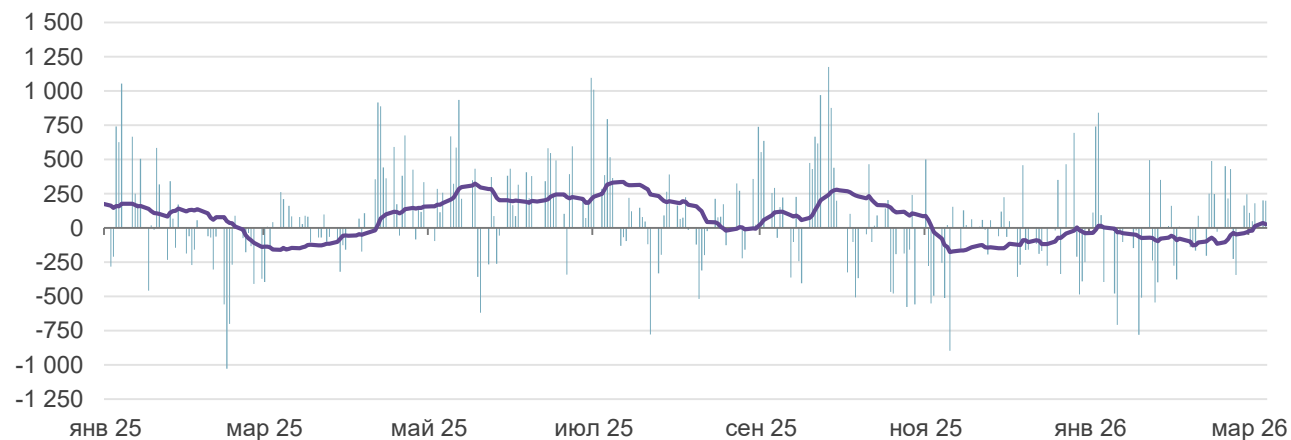
Регуляторные инициативы в США и потоки в биткоин – позитивные катализаторы

- Мы ожидаем поддержку биткоину со стороны законодательных инициатив в США и усиления институциональных притоков капитала.
 - > Одобрение Сенатом США закона GENIUS (S.1582) создает юридический базис для стейблкоинов. Законопроект Палаты представителей США (HR.3633) закрепляет статус криптовалют в виде цифровых товаров, которые попадут под юрисдикцию Комиссии по торговле товарными фьючерсами (CFTC) – агентство становится главным регулятором криптовалют, что обеспечит большую прозрачность рынку.
 - > ETF-фонды на биткоин в США продолжают аккумулировать значительные притоки капитала. Наличие регулируемых инструментов доступа к криптоактивам расширило круг инвесторов – от пенсионных фондов до управляющих активами.
 - > В США денежная масса (агрегат M2) на начало 2026 г. превышает 21 трлн долл., постепенно увеличивая годовые темпы роста после сокращения в 2023-2024 гг. В Китае рост M2 остается около 8% г/г – благодаря широкой кредитной поддержке экономики со стороны банковской системы и Народного банка Китая.
- Наш прогноз цены биткоина на 12 мес. – 150 тыс. долл.
- Риски для прогноза: ужесточение регулирования, задержки с принятием законодательства в США, паузы в смягчении ДКП крупнейших центробанков мира, периоды резкого сокращения глобальной ликвидности.

Изменение цен на золото и биткоин с начала 2025 г., %



Потоки в ETF-фонды на биткоин в США, млн долл.



6

Приложения



6 Розничный инвестор на российском рынке акций

- Доля физических лиц на российском рынке акций возросла на фоне ухода иностранных инвесторов – в феврале 2026 г. она составила 68% от общего объема торгов.
- В 2023-2026 гг. фондовый рынок стал больше зависеть от сентимента розничных инвесторов.

Источники: МосБиржа, ЦБ РФ, оценки и расчеты ВИМ Инвестиции
 *«Портфель частного инвестора» в феврале 2026 г. (аналитический продукт МосБиржи) – 10 наиболее популярных акций российских компаний в инвестиционных портфелях физических лиц
 Расчеты на 03.04.2026 г.



