



Стратегия на рынке капитала

Октябрь
2025

Материал предназначен
для квалифицированных
инвесторов

Содержание

01	Инвестиционное резюме	3
02	Российская экономика	5
03	Рублевые и валютные облигации	12
04	Российские акции	16
05	Глобальные рынки	28
06	Приложения	35



- **Пространство для снижения ставки ЦБ в остаток года заметно сузилось в сравнении с летними месяцами.** Текущие темпы инфляции осенью складываются выше цели в 4%, рост денежных агрегатов с июля ускорился. Но экономическая активность охлаждается, рубль крепкий, в т.ч. благодаря эффектам ДКП.
- **Бюджетные проектировки на 2026-2028 гг. позитивны для среднесрочной траектории ключевой ставки.** Повышение НДС в средне- и долгосрочной перспективе будет иметь дезинфляционный эффект, хотя краткосрочно внесет прямой вклад в рост цен до 1 пп и может повлиять на инфляционные ожидания, что может привести к большей осторожности ЦБ.
- **Проинфляционные риски могут потребовать аккуратного подхода к ДКП, который может включать паузы в снижении ставки.** Так, инфляционные ожидания остаются повышенными и пока не снижаются, рынок труда – по-прежнему напряженный, корпоративное кредитование оживилось.
- **В нашем базовом сценарии ключевая ставка ЦБ останется на уровне 17% до 1-2к26, затем ждем ее снижения до 12% на конец 2026 г.** Инфляция по итогам текущего года составит около 7% г/г, у верхней границы прогнозного диапазона ЦБ. В 2026 г. она останется выше цели и составит 5-6% г/г.
- **Рубль продолжительную часть года был крепким, к концу года пара USDRUB может оказаться на уровне 85.** В 2026 г. вместе с сокращением чистых продаж в рамках валютных операций курс рубля к доллару в среднем составит 95-100.
- **Мы повысили прогноз средней цены золота до 3700 долл./унц. в 4к25, ждем 3500 долл./унц. в 2026 г.** В 3к25 цена золота превысила 3800 долл./унц. – это значительно выше фундаментально обоснованного уровня в 2500 долл./унц. Поддержку оказывают накопления центробанками золота в резервах, спрос со стороны ETF, снижающиеся процентные ставки в мире и геополитические риски.
- **Наш прогноз цены биткоина на 12 мес. – 150 тыс. долл.** Это обусловлено увеличением доли биткоина в мировом портфеле активов с 0,1% в 2020 г. до 0,8% в 2025 г. В 2026 г. она может вырасти до 1,1% за счет продолжающегося притока средств на фоне законодательной поддержки в США.
- **Мы ожидаем среднюю цену нефти Brent в 2025 г. на уровне 69 долл./барр., что на 14% ниже значения 2024 г.** Вероятно, нефть останется на низких уровнях до конца года – рост спроса будет компенсирован предложением ОПЕК+ после снятия добровольных ограничений. В российских сортах нефти наблюдается сокращение дисконтов – средняя цена может быть 58 долл./барр. в 2025 г.
- **Торговые соглашения снизили риски рецессии в США – американская экономика в 2025 г. может вырасти на 1,8% г/г.** Федрезерв в сентябре вернулся к смягчению ДКП. Ждем снижения ставки в 4к25 на 50 бп, до 3,5-3,75%, доходность 10-летних гособлигаций США – около 4,2% к концу 2025 г.
- **Разрядка в торговых отношениях Китая и США, фискальные меры поддержки должны обеспечить стабильный рост китайской экономики.** Оцениваем темпы роста ВВП Китая в 2025-2026 гг. на уровне 5,0% г/г. Ждем пару USDCNY в районе 7,1 к концу 2025 г. и 7,3 – в 2026 г.

Инвестиционные предпочтения*

До конца года Банк России, вероятно, будет осторожен в решениях по ДКП из-за проинфляционных рисков. Рубль начал планомерно ослабевать, но еще остается исторически крепким. Внешний геополитический фон по-прежнему неопределенный. Волатильность на рынках капитала возросла – это создает оптимальный момент для более существенной диверсификации инвестиций.

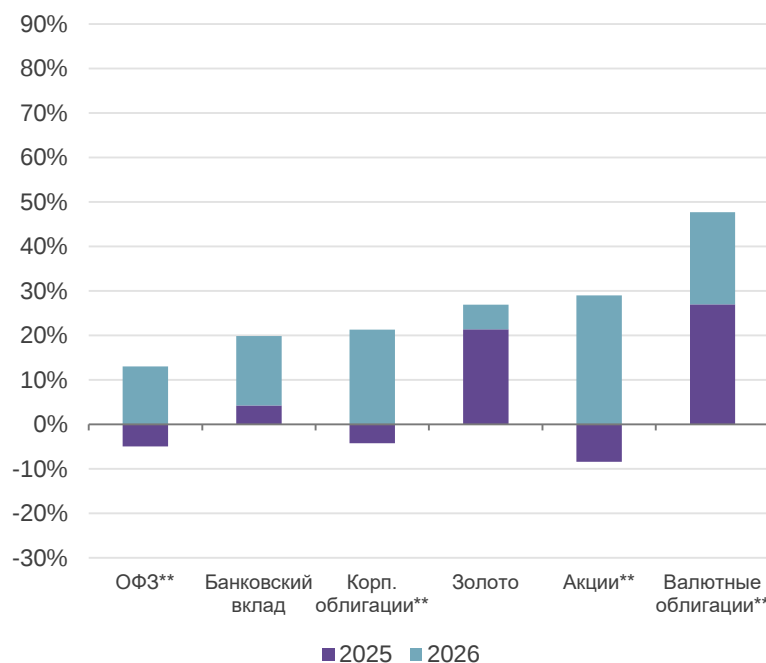
- **ОФЗ.** Коррекция на рынке госдолга фундаментально выглядит чрезмерной – рассматриваем ее как возможность для входа в длинные ОФЗ. Видим высокий нереализованный потенциал роста их котировок в следующем году.
- **Корпоративные облигации.** Интересны качественные облигации AA-сегмента с доходностью 18-19% – выше ставок по депозитам. Повысить доходность портфеля можно за счет премий на первичном рынке. Избегаем высокодоходных облигаций, видим концентрацию рисков в А-группе.
- **Валютные облигации.** Целесообразно удерживать для защиты от ослабления рубля. Входить в квазивалютные облигации предпочитаем при размещении – с премией ко вторичному рынку.
- **Российские акции.** Повышаем диверсификацию портфеля – сохраняем фокус на внутренне ориентированных секторах и добавляем отдельные акции экспортеров. В приоритете бумаги качественных эмитентов с низким долгом.
- **Золото и биткоин.** На горизонте года биткоин выглядит перспективнее за счет регуляторных подвижек и расширения базы инвесторов. Стоимость золота значительно отклонилась вверх от фундаментальных уровней – потенциал роста преимущественно реализован.

*Бенчмарки: Индексы МосБиржи полной доходности

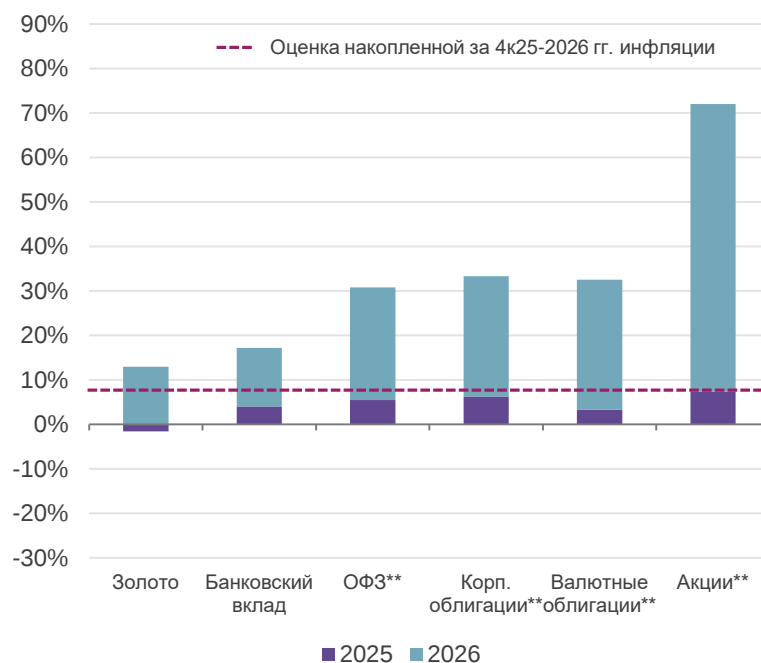
Ожидаемая накопленная доходность активов в рублях за 4к25-2026 гг.*

Источники: данные банков, МосБиржа, Cbonds
оценки и расчеты ВИМ Инвестиции

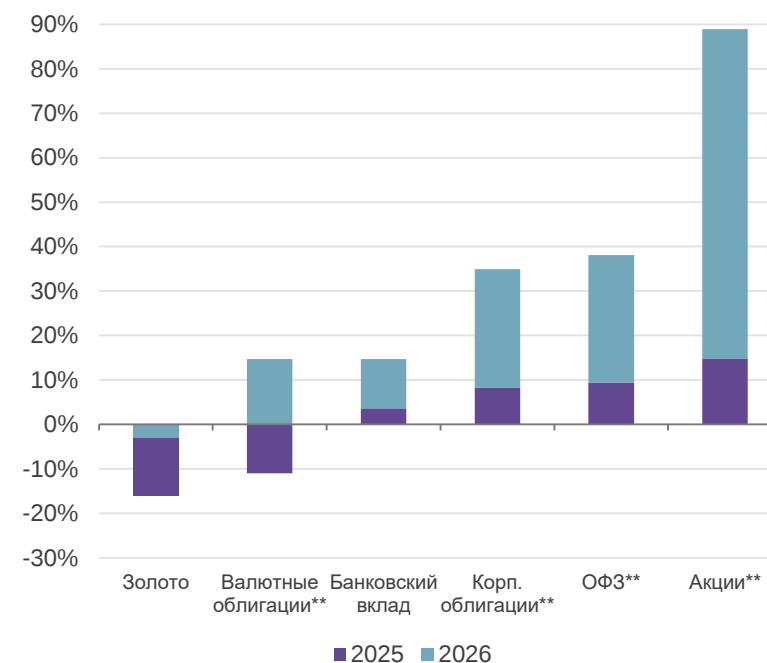
Негативный сценарий



Базовый сценарий



Позитивный сценарий



КЛЮЧЕВЫЕ ДОПУЩЕНИЯ	Сценарии на 2025 г.			Сценарии на 2026 г.		
	Негатив.	Базовый	Позитив.	Негатив.	Базовый	Позитив.
Цена на нефть, долл./барр., сред.	43,2	58,2	68,0	41,9	56,8	66,1
Ключевая ставка, % на конец периода	18,0	17,0	15,0	18,0	12,0	9,0
USDRUB, средн. за год	99,8	85,5	79,8	109,3	98,8	82,9
USDRUB, на конец периода	105,1	85,2	73,1	116,2	103,4	88,5

*Индикативная полная доходность активов в рублях (индексы акций, облигаций, золото, вклады), накопленная с даты расчета (08.10.2025 г.) и до конца 2025 г., далее до конца 2026 г.

**Расчеты сделаны на основании сопоставления исторической динамики индексов полной доходности акций, ОФЗ, корпоративных и валютных облигаций с 2020 г.

2

Российская экономика



2 Макроэкономический прогноз на 2025-2026 гг.

Источники: Росстат, Банк России, оценки и расчеты ВИМ Инвестиции



Российская экономика постепенно возвращается к сбалансированной траектории роста. Несмотря на то, что инфляция в летние месяцы оставалась контролируемой, проинфляционные риски сохраняются

Прогноз макроэкономических показателей					Сценарии на 2025 г.			Консенсус
КЛЮЧЕВЫЕ ПОКАЗАТЕЛИ	2023	2024	2025п	2026п	Негатив.	Базовый	Позитив.	2025п
ВВП, % г/г	4,1	4,3	1,2	1,6	0,5	1,2	1,6	1,2
Промпроизводство, % г/г	4,3	5,6	1,4	2,2	0,7	1,4	1,9	
Потребление домохозяйств, % г/г	7,5	5,4	1,1	1,7	0,9	1,1	1,4	
ЦЕНЫ	2023	2024	2025п	2026п	Негатив.	Базовый	Позитив.	2025п
ИПЦ, % сред. за год	5,9	8,4	8,9	6,6	9,2	8,9	8,7	8,9
ИПЦ, % г/г	7,4	9,5	7,2	5,5	8,4	7,2	5,8	6,4
ФИСКАЛЬНАЯ И ДЕНЕЖНАЯ ПОЛИТИКА	2023	2024	2025п	2026п	Негатив.	Базовый	Позитив.	2025п
Ключевая ставка, % на конец периода	16,0	21,0	17,0	12,0	18,0	17,0	15,0	
Баланс бюджета, % ВВП	-1,9	-1,7	-2,6	-1,6	-3,3	-2,6	-1,6	
КУРС РУБЛЯ	2023	2024	2025п	2026п	Негатив.	Базовый	Позитив.	2025п
USDRUB, сред. за год	84,7	92,4	85,5	98,8	99,9	85,5	79,5	85,5
USDRUB, на конец периода	89,7	101,7	85,2	103,4	105,4	85,2	72,7	
CNYRUB, сред. за год	11,9	12,7	11,8	13,7	13,8	11,8	11,0	
CNYRUB, на конец периода	12,6	13,4	11,9	14,2	14,7	11,9	10,2	
ТОРГОВЛЯ	2023	2024	2025п	2026п	Негатив.	Базовый	Позитив.	2025п
Счет текущих операций, млрд долл.	51	64	39	37	19	39	58	
Цена на российскую нефть, долл./барр., сред.	63	68	58	57	43	58	68	58
					Негатив.	Базовый	Позитив.	
Вероятность сценария, %					25	40	35	

2 Реальный сектор экономики

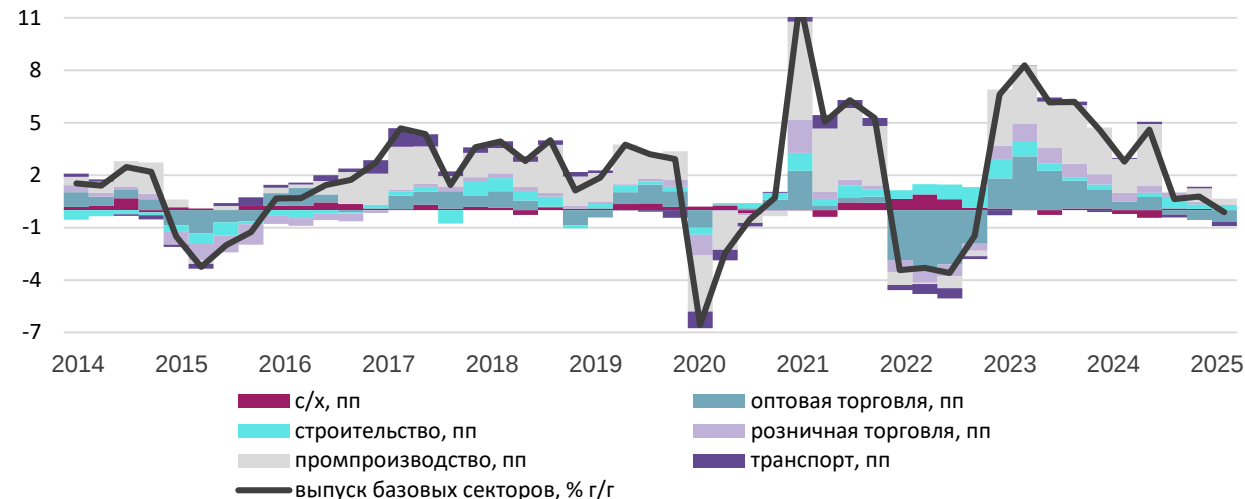
Источники: Росстат,
оценки и расчеты ВИМ Инвестиции



