

# Стратегия

2026



## Год начался неспокойно



## Оглавление:

Лучшие Инвестиционные Идеи.....	3
Summary .....	10
Макроэкономика .....	10
Что происходит в мировой экономике .....	17
Экономика основных регионов.....	20
США .....	20
Еврозона.....	32
Китай .....	39
Россия .....	46
Мировые фондовые индексы .....	59
Долговой рынок.....	72
Внешний контур.....	72
Внутренний контур: инвалютные инструменты .....	74
Рублевые облигации .....	76
Сырьевые рынки .....	83
Нефть.....	83
Золото .....	95
Серебро .....	104
Валютный рынок .....	109
Индекс доллара (DXY) .....	109
Пара EUR/USD.....	111
Пара USD/RUB .....	114
Пара USD/CNY.....	116
Пара CNY/RUB.....	119



## Лучшие инвестиционные идеи

### Россия

В российском **нефтегазовом секторе** есть ряд защитных дивидендных историй, а также компаний, чья деятельность строится не только вокруг их нефтедобывающего бизнеса. Акции таких эмитентов способны расти даже при относительно негативной конъюнктуре на рынке нефти. В то же время газовые компании могут быть ставкой на рост экспорта в среднесрочной перспективе.

Стабилизация ситуации в российской экономике и дальнейшее снижение процентных ставок будут способствовать активизации кредитования и снижению давления на качество активов банков в 2026 году, также **финансовый сектор** должен стать бенефициаром возможного урегулирования ситуации на Украине. Банковские акции все еще торгуются с заметным дисконтом по мультипликаторам по отношению к аналогам EM и собственным историческим значениям.

На текущий момент акции компаний сектора **здравоохранения** выглядят значительно недооцененными с фундаментальной точки зрения.

### Китай

Интересны акции с финансовым и операционным ростом, мало привязанные к внешней торговле, так как давление США будет со временем только усиливаться, и компании столкнутся с ростом логистических и экономических издержек. Даже в условиях торговых войн такие бумаги сохранят потенциал за счет развития потребления внутри страны.

### США

Торговые ограничения против Китая и технологический протекционизм США превращают американский **сектор полупроводников** и оборудования для их производства в одного из ключевых бенефициаров торговых войн.

Геополитические риски сопровождаются ростом кибератак, на фоне чего эти продукты будут востребованы. Рынок **кибербезопасности** в США оценивался примерно в \$70 млрд в 2024 году, а по итогам 2025 года ожидается около \$80-90 млрд с двузначным ростом. Защита в приоритете как на правительственном уровне, так и для бизнеса, потребителей.

**Сектор базовых материалов** в США вышел в лидеры роста к концу 2025 года и имеет все шансы на позитивную динамику в начале 2026 года. Золото, серебро и другие драгметаллы растут на фоне геополитических обострений, экономических рисков, снижения ставок ФРС и ослабления доллара. Медь обновила исторический максимум из-за роста потребления и опасений введения новых тарифов на импорт.

### Облигации

В базовом сценарии мы полагаем, что в 2026 году не стоит ждать ралли цен в ОФЗ и корпоративном сегменте, а основной доход, как и в 2025 году, будет формироваться за счет купона и грамотного подбора эмитентов. Ключевой акцент — на длинном фиксированном купоне от высоконадежных заемщиков с премией к ОФЗ.