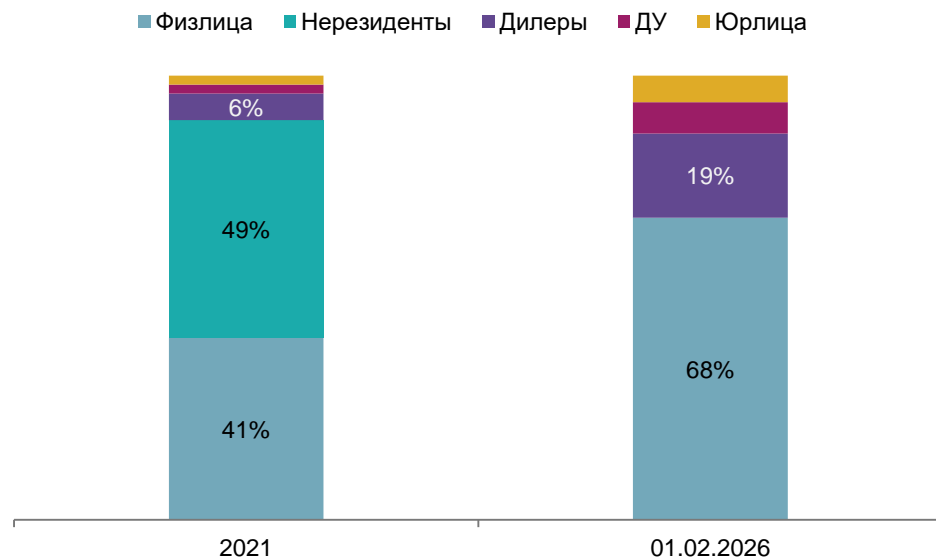
«ПОРТФЕЛЬ ЧАСТНОГО ИНВЕСТОРА» – ТОП-10 АКЦИЙ*

~87%

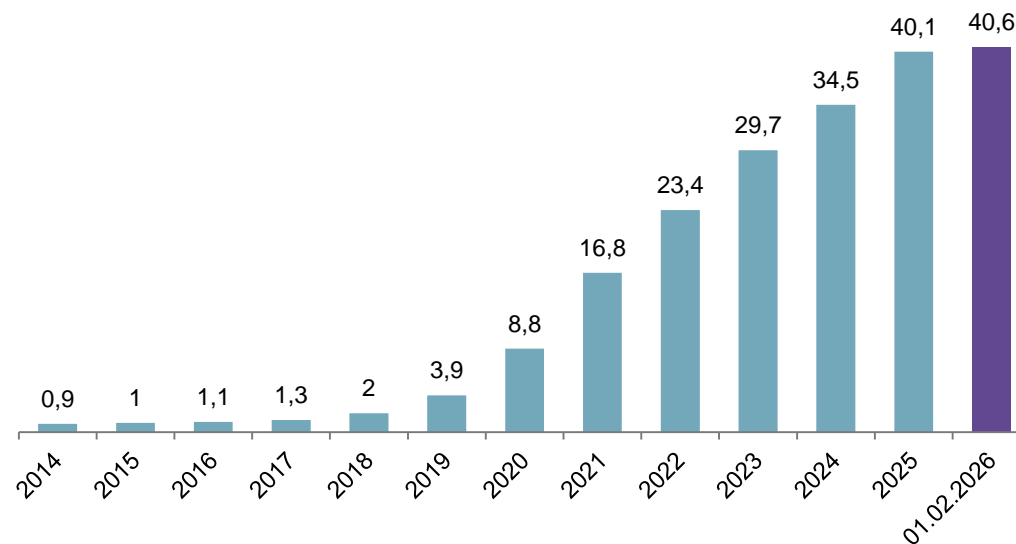
Доля акций стоимости в портфеле частного инвестора