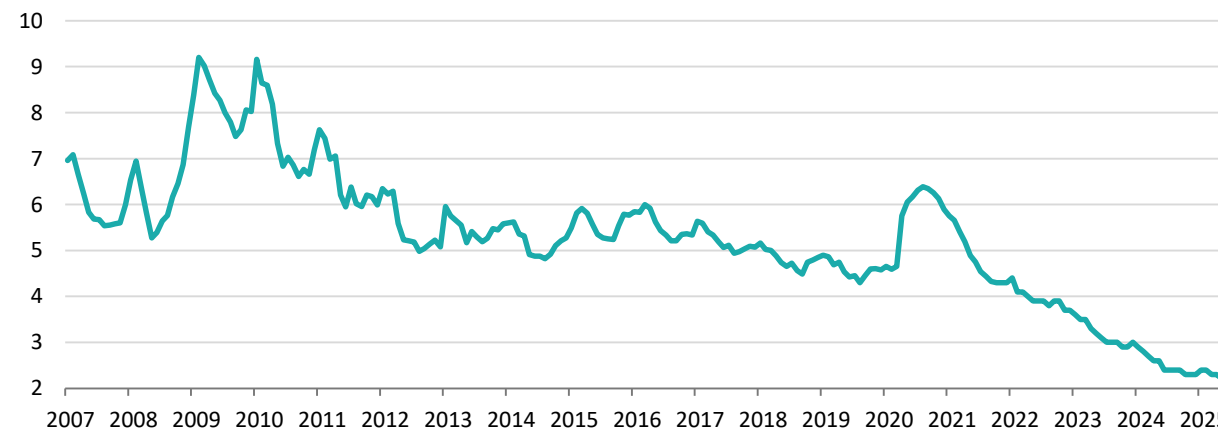
Масштаб перегрева экономики начал уменьшаться

- Темпы роста ВВП в 2023-2024 гг. превышали 4% в год, а экономика находилась в состоянии перегрева.
- Сейчас экономика постепенно остывает благодаря жесткой ДКП и более консервативной бюджетной политике. Мы ожидаем, что в текущем году ВВП вырастет на 1-1,5%.
- При этом внутренний спрос остается устойчивым, а ориентированным на внешний спрос отраслям приходится сложнее, в т.ч. из-за неблагоприятной внешней конъюнктуры.
- Напряженность на рынке труда значимо не снижается, несмотря на замедление роста экономики. Безработица по-прежнему на историческом минимуме в 2,1%, а свободной рабочей силы в стране нет.
- Жесткий рынок труда остается структурным ограничением для роста экономики. Одновременно рост зарплат поддерживает потребительский спрос.

Декомпозиция выпуска базовых секторов



Безработица на исторических минимумах, %



2 Инфляция

Источники: Росстат, Банк России,
оценки и расчеты ВИМ Инвестиции

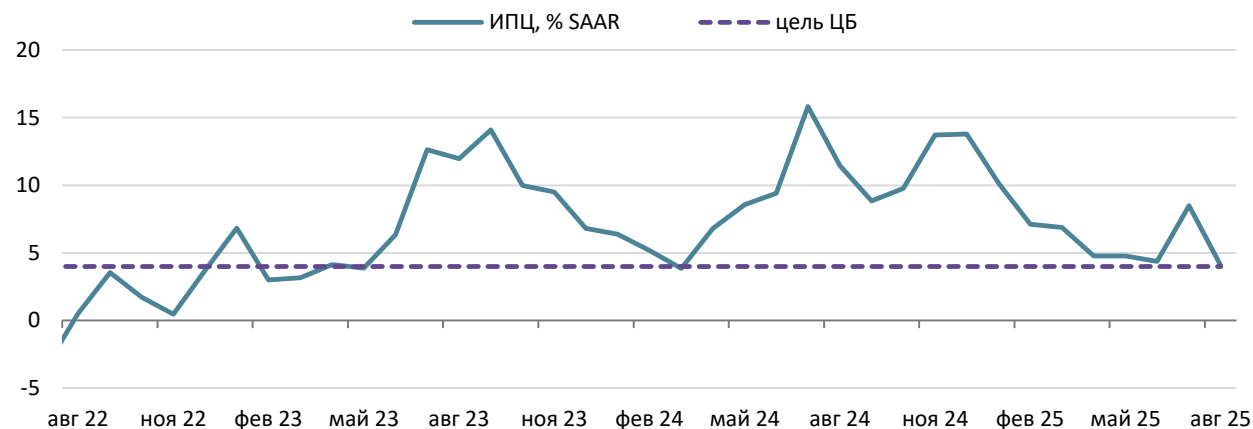


*SAAR – с поправкой на сезонность в пересчете на год

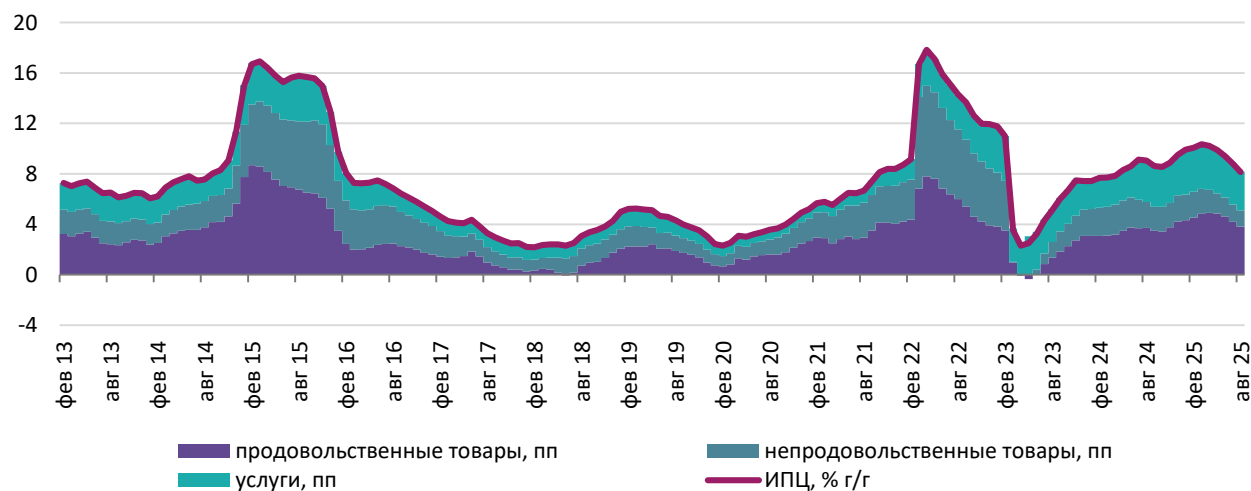
Инфляция замедлилась с пиков, но проинфляционные риски выросли

- В нашем базовом сценарии инфляция по итогам 2025 г. окажется чуть выше 7% г/г, у верхней границы текущего прогнозного диапазона ЦБ в 6-7% г/г.
- По итогам 2026 г. инфляция, скорее всего, окажется несколько выше целевых значений – по нашим оценкам, на конец следующего года она составит 5-6% г/г.
- Текущие темпы инфляции заметно снизились в сравнении с пиками конца 2024 г., в т.ч. благодаря крепкому рублю. Летом текущие темпы инфляции в базовых компонентах находились у цели в сочетании с замедлением деловой активности и роста денежной массы. Осенью же инфляционное давление выросло в сравнении с летними месяцами.
- Сохраняются и другие проинфляционные риски. Бюджетная политика в текущем году складывается мягче изначальных ожиданий, напряженность рынка труда не снижается, а текущие темпы инфляции в нерегулируемых услугах, самой устойчивой компоненте корзины, в августе вновь повысились и стали двузначными.
- Инфляционные ожидания остаются высокими – заметно выше уровней, которые соответствовали бы устойчивому замедлению инфляции до целевых уровней.
- На рубль в сторону ослабления в 2026 г. повлияет сокращение чистых продаж валюты в рамках валютных операций, а воздействие уже свершившегося укрепления рубля на инфляцию практически исчерпано.

Текущие сезонно скорректированные темпы инфляции*



Годовая инфляция



2 Бюджетная политика

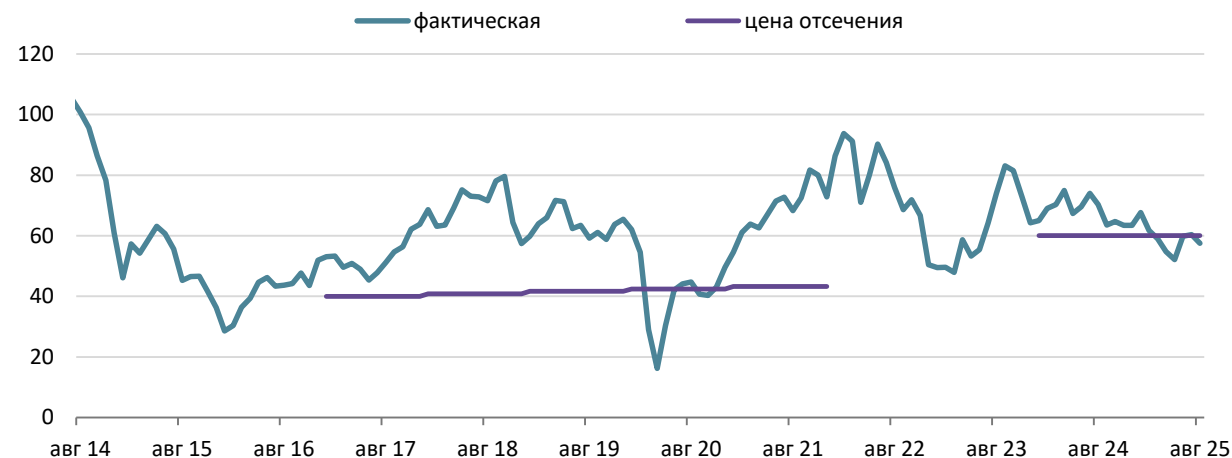
Источники: Минфин РФ,
оценки и расчеты ВИМ Инвестиции



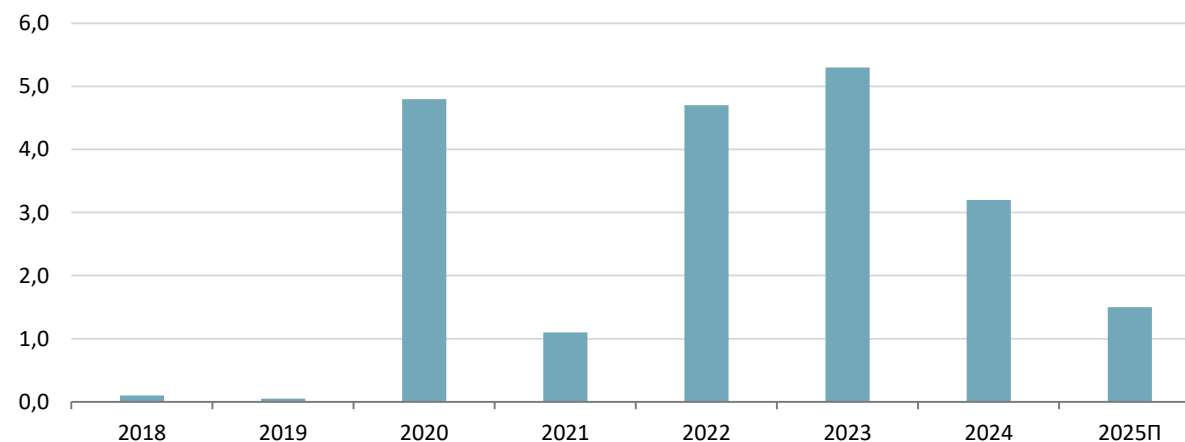
Консервативнее

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

Цена российской нефти, долл./барр.



Бюджетный импульс в экономике, % ВВП



2 Денежно-кредитная политика

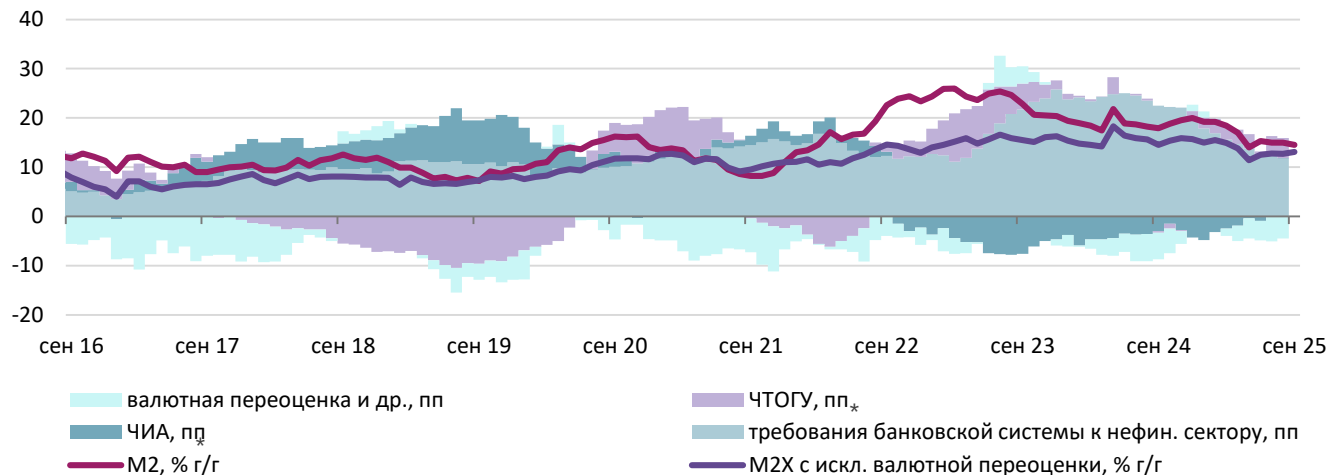
Источники: Банк России,
оценки и расчеты ВИМ Инвестиции
*ЧИА – Чистые иностранные активы;
*ЧТОГУ – Чистые требования к органам государственного управления



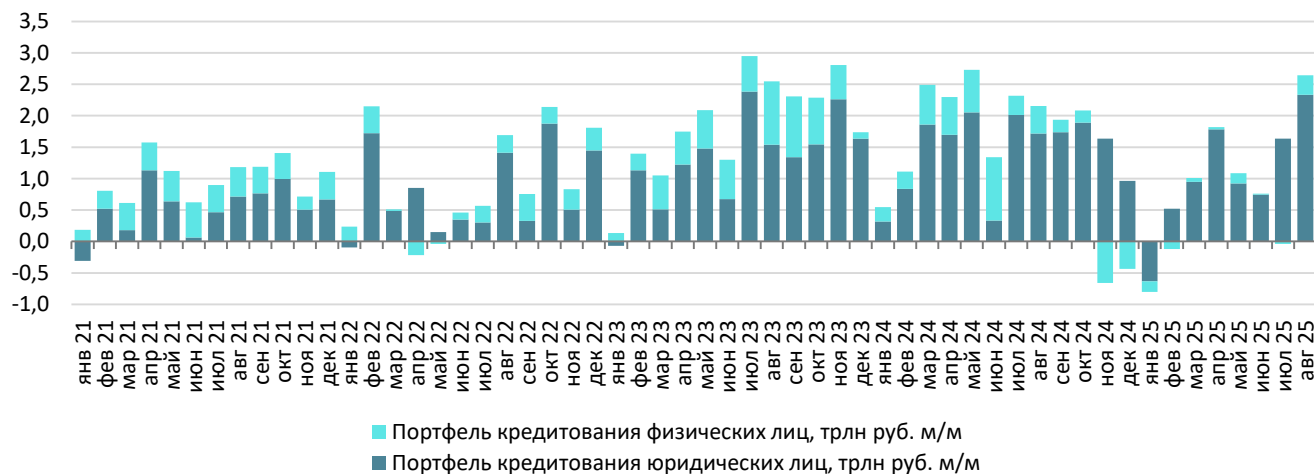
Пространство для снижения ключевой ставки сужается

- Пространство для снижения ключевой ставки в остаток года сузилось в сравнении с летними месяцами. Текущие темпы инфляции, которые летом оставались на цели, осенью складываются выше, рост денежных агрегатов ускорился.
- Но экономическая активность охлаждается, а рубль по-прежнему крепкий, в т.ч. благодаря эффектам денежно-кредитной политики.
- Бюджетные проекторки позитивны для среднесрочной траектории ключевой ставки. Повышение НДС средне- и долгосрочно будет иметь дезинфляционный эффект и, соответственно, позитивно для средне- и долгосрочной траектории ставок.
- Тем не менее краткосрочно повышение НДС внесет прямой вклад до 1 пп в рост ИПЦ и может повлиять на инфляционные ожидания. Соответственно, в краткосрочной перспективе повышение НДС может привести к большей осторожности ЦБ.
- Инфляционные ожидания остаются повышенными и пока не снижаются, рынок труда – по-прежнему напряженный, а корпоративное кредитование в июле заметно оживилось (хоть и осталось в рамках прогнозного диапазона ЦБ).
- К тому же дополнительным проинфляционным риском является дефицит топлива на внутреннем рынке. Реализация проинфляционных рисков может потребовать осторожного подхода к ДКП, который может включать в себя паузы в снижении ключевой ставки.
- В нашем базовом сценарии ключевая ставка останется на уровне 17% до 1-2к26. Затем ждем ее снижения до 12% на конец 2026 г.

