

Стратегия на рынке капитала

Июль
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	28
06	Приложения	35



- **Неопределенность бюджетной политики требует от ЦБ осторожности.** В июне регулятор сообщил, что перенос срока достижения сбалансированности бюджета с 2026 г. на 2029 г. может потребовать более жесткой денежно-кредитной политики. ЦБ будет стремиться компенсировать дополнительный вклад бюджета в совокупный спрос меньшим вкладом со стороны кредита и частного сектора. Дополнительно аргументами для большей осторожности ЦБ являются высокие инфляционные ожидания, активизация роста кредитования и денежной массы. Риски для инфляции связаны с ситуацией на топливном рынке. Однако умеренная динамика экономической активности и низкие темпы инфляции в устойчивых компонентах позволяют продолжить осторожное смягчение. В нашем базовом сценарии ключевая ставка ЦБ снизится до 13,5% к концу 2026 г.
- **Ждем небольшого ослабления рубля до 81 руб. за доллар к концу 2026 г.** Структурно рубль крепче за счет политики импортозамещения, окончания инвестиционного цикла по перестройке экономики, снижения интенсивности оттоков по финансовому счету. Функцию сглаживания влияния колебаний цены нефти на курс выполняет бюджетное правило. Однако ожидаемое снижение продаж валютной выручки экспортерами из-за подешевевшей нефти должно ослабить поддержку рублю.
- **Деэскалация конфликта на Ближнем Востоке способствовала постепенному восстановлению поставок нефти в июне, но ситуация не выглядит устойчивой.** В 3к26 ожидаем коррекцию цены нефти Brent на 25% к/к до 77 долл./барр. после пиков в 2к26. Геополитическая напряженность поддерживает спрос на российскую нефть, как более надежный источник поставок. Но несмотря на сокращение дисконта, снижение цены Brent вероятно приведет к уменьшению цены российской нефти в 3к26 на 33% к/к до 61 долл./барр. За весь 2026 г. ждем ее средний уровень в 61 долл./барр. (+10% г/г).
- **Мы повысили прогноз средней цены золота до 4560 долл./унц. в 2026 г.** Цена на золото выше фундаментально обоснованных уровней, но факторы поддержки остаются в силе: накопления золота центробанками в резервах, покупки ETF-фондами и возросшие геополитические риски. Исторически цены на золото превышают маргинальные затраты золотодобытчиков на 10-15%, что является долгосрочной точкой притяжения для цен на металл.
- **Рост экономики США может замедлиться в 2026 г. из-за снижения потребительских расходов.** В 1к26 рост ВВП составил 1,6% г/г против ожидавшихся 2,0% г/г. Слабее оказались потребительская и инвестиционная активность. Намечившаяся нормализация инфляционного фона вероятно позволит ФРС снизить ставку не ранее 2027 г. Рекордно высокие оценки американского рынка акций могут стать источником рисков.
- **Экспорт остается значимым фактором экономического роста в Китае, одновременно и риском.** ВВП Китая в 1к26 вырос на 5,0% г/г – вклад внесли промышленное производство и экспорт, нежели внутреннее потребление. За 1к26 экспорт из Китая вырос на 15% г/г. Ключевым риском для целевого роста ВВП Китая на 4,5% остается внешний фактор – дополнительные торговые пошлины США. Пара USDCNY к концу 2026 г. может вернуться ближе к 7,0.

Инвестиционные предпочтения*

ЦБ перешел к «тонкой настройке» смягчения денежно-кредитной политики – видит меньше пространства для снижения ключевой ставки на фоне бюджетной политики. К проинфляционным факторам добавилась ситуация с топливом. Внешний геополитический фон остается труднопредсказуемым. Сложившийся баланс рисков требует распределения средств между разными классами качественных активов, которые обеспечат широкую диверсификацию.

- **ОФЗ.** Рост доходностей длинных ОФЗ выше 16% выглядит чрезмерным – вызван, скорее, техническими продажами. Однако замедление скорости снижения ключевой ставки ограничит рост цены длинных ОФЗ до конца 2026 г. по сравнению с тем, что ожидалось ранее. В то же время видим высокий потенциал роста их котировок за пределами одного года.
- **Корпоративные облигации.** Предпочитаем селективный подход в АА и А облигациях, в том числе видим точечные возможности после вынужденных продаж. Доходности от 17-19% существенно превышают ставки по депозитам. Ежемесячные выплаты купонов добавляют гибкости в управлении портфелем.
- **Российские акции.** Удерживаем качественные акции финансового и ИТ секторов, позитивно относимся к акциям газового сектора. Целесообразно иметь дивидендную корзину акций с двузначной доходностью.
- **Валютные облигации.** Необходимы для валютной диверсификации с учетом высокой неопределенности с динамичностью курса. Локально крепкий рубль и доходности 8-9% годовых в валюте создают момент для входа.
- **Золото.** Цена на золото удерживается значительно выше фундаментально обоснованных уровней, сохраняется высокая волатильность.

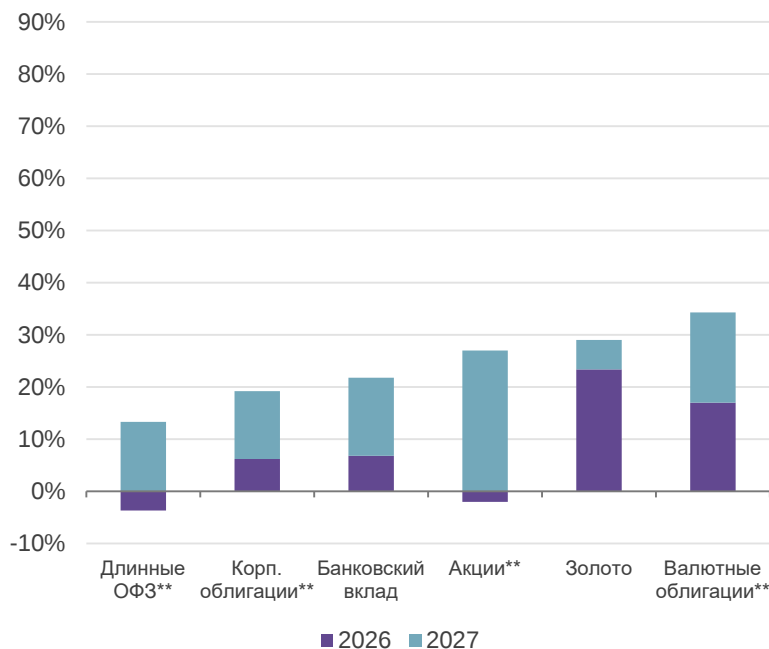
*Бенчмарки: Индексы МосБиржи полной доходности

1 Ожидаемая накопленная доходность* активов в рублях за 2п26-2027 гг.

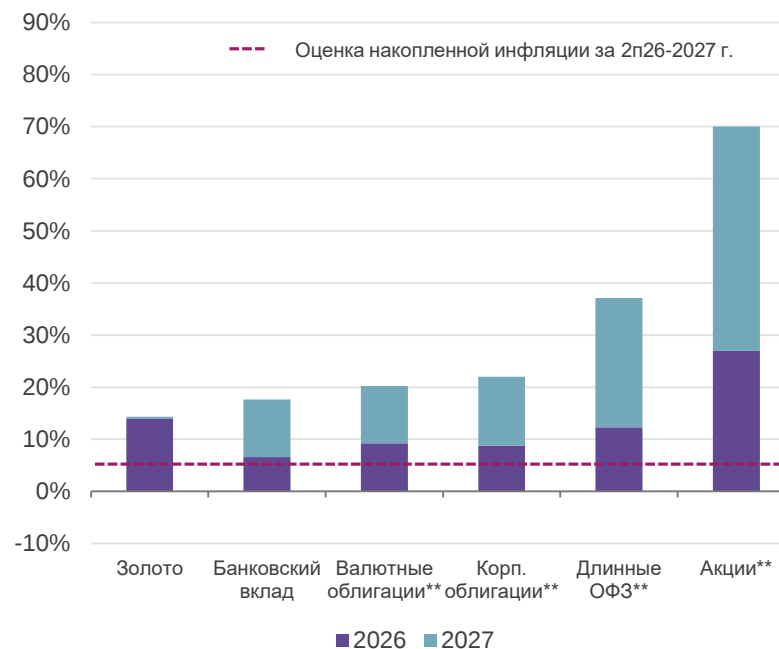
Источники: данные банков, МосБиржа, Cbonds
оценки и расчеты ВИМ Инвестиции
Расчеты на 07.07.2026 г.



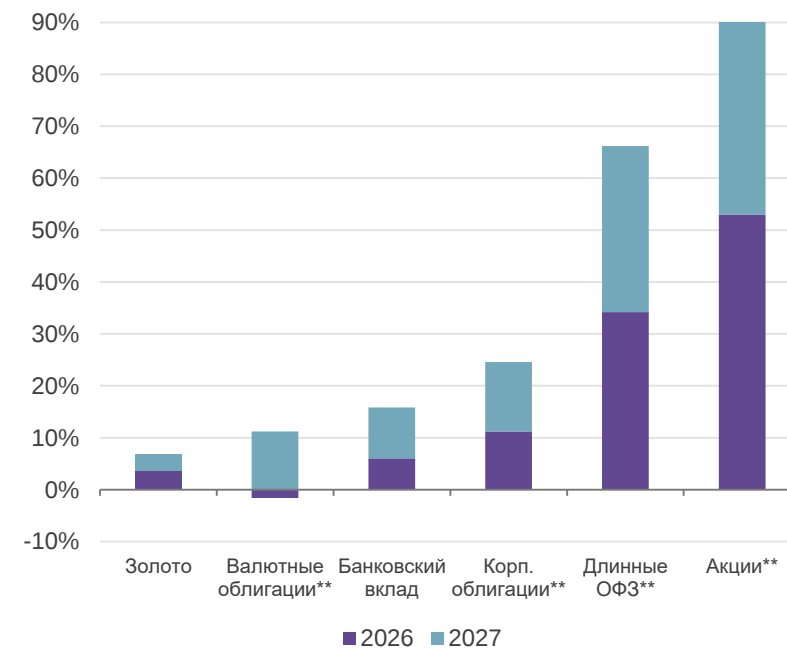
Негативный сценарий



Базовый сценарий



Позитивный сценарий



КЛЮЧЕВЫЕ ДОПУЩЕНИЯ	Сценарии на 2026 г.			Сценарии на 2027 г.		
	Негатив.	Базовый	Позитив.	Негатив.	Базовый	Позитив.
Цена на нефть, долл./барр., сред.	46,0	61,0	79,0	36,0	47,0	60,0
Ключевая ставка, % на конец периода	16,0	13,5	11,0	16,0	11,5	9,0
USDRUB, на конец периода	87,4	80,7	73,5	95,7	84,8	79,3
Вероятность сценария, %	30	50	20	30	50	20

*Индикативная полная доходность активов в рублях (индексы акций, облигаций, золото, вклады), накопленная с даты расчета (07.07.2026 г.) и до конца 2026 г., далее до конца 2027 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 2026-2027 гг.

Источники: Росстат, Банк России,
оценки и расчеты ВИМ Инвестиции
Расчеты на 07.07.2026 г.



С одной стороны, в экономике сформировались дезинфляционные тренды, с другой – бюджетная политика вносит неопределенность

Прогноз макроэкономических показателей				Сценарии на 2026 г.			Консенсус	Сценарии на 2027 г.			Консенсус
КЛЮЧЕВЫЕ ПОКАЗАТЕЛИ	2023	2024	2025	Негативный	Базовый	Позитивный	2026п	Негативный	Базовый	Позитивный	2027п
ВВП, % г/г	4,1	4,3	1,0	-1,0	0,6	1,2	0,7	0,3	1,7	2,3	1,5
Промпроизводство, % г/г	4,3	5,6	1,3	-2,5	1,5	1,8		-1,0	2,0	2,1	
Потребление домохозяйств, % г/г	7,5	5,4	3,4	-0,5	1,0	2,8		0,5	1,6	3,5	
ЦЕНЫ	2023	2024	2025	Негативный	Базовый	Позитивный	2026п	Негативный	Базовый	Позитивный	2027п
ИПЦ, % сред. за год	5,9	8,4	8,7	8,2	5,3	4,7	5,4	8,9	4,5	4,1	4,5
ИПЦ, % г/г	7,4	9,5	5,6	10,6	5,2	4,3	5,3	7,5	5,3	4,0	4,4
ФИСКАЛЬНАЯ И ДЕНЕЖНАЯ ПОЛИТИКА	2023	2024	2025	Негативный	Базовый	Позитивный	2026п	Негативный	Базовый	Позитивный	2027п
Ключевая ставка, % на конец периода	16,0	21,0	16,0	16,0	13,5	11,0		16,0	11,5	9,0	
Баланс бюджета, % ВВП	-1,9	-1,7	-2,6	-3,8	-3,0	-1,4		-3,5	-1,7	-1,2	
КУРС РУБЛЯ	2023	2024	2025	Негативный	Базовый	Позитивный	2026п	Негативный	Базовый	Позитивный	2027п
USDRUB, сред.	84,7	92,4	83,4	85,5	77,1	73,1	78,1	90,1	83,7	77,4	86,2
USDRUB, на конец периода	89,7	101,7	78,2	87,4	80,7	73,5		95,7	84,8	79,3	
CNYRUB, сред.	11,9	12,7	11,5	12,4	11,2	10,6		13,0	12,0	11,1	
CNYRUB, на конец периода	12,6	13,4	11,2	12,6	11,6	10,6		13,7	12,1	11,3	
ТОРГОВЛЯ	2023	2024	2025	Негативный	Базовый	Позитивный	2026п	Негативный	Базовый	Позитивный	2027п
Счет текущих операций, млрд долл.	51	64	41	30	67	78		15	37	65	
Цена на российскую нефть, долл./барр., сред.	63	68	56	46	61	79	70	36	47	60	60
	2023	2024	2025	Негативный	Базовый	Позитивный	2026п	Негативный	Базовый	Позитивный	2027п
Вероятность сценария, %				30	50	20		30	50	20	

2 Реальный сектор экономики

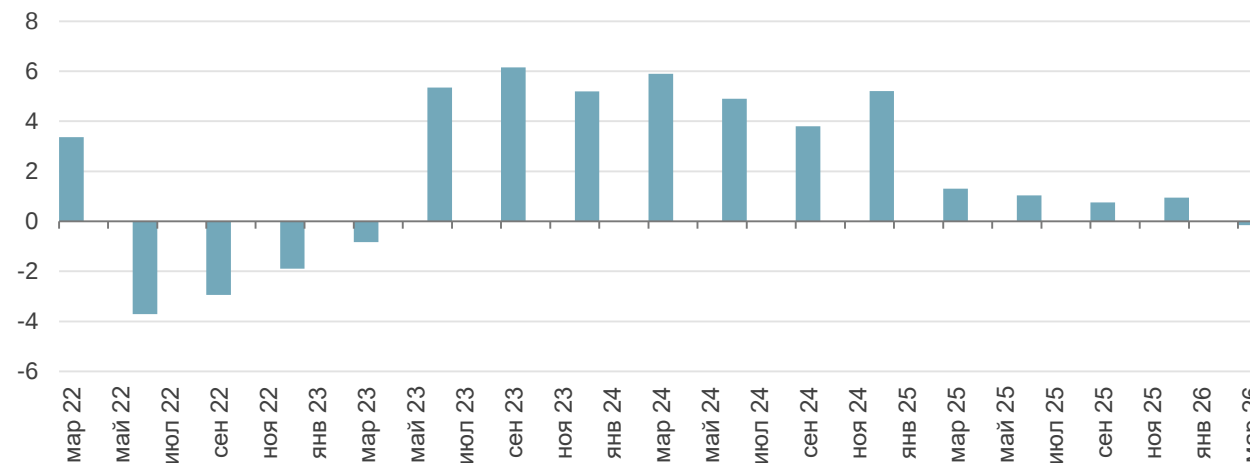
Источники: Росстат,
оценки и расчеты ВИМ Инвестиции
Расчеты на 07.07.2026 г.