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

Оборот в режиме основных торгов по группам клиентов



Количество уникальных розничных клиентов, млн

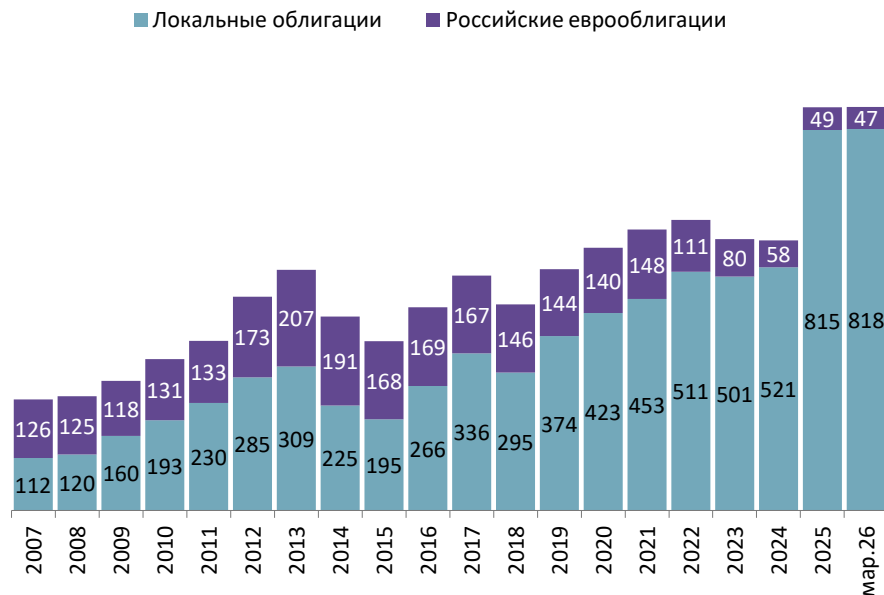


6 Рынок российских облигаций

- Объем российского рынка инструментов с фиксированной доходностью превышает 865 млрд долл. (около 70 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:

- 66 трлн руб. выпусков в обращении.
- Превалируют суверенные облигации и корпоративные заемщики 1-го эшелона с рейтингами AAA(RU) / ruAAA.
- В корпоративном сегменте преобладают облигации финансового, нефтегазового, транспортного, металлургического и добывающего секторов.
- Основную роль играют институциональные инвесторы (банки, пенсионные фонды и др.), доля физических лиц в объеме торгов составляет 12-16% (январь-февраль 2026 г.).
- Доля нерезидентов в ОФЗ на 1 марта 2026 г. составила 3,5%, или 1,07 трлн руб. (данные ЦБ РФ).

Структура рынка локальных облигаций



Рынок корпоративных рублевых облигаций по отраслям

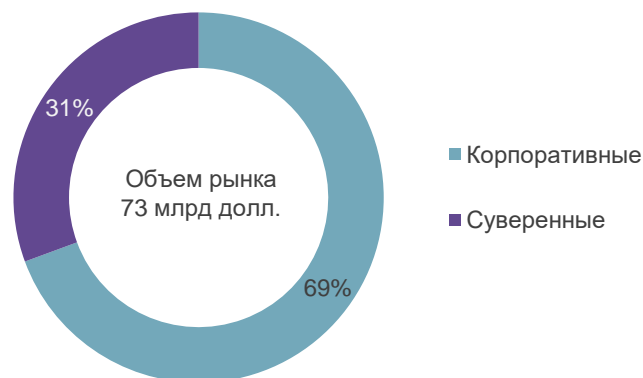


6 Рынок валютных облигаций

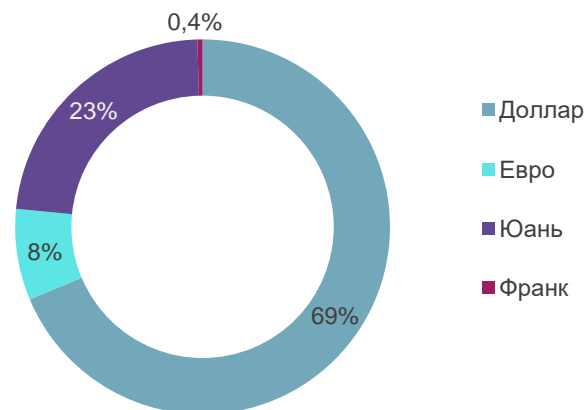
Российский рынок локальных валютных облигаций это:

- 73 млрд долл. выпусков в обращении.
- В структуре преобладают корпоративные облигации, на которые приходится 2/3 объема выпусков, и 1/3 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.
- В декабре 2025 г. состоялось дебютное размещение двух выпусков ОФЗ в юанях на общую сумму 20 млрд юаней.

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 являющемуся 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