## Топ-20 инвестиционных идей на рынке акций

Название	Страна компании	Сектор	ISIN	Валюта	Целевая цена	Потенциал	DY NTM	Потенциал TSR
AIMA Technology	Китай	Потребление	CNE1000051B1	CNY	45,9	51%	4,0%	55%
«Северсталь»	Россия	Сырье и материалы	RU0009046510	RUB	1 440,0	54%	0,0%	54%
«Промомед»	Россия	Здравоохранение	RU000A108JF7	RUB	592,0	48%	0,0%	48%
Московская биржа	Россия	Финансы	RU000A0JR4A1	RUB	237,0	37%	10,9%	47%
«Аэрофлот»	Россия	Промышленность	RU0009062285	RUB	78,7	37%	9,8%	47%
«Сбер» ао	Россия	Финансы	RU0009029540	RUB	384,0	28%	12,4%	41%
«Инарктика»	Россия	Потребление	RU000A0JQTS3	RUB	620,0	26%	12,2%	38%
«Яндекс»	Россия	TMT	RU000A107T19	RUB	5 884,7	33%	3,6%	37%
«КЦ ИКС 5»	Россия	Потребление	RU000A108X38	RUB	3 470,0	15%	20,3%	36%
«Сургутнефтегаз» ап	Россия	Нефть и газ	RU0009029524	RUB	55,0	31%	2,1%	33%
«Газпром»	Россия	Нефть и газ	RU0007661625	RUB	160,5	30%	0,0%	30%
Uber	США	Промышленность	US90353T1007	USD	111,1	30%	0,0%	30%
Medtronic	США	Здравоохранение	IE00BTN1Y115	USD	120,8	24%	3,0%	27%
«Т-Технологии»	Россия	Финансы	RU000A107UL4	RUB	3 950,0	21%	5,3%	26%
«ФосАгро»	Россия	Сырье и материалы	RU000A0JRKT8	RUB	7 400,0	16%	8,5%	25%
Exelon	США	Электроэнергетика	US30161N1019	USD	51,4	19%	3,9%	23%
Hong Exchanges Clearing	Kong and Китай	Финансы	HK0388045442	HKD	499,0	17%	2,9%	20%
China Oilfield Services	Китай	Нефть и газ	CNE1000002P4	HKD	8,5	15%	4,7%	19%
Invesco Resources ETF	Water США	Промышленность	US46137V1420	USD	82,9	14%	0,5%	14%
Oracle	США	TMT	US68389X1054	USD	224,0	13%	1,1%	14%

Источник: Reuters, ФГ «Финам»

**Aima Technology** — ведущий китайский производитель электрических и традиционных двухколесных транспортных средств с высокоэффективной вертикальной интеграцией. Компания масштабирует производство электроскутеров и e-bike как для внутреннего, так и для международного рынка благодаря сильному бренду, активным инвестициям в R&D и расширению продуктовой линейки. Несмотря на ослабление потребительского спроса в Китае, что вызвало корректировку ожиданий по годовым результатам компании, выручка в III квартале 2025 года показала высокие темпы роста (+17,3% (г/г)), при исторически высоком уровне рентабельности: скорректированная чистая прибыль за период выросла до 651 млн юаней (+17,6% (г/г)). На фоне, как нам кажется, излишне глубокой коррекции котировок акции Aima выглядят интересным выбором для инвесторов, ориентированных на долгосрочные тренды электрификации и урбанизации в Китае.

«Северсталь» сохраняет финансовую устойчивость в сложных условиях слабого рынка стали и высоких кредитных ставок. Компания активно расширяет присутствие в новых сегментах рынка металлопродукции



и сохраняет объемы продаж. При этом «Северсталь» реализует амбициозную стратегию развития до 2028 года. В сложном 2025 году компания завершила капитальные ремонты и модернизацию основных производственных мощностей: 4-х доменных печей, 2-х конвертеров, 5-ти прокатных станков и дуговой печи. Компания заявляет о готовности в 2026 году увеличить производство стали на 4,5% до 11,4-11,5 млн т. Таким образом, «Северсталь» может стать одним из основных бенефициаров оживления инвестиционной активности в промышленности и строительстве по мере снижения ключевой ставки ЦБ РФ и восстановления территорий после мирного урегулирования.

Инвесторы не были благосклонны к ведущим фармкомпаниям в 2025 году, причем безосновательно. Фармкомпания «Промомед», ориентированная на инновационные препараты для лечения метаболических, онкологических и аутоиммунных заболеваний, выглядит интересно на 2026 год благодаря сильному портфелю и специализации на быстрорастущих направлениях, таких как сахарный диабет и ожирение. Выраженная фундаментальная недооцененность (апсайд 48%) делает акции «Промомеда» одной из самых привлекательных идей в российском фармсекторе на 2026 год.

Благодаря росту активности торгов и запуску новых инструментов **Московская биржа** демонстрирует уверенный рост комиссионных доходов в нынешнем году. При этом компания должна выиграть от возможного урегулирования ситуации на Украине и последующего постепенного снятия санкций против финансового сектора страны, поскольку это позволит разблокировать активы клиентов в зарубежных юрисдикциях, возобновить торги долларом США и иностранными финансовыми инструментами.


Акции «**Аэрофлота**» выглядят интересным вариантом для инвесторов, прежде всего за счет развития внутренних хабов, расширения маршрутной сети, роста пассажирооборота и успешно завершенных сделок по страховому урегулированию, что улучшает финансовую устойчивость компании. Несмотря на рост расходов, компания снижает валютные риски и оптимизирует управление флотом. Рост доходных ставок и предельного пассажирооборота позволяют компенсировать давление со стороны затрат. Главные риски: возможное усиление геополитических факторов, сложности с ремонтом парка самолетов, снижение покупательской способности населения.