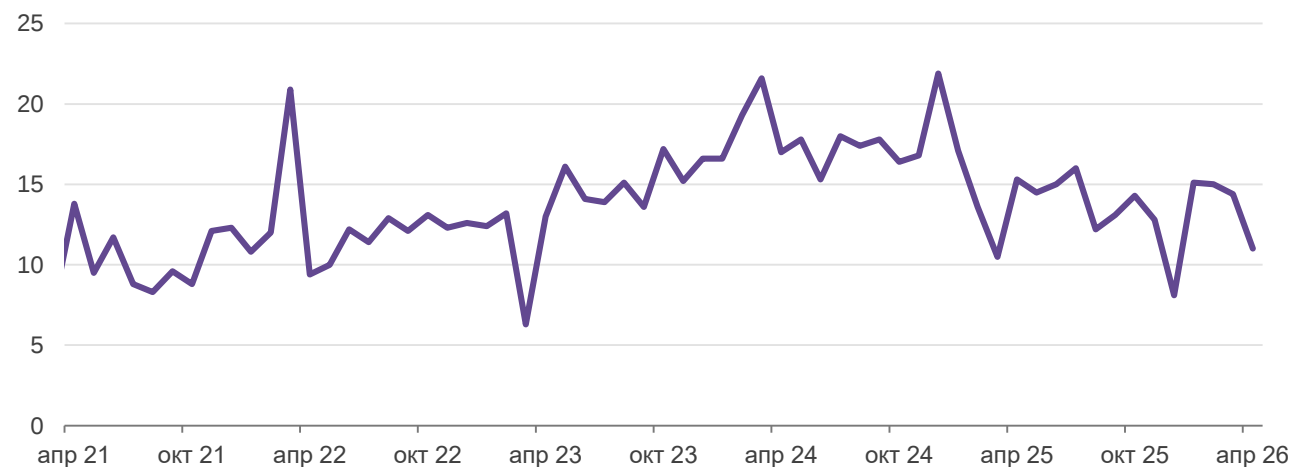
Масштаб перегрева заметно снизился

- После роста ВВП более на 4% в год в 2023-2024 гг. рост российской экономики замедлился. В 2025 г. рост ВВП составил 1% г/г, а в 2026 г. сложится даже ниже.
- Инвестиционные планы компаний указывают на то, что в текущем году объем инвестиций в основной капитал в реальном выражении продолжит сокращаться.
- Дополнительные риски для экономической активности – со стороны добычи и нефтепереработки.
- Напряженность на рынке труда сейчас ниже пиков, зарегистрированных в 2023-2024 гг., но процесс охлаждения рынка труда стал менее ярко выраженным.

Динамика ВВП, % г/г



Номинальные зарплаты, % г/г



2 Инфляция

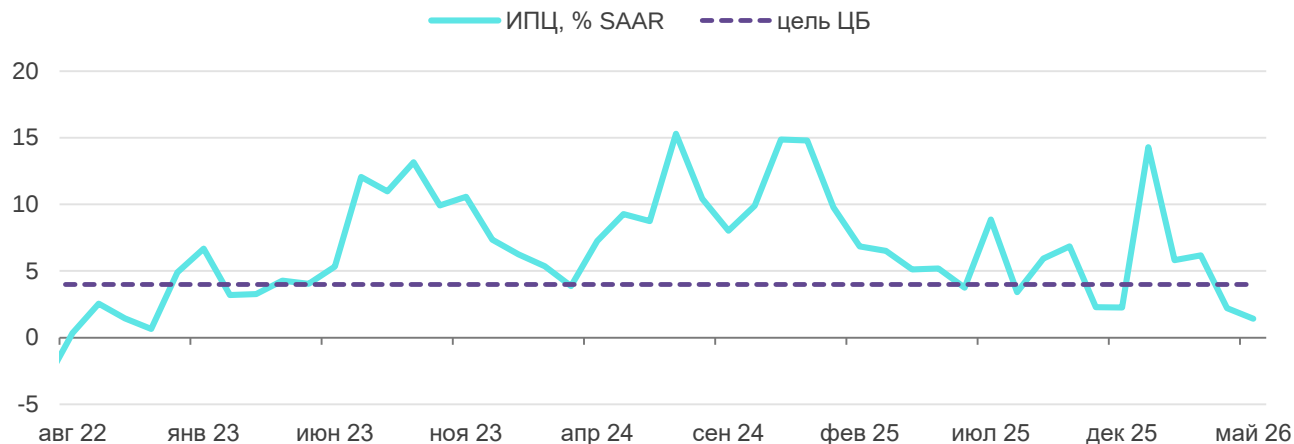
Дезинфляционные тенденции сформировались, но цены топлива являются риском

- Весной инфляция существенно замедлилась и с поправкой на сезонность оказалась ниже цели, в том числе в устойчивых компонентах.
- В июне основным источником роста инфляционного давления является топливо. В устойчивых же компонентах (в которые не включаются бензин и плодоовощная продукция) текущие темпы (как минимум, пока) остаются около цели или даже ниже.
- Инфляционные ожидания населения, и предприятий остаются повышенными.

Источники: Росстат, Банк России, оценки и расчеты ВИМ Инвестиции
*с.к.г. — с поправкой на сезонность в пересчете на год (SAAR)
Расчеты на 07.07.2026 г.



Текущие сезонно скорректированные темпы инфляции*



Годовая инфляция



2 Бюджетная политика

Источники: Минфин РФ,
оценки и расчеты ВИМ Инвестиции
Расчеты на 07.07.2026 г.



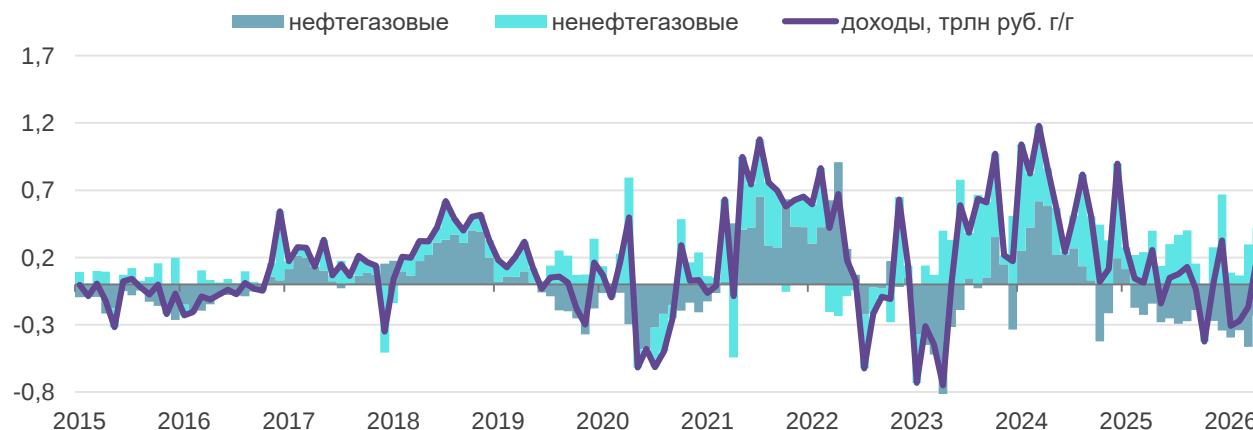
Сроки достижения бюджетной сбалансированности отдалаются

- Министр финансов Антон Силуанов объявил, что бюджет придет к нулевому первичному структурному балансу лишь в 2029 г. Соответственно, период 2027-2028 гг. с высокой вероятностью будет переходным с ненулевыми структурными первичными дефицитами.
- Ранее Минфин планировал выйти на нулевой структурный первичный баланс уже в текущем году. Количественные параметры новых бюджетных проектировок, скорее всего, станут известны лишь осенью.
- По нашим расчетам, в течение переходного периода структурные дефициты могут составить около 2% ВВП.
- С одной стороны, собственный прогноз Минфина по доходам должен быть пересмотрен вниз вслед за пересмотром макропрогнозов Минэкономразвития.
- Дополнительно уровень базовых нефтегазовых доходов, задающий ограничение расходов в строгой версии бюджетного правила, должен стать ниже в связи с планируемым пересмотром вниз базовой цены нефти. С другой стороны, пространство для оптимизации расходов ограничено поставленными перед бюджетом приоритетными задачами.

Цена российской нефти, долл./барр.



Доходы бюджета, % г/г



2 Денежно-кредитная политика

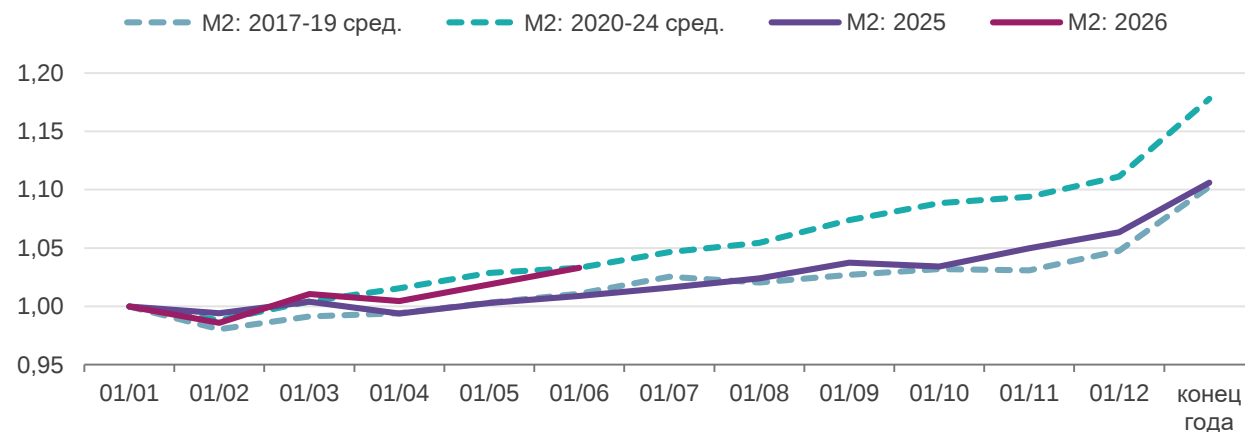
Источники: Банк России,
оценки и расчеты ВИМ Инвестиции
Расчеты на 07.07.2026 г.



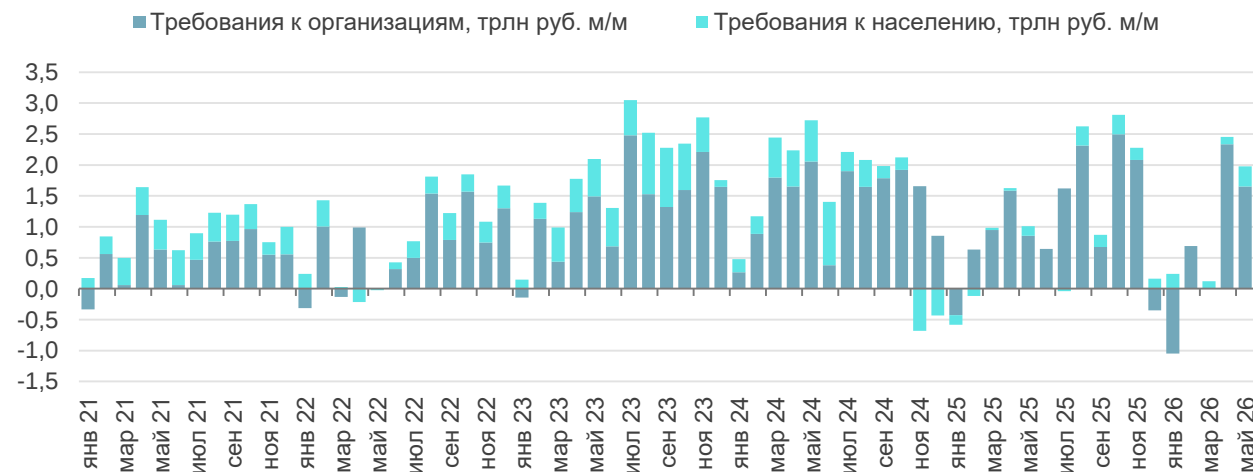
Неопределенность бюджетной политики требует от ЦБ осторожности

- ЦБ в июне сообщил, что сохранение первичного структурного дефицита бюджета до 2029 г. может потребовать более жесткой денежно-кредитной политики, чем в базовом сценарии ЦБ.
- ЦБ будет стремиться компенсировать дополнительный вклад бюджета в совокупный спрос меньшим вкладом со стороны кредита и частного сектора.
- Дополнительно аргументами для большей осторожности ЦБ являются по-прежнему высокие инфляционные ожидания и активизация роста кредитования и денежной массы в последние месяцы.
- В то же время умеренная динамика экономической активности и низкие (как минимум, пока) сезонно скорректированные темпы инфляции в устойчивых компонентах (в них не входят топливо и плодоовощи) позволяют продолжить постепенное снижение ключевой ставки.
- В нашем базовом сценарии ключевая ставка ЦБ снизится до 13,5% к концу 2026 г.

Рублевая денежная масса



Прирост кредита экономике



2 Курс рубля

Источники: Банк России,
оценки и расчеты ВИМ Инвестиции
Расчеты на 07.07.2026 г.



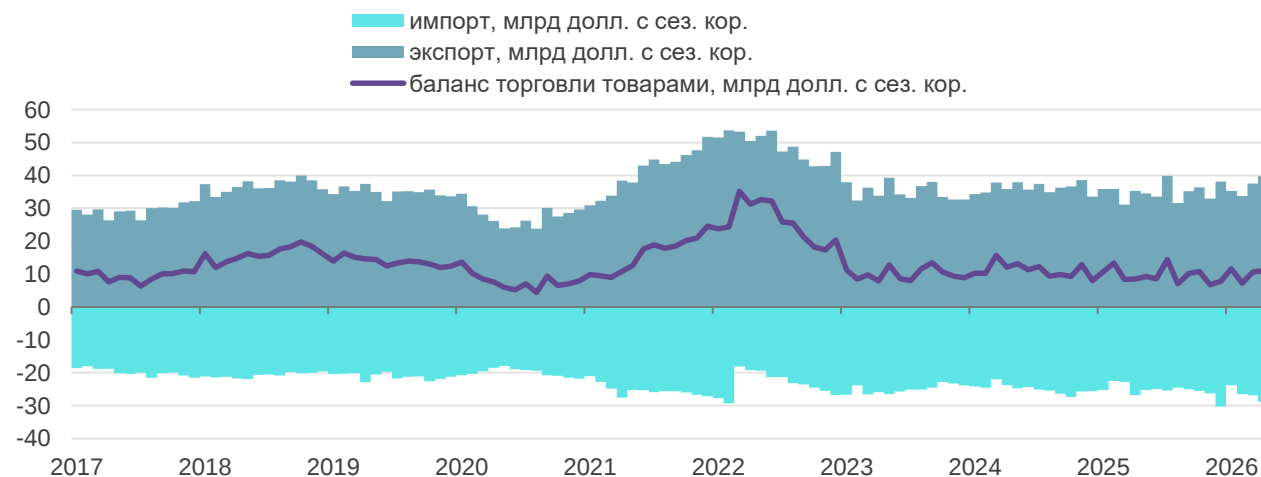
Рубль структурно крепок

- В сравнении с периодом до 2022 г. доля импорта в ВВП существенно снизилась (в том числе благодаря политике импортозамещения), а цена отсечения в бюджетном правиле заметно выросла (с примерно 43 долл./барр. в 2021 г. до 59 долл./барр. в 2026 г.).
- Инвестиционный цикл, произошедший в 2023-2024 гг. на фоне структурной перестройки экономики и требовавший инвестиционного импорта, подошел к концу, а интенсивность оттоков, связанных с операциями по финансовому счету, в сравнении с 2023-2024 гг. заметно снизилась.
- Эффекты колебаний цен нефти на курс призвано сглаживать бюджетное правило (несмотря на волатильность, связанную с лагами поступления валютной выручки), а объем российского ненефтегазового экспорта в ближайшие годы будет расти (в том числе в соответствии с поручениями Президента).
- Вместе с тем, ожидаемое нами снижение продаж валютной выручки экспортерами из-за подешевевшей нефти должно уменьшить поддержку курсу рубля. Ждем небольшого ослабления до 81 руб. за доллар и до 11,6 руб. за юань к концу 2026 г.