Темпы роста денежных агрегатов начали повышаться*



...вслед за кредитованием



2 Курс рубля

Источники: Банк России, Минфин РФ,
оценки и расчеты ВИМ Инвестиции



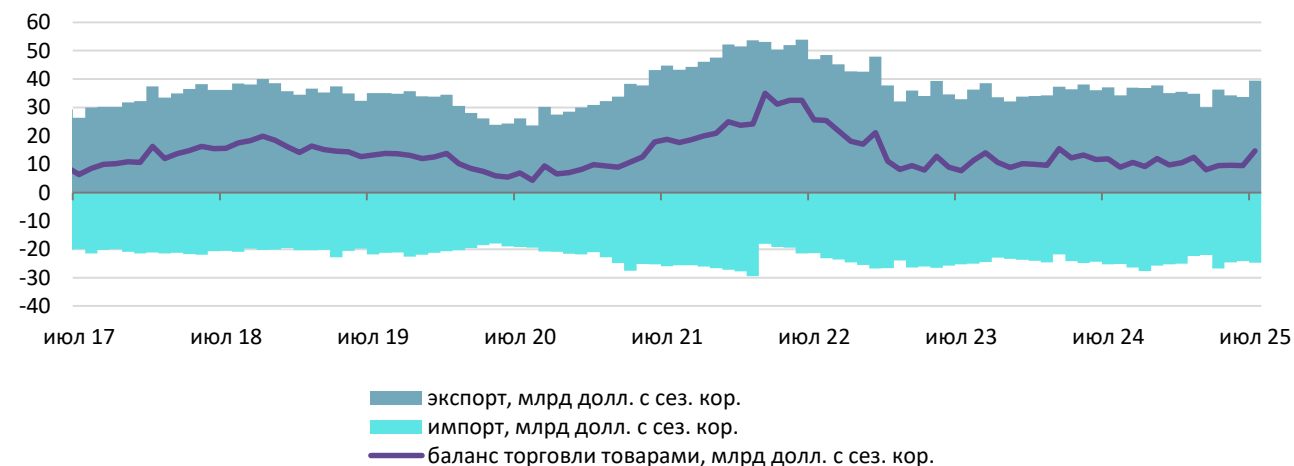
Постепенное возвращение к среднеисторическим уровням

- В терминах реального эффективного курса (с поправкой на инфляцию в странах-торговых партнерах) рубль остается крепче среднеисторических уровней, но постепенное ослабление началось.
- Свершившемуся укреплению рубля способствовал умеренный спрос на импорт, в том числе под влиянием жесткой ДКП.
- К тому же высокие рублевые ставки делают более предпочтительными сбережения в рублях. По мере снижения ключевой ставки эти эффекты будут постепенно исчерпывать себя.
- При сохранении внешнеполитического статус-кво макрофакторы говорят в пользу постепенного ослабления рубля. Цены на нефть низкие (они частично влияют на курс даже при работающем бюджетном правиле), а импорт будет постепенно расти как по мере снижения запасов авто, так и благодаря крепкому курсу.
- В нашем базовом сценарии к концу 2025 г. рубль ослабнет примерно до 85 относительно доллара.
- В следующем году важным фактором в пользу ослабления рубля станет значительное снижение продаж валюты Банком России в рамках зеркалирования использованных средств ФНБ.
- Наша прогнозная траектория курса примерно соответствует USDRUB 103 на конец 2026 г.

Реальный эффективный обменный курс



Внешняя торговля



3

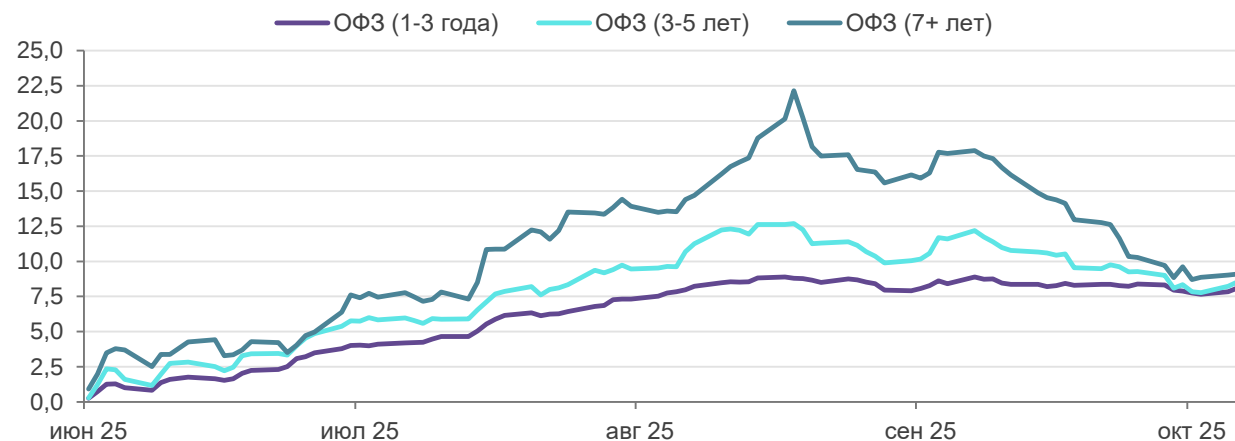
Рублевые и валютные облигации



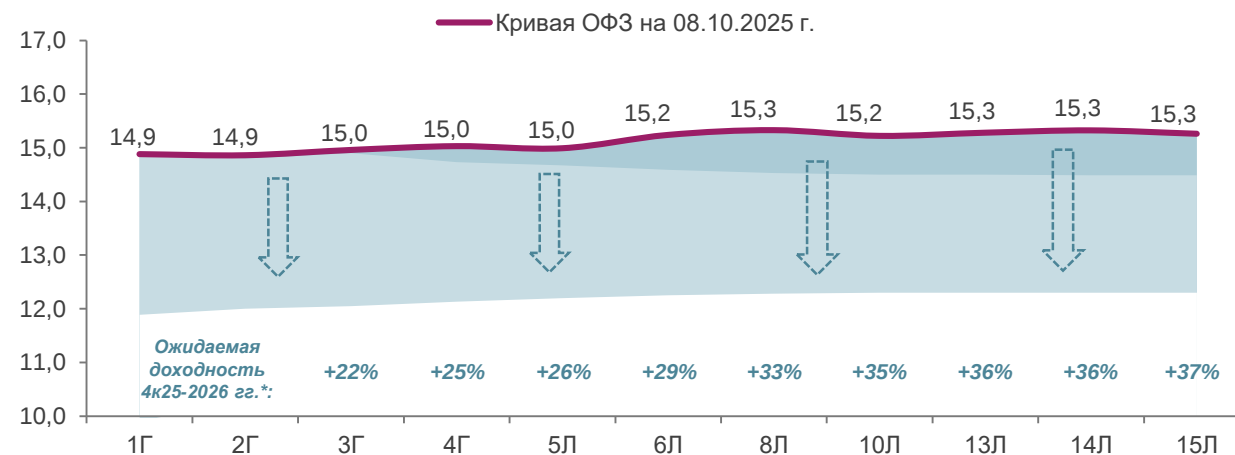
Коррекция на рынке госдолга – возможность для входа в длинные ОФЗ

- В 3к25 ЦБ использовал окно возможностей для снижения ключевой ставки до 17% – летом наблюдалось ценовое ралли в длинных ОФЗ.
- Осенью пространство для смягчения ДКП сузилось – рынок ОФЗ перешел к коррекции, переоценивая перспективы скорости снижения ключевой ставки в этом году. В нашем базовом сценарии ключевая ставка ЦБ останется на уровне 17% до конца 2025 г.
- Важным фактором для ОФЗ становится бюджет – в его уточненных в сентябре параметрах обозначено увеличение внутренних заимствований в 2025 г. на дополнительные 2,2 трлн руб., примерно до 7 трлн руб. По итогам 3к25 обновленная годовая программа исполнена на 51%.
- Дополнительный навес предложения ОФЗ на аукционах в 4к25 (в деньгах нужно занимать по 265 млрд руб. в неделю) предполагает давление в большей степени на дальний сегмент госбумаг. Впрочем, практика прошлых лет по размещению крупных объемов ОФЗ-флоутеров под конец года может снять напряжение на рынке госдолга.
- Мы рассматриваем коррекцию на рынке госдолга как возможность для формирования позиций в длинных ОФЗ с доходностью выше 15% годовых.
- Нереализованный потенциал в длинном сегменте ОФЗ сохраняется в цикле смягчения ДКП (ждем ключевую ставку 12% по итогам 2026 г.) – ожидаемая нами накопленная полная доходность может составить 35-37% на конец 2026 г.
- При ключевой ставке 17% ближний сегмент ОФЗ выглядит дорогим – ждем переоценки доходности вверх с текущих 15%. Нормализацию доходностей может затормозить технический фактор – крупное погашение ОФЗ 26229 в ноябре на сумму около 450 млрд руб.

Изменение индексов гособлигаций МосБиржи (с купонами) в цикле смягчения ДКП, %



Оценка изменения кривой доходности ОФЗ в 4к25-2026 гг., %



3 Корпоративные облигации

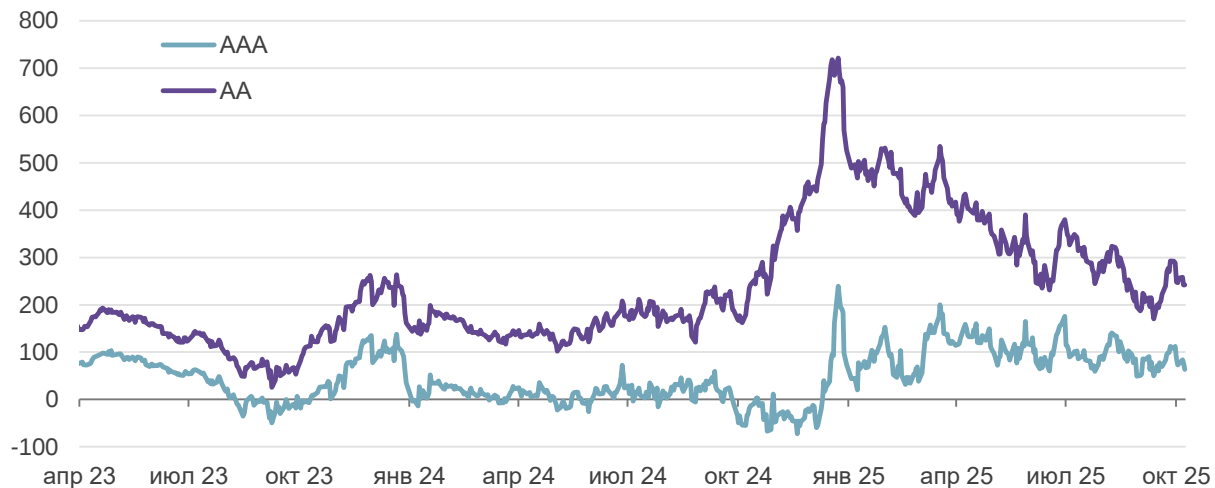
Источники: Банк России, МосБиржа, Cbonds,
оценки и расчеты ВИМ Инвестиции
*Индексы корпоративных облигаций Cbonds и МосБиржи



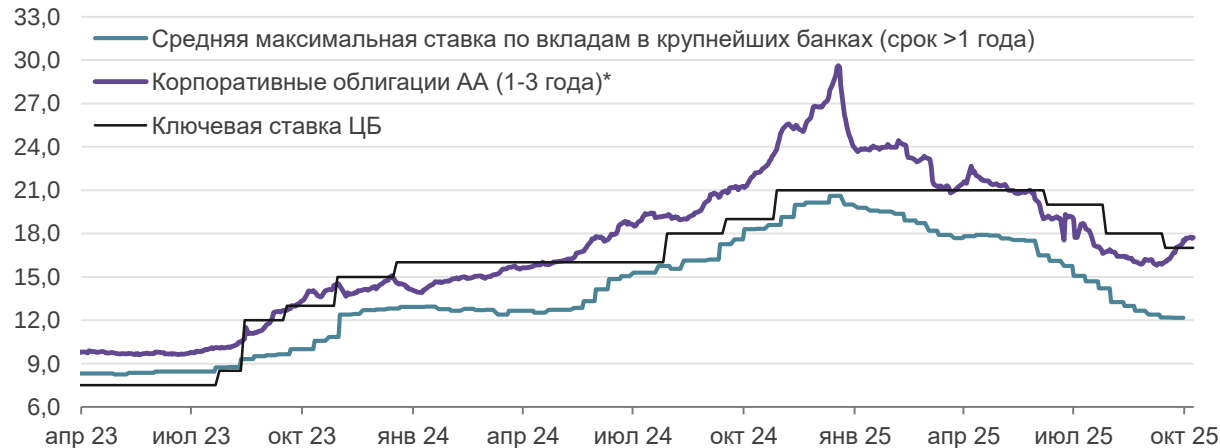
В фокусе качественные АА-облигации – это возможность зафиксировать высокие доходности 18-19% годовых

- В 3к25 в цикле снижения ключевой ставки ЦБ доходности корпоративных облигаций заметно снизились: в AAA- / АА-группах – на 50-150 бп к/к, в А-сегменте – примерно на 300 бп к/к.
- Интересно смотрятся качественные облигации АА-категории с доходностью 18-19% и расширенными по историческим меркам кредитными спредами к ОФЗ (250-350 бп).
- Доходности облигаций АА-группы 18-19% значительно превышают ставки по депозитам в крупных банках на сравнимых сроках. Нам нравятся выпуски ВымпелК1Р7, ВСК 1Р-03R, новый выпуск ПГК, Новотр 1Р5, sКапиталР1, iПозитивР3, Славнеф2Р4.
- Облигации ААА-категории не выглядят привлекательно в терминах кредитных спредов, которые сжались ниже средних исторических уровней 80-100 бп – в этом случае более предпочтительно выглядят ОФЗ.
- Первичные премии сохраняются при размещении облигаций – участие в них позволит повысить доходность портфеля. Количество первичных сделок в 4к25, вероятно, будет нарастать – под рефинансирование попадают ААА / АА облигации на сумму около 1 трлн руб.
- Хотя цикл снижения ключевой ставки ЦБ запущен, денежно-кредитные условия остаются относительно жесткими, инерция в ухудшении кредитных метрик может сохраниться.
- С кредитной точки зрения наиболее уязвимы эмитенты угольной, строительной и транспортной (ж/д и авто) отраслей, недовольственной розницы, средние по размеру металлургические компании.
- Риски сконцентрированы в сегменте эмитентов высокодоходных облигаций (ВДО), а также рейтинговой группы А (А+/А/А-).