«**Сбер**» благодаря положению в секторе и сильному бренду смотрит очень уверенно в финансовом плане в этом году, несмотря на сложную операционную среду, связанную с ухудшением экономической конъюнктуры в стране, давлением высоких ставок и ужесточением регулирования сектора со стороны ЦБ. Мы ожидаем, что ведущий отечественный банк продолжит наращивать выручку и прибыль в следующем году, а прочная капитальная позиция позволит ему продолжить выплачивать щедрые дивиденды.

Несмотря на серьезную просадку из-за реализовавшихся биорисков, «**Инарктика**» сохраняет позиции ведущего игрока на российском рынке лосося и форели. Компания изначально высокомаржинальна — острое падение показателей прибыли и свободного денежного потока вызвано главным образом снижением объемов выращенной рыбы, тогда как долговая нагрузка и себестоимость производства остаются под контролем. В 2026-2027гг. ожидается восстановление объемов реализации и возврат ключевых финпоказателей к историческим уровням. Потенциально ослабление рубля улучшило бы ценовые позиции «Инарктики» относительно импортеров. Бумаги компании торгуются на многолетних минимумах и выглядят крайне интересными для долгосрочных инвесторов.

Несмотря на сложную макроэкономическую конъюнктуру, «**Яндекс**» демонстрирует рост выручки свыше 30% (г/г) и восстановление маржинальности благодаря сильной динамике e-commerce, рекламного бизнеса и высокомаржинальных сервисов. Быстрорастущая экосистема и эффекты перекрестной монетизации поддерживают устойчивость модели, поэтому мы считаем бумагу одной из самых перспективных в секторе.

Сохраняем позитивный взгляд на акции **X5** ввиду высокой устойчивости бизнеса даже в условиях замедления потребительского спроса в России. Компания демонстрирует стабильный двузначный рост выручки (+18,5% (г/г) за 9 месяцев 2025 года), расширяет сеть магазинов во всех ключевых регионах и имеет развитый формат дискаунтеров «Чижик», который отвечает текущим трендам рационализации



расходов россиян. Последовательная реализация дивидендной политики делает X5 одной из немногих компаний сектора с прогнозируемой высокой дивидендной доходностью на следующие 12 месяцев 20% при выплате 609 руб. на акцию.

**Привилегированные акции «Сургутнефтегаза»** являются ставкой на умеренное ослабление рубля в 2026 году после аномально сильного для национальной валюты 2025 года. По нашим расчетам, благодаря переходу валютной переоценки «кубышки» в положительную область и повышенным процентным доходам дивиденд на привилегированную акцию компании по итогам 2026 года может превысить 9 руб., что соответствует 22% доходности.

**«Газпром»** локально оценивается всего в 2,5 P/E 2026E, имеет планы по постепенному восстановлению экспорта за счет переориентации на рынок АТР и выступает одной из ставок на урегулирование ситуации на Украине. Кроме того, планы по оптимизации капитальных затрат примерно на 0,5 трлн руб. могут привести к росту свободного денежного потока в 2026 году, что позволит «Газпрому» более активно сокращать долговую нагрузку.

Несмотря на снижение котировок после публикации отчетности (из-за завышенных ожиданий инвесторов), **Uber** сохраняет высокий потенциал роста благодаря масштабируемой бизнес-модели. Компания демонстрирует уверенный рост финансовых показателей, а также расширяет базу активных пользователей. Инвестиции Uber в автономные технологии для создания крупнейшего в мире автопарка с роботакси, а также развитие экосистемы платформы за счет интеграции новых сервисов и подписки Uber One усиливают конкурентные преимущества компании.

Производитель высокотехнологичного медицинского оборудования **Medtronic** удачно отчитался за последний квартал, повысил прогнозы по годовой выручке и прибыли, а также принес ряд позитивных новостей по части R&D, при этом компания выглядит фундаментально недооцененной.

**«Т-Технологии»**, как мы ожидаем, благодаря сильному бренду и эффективной бизнес-модели продолжают демонстрировать одни из самых быстрых в секторе темпы роста финпоказателей при высоком значении рентабельности капитала (ROE). Невысокие, но регулярно выплачиваемые дивиденды и недавно запущенная программа байбэка окажут дополнительную поддержку акциям.