Реальный эффективный обменный курс



Внешняя торговля



3

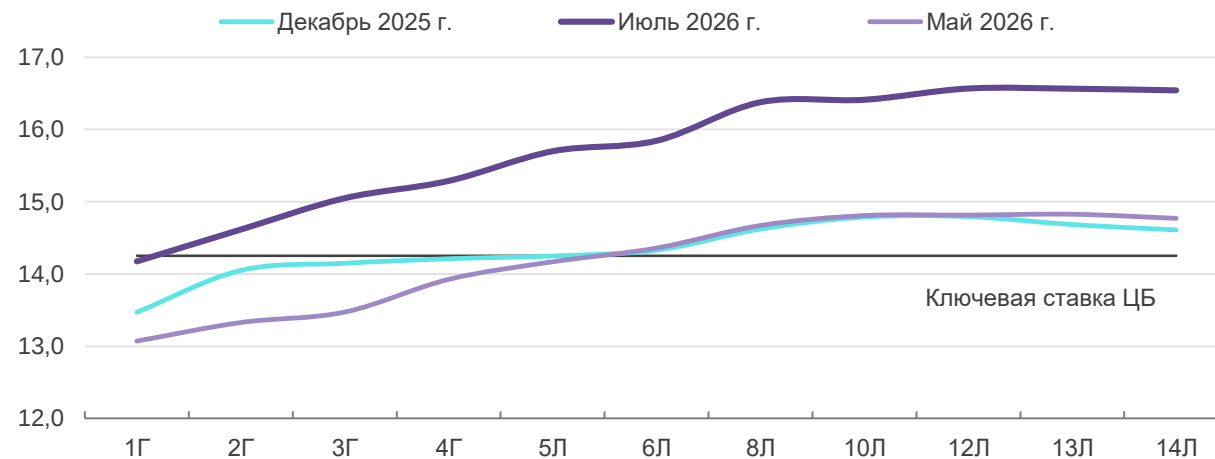
Рублевые и валютные облигации



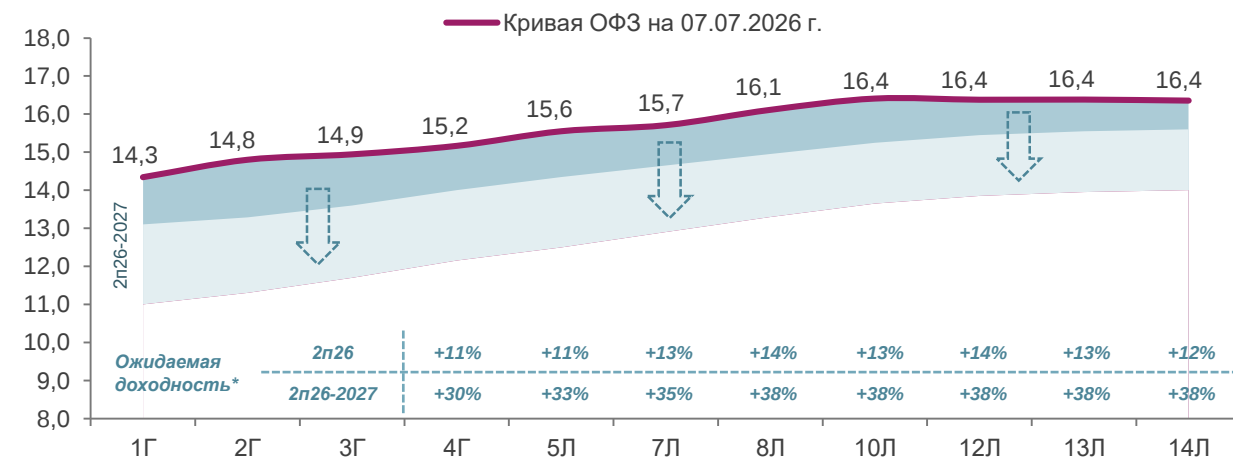
Реакция рынка ОФЗ выглядит чрезмерной – вызвана скорее техническими продажами

- В июне 2026 г. ЦБ перешел к «тонкой настройке» денежно-кредитной политики, сократив шаг с 50 бп до 25 бп. Ключевая ставка опустилась до 14,25%. Регулятор отметил уменьшение пространства для смягчения политики и обозначил пересмотр среднесрочной траектории ключевой ставки на опорном заседании 24 июля.
- ОФЗ отреагировали ростом доходностей – длинные выпуски превысили 16% годовых. Спред ОФЗ на отрезке 2-10 лет достигал 185 бп. В июне-июле кривая ОФЗ сместилась немного вверх.
- Реакция на итоги заседания ЦБ выглядит чрезмерной – вызвана в большей степени техническими факторами, чем критическим пересмотром оценок траектории ключевой ставки.
- В базовом сценарии ждем осторожного снижения ключевой ставки ЦБ до 13,50% к концу 2026 г., что должно стабилизировать рынок ОФЗ.
- Доходности длинных ОФЗ выше 16% годовых существенно превышают ключевую ставку ЦБ. Высокий спред к ключевой ставке ЦБ подогревает аппетит банков – ключевых покупателей госдолга.
- Однако доходности длинных ОФЗ, вероятно, останутся выше 15% из-за опасений расширения бюджетного дефицита и проинфляционных рисков.
- Замедление скорости снижения ключевой ставки ограничит рост цены длинных ОФЗ в 3-5 пп до конца 2026 г. Впрочем, на горизонте от 1 года видим нереализованный потенциал роста на 12-14 пп.
- Ожидаем в 2026 г. рост заимствований Минфина относительно запланированных 5,5 трлн руб. в связи с недобором нефтегазовых доходов из-за крепкого рубля – дополнительный навес ОФЗ оцениваем в районе 1,5 трлн руб.

Динамика кривой доходности ОФЗ в 2026 г., %



Обновленная оценка кривой доходностей ОФЗ на конец 2026-27 гг., %



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)

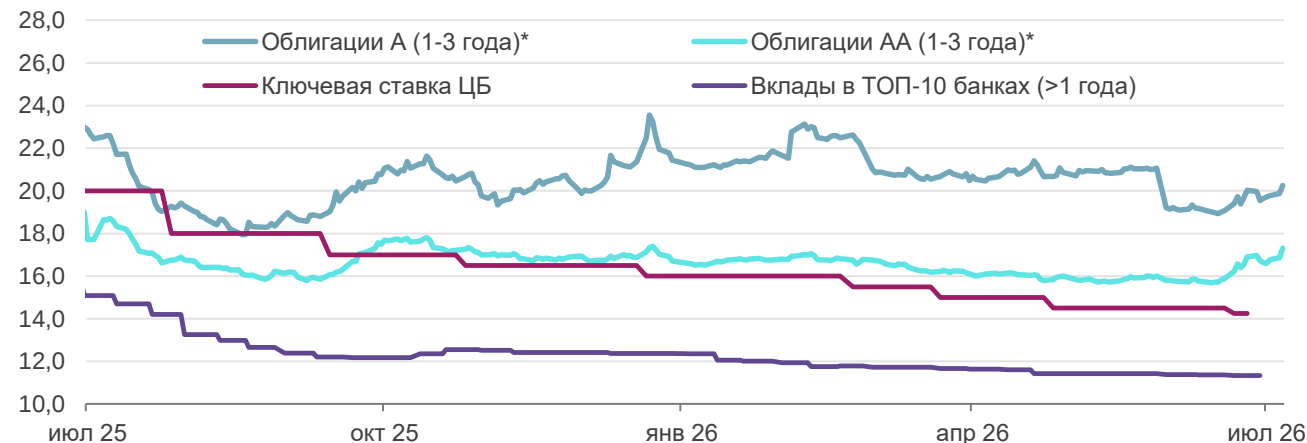
Расчеты на 07.07.2026 г.



Селективный подход в AA и A облигациях. Доходности от 17-19% годовых – выше депозитов

- Корпоративные AAA-облигации сдержанно отреагировали на коррекцию ОФЗ – доходности немногим превысили 15% годовых, спреды остаются узкие (около 80-100 бп).
- Видим риски расширения спредов в AAA-группе – ждем их переоценки следом за ОФЗ. Давление может исходить от ужесточившегося регулирования выдачи новых кредитов для крупных заемщиков с высоким долгом.
- Предпочитаем селективный подход в AA и A облигациях, в том числе видим точечные возможности после вынужденных продаж в момент коррекции. Ежемесячные выплаты купонов обеспечивают гибкость управления портфелем.
- Интерес представляют отдельные выпуски с расширенными спредами (более 300-400 бп) и доходностями от 17-19% – заметно выше ставок по депозитам (11,3-12,4% на сроке от 6-12 мес. (ЦБ)).
- Эмитенты корпоративных облигаций, вероятно, проходят нижнюю точку ухудшения кредитного качества. Однако восстановление кредитных метрик будет медленным – необходима экспертиза для отбора имен.
- Кредитные риски в основном сконцентрированы в сегменте ВДО – в 1п26 зафиксировано 7 новых техдефолтов, преобладали негативные рейтинговые решения. Избегаем рисков ВДО – доходности не компенсируют потенциальные убытки.

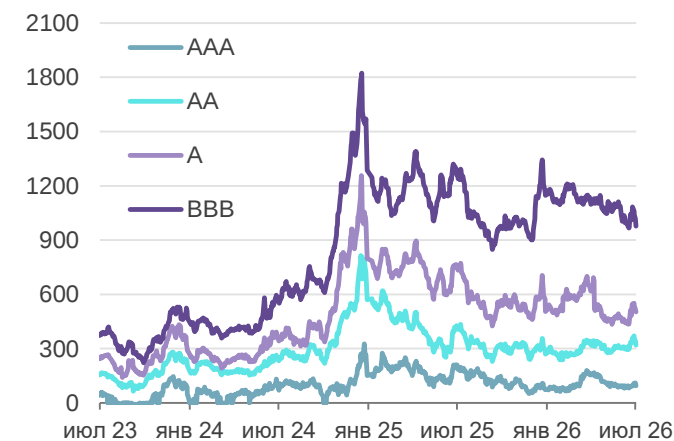
Доходности корпоративных AA/A-облигаций и ставки депозитов, %



Дно ухудшения кредитного качества, вероятно, близко



Расширенные спреды в AA / A группах облигаций и ниже, бп



3 Облигации в валюте

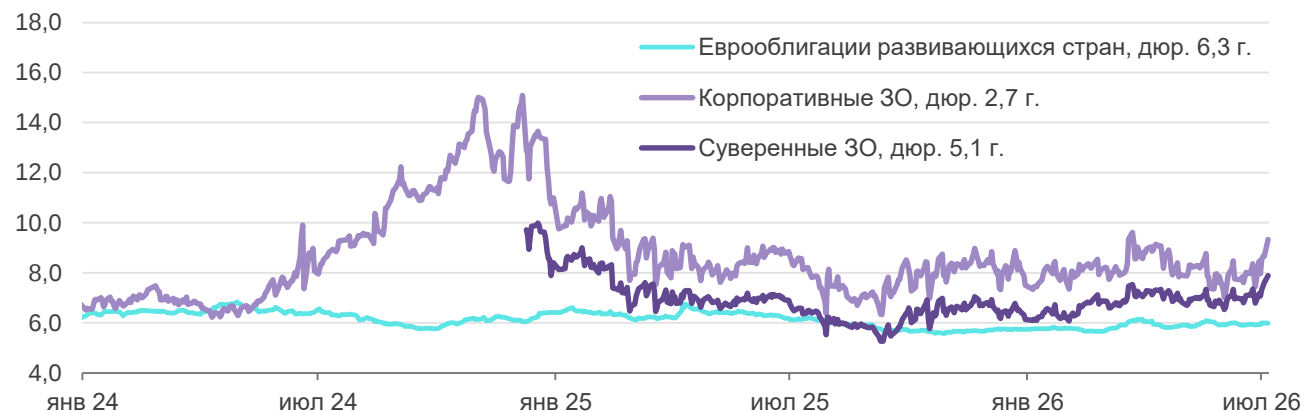
Источники: Банк России, МосБиржа, Cbonds,
оценки и расчеты ВИМ Инвестиции
Расчеты на 07.07.2026 г.



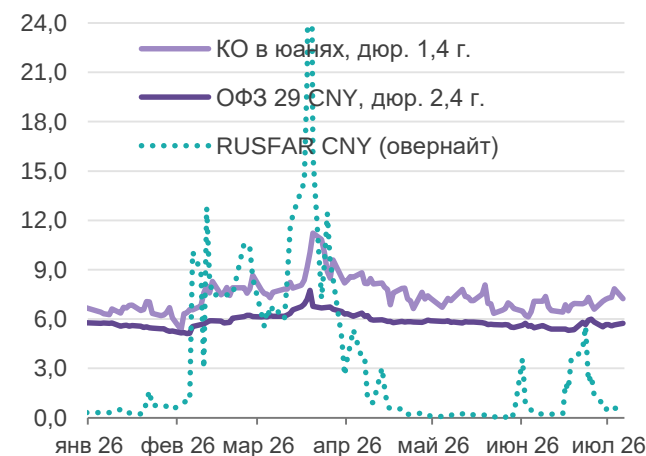
Необходимы для валютной диверсификации – защиты на случай ослабления рубля

- Эпизоды волатильности курса рубля в марте и июне этого года на «тонком» валютном рынке заставляют задуматься о валютной диверсификации. Локальная крепость рубля создает возможность для реализации этой задачи.
- Валютные облигации в российском периметре обеспечат защиту от возможного ослабления рубля в 2п26 и 2027 г., одновременно они приносят прогнозируемый купонный доход.
- Доходности валютных облигаций на уровне 8-9% годовых предполагают премию +1-2 пп и выше к доходностям еврооблигаций развивающихся стран.
- Поддержку рынку валютных облигаций может оказать кратное сокращение рыночного предложения новых бумаг в иностранной валюте в 1п26 до 6 млрд долл. против 11 млрд долл. в 1п25 и 14 млрд долл. в 2п25.
- В 3к26 также ожидаются плановые погашения и оферты корпоративных валютных облигаций на общую сумму свыше 3 млрд в долл. эквиваленте – в основном компании-экспортеры AAA и A рейтинговых групп (Норникель, ФосАгро, РУСАЛ, СУЭК и др.).
- Риски: Периодический всплеск коротких юаневых ставок и навес новых ОФЗ в юанях для формирования полноценной кривой (возможно этой осенью или в 2027 г.) – Минфин ориентировал на срочность 5 лет.

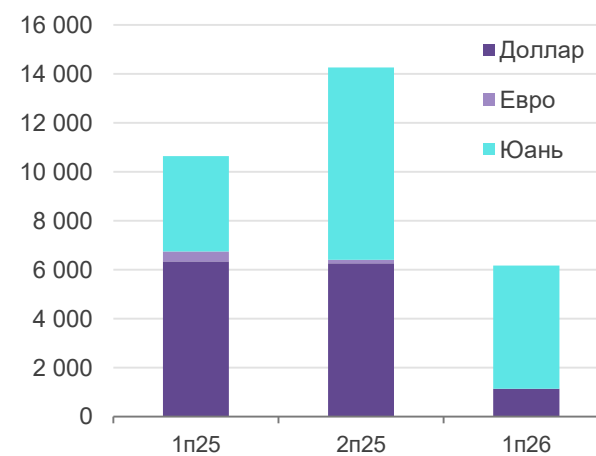
Индексы доходностей локальных валютных облигаций и еврооблигаций развивающихся стран в валюте (корпоративные выпуски), %



Облигации в юанях и короткие юаневые ставки, %



Рыночные размещения валютных облигаций, млн долл.