Изменение кредитных спредов корпоративных облигаций* к ОФЗ, бп



Доходности корпоративных облигаций АА-сегмента и ставки депозитов, %



3 Облигации в валюте

Источники: Банк России, МосБиржа, Cbonds, оценки и расчеты ВИМ Инвестиции



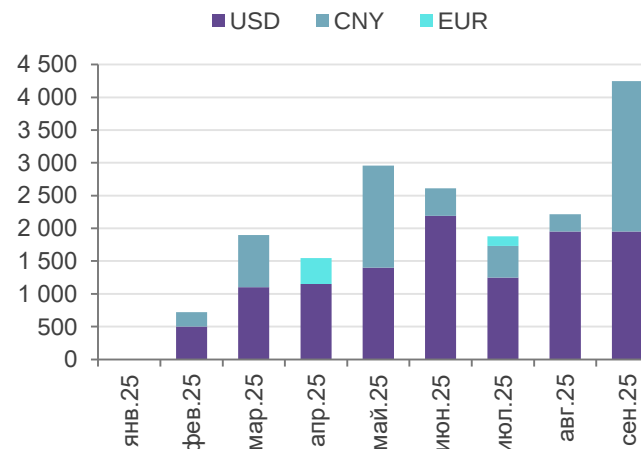
Валютные облигации – для защиты от ослабления рубля

- Рубль в 3к25 начал планомерно ослабевать – ждем 85 руб. за доллар и около 12 руб. за юань к концу 2025 г. Ослабление вероятно и в 2026 г. – наша прогнозная траектория превышает 100 руб. к доллару.
- Одновременно с доходностью 6-7% у российских валютных облигаций сохраняется премия 1-2 пп к еврооблигациям развивающихся стран. Полагаем, что в среднесрочной перспективе (от 1 года) данная премия будет сокращаться.
- К тому же общий уровень ставок в валюте в мире продолжает снижаться по мере смягчения монетарной политики в США, ЕС и Китае.
- Повысить доходность портфеля валютных облигаций можно за счет активного первичного рынка, на котором эмитенты предоставляют премию при размещении – в первые дни торгов выпуски переоцениваются вверх по цене на 1-2% от номинала.
- Компании-экспортеры в условиях высоких рублевых ставок в 3к25 предпочитали выходить на рынок квазивалютных облигаций – суммарно в июле-сентябре было размещено бумаг на 8,3 млрд в долларовом эквиваленте.
- Сокращение рублевых ставок и их сближение с валютными ставками, ослабление рубля могут привести к затуханию активности на первичном рынке квазивалютных облигаций – его объем может начать сжиматься в перспективе 1-2 лет с текущих примерно 73 млрд долл.
- Российские компании проявляют интерес к размещению облигаций в Китае (панда-бондов) – Атомэнергопром, Газпром, Газпром нефть, СИБУР и НОВАТЭК получили в 3к25 кредитные рейтинги от китайских агентств. Если китайский рынок откроется, энергетические компании могут частично переориентироваться на внешний рынок капитала.

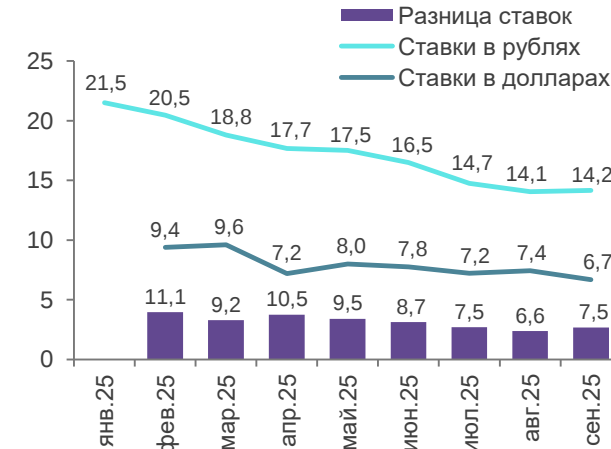
Индексы доходностей локальных валютных облигаций и еврооблигаций развивающихся стран в валюте (корпоративные выпуски), %



Рост размещений валютных облигаций, млрд в долл. эквиваленте



Ставки первичных размещений облигаций AAA-сегмента, %



4

Российские акции



4 Индекс МосБиржи

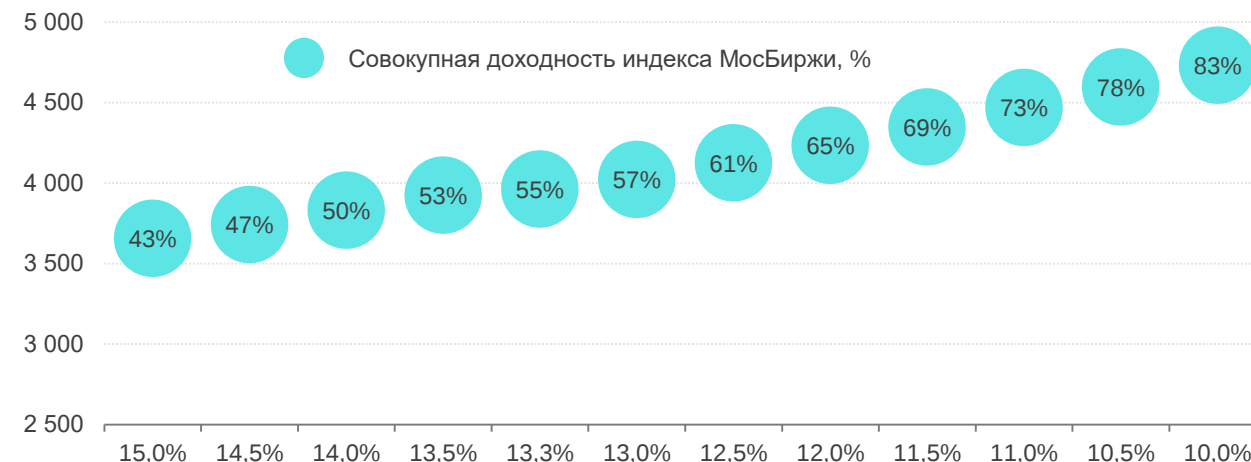
Источники: данные компаний,
оценки и расчеты ВИМ Инвестиции
Расчеты на 25.09.2025 г.
*Безрисковая ставка – ОФЗ 10 лет



Ожидаем совокупную доходность индекса МосБиржи 72% на конец 2026 г.

- В базовом сценарии мы прогнозируем индекс МосБиржи на конец 2026 г. на уровне 4192 (совокупная доходность 72%). В оптимистическом сценарии прогноз индекса МосБиржи составляет 4874 (совокупная доходность около 89%).
- Вероятность реализации базового и оптимистического сценариев – около 40% и 35% соответственно. В пессимистическом сценарии мы прогнозируем индекс МосБиржи на уровне 3286 (совокупная доходность около 29%).
- Решения Банка России по ключевой ставке и изменение курса рубля будут определяющими факторами для поведения рынка акций в 4к25. В базовом сценарии мы ожидаем сохранение ключевой ставки на уровне 17% до конца 2025 г. и ее снижение до 12% в 2026 г.
- В 3к25 рубль начал планомерно слабеть. К концу 2025 г. прогнозируем рубль на уровне 85 относительно доллара. Наш прогноз курса в 2026 г. составляет 98,8 руб./долл. Сохранение курса на текущем уровне может привести к пересмотру оценок чистой прибыли индекса МосБиржи за 2026 г. в меньшую сторону.
- При снижении безрисковой ставки на 1% (ОФЗ 10 лет) прогнозный уровень индекса МосБиржи увеличивается примерно на 5%.
- Риски: сохранение жесткой ДКП, геополитические риски, рост налоговой нагрузки.

Прогноз Индекса МосБиржи на конец 2026 г. в зависимости от уровня безрисковой ставки*



Динамика индекса МосБиржи (историческая и прогнозная)



4 Российские акции: секторальные предпочтения

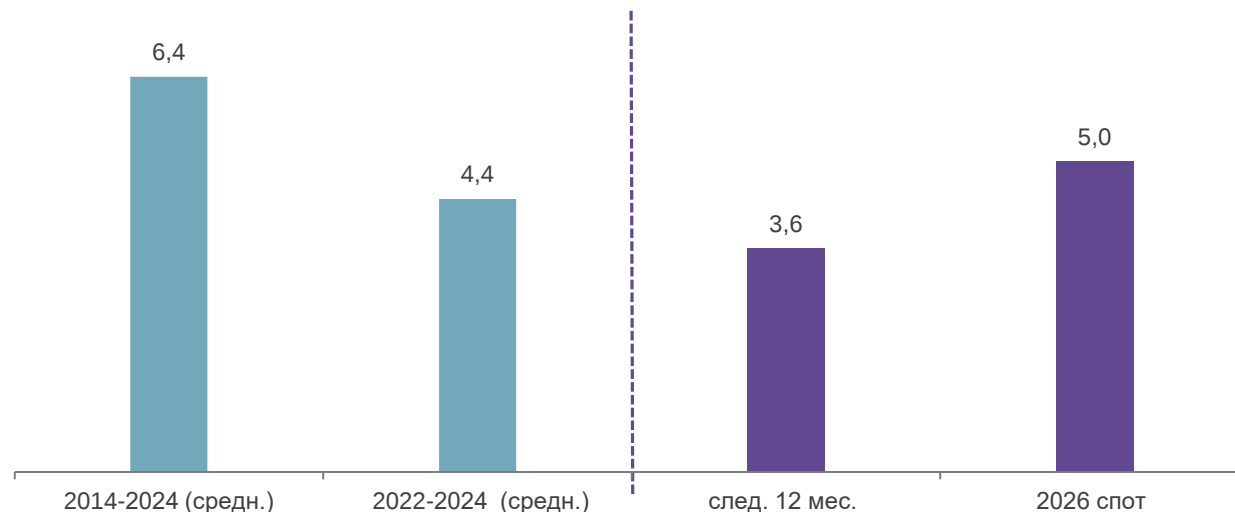
Источники: данные компаний, оценки и расчеты ВИМ Инвестиции
Расчеты на 25.09.2025 г.



Мы отдаем предпочтение диверсификации в условиях неопределенности в макроэкономике и геополитике

- Российский рынок торгуется с мультипликатором 5,0x P/E за 2026 г. (исходя из текущих макропараметров) против среднего значения на уровне 6,4x P/E за 2014-2024 гг.
- При устойчивом ослаблении рубля динамику лучше рынка могут показать акции экспортеров (цветная металлургия, золотодобыча, нефтегаз). Наш прогноз по курсу рубля – 98,8 руб./долл. в 2026 г.
- Акции отдельных компаний, ориентированных на внутренний спрос (банки, розничная торговля, ИТ и электронная коммерция), остаются нашими фаворитами ввиду привлекательной оценки и сохранения двузначных темпов роста, несмотря на сохраняющиеся высокие ставки.
- Мы продолжаем считать, что в условиях высокой неопределенности акции золотодобывающих компаний предоставляют хорошие возможности для хеджирования портфеля, несмотря на рост цен на золото. Придерживаемся позитивного взгляда на акции Полюса.
- Мы считаем, что финансовые результаты нефтегазовых компаний за 3к25 останутся на уровне 2к25 или будут чуть лучше. Соответственно, мы меняем взгляд на сектор, повышая его с Негативного до Нейтрального. Выделяем акции Лукойла.

P/E индекса МосБиржи



Медианная фундаментальная оценка по секторам на 2025 г.



4 Дивиденды на российском рынке акций

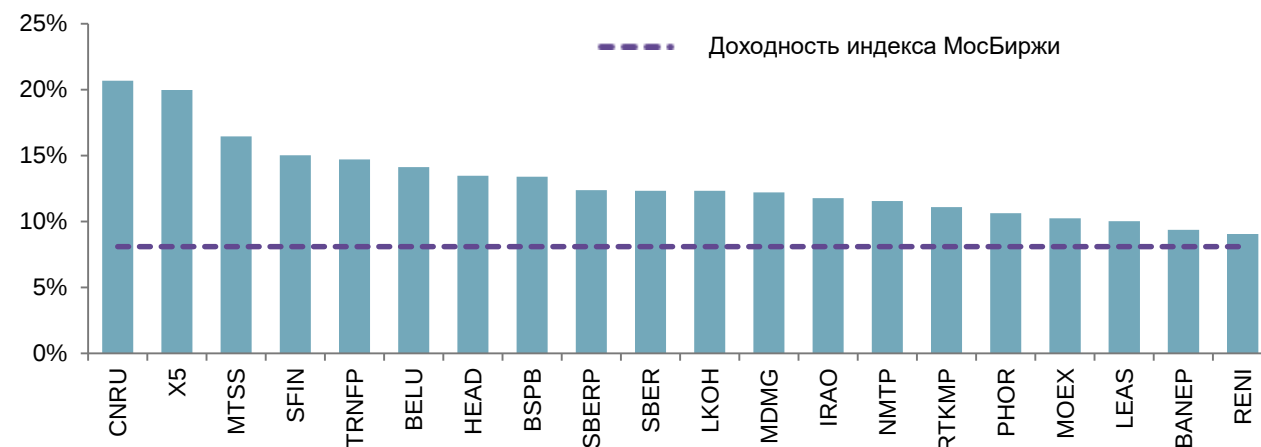
Источники: данные компаний,
оценки и расчеты ВИМ Инвестиции
Расчеты на 25.09.2025 г.



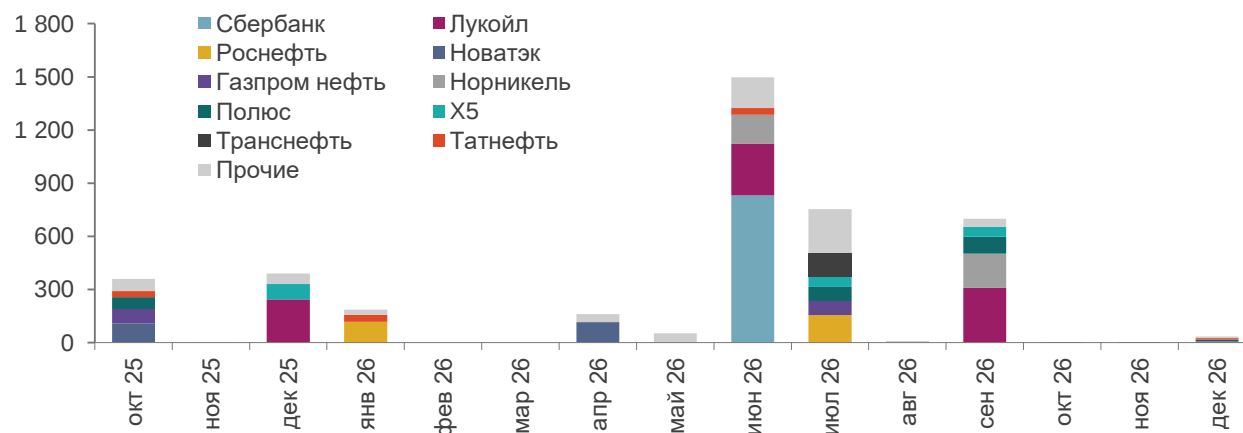
До конца года ожидаем снижение дивидендных выплат по отношению к аналогичному периоду в 2024 г.

- Дивидендную доходность российского рынка акций на горизонте 12 мес. мы оцениваем в 8,4%, что ниже ставки по депозитам и доходности фондов денежного рынка.
- Более низкая дивидендная доходность российского рынка акций связана с финансовыми результатами экспортеров (более 60% в индексе МосБиржи), которые опубликовали ожидаемо слабую отчетность в условиях укрепления рубля.
- Мы ожидаем до конца года распределения еще 800 млрд руб. в дивидендах, (-40% к аналогичному периоду 2024 г.), из которых 155 млрд руб. будет выплачено на акции в свободном обращении (кроме счетов типа С).
- Коэффициент реинвестирования дивидендов, скорее всего, будет на уровне исторических значений (20-30%) на фоне пересмотра ожиданий участников рынка по траектории ключевой ставки.