**«ФосАгро»** продолжает наращивать производство агрохимической продукции с темпом более 4% в год. Продукция компании не находится под санкциями. Спрос на фосфорные удобрения стабильно растет, а экспортные цены на них, хотя и скорректировались во второй половине 2025 года, остаются на уровнях выше двух предыдущих лет. В 2025 году «ФосАгро» удалось выполнить цель по снижению долговой нагрузки, увеличить свободный денежный поток и нарастить прибыль. Компания продолжает платить дивиденды по акциям с умеренной доходностью около 8,4% (выплаты NTM в сумме 540,5 руб.). В 2026 году ожидаем от «ФосАгро» продолжения позитивной динамики производственных и финансовых результатов, что должно найти отражение в цене акций. Кроме того, будучи преимущественно экспортером, компания выигрывает в случае ослабления рубля.

Мы сохраняем позитивный взгляд на акции **Exelon**, которые могут продемонстрировать рост на фоне увеличения нагрузки со стороны дата-центров. Компания обслуживает ключевые регионы штата Иллинойс, где формируется один из наиболее динамично развивающихся хабов ЦОД в США. Ускорение развития сегмента дата-центров позволяет Exelon рассматривать дополнительные заявки на новые подключения, которые могут увеличить потенциальный портфель проектов до 47 ГВт в среднесрочной перспективе. Дополнительным фактором поддержки выступает последовательная дивидендная политика с коэффициентом выплат на уровне 60% от чистой прибыли.

**Hong Kong Exchanges and Clearing (HKEX)**, оператор Гонконгской биржи, в этом году фиксирует существенный рост объемов торгов и активности IPO, благодаря чему быстро растут финпоказатели компании. Долгосрочные перспективы HKEX связаны с дальнейшим повышением интереса глобальных инвесторов к китайским акциям на фоне их относительной дешевизны, а также сохранения высоких темпов роста экономики Поднебесной и мягкой ДКП в стране.



**China Oilfield Services** выступает бенефициаром продолжающегося роста добычи шельфовой нефти в Китае. Этот фактор положительно влияет на показатели China Oilfield Services. Несмотря на ухудшение конъюнктуры, ожидается рост показателей в 2025-2026 гг. Кроме того, компания имеет довольно скромную оценку по мультипликаторам — EV/EBITDA 2026E составляет всего 4,7.

Акции **«водного» ETF, Invesco Water Resources (PHO)**, будут интересны для покупки за счет увеличения спроса на водные решения для дата-центров, роста мирового рынка систем водоочистки и необходимости инвестиций в водную инфраструктуру США. Фонд демонстрирует стабильную динамику за счет диверсифицированного портфеля, в котором значительную долю занимают ведущие компании сектора, что обеспечивает долгосрочный потенциал PHO. Ключевые драйверы — ужесточение экологических стандартов, развитие ИИ-инфраструктуры и необходимая модернизация объектов коммунального хозяйства.

Акции **Oracle** недавно снизились из-за переживаний инвесторов по поводу затрат на новые проекты в области искусственного интеллекта и роста долга, хотя на самом деле компания эффективно справляется и с долгом, и с капитальными затратами. При этом бизнес компании остается устойчивым: Oracle по-прежнему занимает первое место на своем рынке, наращивает доходы от облачных сервисов десятками процентов ежеквартально и получает выгоду от колоссального роста спроса на решения для ИИ по всему миру. Мы считаем, что текущая коррекция дает возможность для входа в бумагу, и сохраняем позитивный взгляд на акции.

## Облигации

Выпуск / ISIN / Погашение	Отрасль/ Валюта	Дюрация, лет	Доходность	Краткое описание идеи	Риск
<a href="#">SPDR Portfolio Short Term Corporate Bond ETF</a> ISIN: US78464A4748	ETF/USD	-	-	Фонд позволяет получить доступ к глобальному сегменту 2-летних долларовых высоконадежных корпоративных облигаций, а значит — получить все еще высокие дивиденды при низком процентном риске.	Средний
<a href="#">Замещающая облигация RUSSIA-2028</a> ISIN: RU000A10A869 Погашение: 24.06.2028	Суверенный/ USD (расчеты в рублях по курсу ЦБ)	2,2	5,2%	Доходная экспозиция на доллар США с кредитным риском РФ и высоким купоном.	AAA/ Низкий
<a href="#">ЕврХолЗРОЗ</a> ISIN: RU000A10B3Z3 Погашение: 08.03.2027	Металлы /USD (расчеты в рублях по курсу ЦБ)	1,1	6,4%	Текущий момент видится благоприятным для наращивания позиции в квазивалютных облигациях. Такие характеристики как невысокая срочность, высокий купон с ежемесячными выплатами и небольшой номинал заслуживают внимания.	AA/ Средний
<a href="#">Минфин РФ</a> ISIN: RU000A10DQB6 Погашение: 28.02.2029	Суверенный/ CNY	2,9	5,6%	Облигации Минфина в китайской валюте позволяют получить доходную среднесрочную экспозицию на юань с кредитным риском РФ.	AAA/ Низкий
<a href="#">ОФЗ-ПД 26250</a> ISIN: RU000A10BVH7 Погашение: 10.06.2037	Суверенный/ Рубль	6,2	14,7%	Высокая текущая доходность выпуска выглядит интересно, так как инвесторы получают конкурентоспособный доход на горизонте года даже при отсутствии прогресса в нормализации ДКП.	AAA/ Низкий