4

Российские акции



4 Индекс МосБиржи

Источники: данные компаний,
оценки и расчеты ВИМ Инвестиции
Расчеты на 07.07.2026 г.

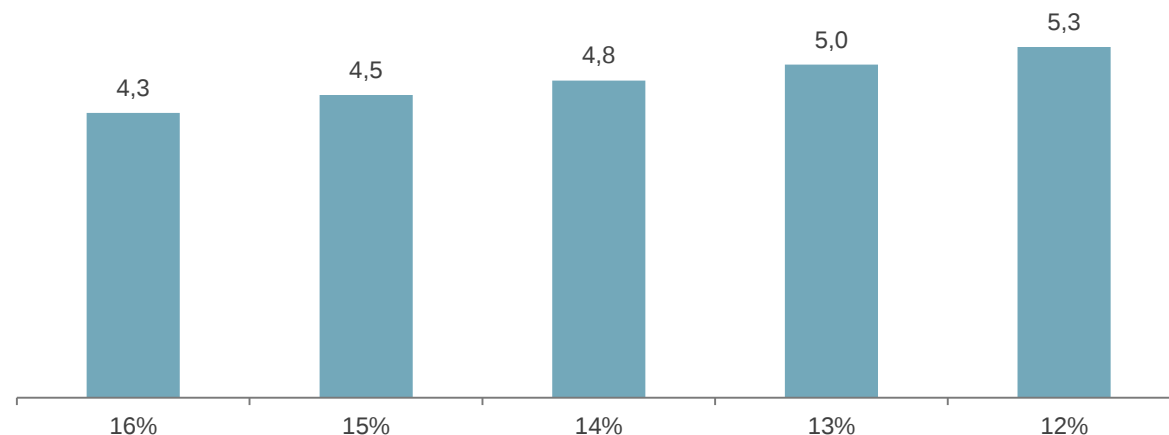
*Безрисковая ставка – доходность ОФЗ 10 лет



Ожидаем совокупную доходность индекса МосБиржи около 50% на горизонте 12 мес.

- Мы прогнозируем индекс МосБиржи на уровне 3100 пунктов через 12 мес., что обеспечит совокупную доходность в 50%. Прогноз понижен по сравнению с прошлым кварталом на фоне пересмотра прогнозного мультипликатора P/E индекса МосБиржи до 4,7х.
- Дивидендная доходность российского рынка акций на горизонте 12 мес. составляет 9,4%, что ниже ставки по депозитам (около 12%) и доходности фондов денежного рынка. Ожидаем, что летом дивидендные притоки могут поддержать российский рынок акций.
- В 3к26 отдаем предпочтение акциям компаний финансового и ИТ секторов. Также позитивно относимся к акциям компаний газового сектора. На фоне коррекции рынка компании все чаще запускают выкупы акций. Сохранение геополитической неопределенности на Ближнем Востоке несет в себе риск повышения наших прогнозов цен на нефть.
- **Важные события третьего квартала:** сезон отчетности за 1п26, дивидендный сезон и заседания ЦБ по ключевой ставке (24 июля и 11 сентября), внесение в Госдуму проекта трехлетнего бюджета и его публикация (до конца сентября 2026 г.).
- **Основные риски:** инфраструктурные риски, риски повышения налоговой нагрузки, риски, связанные с пересмотром дивидендных политик, жесткая денежно-кредитная политика, геополитическая ситуация, 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

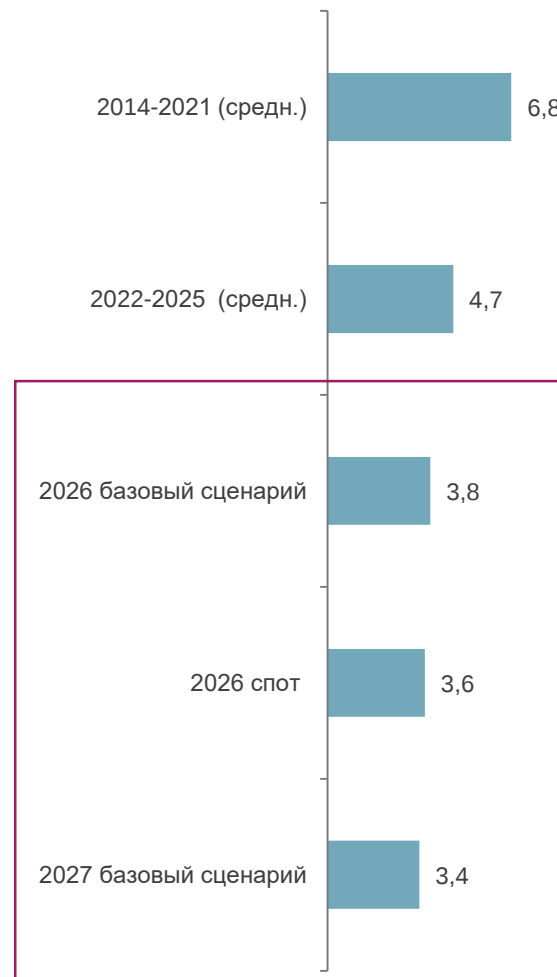
Источники: данные компаний,
оценки и расчеты ВИМ Инвестиции
Расчеты на 07.07.2026 г.
*Для банков P/BV.



В 3к26 отдаем предпочтение акциям компаний финансового, ИТ и газового секторов

- Индекс МосБиржи торгуется с исторически низким мультипликатором 3,6х P/E на следующие 12 месяцев, что соответствует дисконту 22% к среднему значению P/E за 2022-2025 гг. Большинство секторов торгуются с дисконтом к мультипликатору EV/EBITDA за 2023-2025 гг.
- На фоне высоких рисков отдаем предпочтение компаниям с сильным балансом, возможностями роста (органический рост или M&A-сделки), возможностью выплачивать дивиденды и осуществлять выкуп акций.
- В нефтегазовом секторе мы отдаем предпочтение **газовым компаниям** на фоне сохранения высоких цен на газ. В то же время ожидаем, что финансовые результаты нефтяных компаний за 1п26 будут сильными.
- Мы сохраняем **умеренно позитивный взгляд** на **финансовый сектор** в 3к26 с учетом выплаты в июле финальных дивидендов за 2025 г., публикации финансовых результатов за 2к26 и привлекательной оценки.
- Мы также придерживаемся позитивного взгляда на компании **ИТ-сектора**, которые, по нашим прогнозам, будут демонстрировать привлекательные темпы роста бизнеса в 2026 г., что не отражено в оценке акций.

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 07.07.2026 г.
*P/BV



**используются средние значения по сектору

	Сектор	Взгляд на сектор	ТОП-пики	Дивидендная доходность по сектору на горизонте 12 мес.,% (медиана)	2026 P/E (медиана)	2026 EV/EBITDA (медиана)
Экспортеры Внутренне ориентированные секторы	Нефтегазовый сектор	Нейтральный	Новатэк, Татнефть	8,9%	4,8x	2,2x
	Финансы (банки)	Умеренно позитивный	Сбер, ДОМ.РФ, ВТБ, МосБиржа, Т-Технологии	11,0%	2.9x	0,6x*
	Потребительский сектор, включая электронную коммерцию	Смешанный	Озон	5,8%	5,1x	3,2x
	Телекоммуникации и ИТ	Умеренно позитивный	Яндекс, Positive Technologies, Циан, Хэдхантер, Базис, Аренадата, МТС	6,3%	5,9x	4.5x
	Электроэнергетика**	Нейтральный	Интер РАО	4,0%	2,2x	2,1x

4 Дивиденды на российском рынке акций

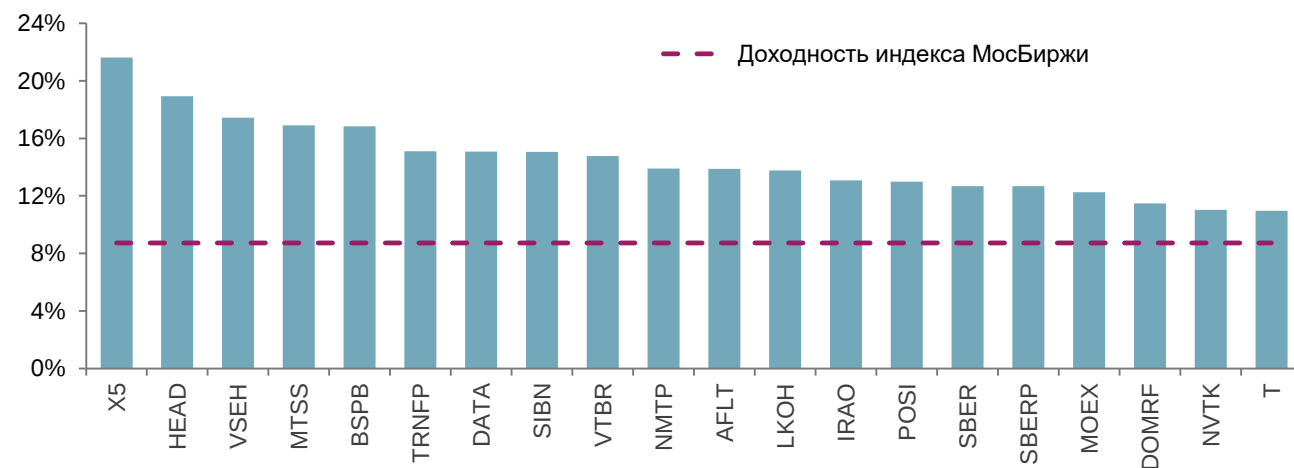
Источники: данные компаний,
оценки и расчеты ВИМ Инвестиции
Расчеты на 07.07.2026 г.



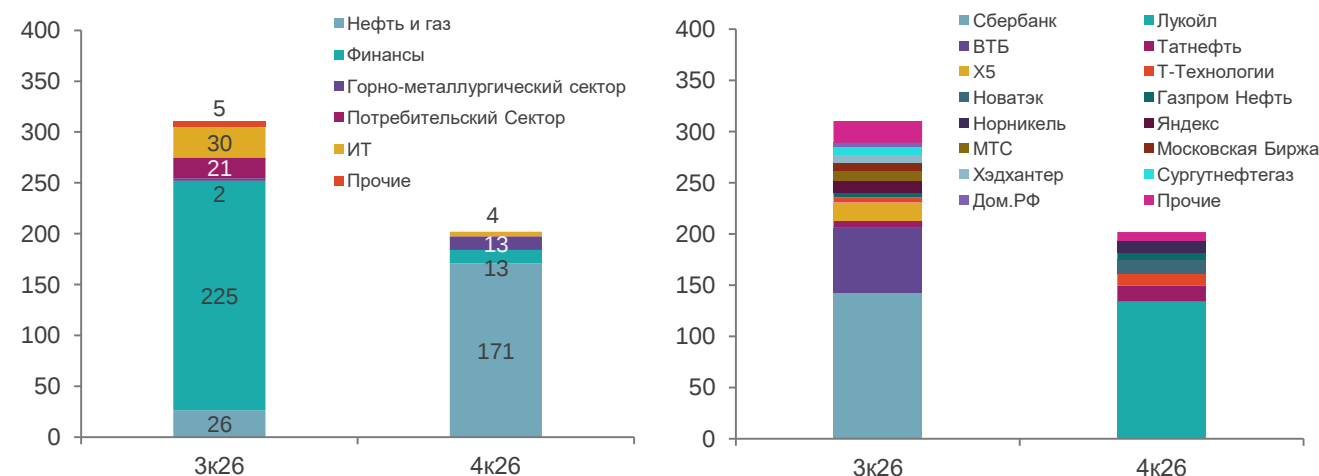
Акции внутренне ориентированных секторов в числе лидеров по доходности

- Дивидендную доходность российского рынка акций на горизонте 12 мес. мы оцениваем на уровне 9,4%, что ниже ставки по депозитам и доходности фондов денежного рынка.
- Коррекция рынка акций в конце 2к26 привела к росту дивидендной доходности, но при этом стоит отметить, что в случае экспортеров размер дивидендов под давлением. Хотя в нефтегазовой отрасли первое полугодие выдалось сильным за счет высоких цен на нефть, прогноз их снижения, а также по-прежнему крепкий рубль негативно отражаются на ожиданиях относительно дивидендов сектора за 2п26. Также отмечаем возросшие фискальные риски для дивидендов компаний.
- В то же время внутренне ориентированные компании показывают высокую дивидендную доходность, превышающую доходность депозитов – включая X5 (22%), Хэдхантер (19%), Группу Позитив (17%), ВИ.ру (17%), МТС (17%), БСПБ (17%).
- Мы ожидаем, что в остаток года в виде дивидендов будет распределено 2,5 трлн руб. По сравнению с аналогичным периодом 2025 г. сумма уменьшится на 300 млрд руб. По нашим оценкам, 530 млрд руб. (9х ADTV индекса МосБиржи за 3 месяца) будет выплачено в 2п26 на акции в свободном обращении (кроме заблокированных на счетах 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 секторам в 2п26, млрд руб.



4 Нефть и газ

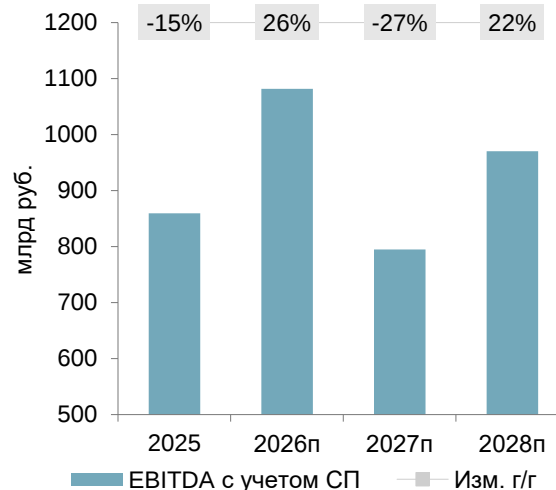
Источники: данные компаний,
оценки и расчеты ВИМ Инвестиции
Расчеты на 30.06.2026 г.



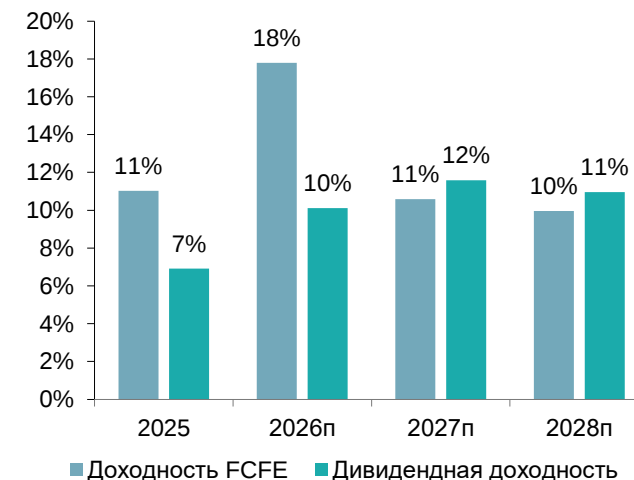
Взгляд на сектор – нейтральный

- **2к26 формирует сильную базу для прибыли и денежного потока:** в квартальном сопоставлении цена Dated Brent выросла на 28%, дисконт Urals сократился на 10 долл./барр., крэк-спреды по бензину и дизелю примерно удвоились, а их оптовые цены в России прибавили 40% и 36% соответственно.
- **В 3к26 мы ожидаем снижения цен в квартальном сопоставлении, но сохранение позитивной динамики в годовом:** охлаждение конфликта на Ближнем Востоке и восстановление поставок через Ормузский пролив, по нашим прогнозам, снизят цену Dated Brent до 77 долл./барр. против 104 долл./барр. во 2к26 и приведут к нормализации крэк-спредов. При этом цены на нефть останутся выше 3к25: мы прогнозируем Dated Brent выше уровня годовой давности в 69 долл./барр., что, несмотря на увеличение дисконтов, позволит сохранить цену Urals около 60 долл./барр. против примерно 57 долл./барр. в 3к25.
- **Газ остается отдельным драйвером сектора:** средняя цена TTF во 2к26 составляет около 562 долл./тыс. куб. м, что на 15% выше 1к26 и на 33% выше 2к25. Сокращение доступных мощностей СПГ в Катаре с 77 млн т до 66 млн т в год поддерживает дефицит предложения, тогда как рост российского экспорта СПГ и сезонный пик отгрузок в период летней навигации создают потенциал для увеличения объемов в 3к26.