Дивидендная доходность российских акций на горизонте 12 мес., %



Дивидендные выплаты по месяцам, млрд руб.



4 Секторальные предпочтения

Источники: данные компаний,
оценки и расчеты ВИМ Инвестиции
Расчеты на 25.09.2025 г.



*указан мультипликатор для компании Полюс

**P/BV

***указан мультипликатор для компании Интер РАО

Экспортеры

Внутренне ориентированные сектора

Сектор		Взгляд на сектор	ТОП-пики в секторе	Дивидендная доходность на горизонте 12 мес., %	2026 P/E(медиана)	2026 EV/EBITDA (медиана)
Нефтегазовый сектор		Нейтральный	Лукойл	6,7%	4,0x	1,9x
Металлургия	Золотодобыча*	Позитивный	Полюс	6,6%	6,0x	4,8x
	Черная металлургия	Нейтральный	-	4,6%	4,8x	2,0x
	Цветная металлургия	Умеренно позитивный	Норникель	4,4%	3,0x	2,8x
Финансы (банки)		Умеренно позитивный	Сбербанк Т-Технологии	11,1%	3,5x	0,7x**
Потребительский сектор		Умеренно позитивный	Ozon X5	12,2%	6,6	3,3x
TMT		Позитивный	Яндекс Циан	4,1%	5,6x	2,4x
Транспорт		Нейтральный	Совкомфлот	8,2%	6,3x	2,4x
Электроэнергетика***		Нейтральный	Интер РАО	12,1%	2,2x	0,8x

4 Нефть и газ

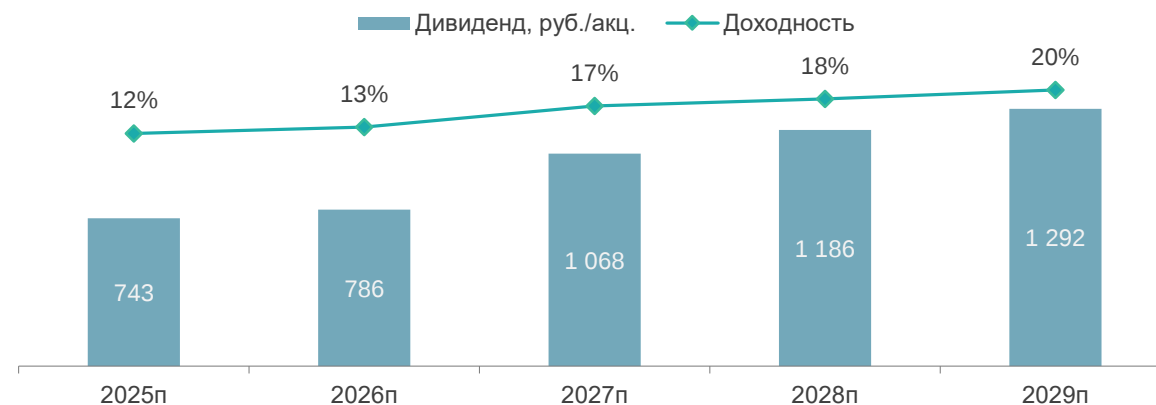
Источники: данные компаний,
оценки и расчеты ВИМ Инвестиции
Расчеты на 25.09.2025 г.



Повышаем взгляд на сектор до Нейтрального

- **Спрос на нефть увеличивается медленнее**, чем ожидалось в начале года, на фоне тарифных войн. По оценкам ОПЕК+, в 2025 г. спрос на нефть вырастет на 1,3 млн барр./сут., однако рост предложения, в том числе со стороны ОПЕК+, компенсирует данный прирост.
- **Мы прогнозируем цену нефти Brent в 4к25 на уровне 66,4 долл./барр.** По нашему мнению, в 1п25 рынок уже отразил в ценах на нефть большую часть негативных ожиданий. Наш прогноз на 4к25 предполагает стабилизацию цены российской нефти у отметки 56 долл./барр. для Urals и 60 долл./барр. для ВСТО.
- **Дисконты на российскую нефть остаются без изменений.** По нашим расчетам, в 3к25 средний дисконт для Urals составит около 11 долл./барр., а для ВСТО – около 4 долл./барр. Мы ожидаем, что дисконты на российскую нефть в 4к25 останутся на уровне 3к25 в случае отсутствия новых внешних ограничений.
- **Компании торгуются со средними P/E и EV/EBITDA за 2026 г. в 5,6х и 2,7х соответственно**, что немногим ниже форвардных мультипликаторов за 2025 г.
- **Результаты нефтегазовых компаний за 2п25 ожидаются на уровне 1п25.** Мы придерживаемся нейтрального взгляда на нефтедобывающие компании. По нашему мнению, при стабилизации цен на нефть на уровне 2к25 постепенное ослабление рубля в 4к25 может позитивно повлиять на финансовые результаты компаний.

Дивиденд на акцию, руб., и дивидендная доходность акций Лукойла (ao), %



Лукойл: рост дивидендов в долгосрочной перспективе

- **EBITDA Лукойла за 1п25 оказалась выше консенсус-прогноза** и показала лучшую динамику в секторе (-12% п/п) с учетом низких цен на нефть и резкого укрепления рубля, что говорит о высокой устойчивости бизнеса к рыночным изменениям.
- **Погашение квазиказначейского пакета – долгосрочный драйвер роста стоимости акций.** По итогам 1п25 на балансе компании находится около 15% собственного капитала. Погашение до 76 млн акций, по нашему мнению, подстегнет рост котировок на фоне увеличения прибыли и дивидендов на одну акцию.
- **По нашим оценкам, дивидендная доходность за 2025 г. составит почти 12%.** В соответствии с решением компании дивиденд за 1п25 не будет учитывать выкуп собственных акций на сумму 654 млрд руб., а количество акций будет уменьшено на 76 млн, подлежащих погашению. Снижение числа акций в будущем, по нашим оценкам, приведет к росту дивидендной доходности до 17-18% уже через два года.
- **Мультипликаторы:** 2,0х EV/EBITDA 2026п , 4,9х P/E 2026п.

ТОП-пики

4 Металлургия

Источники: данные компаний,
оценки и расчеты ВИМ Инвестиции
Расчеты на 25.09.2025 г.



Крепкий рубль негативно сказывается на большинстве компаний сектора из-за их ориентации на экспорт. Рентабельность золотодобычи находится на рекордно высоких уровнях

- **Золото.** Несмотря на то, что цена золота превысила фундаментально обоснованный уровень примерно в 2500 долл./унц., преобладает, скорее, риск ее дальнейшего роста на фоне стабильных покупок центральных банков и ETF, начала цикла снижения ставок, а также геополитической напряженности
- **Цветные металлы и МПГ.** Рынок меди остается в состоянии дефицита, который усиливается бурным ростом инвестиций Китая в локальную электросетевую инфраструктуру. Низкий уровень запасов в мире в совокупности с сильным спросом и перебоями в производстве могут привести к переоценке металла. После ралли цен на МПГ ситуация уже не выглядит кризисной. Дальнейший рост, на наш взгляд, будет определяться темпами смещения интереса покупателей от электрокаров в пользу гибридных версий авто.
- **Удобрения.** Цены на DAP взлетели во 2к25 как на фоне ограничения объемов экспорта Китаем, так и на фоне роста цен на необходимое в производстве сырье. Сильный спрос со стороны Индии дополнительно поддержал цены. Текущие уровни цен находятся выше фундаментально обоснованных (по нашим оценкам, 600-615 долл./т).
- **Сталь и уголь.** Рынок стали, несмотря на прохождение дна, остается под давлением жесткой ДКП. Мы пока не видим предпосылок для разворота ситуации на рынке. Рынок коксующегося угля также остается слабым на фоне сокращения глобального спроса. Регуляторное ограничение добычи в Китае могло бы способствовать восстановлению рынка в среднесрочной перспективе.

Чувствительность основных экспортеров сектора к курсу рубля

Чувствительность EBITDA 12М* к курсу	75		80		Спот 83		90		100		Курс USD/RUB 110	
	75	80	83	90	100	110	75	80	90	100	110	
Полюс	-12%	-4%	0%	10%	24%	39%						
Норникель	-18%	-7%	0%	16%	38%	61%						
Фосагро	-20%	-8%	0%	18%	43%	69%						
Алроса	-28%	-11%	0%	25%	60%	95%						
Русал	-101%	-38%	0%	89%	215%	342%						

Доходность FCF 12М при разном курсе	75		80		Спот 83		90		100		Курс USD/RUB 110	
	75	80	83	90	100	110	75	80	90	100	110	
Полюс	11%	11%	11%	12%	12%	13%						
Норникель	6%	8%	9%	11%	13%	15%						
Фосагро	8%	10%	12%	15%	20%	25%						
Алроса	-7%	-4%	-2%	2%	8%	14%						
Русал	-25%	-16%	-11%	-1%	10%	20%						

* - в рублевом выражении

Полюс

- При текущих ценах и курсе рубля привлекательным среди компаний сектора остается лишь Полюс, торгуясь на уровне 4,7х EV/EBITDA 12м против среднего исторического уровня 7,0х. Акции Полюса торгуются с доходностью FCF около 11-12% на год вперед (даже за вычетом капзатрат на развитие).
- Месторождение Сухой Лог может увеличить объем производства Полюса почти на 70%, а EBITDA – почти на 100% относительно 2024 г. Однако запуск проекта произойдет не ранее 2028 г.

Норникель

- После роста акции Норникель торгуется с 6,0х EV/EBITDA 12м при текущих ценах, что уже не выглядит привлекательно. Тем не менее компания остается одним из ключевых бенефициаров ослабления рубля (падения курса на 10% увеличивает EBITDA на 20-25%), а также мы ожидаем роста котировок меди.
- Несмотря на рост мультипликатора, при прогнозных значениях цен на металлы и курсе рубля оценка опускается до 4,2х с валютной доходностью FCF около 15%.

ТОП-лики

4 Банковский сектор

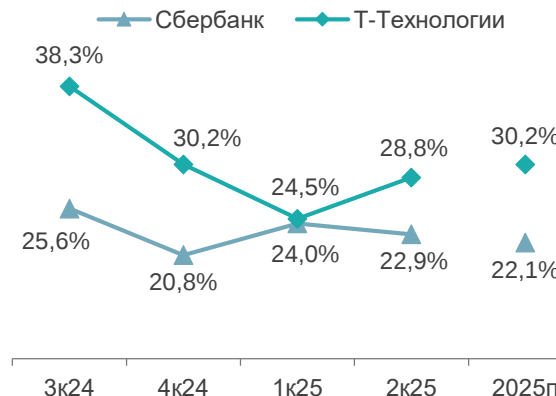
Источники: данные компаний,
оценки и расчеты ВИМ Инвестиции
Расчеты на 25.09.2025 г.



Снижение ключевой ставки запускает восстановление спроса на кредиты в 2025-2026 гг. Впрочем, давление на ЧПМ и создание резервов могут по-прежнему влиять на ЧП в 2п25

- **Спрос на кредиты растет?** По данным ЦБ и нашим оценкам, за 7м25 кредитный портфель банков вырос на 0,5% (в том числе рублевый портфель увеличился на 2,0% с начала года и на 1,0% м/м в корпоративном сегменте). Снижения ключевой ставки ЦБ в июне-сентябре недостаточно для активного роста портфеля. Однако смягчение ДКП в 2026 г. может способствовать восстановлению спроса и предложения.
- **Стоимость риска прошла пик?** Мы по-прежнему ожидаем вызревания кредитов с низким качеством, выданных в период высоких ставок, и создания дополнительных резервов по этой части портфеля. Между тем снижение ключевой ставки ЦБ может способствовать улучшению качества портфеля и предотвратить дальнейший рост стоимости риска.
- **Фокус на эффективности.** Давление на ЧПМ вместе со снижением КС усиливает необходимость роста доходов от комиссионных и небанковских бизнесов, таких как страхование, факторинг и прочие. Контроль за ростом расходов также способствует сохранению высокой рентабельности капитала.
- **Регулирование остается жестким.** Последние изменения в регулировании и планы ЦБ на ближайшие годы подтверждают наш взгляд, что Банк России продолжит свой курс на увеличение стабильности банковского сектора через требования контроля распределения капитала.
- **Риски:** ухудшение макроэкономической ситуации, давление со стороны высокой конкуренции в секторе, давление регулирования, ухудшение качества активов.

Рентабельность капитала



Чистая процентная маржа



Сбербанк: дивидендная история при рентабельности капитала 22%

- Результаты Сбербанка по РСБУ за 8м25 (чистая прибыль 1120 млрд руб., рентабельность капитала 22%) свидетельствуют о том, что рентабельность капитала по итогам 2025 г. может быть выше 22%, несмотря на вероятное давление на ЧПМ и рост стоимости риска. Норматив достаточности капитала Н1.0 на 31 августа 2025 г. составил 12,8% при регуляторном минимуме 8,0%.
- **Мультипликаторы:** 0,76x P/B 2026п, 3,7x P/E 2026п. Дивидендная доходность на следующие 12 месяцев 12%.

Т-Технологии: эффективное использование капитала и развитие экосистемы

- Период активного роста клиентской базы Т-Технологий до 52 млн чел. сменяется фазой активной монетизации текущих клиентов за счет кросс-продаж небанковских бизнесов. С нашей точки зрения это поддержит рост доходов группы, а фокус на проектах с рентабельностью выше 30% будет способствовать достижению цели по общей рентабельности свыше 30% и росту ЧП на 40% г/г.
- **Мультипликаторы:** 1,0x P/B 2025п, 3,8x P/E 2025п. Дивидендная доходность на следующие 12 месяцев 5%.

ТОП-лики

4 Потребительский сектор

Источники: данные компаний,
оценки и расчеты ВИМ Инвестиции
Расчеты на 25.09.2025 г.

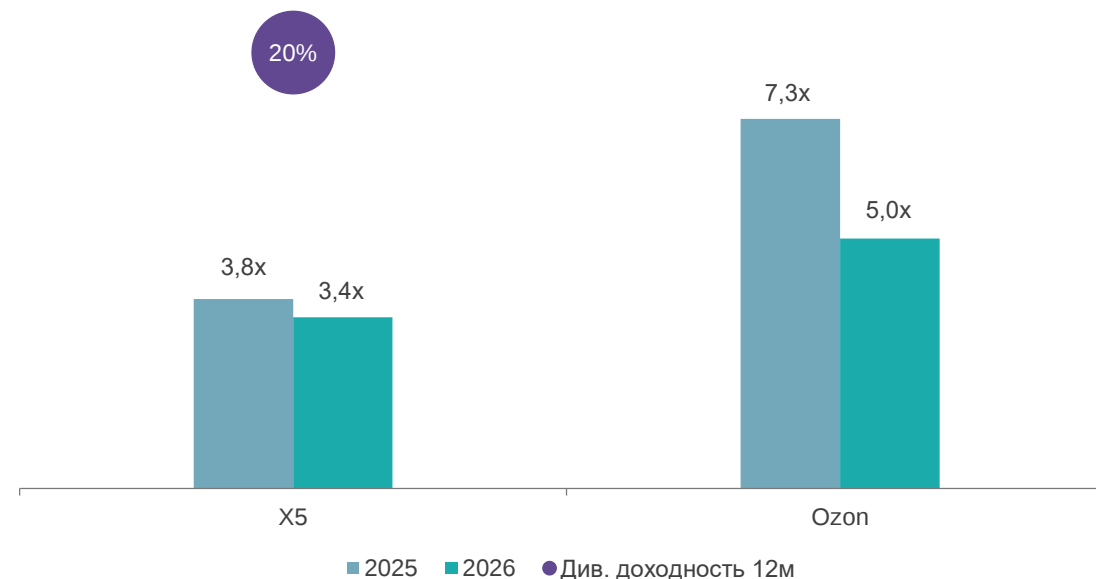


Рост заработных плат будет стимулировать потребительскую активность. Выделяем акции компаний, способных поддерживать высокие темпы органического роста

Тренды в секторе

- **Рентабельность и рост.** Поддержание рентабельности оставалось вызовом для компаний сектора в 1п25. Рост номинальных зарплат поддерживает спрос и позволяет розничным сетям снижать инвестиции в промоактивность. В то же время увеличение расходов на персонал создавало риски для рентабельности. Мы прогнозируем высокие темпы роста в сегменте (выручка X5 +20% г/г, оборот Ozon в 2025 г. +40% г/г). При этом лидеры сектора показывают позитивную динамику рентабельности: X5 показала рентабельность по скорректированной EBITDA в 6,5% во 2к25, что подкрепляет ожидания рентабельности по итогам 2025 г. не менее 6%, а менеджмент Ozon увеличил прогноз годовой скорректированной EBITDA до 100-120 млрд руб.
- **Рост конкуренции с e-com.** Крупнейшие маркетплейсы расширяют лидерство, а непродовольственная розница сталкивается с сильной конкуренцией со стороны лидирующих e-com игроков, что находит отражение в низком росте специализированных сетей (Fix Price), а также слабой динамике зрелых магазинов. Продуктовые ритейлеры развивают онлайн-сегменты (X5 сохраняет лидерство в сегменте e-grocery, ожидаем роста выручки X5 в сегменте на уровне 50% в 2025 г.).
- **Развитие дискаунтеров.** Сегменты жестких дискаунтеров и e-grocery продолжают расти опережающими темпами. Акции X5 – экспозиция на тренд, помимо e-grocery группа активно развивает сеть жестких дискаунтеров Чижик, численность которой, по нашим оценкам, в 2025 г. превысит 3 тыс. магазинов.