Выпуск/ISIN	Отрасль/ Валюта	Дюрация, лет	Доходность	Краткое описание идеи	Риск
<a href="#">ОФЗ-ПК 29027</a> ISIN: RU000A10AA93 Погашение: 11.09.2036	Суверенный/ Рубль	-	15,3% (расчетная на 1 год)	По этому выпуску расчет ставки купона происходит с использованием капитализации процентов, что предполагает более высокий денежный поток по сравнению с обычными инструментами с плавающей ставкой.	AAA/ Низкий
<a href="#">iСелкт1Р6</a> ISIN: RU000A10CU89 Погашение: 14.03.2028	IT-сервисы /Рубль	1,9	15,4%	Эмитент остается одной из немногих компаний с заметным ростом финансовых показателей при сохранении надежности. Данный выпуск выглядит интересно по доходности и сроку.	AA- /Средний
<a href="#">Атомэнпр10</a> ISIN: RU000A10DYG9 Погашение: 18.06.2031	Электроэнергетика /Рубль	3,8	15,5%	Один из самых длинных выпусков корпоративного сегмента для фиксации доходностей на продолжительный срок у эмитента с господдержкой.	AAA/ Низкий

## Стратегии аналитического управления в сервисе «Финам Автоследование (Comon.ru)»

### [RU. Капитал и дивиденды](#)

*Только для квалифицированных инвесторов*

### [US. Сбалансированная](#)

### [CN. Проснувшийся дракон](#)

### [Global. И целого мира мало](#)



## Summary

### Макропрогнозы для российской экономики

Показатель	2020	2021	2022	2023	2024	2025E	2026F
Нефть Brent, \$/барр., среднее	43,21	70,8	98,96	82,5	80,6	67,7	63-65
Нефть Urals, \$/барр., среднее	41,4	69,1	76,09	63	68	57,1	50-53
ВВП, изм. (г/г), %	-2,7	5,9	-1,4	4,1	4,3	0,8-1	1,0-1,2
Инфляция, %	4,9	8,39	11,94	7,4	9,52	5,5-6,0	5,0-5,5
Ключевая ставка на конец периода	4,25	8,5	7,5	16	21	16	12-13
Курс RUB/USD на конец периода	73,88	74,29	70,34	89,68	101,68	78,2	92

## Макроэкономика

Мировая экономика в 2025 году оказалась значительно более устойчивой к повышению тарифов США, чем ожидалось. Это связано с растянутым периодом вступления в силу новых тарифов, согласованием США условий торговых соглашений с основными партнерами, фискальными стимулами в ряде регионов мира (США, Германия, Китай), масштабными инвестициями бизнеса в ИИ. При этом влияние тарифов на инфляцию в США оказалось более сдержанным и продолжительным во времени, чем ожидалось вначале. Тарифы, вынужденные изменения производственных цепочек и логистики пока не мешают успешно расти сектору услуг, но негативно влияют на промышленный сектор. Частично влияние тарифов в 2026 году может продолжить оказывать сдерживающее влияние на мировую торговлю, рост глобальной экономики и повышательное давление на инфляцию (прежде всего, в США), и оно проявится в основном в I полугодии 2026 года. По прогнозу МВФ, рост мировой экономики замедлится с 3,3% в 2024 году до 3,2% в 2025 году и 3,1% в 2026 году. По прогнозу ОЭСР, в 2025 году рост мировой экономики в 2026 году составит 2,9%, а в 2027 году ускорится до 3,1%.