Новатэк: EBITDA с учетом СП



Татнефть: прогноз доходности FCFE и дивидендов



Новатэк: рост поставок с Арктик СПГ 2

- Высокие цены на СПГ сочетаются с ростом поставок с арктических проектов: экспорт с Арктик СПГ 2 за 5м26 составил 1,6 млн т, что уже на 33% выше всего 2025 г. На весь 2026 г. мы прогнозируем поставки с Арктик СПГ 2 на уровне 8,4 млн т (рост в 6,5 раза г/г).
- На этом фоне EBITDA Новатэка с учетом СП может достичь 1,085 трлн руб. в 2026 г. (+26% г/г), причем только расширение поставок с Арктик СПГ 2 способно обеспечить около 20% годового прироста EBITDA.
- Ожидаемая нами FCFE доходность в 2026 г. составляет 13%, а дивиденд за 2026 г. мы оцениваем в 100 руб./акц. (текущая доходность 10,5%).

Татнефть: потенциал роста в условиях высоких цен на нефть

- Татнефть выглядит предпочтительно среди нефтяных компаний из-за сочетания глубокой переработки, дисциплины капзатрат и способности конвертировать текущую ценовую конъюнктуру в денежный поток для акционеров.
- EBITDA в 1п26 может вырасти на 24% п/п, а по итогам 2026 г. – на 5% г/г. Прогнозный дивиденд за 2026 г. составляет 49 руб./акц., а доходность FCFE – 18%.

4 Материалы – Ближний Восток

Источники: данные компаний,
оценки и расчеты ВИМ Инвестиции
Расчеты на 30.06.2026 г.

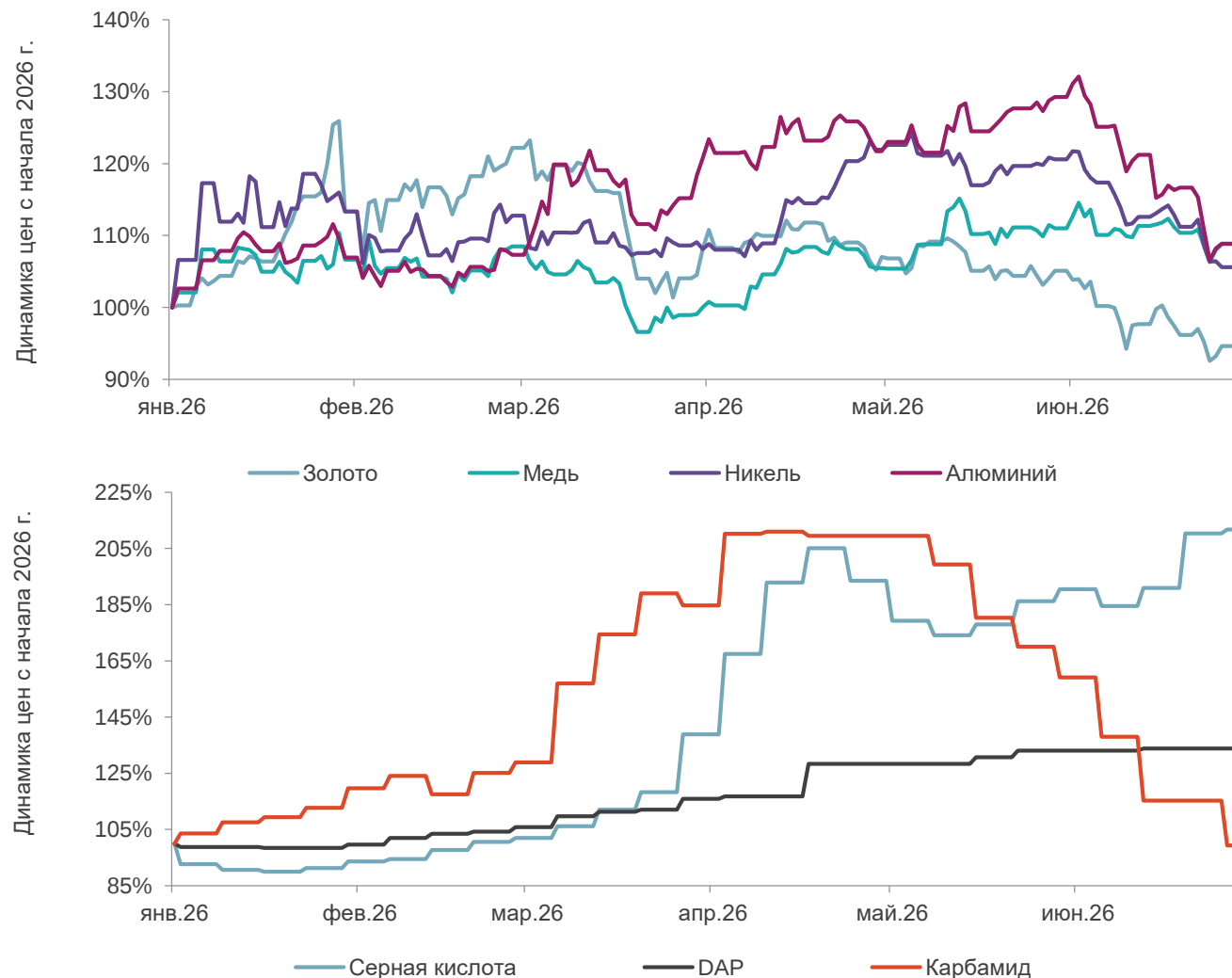


Как ситуация на Ближнем Востоке влияет на горно-металлургический сектор?

Дезэскалация конфликта на Ближнем Востоке и открытие Ормузского пролива негативны для цен на алюминий и удобрения, но позитивны для драгоценных металлов.

- Конфликт на Ближнем Востоке в разной степени нанес ущерб около 5% мирового производства алюминия из-за прямых ударов по мощностям и дефицита сырья/энергии, а также вызвал перебои в поставках карбамида и DAP (ключевой продукт Фосагро) - на страны Персидского залива приходится 40% и 24% их мирового экспорта соответственно.
- С фундаментальной точки зрения **риски для предложения алюминия пока сохраняются**, поскольку восстановление поврежденных заводов займет 6-12 месяцев. Быстрая нормализация цен на DAP также пока не предвидится: ранее фермеры откладывали внесение фосфатов из-за роста цен, что, на наш взгляд, может вылиться в повышенный спрос в грядущие сезоны. Кроме того, цены на серу пока остаются на максимумах, что будет оказывать поддержку мировым ценам на фосфорные удобрения со стороны себестоимости.
- Для драгоценных металлов **дезэскалация конфликта, напротив, носит позитивный характер**, поскольку инфляционные риски снижаются, что потенциально позволяет ФРС США быстрее вернуться к снижению ставки (благоприятно для инвестиционного спроса).
- Страны Персидского залива – крупный поставщик серы (около 30% мирового рынка). Выпадение части объемов, в случае продолжения конфликта, может сказаться на отраслях, в которых сырье является значимым компонентом в производственном процессе. Например, в течение 2к26 было приостановлено несколько заводов по производству никеля и меди, работающих по технологии кислотного выщелачивания.

Динамика цен на сырье с начала 2026 г.



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

- **Золото.** На фоне эскалации на Ближнем Востоке наблюдался уход от рисков из-за роста цен на нефть, опасений ускорения инфляции и последующего роста процентных ставок: жесткая риторика ФРС на последнем заседании уже привела к укреплению доллара, оказав давление на цены драгметаллов. В среднесрочной же перспективе, на наш взгляд, рост глобальной инфляции в случае продолжительного периода высоких цен на энергоносители, геополитическая напряженность и тренд на уход от доллара в качестве мировой резервной валюты продолжают поддерживать цены на золото.
- **Цветные металлы и МПГ.** Рынок меди остается в состоянии дефицита (2-3% спроса в 2026-2027 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.** Ключевая ставка в РФ остается высокой для восстановления внутреннего спроса на сталь. Кризис в глобальном секторе стали и сильный рубль существенно уменьшают возможности и привлекательность экспортных альтернатив. Китай, несмотря на сокращение производства, пока сохраняет экспорт на повышенных уровнях.
- **Удобрения.** Цены на карбамид растеряли рост с начала конфликта на Ближнем Востоке (когда перебои предложения совпали с сезоном пикового спроса) и вернулись на уровни начала года по мере деэскалации и сезонного снижения спроса. Что касается фосфатов, быстрая нормализация цен на DAP пока не предвидится. Ранее фермеры откладывали внесение фосфатов из-за роста цен. Отложенный спрос, а также рост себестоимости сырья, необходимого в производстве, продолжают поддерживать цены на фосфаты.
- Мы осторожно смотрим на акции металлургического сектора ввиду неопределенности по дивидендным выплатам.

Чувствительность основных экспортеров сектора к курсу рубля*

Доходность FCF 12M при разном курсе USD/RUB	70	75	Спот 78	85	90	100
Норникель	6%	8%	9%	13%	15%	20%
ФосАгро	13%	17%	19%	24%	28%	35%
Алроса	-14%	-9%	-6%	2%	6%	15%
Русал	-6%	5%	12%	28%	40%	63%

*При прогнозных ценах на сырье

4 Финансовый сектор

Источники: данные компаний, ЦБ, оценки и расчеты ВИМ Инвестиции
Расчеты на 30.06.2026 г.

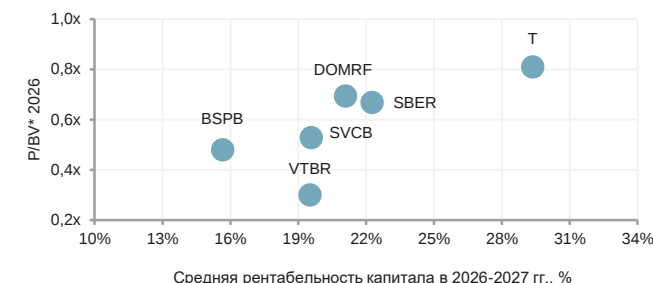
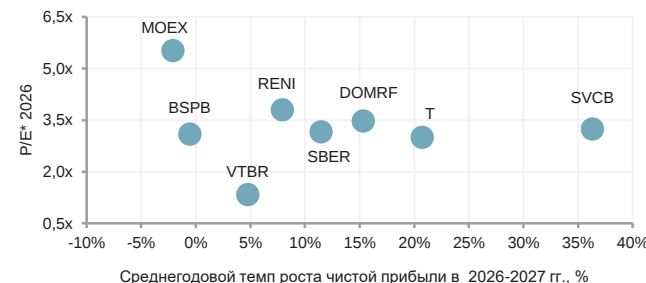


*Оценка Сбербанка, ВТБ, МосБиржи, ДОМ.РФ и Совкомбанка – за вычетом дивиденда за 2025 г.

Фокус в 3к26 – выплата дивидендов за 2025 г. и обновление целей на 2026 г. вместе с объявлением финансовых результатов за 2к26 с учетом возможного повышения прогнозов ЦБ по ключевой ставке. Ожидаем сохранение роста основных доходов и считаем, что текущие мультипликаторы по большей части отражают возможные риски

- **Дивидендная доходность 11-13%.** Выплата 25-75% от чистой прибыли за 2025 г. вместе с коррекцией цены акций в июне предполагает дивидендную доходность выше средней по рынку (9,4%).
- **Фокус на поддержание рентабельности капитала в 2к26.** Мы ожидаем роста результатов от основной деятельности благодаря контролю за операционной эффективностью, развитию небанковских бизнес-направлений, в первую очередь тех, которые не создают нагрузку на капитал, и фокусу на качестве активов. Мы также видим умеренный риск негативного эффекта от снижения фондового рынка.
- **Чем больше, тем лучше.** Рост объемов торгов на Московской бирже создает предпосылки для увеличения комиссионного дохода в 2к26, а более высокие процентные ставки могут положительно отразиться на результате в 2п26.
- **Планы развития.** Менеджмент компаний может пересмотреть цели на 2026 г. после публикации отчетности за 1п26 и заявлений ЦБ о возможном повышении прогноза КС. Последнее может потребовать от банков создания больших резервов в 2п26. Однако мы не видим рисков существенного пересмотра вниз целей по чистой прибыли за 2026 г. и считаем, что пессимистичный сценарий уже заложен в цену акций. Мы также ожидаем объявления 1) ВТБ – деталей сделки с RWB, 2) Т-Технологии – условий консолидации Точка Банка.
- **Риски:** ухудшение макроэкономической ситуации, регуляторное давление, давление со стороны высокой конкуренции в секторе, ухудшение качества активов, волатильность финансовых рынков.

СГТР чистой прибыли 2026-2027 гг. и P/E* 2026 г. ROE 2026-2027 гг. и P/BV* 2026 г.



ТОП-лики

Компания	Описание	Оценка*		
		Див. доходность на 12 мес.	P/BV 2026	P/E 2026
Сбербанк	Дивидендные фавориты финансового сектора с привлекательной див. доходностью 12-14%.	12%	0,67	3,2
Группа ВТБ	Даты закрытия реестра: Московская биржа – 9 июля Сбербанк и ВТБ – 20 июля	13%	0,30	1,3
Московская биржа		12%	н/п	5,5
ДОМ.РФ	Дивидендная история (закрытие реестра 20 июля) и история роста финансового сектора. Вместе с публикацией результатов по МСФО (30 июля) менеджмент может обновить цели на 2026 г., отразив более быстрые темпы роста группы на рынках присутствия.	11%	0,69	3,5
Т-Технологии	История роста. Ожидаем выполнение целей по росту операционной чистой прибыли и рентабельности капитала в результатах за 2к26, хотя негативная переоценка акций Яндекса может сделать итоговый результат более скромным. Видим потенциал роста финансового результата холдинга в последующие периоды с учетом недавних и потенциальных инвестиций (консолидация Точка Банка, покупка Авто.ру и Селектела).	8%	0,81	3,0

4 Потребительский сектор

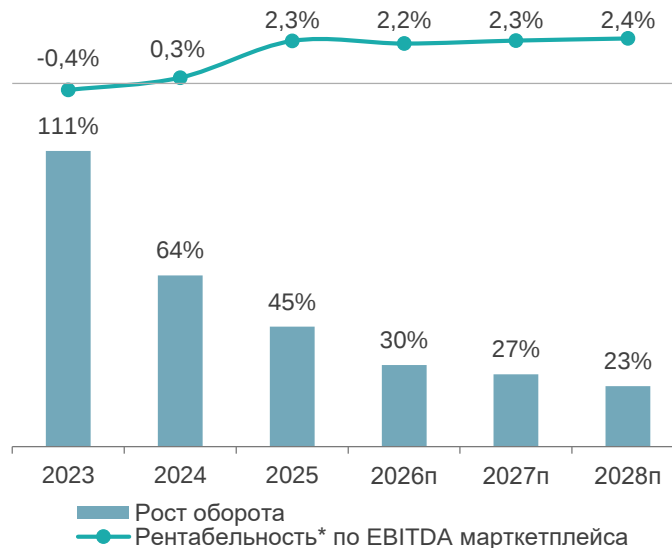
Источники: данные компаний,
оценки и расчеты ВИМ Инвестиции
Расчеты на 30.06.2026 г.