Мультипликатор EV/EBITDA и дивидендная доходность



X5

- **Лидер ритейла:** высокие темпы роста продаж (+20% в 2025 г.) и высокая дивидендная доходность (20% на следующие 12 месяцев).
- **Мультипликаторы:** 3,4x EV/EBITDA и 6,7x P/E за 2026 г.

Ozon

- **Рост и рентабельность:** компания поддерживает высокие темпы роста оборота в 30-40%, а скорректированная EBITDA за 2025 г. составит 100-120 млрд руб. (40 млрд руб. в 2024 г.).
- **Мультипликаторы:** 0,2x EV/GMV и 5,0x EV/EBITDA за 2026 г.

ТОП-лики

4 Технологии

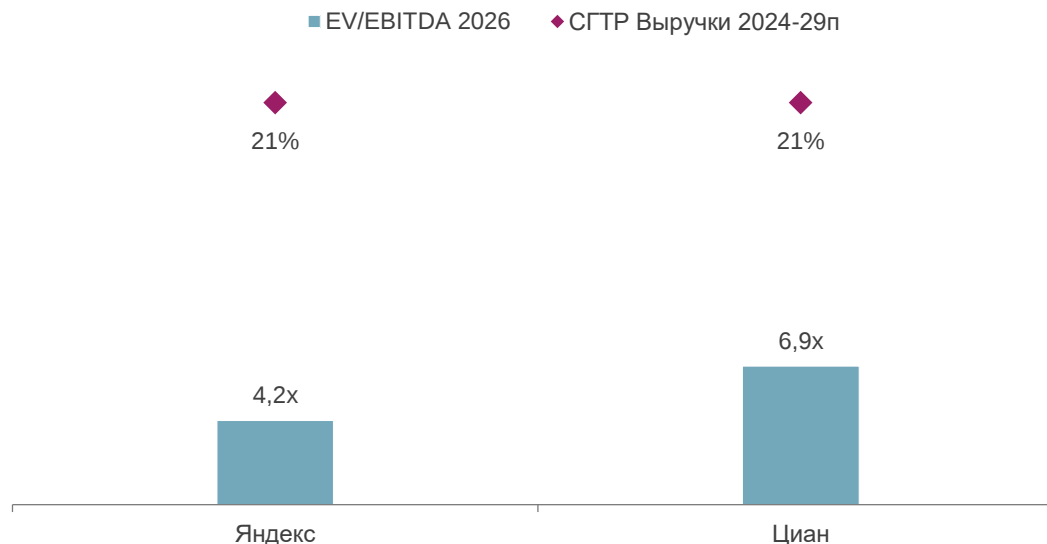
Источники: данные компаний,
оценки и расчеты ВИМ Инвестиции
Расчеты на 25.09.2025 г.



В 4к25 высокая ставка будет сдерживающим фактором для сектора. Выделяем акции Яндекса и Циана

- **Рынок интернет-рекламы демонстрирует устойчивый рост.** По данным АКАР, в 1п25 сегмент интернет-рекламы вырос на 10% г/г, а по итогам всего 2025 г. рост может составить 11% (прогноз Okkam). При этом рынок ритейл-медиа (каналы e-commerce), бенефициаром которого является и Яндекс, может увеличиться более чем на 70% г/г.
- **Оптимизация ИТ-бюджетов сдерживает рост.** Несмотря на некоторое смягчение ДКП, сохраняющиеся высокие ставки ведут к оптимизации ИТ-бюджетов заказчиков, что лежит в основе нашего осторожного взгляда на ряд производителей ПО. В долгосрочной перспективе российский рынок ПО сохраняет привлекательные темпы роста на фоне цифровизации и импортозамещения. В 2024-2030 гг. рынок российских СУБД и инструментов обработки данных будет расти в среднем на 16% в год (прогноз ЦСР), рынок кибербезопасности – на 15% в год (прогноз Б1), а рынок российского инфраструктурного ПО – на 15% в год (прогноз Strategy Partners).
- Циан может стать бенефициаром **постепенной нормализации на рынке недвижимости и реализации отложенного спроса.**
- Яндекс активно развивает такие перспективные направления, как **ИИ, роботизация и беспилотные технологии**, что может стать новой точкой роста компании.
- **Ключевые риски:** макроэкономика, конкуренция, дефицит ИТ-кадров, регулирование, более низкие дивиденды, сокращение ИТ-бюджетов.

Мультипликаторы компаний Яндекс и Циан



Яндекс

- **Ведущая технологическая компания в России.** Компания предлагает клиентам диверсифицированный портфель сервисов и демонстрирует высокие темпы роста с потенциальным улучшением рентабельности.
- **Мультипликаторы:** 6,3x и 4,2x EV/EBITDA за 2025-2026 гг., дисконт более 30% к российскому технологическому сектору.

Циан

- **Улучшение динамики финансовых показателей в 2п25 и специальный дивиденд.** По нашим оценкам, доходность специального дивиденда может составить около 21%. Выплата может состояться до конца 2025 г.
- **Мультипликаторы:** 11,0x и 6,9x EV/EBITDA за 2025-2026 гг.

ТОП-лики

4 Транспорт

Источники: данные компаний,
оценки и расчеты ВИМ Инвестиции
Расчеты на 25.09.2025 г.



*FCFE – свободный денежный поток на собственный капитал

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

Морская транспортировка

- Мы ожидаем, что в 4к25 рост операционных и финансовых показателей Совкомфлота продолжится. По итогам 2к25 компания продемонстрировала разворот динамики финансовых результатов и рост скорректированной EBITDA на 50% к/к. По нашим оценкам, дальнейшее сокращение судов в простое улучшит коммерческую загрузку конвенционального флота на конец 2025 г. до 70% против 32% на конец 1к25.

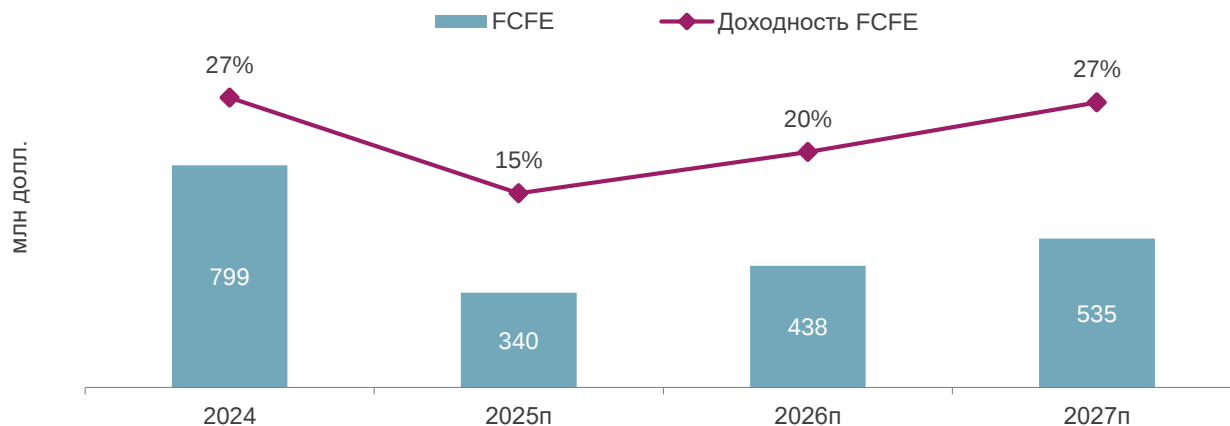
Портовые услуги

- Выручка НМТП по итогам 1п25 не изменилась относительно 1п24. Сокращение выручки от бункеровки почти в 3 раза в годовом сопоставлении нивелировало положительное влияние роста тарифов на перевалку. Мы оцениваем дивидендную доходность акций НМТП в 11% по итогам 2025 г.

Авиаперевозки

- Во 2к25 темпы роста доходной ставки Аэрофлота продолжились снижаться. Во 2к25 рост показателя составил 5% г/г (против 7% г/г и 14% г/г в 1к25 и 4к24 соответственно). Это ниже наших изначальных ожиданий. Динамика доходной ставки Аэрофлота окажется слабой до конца 2025 г., что приведет к росту выручки за 2025 г. на 8% г/г (против 40% г/г в 2024 г.).
- Демпферные выплаты остаются рекордно низкими. По нашим оценкам, в 2025 г. объем выплат сократится в 4 раза к уровню 2024 г. Придерживаемся нейтрального взгляда на акции Аэрофлота.

Прогноз динамики FCFE* Совкомфлота



Совкомфлот

- Доходность FCFE* 2025 г. на уровне 20%. По нашим расчетам, в 2025-2027 гг. Совкомфлот продемонстрирует среднюю доходность FCFE* на уровне 22% за счет обслуживания промышленных проектов на шельфе РФ, улучшения коммерческой загрузки конвенционального флота и низких капитальных затрат.
- Чистая денежная позиция в следующие три года увеличится. По нашим оценкам, чистая денежная позиция в пересчете на акцию составит 45 руб. (50% от текущей цены).
- Перспективы роста акционерной стоимости за счет приобретения судов на вторичном рынке. В случае снятия ограничений Совкомфлот может вернуться к приобретению судов на вторичном рынке. По нашим расчетам, 15-летний танкер Aframax может принести до 17% IRR на всем сроке полезного использования.
- Мультипликаторы: 2,4x EV/EBITDA 2025п, 6,5x P/E 2026п.

4 Сектор электроэнергетики

Источники: данные компаний,
оценки и расчеты ВИМ Инвестиции
Расчеты на 25.09.2025 г.

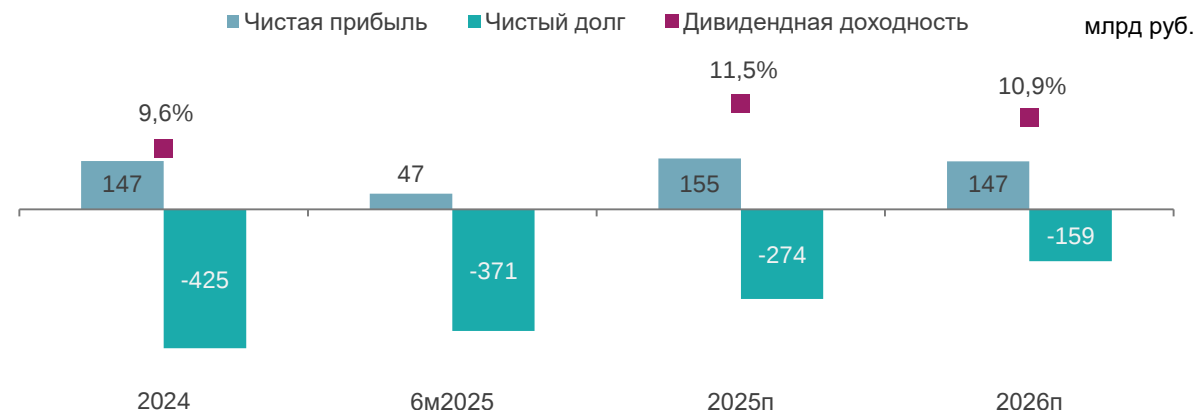


Для своевременного покрытия потребностей экономики и населения в электроэнергии нужны масштабные инвестиции в обновление генерирующих мощностей и электросетей

Тренды в секторе:

- **Новые риски энергодефицитов.** В утвержденных стратегических документах энергетического планирования РФ отмечаются риски возникновения дефицита электроэнергии и мощности во многих энергорайонах РФ в ближайшие годы, для предотвращения которых необходим ввод 90 ГВт новой и модернизация 64 ГВт действующей генерации.
- **Масштабная инвестиционная программа.** Стоимость реализации проектов отрасли оценивается в 5,8 трлн руб. в 2024-2030 гг. и почти 43 трлн руб. до 2042 г. По данным Минэнерго, недофинансирование электроэнергетики превышает 40 трлн руб. на обновление объектов генерации и 16 трлн руб. на развитие электросетевого хозяйства.
- **Поиск источников финансирования.** Рост процентных ставок привел к снижению доступности кредитования и промышленной ипотеки. Даже с учетом господдержки многие компании откладывают масштабные инвестиции.
- **Перенос сроков реализации проектов.** Компании сдвигают сроки реализации проектов или отказываются от них из-за ухода иностранных производителей оборудования, удорожания оборудования, отсутствия отечественных аналогов.

Прогноз чистой прибыли и оценка 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, что, однако, меньше типичного уровня выплат по сектору (50%).
- **Мультипликаторы:** 2,1x, 2025п P/E, 0,3x 2025п EV/EBITDA.
- **Риски:** рост цен на оборудование, сервисные услуги и топливо, зависимость финансовых результатов от государственной стратегии в области технологического суверенитета.

ТОП-лики

5

Глобальные рынки



5 Экономика США

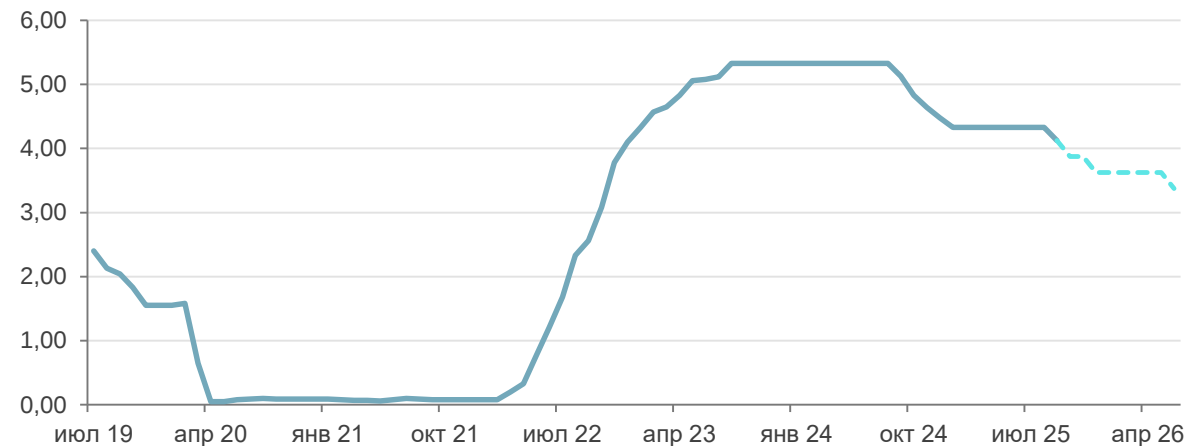
Источники: Аналитические информационные агентства,
оценки и расчеты ВИМ Инвестиции



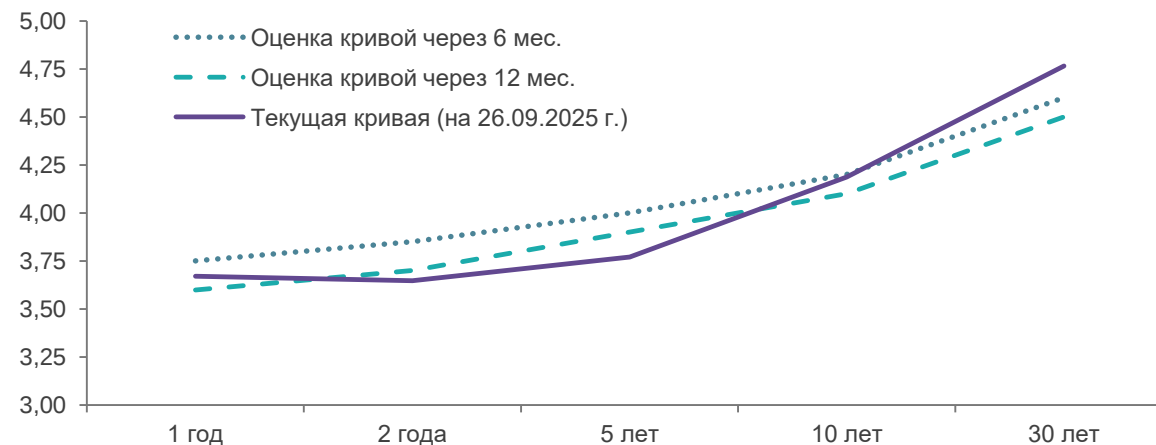
Торговые соглашения и налоговые льготы снизят риски рецессии в США

- Снижение администрацией президента Трампа торговых пошлин и утверждение пакета налоговых льгот для бизнеса сняли опасения относительно наступления рецессии в США в 2025 г.
- Впрочем, в 2025 г. рост американского ВВП, по нашей оценке, замедлится до 1,8% г/г после 2,8% г/г в 2024 г.
- ФРС США снизила ставки в 2024 г. до 4,25-4,50% и взяла паузу. В сентябре 2025 г. возобновилось смягчение ДКП – ставки опустились в диапазон 4,00-4,25%. До конца года ожидаем их снижения суммарно еще на 50 бп. Прогнозируем доходность 10-летних гособлигаций США на уровне 4,2% на конец 2025 г.
- С учетом принимаемых властями США решений мы ожидаем, что инфляция останется стабильной, но несколько выше целевых значений в 2%. Оцениваем, что даже к концу 2026 гг. базовый индекс PCE будет в районе 2,8%. Риски повторного повышения торговых пошлин сохраняются.
- Розничные продажи в США значительно выросли в августе – на 0,6% м/м (5% г/г) против консенсуса 0,2% м/м. В июле отмечался высокий спрос на автомобили, в августе розничные продажи без учета авто выросли на 0,7% м/м.
- С учетом ослабления рынка труда (в августе безработица выросла до 4,3%, в экономике было создано всего 22 тыс. новых рабочих мест) рост цен на товары может сдерживать потребительские расходы населения в 4к25.

Эффективная ставка ФРС с прогнозом, %



Оценка кривой доходности гособлигаций США, %



5 Экономика Китая

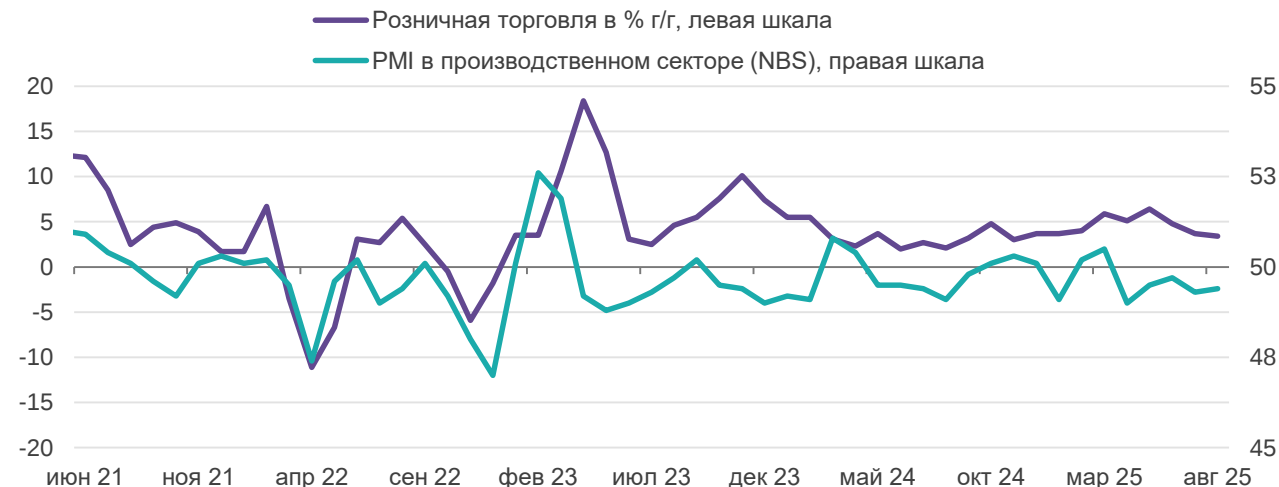
Источники: Аналитические информационные агентства,
оценки и расчеты ВИМ Инвестиции



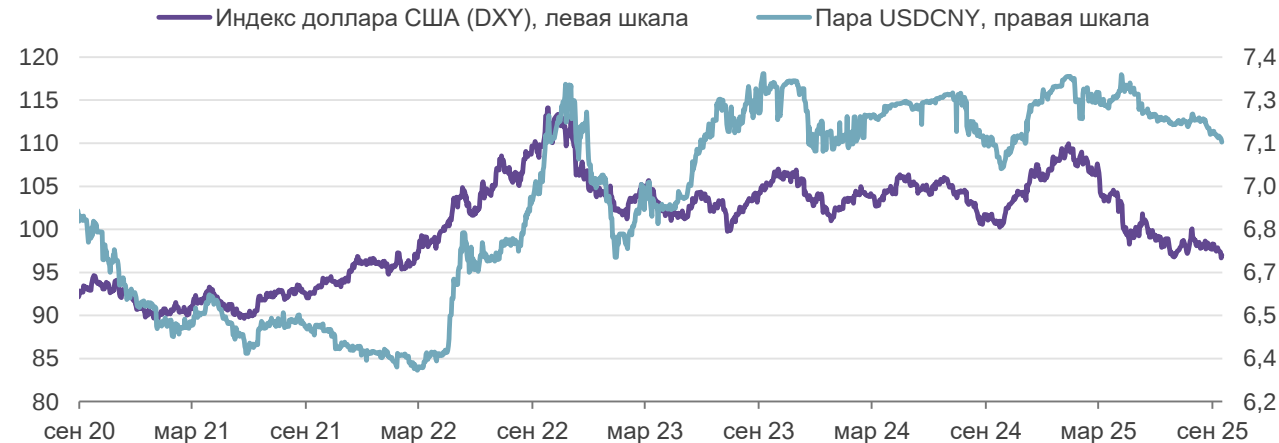
Торговое перемирие и фискальные стимулы поддержат экономический рост в Китае

- Темпы роста ВВП Китая в 2025-2026 гг. составят, по нашей оценке, 5,0% г/г. Хотя напряженность во внешней торговле спала, индикаторы деловых настроений в Китае продолжают снижаться. Ожидаем, что власти КНР примут меры фискального стимулирования для поддержки внутреннего потребления – одна из приоритетных целей.
- Рост розничных продаж в июле и августе замедлились до 3,7% г/г и 3,4% г/г соответственно после 4,8% г/г в июне. Причем в августе темп роста был минимальным в этом году.
- С сентября началась программа субсидирования процентных ставок по потребительским кредитам сроком на один год. В 2025 г. была продлена масштабная программа трейд-ин – субсидирования покупки потребительских товаров.
- Ожидаем в 2025 г. снижения ставки 7-дневного репо на 20 бп, до 1,2%. Норматив обязательного резервирования для китайских банков (RRR), по нашим прогнозам, может быть снижен еще на 50 бп, до 7,0%, что высвободит ликвидность дополнительно на 2 трлн юаней.
- Полагаем, что пара USDCNY в конце 2025 г. будет ближе к 7,1 – торговая сделка с США предполагает, что Китаю не потребуются масштабные меры экономической поддержки и ослабление юаня.
- Впрочем, в 2026 г. доллар может начать восстанавливать утраченные в этом году позиции и перейдет к укреплению на глобальном рынке – курс юаня вернется к 7,3 к концу следующего года.

Индекс деловой активности и розничные продажи в Китае



Динамика пары USDCNY и индекса доллара США (DXY)



5 Пара EURUSD

Источники: Аналитические информационные агентства,
оценки и расчеты ВИМ Инвестиции



Снижение ставок ФРС окажет давление на доллар. Наш прогноз по паре EUR / USD – 1,20 на конец 2025 г.

- Несмотря на активные заимствования Минфина США после повышения потолка госдолга в июле 2025 г., доходности казначейских облигаций упали на фоне усилившихся ожиданий снижения ставок ФРС.
- От ФРС рынок ждет понижения ставки до 2,75-3,00% до конца 2026 г. Импортные пошлины пока не привели к заметному росту инфляции в США, но вызвали опасения относительно роста американской экономики. При этом ЕЦБ закончил цикл понижения ставок в еврозоне.
- После 3-месячной паузы администрация США вновь начала вводить торговые пошлины против большого количества стран, что играет против доллара.
- В текущей ситуации, когда сохраняются ожидания продолжения цикла снижения ставок ФРС, при этом экономика США продолжает показывать умеренные темпы роста, доллар, скорее, будет под давлением.
- Доллар может перейти к росту, если экономика США начнет замедляться, что вызовет сворачивание аппетитов к риску на рынках.

Долгосрочная корреляция EUR / USD и разницы ставок США и Германии



Реальный эффективный курс доллара к корзине валют показывает, что курс доллара переоценен по историческим меркам (2020 г. - 100)



5 Рынок нефти

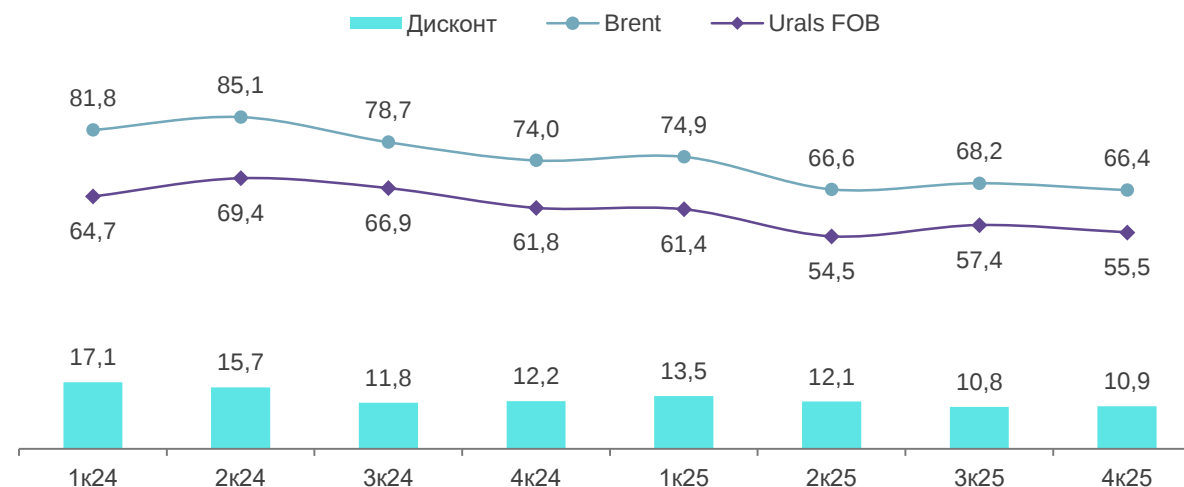
Источники: ОПЕК, МЭА, Минэнерго США,
оценки и расчеты ВИМ Инвестиции



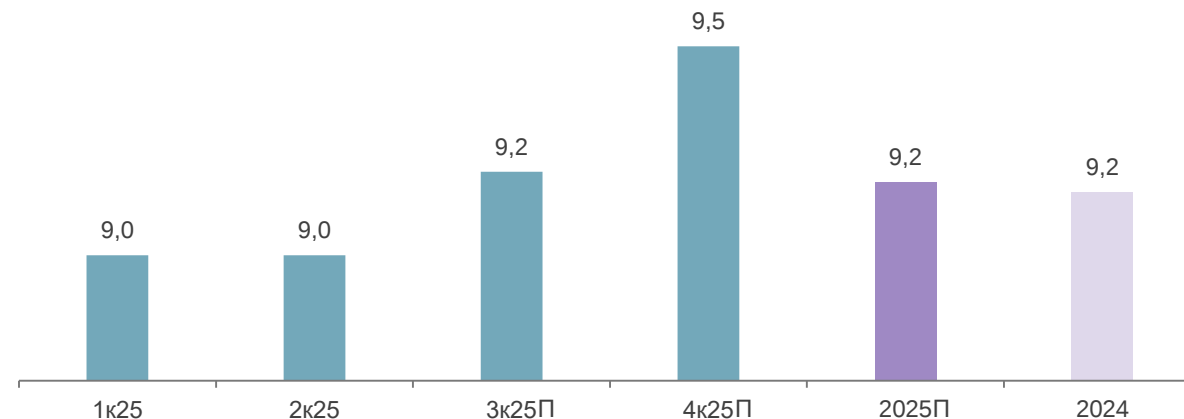
Наш прогноз средней цены нефти Brent в 2025 г. – 69 долл./барр.

- Спрос на нефть продолжает увеличиваться, но более низким темпом, чем ожидалось в начале года. По оценкам ОПЕК+, спрос на нефть в 2025 г. увеличится на 1,3 млн барр./сут. Мы считаем, что рост спроса будет компенсирован ростом предложения, в результате цена Brent останется на низком уровне.
- В сентябре ОПЕК+ завершит смягчение добровольных ограничений для восьми стран. К концу года добыча ОПЕК+ увеличится на 2,673 млн барр./сут. (относительно января 2025 г.) с учетом компенсаций.
- В 2025 г. добыча находится на уровне ниже квоты – за первые 7м25 суммарное отставание от квот с учетом компенсаций составляет 196 тыс. барр./сут. Мы ожидаем, что, при отсутствии новых тарифных ограничений цена на нефть Brent в 4к25 составит 66,4 долл./барр.
- Мы ожидаем снижения средней цены нефти Brent с 79,9 долл./барр. в 2024 г. до 69,0 долл./барр. в 2025 г. Основная причина – замедление роста мировой экономики, усиленное торговыми пошлинами.
- При отсутствии новых внешних ограничений мы закладываем сохранение скинтов для российской нефти на уровне 3к25 и налоговой цены на уровне 57,5 долл./барр. в 4к25.