Динамика розничной торговли в 2026 г. замедляется, лидеры сегмента фокусируются на рентабельности и избирательно подходят к инвестициям в развитие. Электронная коммерция продолжит демонстрировать высокие темпы роста. Взгляд на сектор – смешанный.

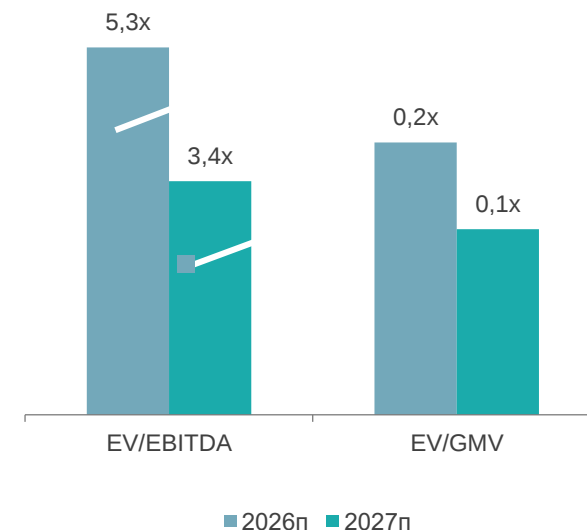
- **Рентабельность и инвестиции в рост.** Темпы роста розничной торговли стабилизируются на фоне замедления инфляции и снижения потребительской активности. У крупнейших игроков динамика трафика зрелых магазинов приближается к нулевым уровням. Розничные сети фокусируются на операционной эффективности, оптимизации персонала и улучшении условий закупок, что окажет поддержку рентабельности в 2026 г. 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 вырастет на 20% г/г (против +5% г/г у розничной торговли), а крупнейшие маркетплейсы продолжат наращивать долю рынка. Руководство компаний фокусируется на повышении частности покупок, а высокочастотные пользователи маркетплейсов выступают основным катализатором роста. Дополнительным драйвером для увеличения выручки компаний сектора станет 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, высокие уровни капитальных затрат.

Озон: рост и рентабельность



*Рентабельность как доля от оборота

Озон: мультипликаторы



ТОП-лик

Озон: рост и рентабельность

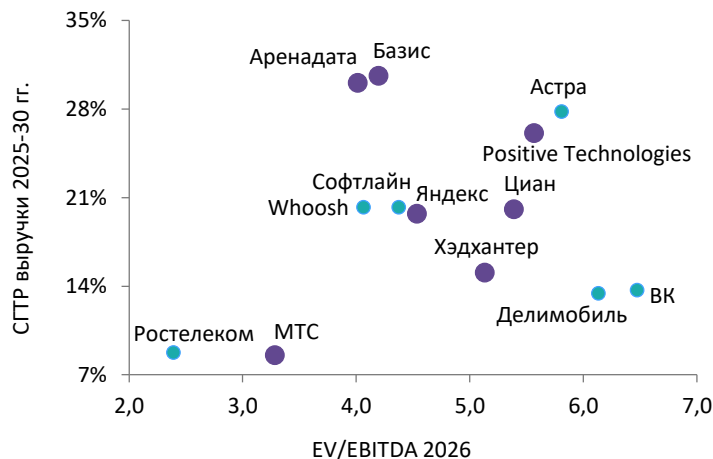
- **Увеличение оборота.** Руководство Озона ожидает роста выручки на уровне 25-30% в 2026 г. Компания фокусируется на развитии когорты высокочастотных пользователей, увеличение которой внесет основной вклад в рост оборота. По нашим оценкам, общее количество пользователей платформы превысит 70 млн чел. по итогам 2026 г.
- **Рентабельность.** Мы ожидаем рентабельность по EBITDA маркетплейса выше 2%, что транслируется в консолидированную EBITDA около 200 млрд руб. в 2026 г. (рост на уровне 30%).
- **Развитие финтеха.** Сегмент показывает высокие результаты: в 1к26 рост чистой прибыли составил 49% г/г, рентабельность капитала 50%. Мы прогнозируем дальнейшее увеличение чистой прибыли в 2026 г. благодаря развитию кредитных и комиссионных продуктов для 43 млн активных клиентов (1к26), а также поддержанию высокой операционной эффективности.
- **Дивиденды и выкуп.** Озон осуществляет выплату дивидендов (около 30 млрд руб. в год, доходность 4%). Поддержку акциям может оказать программа обратного выкупа (до 25 млрд руб. до конца 2026 г.).

4 Технологии

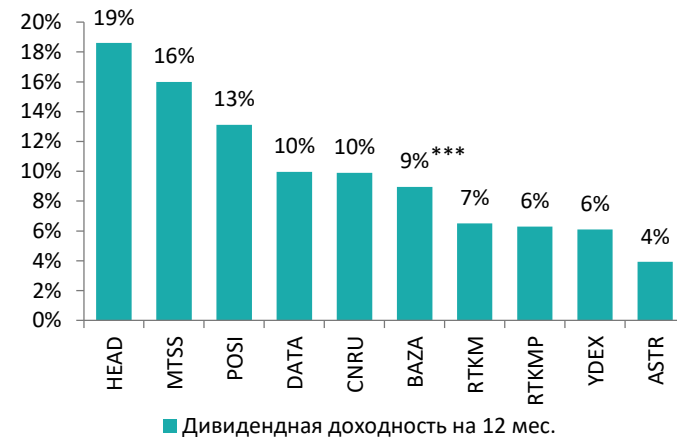
Устойчивый рост и привлекательные дивиденды

- **Устойчивый рост и развитие.** Несмотря на жесткую ДКП, многим российским технологическим компаниям удается сохранять двузначные темпы роста, повышать рентабельность, выплачивать дивиденды и продолжать инвестировать в развитие бизнеса. В частности, относительно зрелые сегменты Поиска и Такси, которые генерируют стабильные денежные потоки, позволяют Яндексу инвестировать в перспективные направления ИИ, роботизация и беспилотные технологии, что может стать новым источником создания стоимости для компании в будущем.
- **Восстановление и консолидация ИТ-рынка.** 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* (+11% г/г в 2025 г.), в том числе за счет продолжающихся процессов цифровизации и импортозамещения. Ужесточение регулирования может способствовать ускорению консолидации ИТ-рынка, который остается сильно фрагментированным.
- **Привлекательные дивиденды.** Ряд технологических компаний предлагают инвесторам двузначные дивидендные доходности – одни из самых высоких на российском фондовом рынке. В частности, доходность Аренадаты на горизонте 12 месяцев составляет 10%, Positive Technologies – 13%, МТС и Хэдхантера – превышает 16%.
- **Обратный выкуп.** В 2026 г. Яндекс, Хэдхантер и Циан запустили программы обратного выкупа акций, что должно поддержать котировки. Программа Яндекса составляет до 50 млрд руб. (4% капитализации), Хэдхантера – до 15 млрд руб. (11% капитализации), Циана – до 4 млрд руб. (11% капитализации).
- **Риски:** макроэкономика, конкуренция, дефицит ИТ-кадров, регулирование, сокращение ИТ-бюджетов.

Мультипликаторы компаний сектора



Дивидендная доходность сектора



ТОП-пики

Компания	Катализаторы	Оценка			
		P/E	EV/EBITDA	Дисконт по EV/EBITDA	Див. дох-ть на 12 мес.
Яндекс	Двузначный прибыльный рост бизнеса, монетизация автономных технологий	7,3x	4,5x	> 20% к российскому тех. сектору	6,1%
Хэдхантер	Объявление дивидендов за 1п26, ускорение роста в 2п26, обратный выкуп	6,2x	5,1x	~35% к среднему мульт. за 2023-2025 гг.	18,6%
Циан	Двузначный рост, обратный выкуп, восстановление рынка недвижимости	8,3x	5,4x	>50% к среднему мульт. за 2023-2025 гг.	9,9%
Positive Technologies	Сильные результаты за 2к26, восстановление ИТ-рынка	6,0x**	5,6x**	~45% к среднему мульт. за 2023-2025 гг.	12,5%
Базис	Рост выручки на 30-40% в 2026 г., увеличение продаж новых продуктов	5,2x**	4,1x**	>20% к российским разработчикам ПО	9,0%***
Аренадата	Рост выручки на 20-40% в 2026 г., импортозамещение	4,7x**	4,0x**	>25% к российским разработчикам ПО	10,0%
МТС	Двузначная дивидендная доходность, снижение долговой нагрузки	12,0x	3,3x	> 20% к историческому мульт.	16,0%

Источники: данные компаний, оценки и расчеты ВИМ Инвестиции
Расчеты на 30.06.2026 г.
*оценки Б1
**P/NIC и EV/EBITDAC
***На основе дивиденда за 2026 г.



4 Сектор электроэнергетики

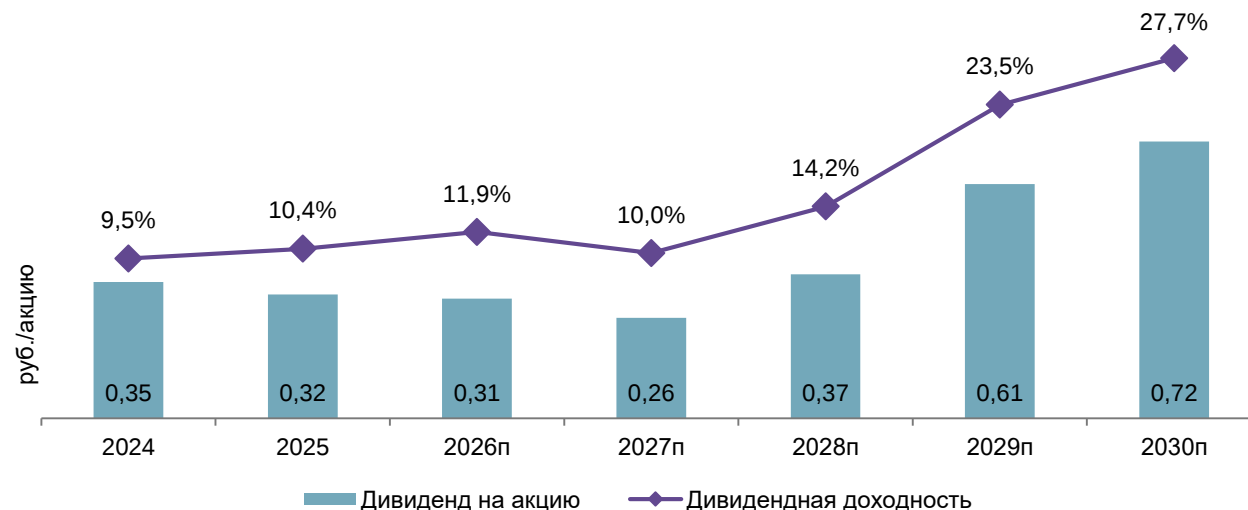
Источники: данные компаний,
оценки и расчеты ВИМ Инвестиции
Расчеты на 30.06.2026 г.



Для удовлетворения 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 гг. До 2042 г. стоимость строительства новой генерации оценивается почти в 50 трлн руб., а ввод сетевой инфраструктуры в 18 трлн руб. По оценкам Минэнерго, к 2042 г. стоимость кВт·ч без учета дисконтирования достигнет почти 13 руб./кВт·ч против 6,5 руб./кВт·ч на данный момент – рост в 2 раза.
- **Поиск источников финансирования.** Снизилась доступность 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



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:** 2,5x P/E, 2026E; 0,5x EV/EBITDA 2026E.

ТОП-пик

5

Глобальные рынки



5 Экономика США

Источники: Аналитические информационные агентства,
оценки и расчеты ВИМ Инвестиции
Расчеты на 07.07.2026 г.



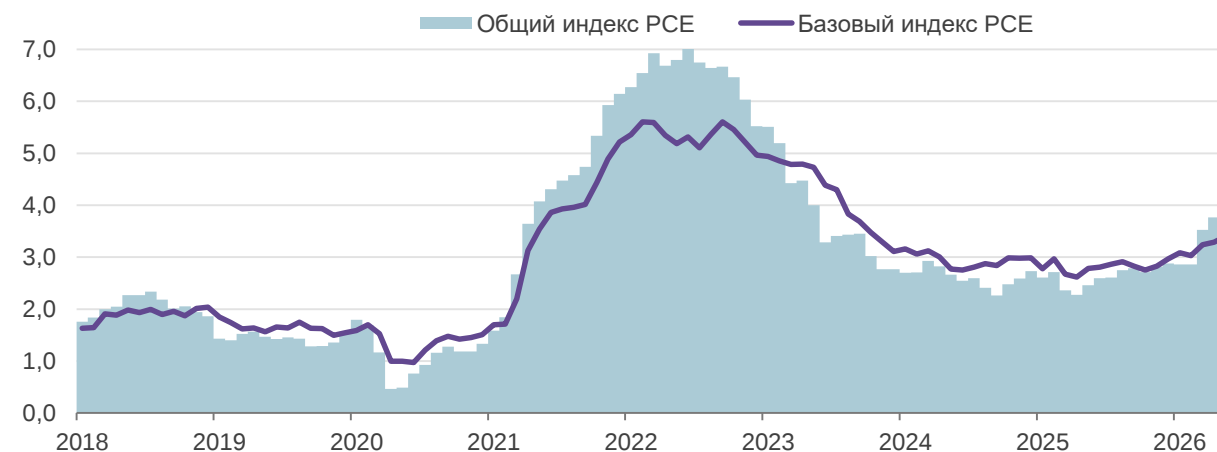
Сокращение потребительских расходов несет риски для роста американской экономики

- В 1к26 рост ВВП США составил 1,6% г/г, что на 0,4 пп ниже предварительной оценки в 2,0%. Слабее оказались потребительская и инвестиционная активность (в обработке и розничной торговле).
- Снижаем оценку роста ВВП США в 2026 г. с 2,2% до 2,0% – ждем замедление роста экономики из-за сокращения потребительских расходов. Данные рынка труда в июне отразили резкое замедление роста числа рабочих мест с 129 тыс. в мае до 57 тыс. (минимум за 4 месяца).
- Приход Кевина Уорша на пост председателя ФРС в мае не привел к снижению ставки на июньском заседании из-за ускорения инфляции – ценовой индекс PCE в мае превысил 4% г/г (впервые за три года), базовый индекс PCE достиг 3,4% г/г, заметно отклонился от целевых 2%.
- Сохраняем в 2026 г. прогнозный диапазон ставки ФРС на уровне 3,50–3,75%, ожидая начала ее снижения в 2027 г. Постепенная нормализация инфляционного фона будет способствовать снижению доходностей гособлигаций США – по 10-летним казначейским госбумагам ближе к нижним значениям диапазона 4-4,5% годовых.
- Рекордно высокие оценки американского рынка акций могут стать источником рисков в 2026 г. Если масштабные инвестиции в технологии искусственного интеллекта не оправдаются – сроки окупаемости проектов увеличатся из-за ограничений инфраструктуры и дефицита энергетических мощностей, – это может привести к росту волатильности на фондовых рынках.

Процентная ставка ФРС и доходность гособлигаций в 2026 г.



Инфляция в США, % г/г



5 Экономика Китая

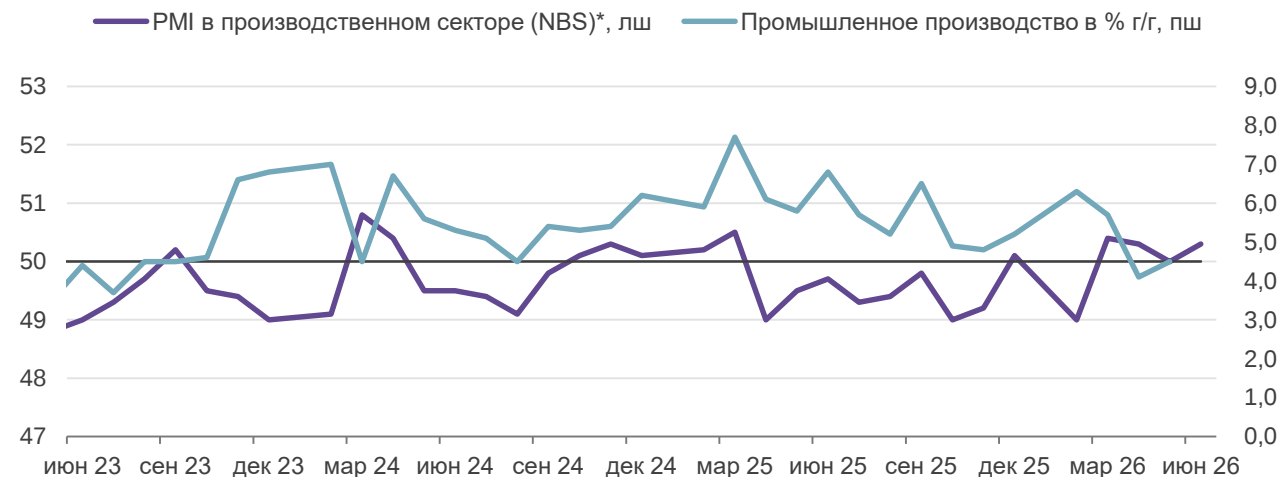
Источники: Аналитические информационные агентства, оценки и расчеты ВИМ Инвестиции
*Значение индекса деловых настроений PMI выше 50 означает рост экономики, ниже 50 – экономический спад
Расчеты на 07.07.2026 г.



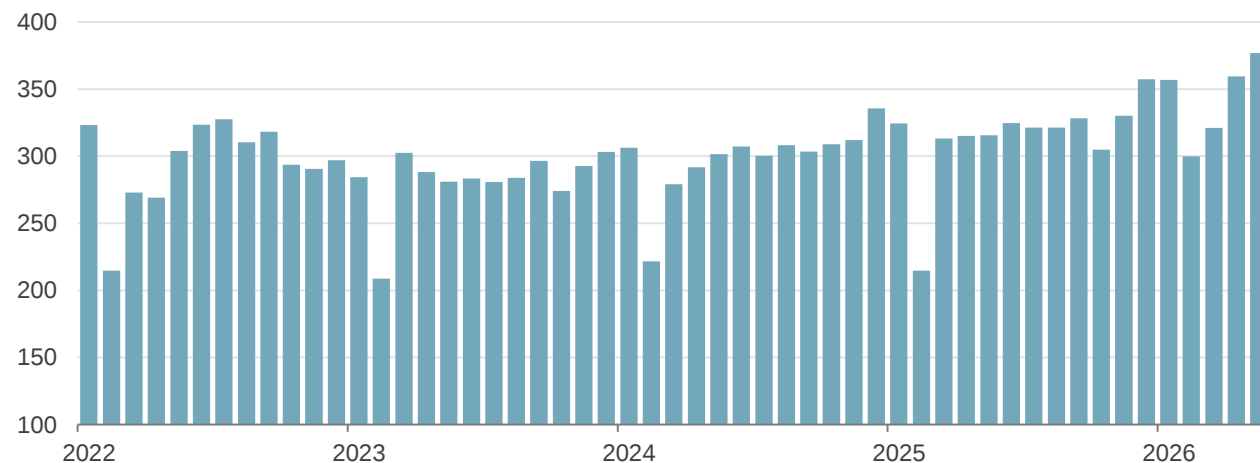
Экспорт остается значимым фактором экономического роста в Китае

- ВВП Китая в 1к26 вырос на 5,0% г/г и 1,3% к/к, что на 0,5 пп больше, чем в 4к25. Основной вклад в экономический рост внесли промышленное производство и экспорт, нежели внутреннее потребление.
- За 1к26 экспорт из Китая вырос на 15% г/г, до 978 млрд долл., по итогам 5м26 – на 16% г/г, до 1,7 трлн долл. Индекс деловой активности PMI в производственном секторе Китая удерживается выше 50 с марта этого года, сигнализируя о расширении выпуска.
- Ключевым риском для целевого роста ВВП Китая в 2026 г. на 4,5% остается внешний фактор – дополнительные торговые пошлины США.
- Мы ожидаем, что в 2п26 в Китае будут приняты меры фискального и денежно-кредитного стимулирования экономики, которые должны улучшить внутреннюю ликвидность, снизить поддержку юаню. Полагаем, что пара USDCNY в конце 2026 г. будет ближе к нейтральным уровням в районе 7,0.
- Разница в доходностях 10-летних гособлигаций США и Китая выросла до 270 бп – главным образом на фоне роста доходностей американских госбумаг после ускорения инфляции и усилившихся ожиданий повышения ставки ФРС.
- Одновременно в Китае инфляционный фон позволяет рассчитывать на дополнительные стимулы Народного банка Китая и другие меры поддержки.

Промпроизводство и индекс деловой активности в Китае



Экспорт из Китая, млрд долл.



5 Пара EURUSD

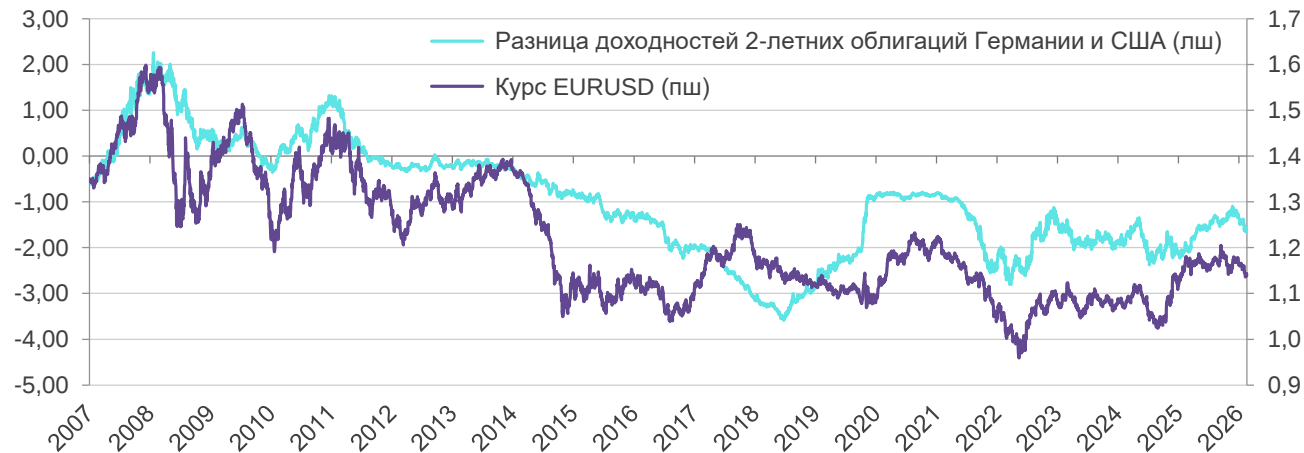
Источники: Аналитические информационные агентства, оценки и расчеты ВИМ Инвестиции
*Значение индекса деловых настроений PMI выше 50 означает рост экономики, ниже 50 – экономический спад
Расчеты на 07.07.2026 г.



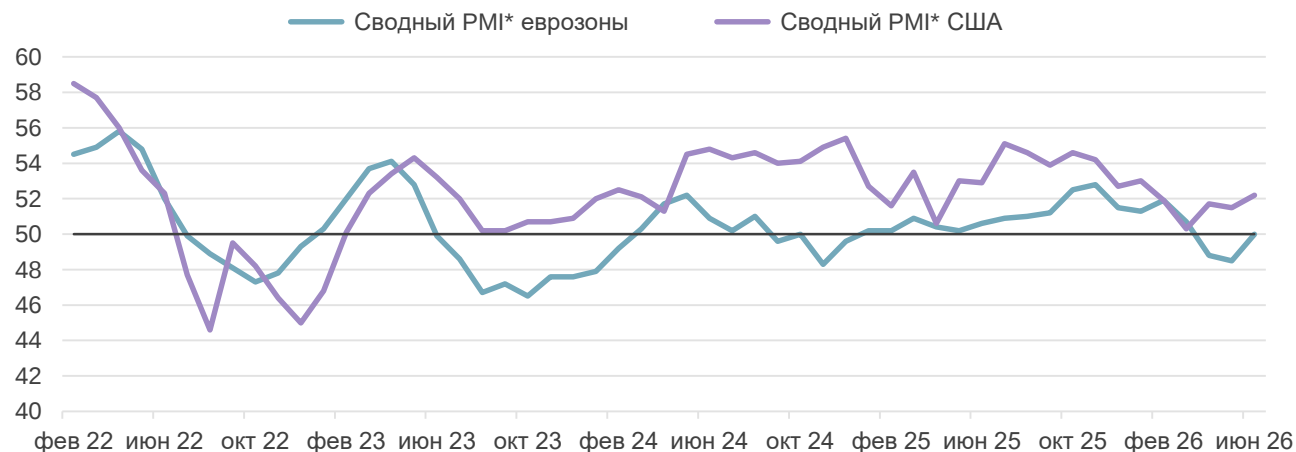
Существенного укрепления доллара на фоне конфликта на Ближнем Востоке не произошло. Наш прогноз EURUSD на конец 2026 г. – 1,20

- Конфликт на Ближнем Востоке оказался далеко не таким разрушительным для глобальных аппетитов к риску и позитивным для доллара как защитного актива, как предполагалось изначально. Пара EURUSD уже год остается в диапазоне 1,14-1,20.
- Индикаторы риска, включая индексы рынков акций в США, Европе и Азии, а также курс USDJPY и AUDUSD, находятся на рекордных или высоких уровнях – глобальные инвесторы не опасаются последствий блокировки Ормузского пролива для мировой экономики.
- В таких условиях бегство в доллары как защитный актив маловероятно – даже несмотря на усилившиеся ожидания повышения ставок мировыми ЦБ из-за роста инфляционного давления.
- Фьючерсы на ставки закладывают одно повышение ставки ФРС в 2026 г. ЕЦБ уже повысил ставку в июне на 25 бп, и ожидается еще одно повышение ставки до конца года. Риски инфляции для Европы более высоки, и можно ожидать более активного повышения ставки ЕЦБ против ФРС в перспективе ближайшего года – это позитивно для евро.
- В 3к26 пара EURUSD сможет удержаться в диапазоне 1,14-1,20, если не будет новой эскалации на Ближнем Востоке. Если конфликт будет урегулирован, то глобальный рост аппетитов к риску может ослабить доллар.

Взаимосвязь пары EURUSD и разницы ставок в США и Германии



Восстановление деловых настроений одновременно в США и в еврозоне позитивно для глобальных аппетитов к риску



5 Рынок нефти

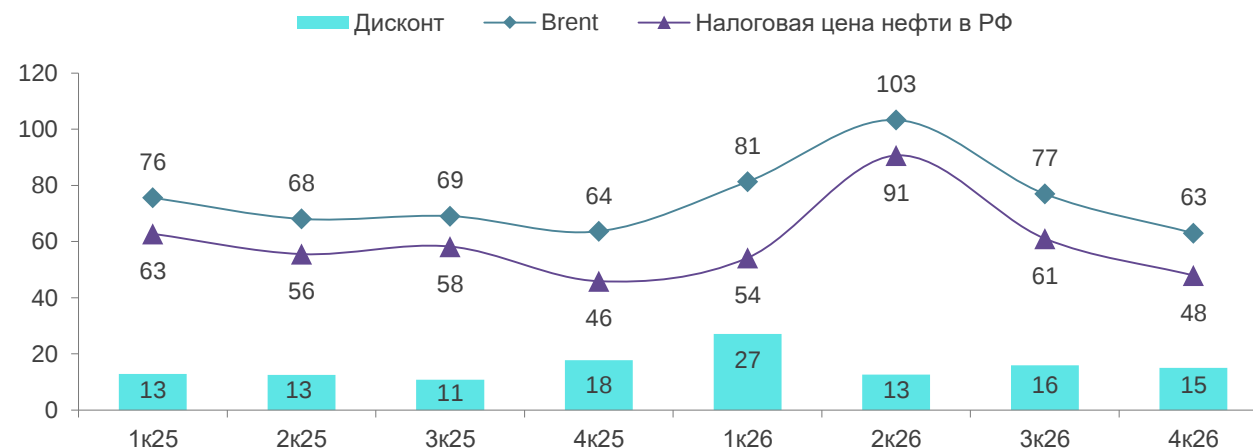
Источники: ОПЕК, МЭА, Минэнерго США,
оценки и расчеты ВИМ Инвестиции
Расчеты на 07.07.2026 г.



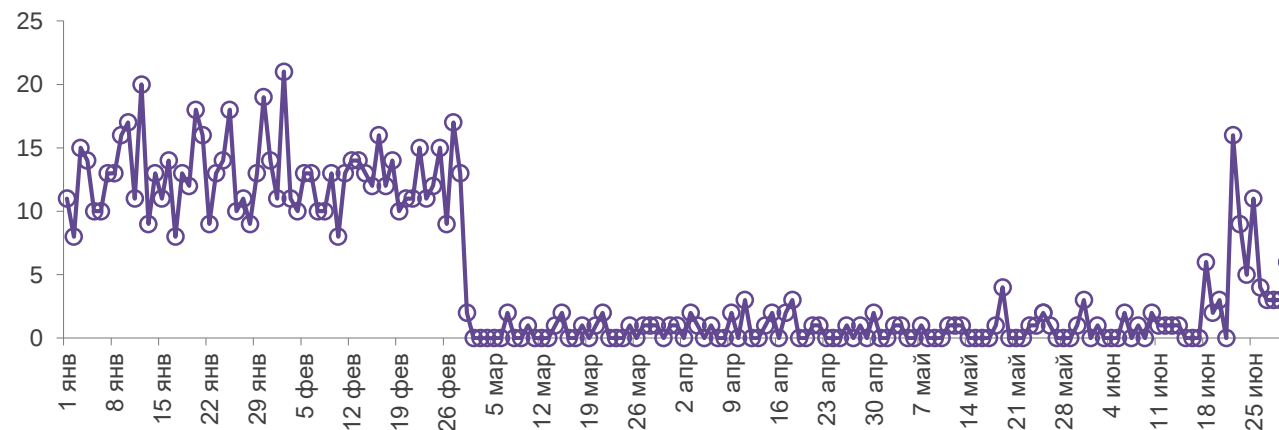
Мы ожидаем снижение цен на Brent и российские сорта нефти в 3к26

- В 3к26 мы ожидаем коррекцию цены нефти Brent на 25% к/к до 77 долл./барр. после пиковых уровней в 2к26.
- На фоне деэскалации конфликта экспорт нефти с Ближнего Востока постепенно восстанавливается:
 - > За период 22-28 июня Персидский залив в среднем покидало 16 танкеров в день против 4 танкеров в день с начала конфликта (до него проходил 21 танкер в день).
 - > На неделе с 20 по 26 июня среднесуточный экспорт через Ормузский пролив вырос до 7 млн барр./сутки против 1,2 млн барр./сутки неделей ранее.
- По итогам 2026 г. средняя цена марки Brent, по нашим прогнозам, составит 81 долл./барр. (+17% г/г).
- Геополитическая напряженность поддерживает спрос на российскую нефть, как более надежный источник поставок. Мы ожидаем сужение дисконта Urals к Brent до 16 долл./барр. против 21 долл./барр. в 2к26.
- Несмотря на сокращение дисконта, снижение цены Brent приведет к уменьшению налоговой цены российской нефти. По нашим прогнозам, в 3к26 она снизится на 33% к/к до 61 долл./барр.
- По итогам 2026 г. средняя налоговая цена российской нефти составит 61 долл./барр. (+10% г/г).