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



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



5 Золото

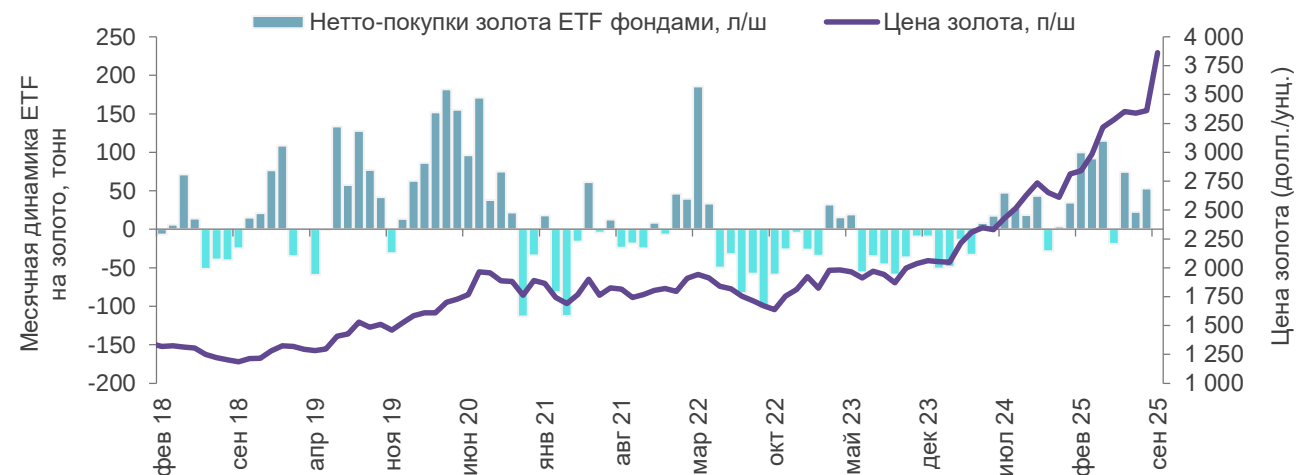
Источники: Аналитические информационные агентства,
оценки и расчеты ВИМ Инвестиции
*Рентабельность 90-го перцентиля



Наш прогноз – 3700 долл./унц. в среднем в 4к25

- С начала 2025 г. цены на золото демонстрировали бурный рост и превысили отметку 3800 долл./унц., еще сильнее оторвавшись от фундаментально обоснованных уровней в 2500 долл./унц. (исторически цены на золото превышают маржинальные затраты на 10-15%).
- Росту цены золота способствуют следующие факторы:
 - > Рекордные покупки золота мировыми ETF – с мая 2024 г. по август 2025 г. было закуплено 612 т (около 10% годового физического спроса);
 - > Нарращивание центральными банками золота в резервах по мере ухода от доллара. Последний опрос World Gold Council мировых ЦБ показал, что в ближайшие годы тренд на увеличение доли золота в резервах, вероятно, сохранится;
 - > Риски в глобальной экономике на фоне трений в международной торговле;
 - > Продолжающийся цикл снижения процентных ставок в США, ЕС и Китае – золото становится привлекательнее снижающихся ставок по депозитам и облигациям;
 - > Геополитические риски.
- Действие данных факторов вряд ли ослабнет. До конца года они продолжают оказывать поддержку золоту – цена будет удерживаться выше фундаментальных уровней.
- Золото в российской инфраструктуре выступает в качестве защиты от девальвации рубля.

Покупки золота ETF-фондами



Уровень рентабельности золотодобытчиков

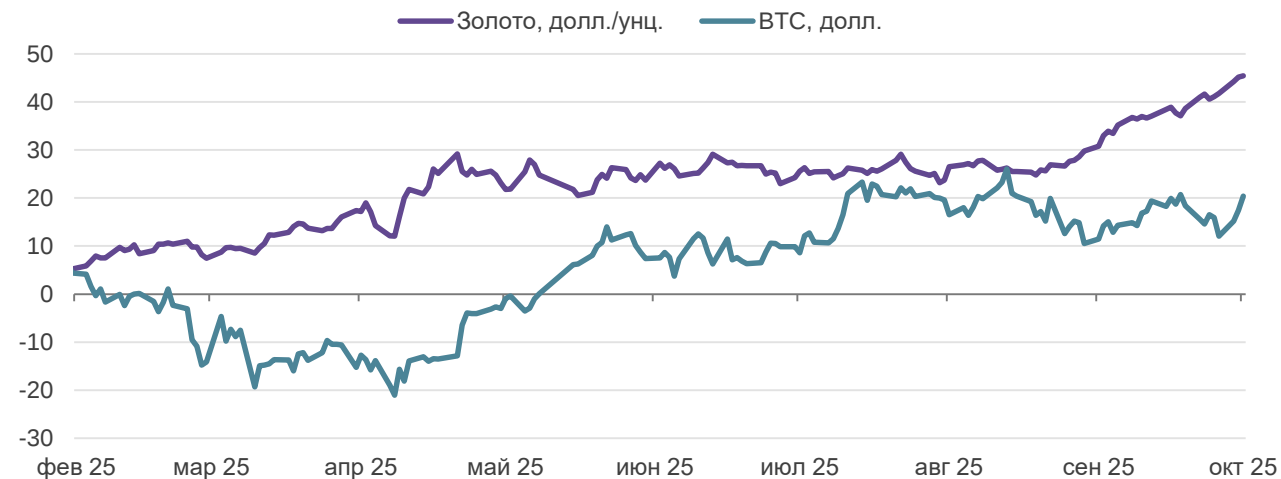


5 Биткоин

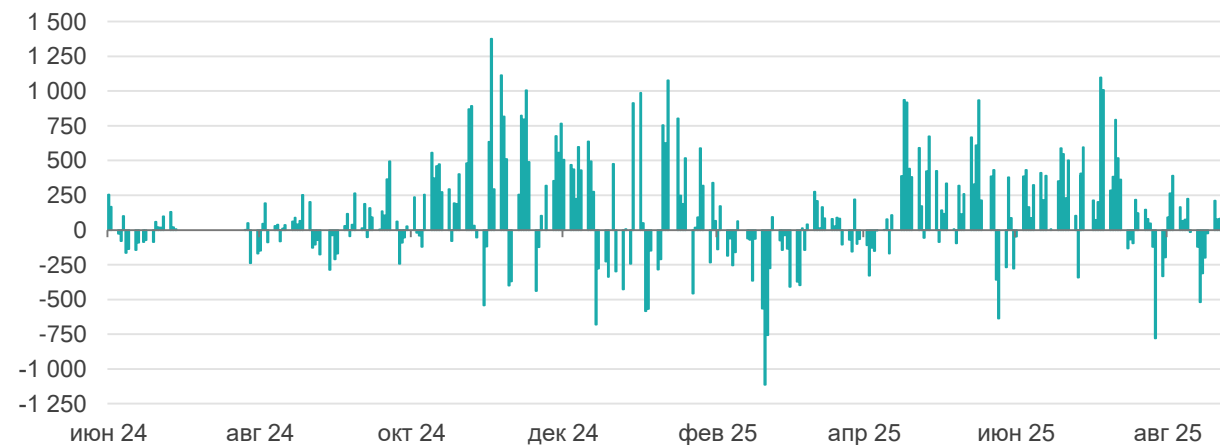
Регуляторные инициативы в США и потоки в биткоин – позитивные катализаторы

- Наш прогноз цены биткоина на 12 мес. – 150 тыс. долл. Мы ожидаем поддержку биткоину со стороны законодательных инициатив в США, продолжения смягчения монетарной политики мировыми ЦБ, принятия мер фискального стимулирования в Китае.
- > 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.
- > В конце августа этого года наблюдались притоки капитала в ETF-фонды на биткоин в США. Последняя неделя завершилась чистым притоком на уровне 417 млн долл., что указывает на позитивный сентимент.
- > Ожидаемый запуск Китаем стейблкоинов, привязанных к юаню, вероятно, приведет к легализации биткоина, что откроет новый источник спроса. Чистый объем богатства китайских домохозяйств – 85 трлн долл., или около половины от уровня богатства домохозяйств США.
- > Годовой рост денежной массы (M2) в США ускорился до 4,8% г/г в июле 2025 г., что выше средних темпов 2024 г.; номинальный объем M2 достиг 22,1 трлн долл. В Китае M2 в июле выросла на 8,8% г/г, что указывает на сохранение широкой кредитной поддержки, несмотря на слабый частный спрос.

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

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



- Доля физических лиц на российском рынке акций возросла на фоне ухода иностранных инвесторов – в августе 2025 г. она составила 70% от общего объема торгов.
- В 2023-2025 гг. фондовый рынок стал больше зависеть от сентимента розничных инвесторов.

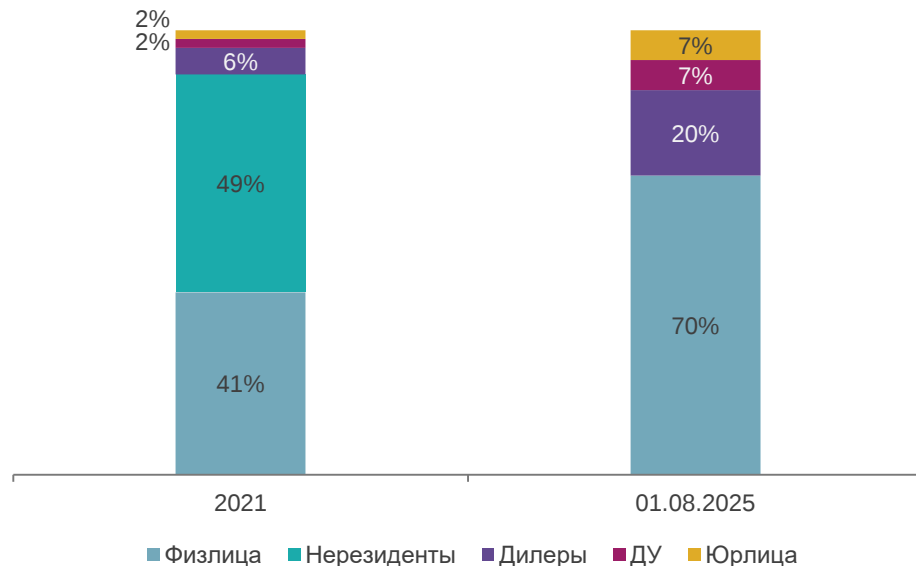
«ПОРТФЕЛЬ ЧАСТНОГО ИНВЕСТОРА» – ТОП-10 АКЦИЙ*

~86%

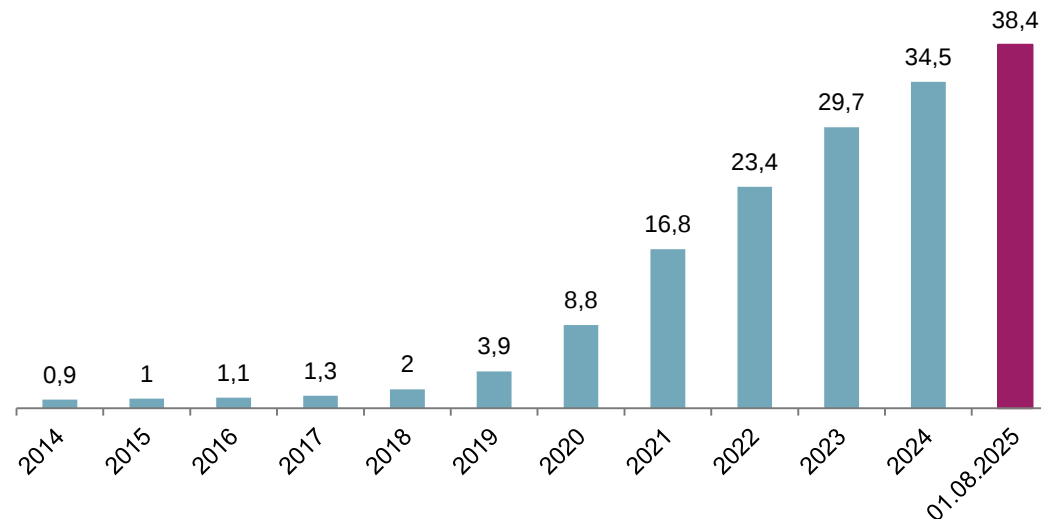
Доля акций стоимости в портфеле частного инвестора

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

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



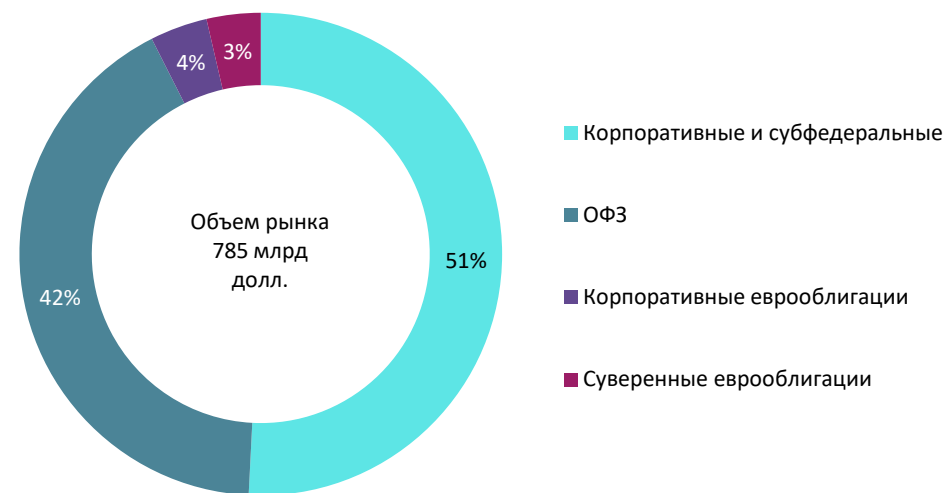
- Объем российского рынка инструментов с фиксированной доходностью превышает 785 млрд долл. (около 63 трлн руб.)
- Российский рынок облигаций включает в себя емкий рынок внутреннего долга в национальной валюте, на который приходится более 4/5 рынка.

- 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:

- 58 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 и транспортного секторов.
- Основную роль играют институциональные инвесторы (банки, пенсионные фонды и др.), доля физических лиц в объеме торгов составляет 34% (август 2025 г.).
- Доля нерезидентов в ОФЗ на 1 сентября 2025 г. составила 3,8%, или 1 трлн руб. (данные ЦБ РФ).

Структура рынка локальных облигаций



Рынок корпоративных рублевых облигаций по отраслям



6 Рынок валютных облигаций

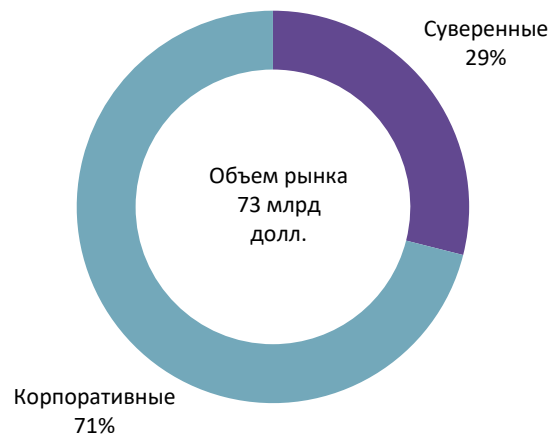
Источники: МосБиржа, Cbonds,
оценки и расчеты ВИМ Инвестиции



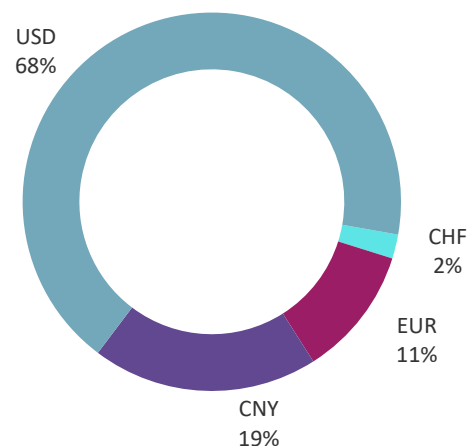
Российский рынок локальных валютных облигаций это:

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

Структура рынка российских валютных облигаций



Структура российских валютных облигаций



Российские валютные корпоративные облигации по секторам



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

Настоящий документ и содержащиеся в нем сведения предназначены исключительно для информационных целей. Документ не рассматривается и не должен рассматриваться как предложение АО ВИМ Инвестиции о покупке или продаже каких-либо финансовых инструментов или оказания услуг какому-либо лицу, не 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