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



Число нефтяных танкеров, пересекших Ормузский пролив на пути из Персидского залива в Оманский залив



5 Золото

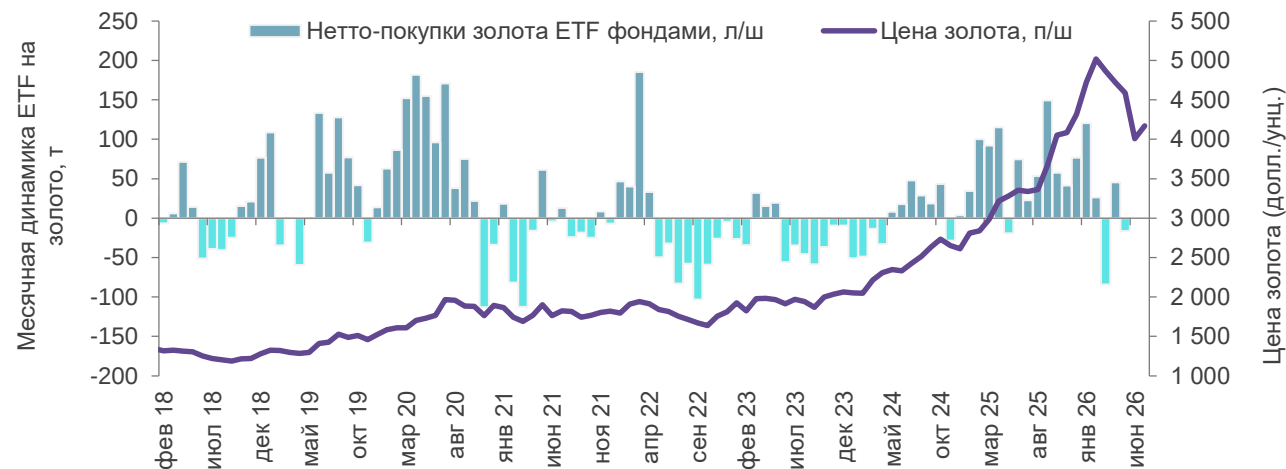
Источники: Аналитические информационные агентства,
оценки и расчеты ВИМ Инвестиции
*Рентабельность 90-го перцентиля
Расчеты на 07.07.2026 г.



Наш прогноз – 4560 долл./унц. в среднем в 2026 г.

- Цены на золото отреагировали снижением на эскалацию конфликта на Ближнем Востоке из-за опасений ускорения инфляции и повышения ставок мировыми ЦБ.
- Вместе с тем уровень поддержки для цены золота со стороны издержек производителей, по нашей оценке, составляет около 2400 долл./унц.
- Поддержку ценам на золото продолжают оказывать следующие факторы:
 - > Рекордные покупки золота мировыми ETF – с мая 2024 г. по май 2026 г. фонды закупили 1028 т (около 12% 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;
 - > Рост себестоимости производства. По итогам 2025 г. рост издержек 90%-го перцентиля золотодобытчиков ускорился до +13% г/г (против +9% г/г в 2024 г.) – это несет в себе повышательные риски для прогноза цен на золото при сохранении такой динамики;
 - > Сокращение предложения. Содержание золота в руде на ТОП-20 крупнейших месторождениях в мире сократилось более чем на 20% с 2010 г., при этом добыча на данных активах не растет. Одновременно снижаются число новых проектов и качество открытых месторождений;
 - > Геополитическая напряженность.
- Золото в российской инфраструктуре выступает в качестве инструмента защиты от девальвации рубля.

Покупки золота ETF-фондами



Уровень рентабельности золотодобытчиков*



5 Биткоин

Источники: Аналитические информационные агентства,
оценки и расчеты ВИМ Инвестиции
Расчеты на 07.07.2026 г.



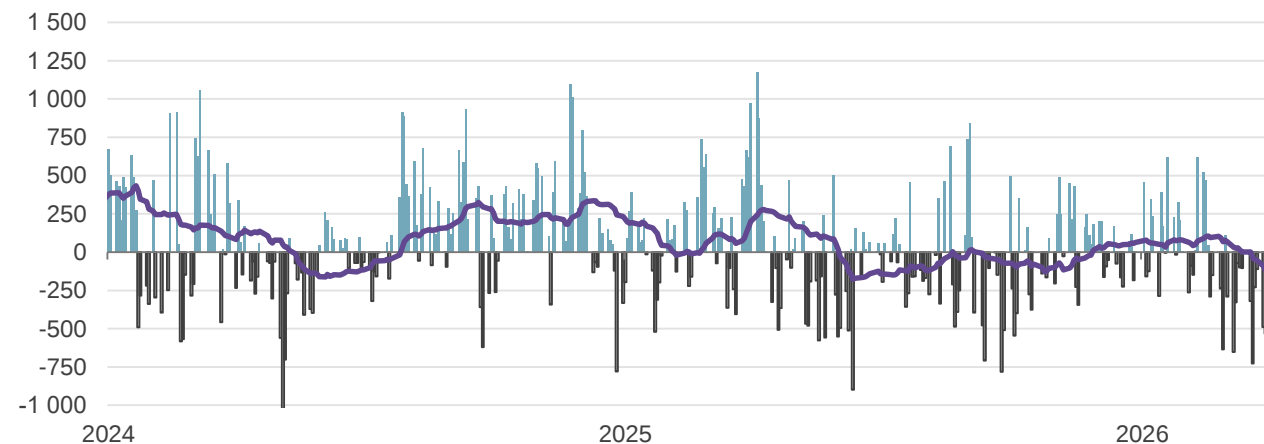
Регуляторные инициативы в США и потоки в биткоин остаются ключевыми драйверами рынка

- Ожидаем поддержку биткоину со стороны законодательных инициатив в США и институциональных притоков капитала.
 - > Банковский комитет Сената США одобрил Акт CLARITY. Законопроект призван разделить цифровые активы на товары и ценные бумаги, в зависимости от этого определяется регулятор (SEC и CFTC) и закрепляются обязанности, что должно обеспечить большую прозрачность рынку.
 - > Наличие регулируемых инструментов доступа к криптоактивам расширяет круг инвесторов — от пенсионных фондов до управляющих активами.
 - > Биткоин фактически является ставкой на широкий рынок криптовалют — сохраняется высокая взаимосвязь между биткоином и корзиной криптоактивов (корреляция на уровне 0,95). Диверсификация внутри криптовалютного рынка остается ограниченной.
- В 2к26 биткоин снизился в район 60 тыс. долл. на фоне усилившихся оттоков из ETF-фондов (в июне превысили 4 млрд долл.) — на настроения инвесторов повлияли ожидания ужесточения ДКП мировыми ЦБ (в июне ЕЦБ повысил ставку на 25 бп) из-за возросшего инфляционного давления.
- Крупномасштабные IPO этим летом (SpaceX, OpenAI и Anthropic), а также популярность акций компаний из сферы искусственного интеллекта, на наш взгляд, могут приводить к оттоку части ликвидности с рынка криптовалют.
- Мы снизили прогноз цены биткоина на 12 мес. до 130 тыс. долл.

Динамика акций инновационных компаний и биткоина



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



6

Приложения



6 Розничный инвестор на российском рынке акций

Источники: МосБиржа, ЦБ РФ, оценки и расчеты ВИМ Инвестиции
 *«Портфель частного инвестора» в июне 2026 г. (аналитический продукт МосБиржи) – 10 наиболее популярных акций российских компаний в инвестиционных портфелях физических лиц
 Расчеты на 07.07.2026 г.



- Доля физических лиц на российском рынке акций возросла на фоне ухода иностранных инвесторов – в июне 2026 г. она составила 64% от общего объема торгов.
- В 2023-2026 гг. фондовый рынок стал больше зависеть от сентимента розничных инвесторов.

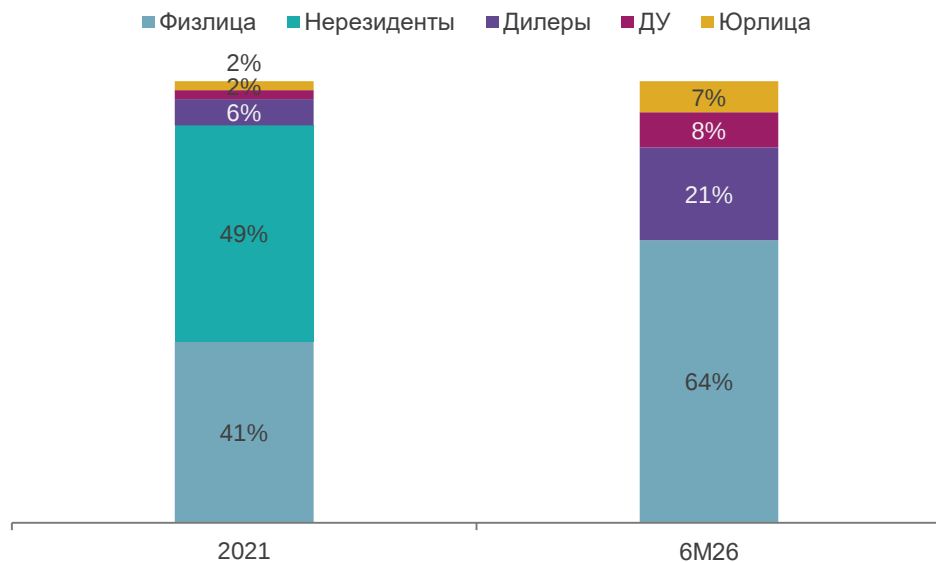
«ПОРТФЕЛЬ ЧАСТНОГО ИНВЕСТОРА» – ТОП-10 АКЦИЙ*

~88%

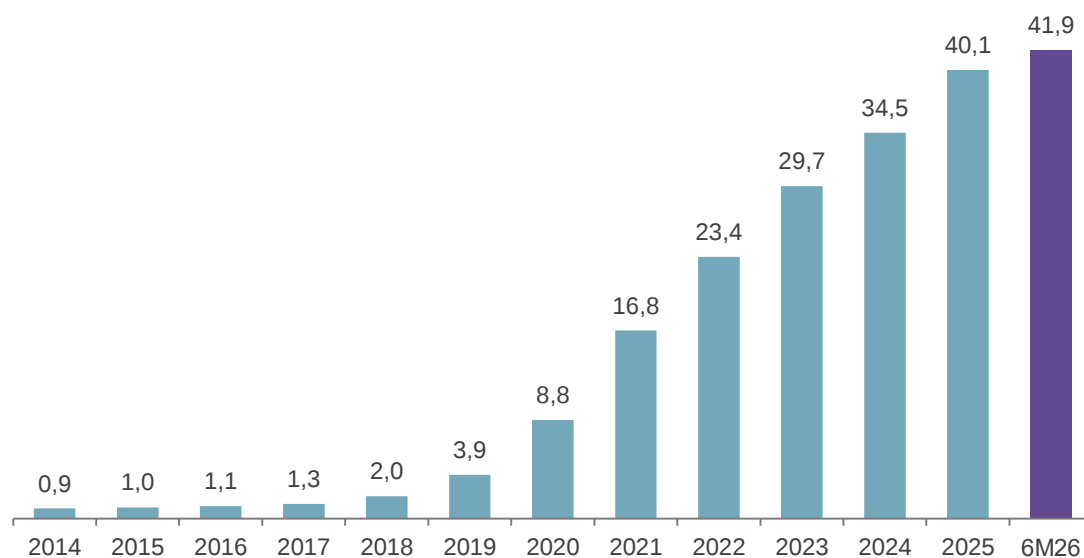
Доля акций стоимости в портфеле частного инвестора

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

Оборот в режиме основных торгов по группам клиентов



Количество уникальных розничных клиентов, млн



6 Рынок российских облигаций

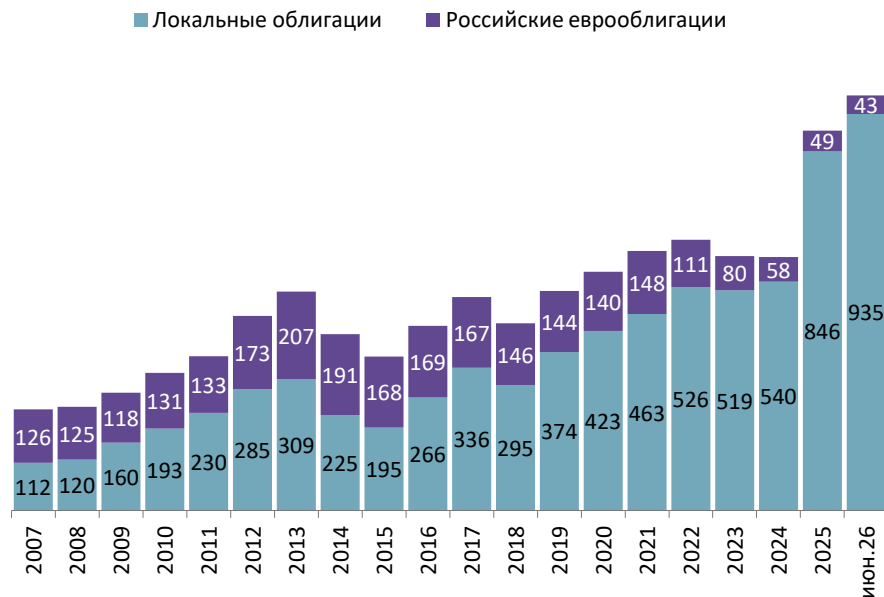
Источники: МосБиржа, Cbonds,
оценки и расчеты ВИМ Инвестиции
Расчеты на 07.07.2026 г.



- Объем российского рынка инструментов с фиксированной доходностью превышает 978 млрд долл. (около 76 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



Российский рынок локальных облигаций это:

- 70 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 13% (июнь 2026 г.).
- Доля нерезидентов в ОФЗ на 1 июня 2026 г. составила 3,2%, или 1,03 трлн руб. (данные ЦБ РФ).

Структура рынка локальных облигаций



Рынок корпоративных рублевых облигаций по отраслям



6 Рынок валютных облигаций

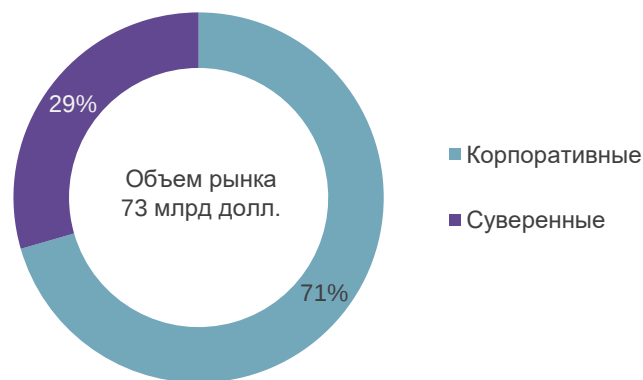
Источники: МосБиржа, Cbonds,
оценки и расчеты ВИМ Инвестиции
Расчеты на 07.07.2026 г.



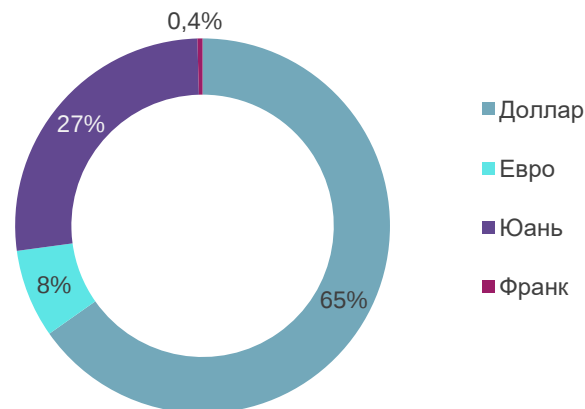
Российский рынок локальных валютных облигаций это:

- 73 млрд долл. выпусков в обращении.
- В структуре преобладают корпоративные облигации, на которые приходится 71% объема выпусков, и 29% составляют суверенные облигации.
- Преимущественно долларовые выпуски – более 65%.
- 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