2026 год начался беспокойно — спецоперация США по взятию под контроль поставок венесуэльской нефти, задержания американскими властями танкеров теневого флота, перевозящих венесуэльскую нефть, массовые протесты в Иране, сопровождаемые заявлениями Дональда Трампа о возможности нанесения ударов по этой стране, а также высказывания президента США о готовности «что-то предпринять» для установления контроля США над Гренландией. Все это указывает на серьезную геополитическую турбулентность в наступившем году, развитие которой непредсказуемо.

Для Америки точками роста в 2026 году могут стать: стимулирующее влияние «большого прекрасного закона» (OBVBA), инвестиции в ИИ, эффект от снижения процентных ставок ФРС во II полугодии 2025 года и в наступившем году. Для экономики еврозоны — увеличение расходов на оборону и инфраструктуру, снижение цен на энергоресурсы. Для экономики Китая — расширение бюджетного и монетарного стимулирования, диверсификация экспорта, технологическое развитие, снижение барьеров для инвестиций, сокращение избыточных производственных мощностей. Для российской экономики — продолжение смягчения ДКП Банка России, возможное урегулирование ситуации на Украине и ослабление геополитической напряженности (в этом случае не исключено начало совместных стратегических проектов с американскими компаниями).

### Ключевые факторы инвестиционной активности в 2026 году



1) США и Китай — продолжение опережающего развития технологических инноваций, в частности, связанных с развитием ИИ.

2) В базовом сценарии ФРС в 2026 году еще дважды снизит процентную ставку суммарно на 50 б.п. Эти ожидания во многом уже заложены в рынок. Но мы не исключаем и более сильное снижение ставки ФРС, если риски для рынка труда усилятся или если мнение членов FOMC об уровне нейтральной ставки изменится в сторону ее снижения. По мере снижения процентной ставки ФРС вероятен позитивный эффект для золота, EM и в целом для рискованных активов.

3) Российской экономике предстоит еще один трудный год, но к концу года ожидаемое смягчение ДКП может создать условия для оживления экономической активности. Дальнейшее смягчение процентной политики в 2026 году — важнейшая фундаментальная предпосылка для повышательной переоценки облигаций с фиксированной ставкой купона.


4) В целом в мире геополитика, протекционизм (риски новых военных конфликтов или расширения действующих, новых тарифных и нетарифных ограничений, угрозы цепочкам поставок), угроза независимости политики крупнейших мировых центробанков остаются основными факторами риска для инвесторов, что обуславливает сохранение спроса на золото как на инструмент диверсификации и хеджирования.

## США

В 2025 году экономика росла быстрее прогнозов, несмотря на ожидаемо негативное влияние тарифов. По различным оценкам, на инвестиции, связанные с ИИ, пришлось от «[более 50%](#)» до [92%](#) вклада в рост ВВП США в I полугодии 2025 года, основная часть этих инвестиций была связана со строительством дата-центров. Потребительский спрос также продолжал расти. В III квартале 2025 года рост ВВП, по предварительной оценке, ускорился до 4,3% SAAR — максимум за два года и значительно выше как результата II квартала 2025 года (3,8%), так и консенсус-прогноза (3,3%).

Рынок труда показывает признаки ослабления — хотя декабрьский уровень безработицы снизился до 4,4% с пересмотренных 4,5% в ноябре (прежняя оценка 4,6%), из-за резкого провала в октябре в IV квартале 2025 года американская экономика сократила в среднем 22 тыс. рабочих мест в месяц. Общий прирост рабочих мест в 2025 году сократился до 584 тыс. или в среднем на 49 тыс. в месяц против прироста на 2 млн или в среднем на 168 тыс. в месяц в 2024 году. По данным Bloomberg, прирост рабочих мест в 2025 году стал минимальным с 2010 года, за исключением пандемического 2020 года. Потребительские настроения заметно ухудшились в конце года, в том числе вследствие рекордного по длительности шатдауна: опасения связаны с трудностью найти новую работу в случае увольнения и возможностью просрочки платежей по долгам.

Экономисты выражают беспокойство относительно устойчивости K-образной динамики американской экономики, когда растущая часть потребления обеспечивается за счет наиболее обеспеченных домохозяйств, доходы которых поддерживал рост фондового рынка, в то время как доходы среднего класса и особенно малообеспеченных замедляют рост, ситуация с занятостью ухудшается, что заставляет людей экономить. Число запланированных увольнений (Challenger, Gray & Christmas) достигло максимума с 2020 года, однако в реальных увольнениях резких скачков пока не видно. Как характеризует ситуацию Джером Пауэлл: «low-firing, low-hiring environment», но этот баланс может оказаться хрупким, если число увольнений начнет активно расти. При этом инфляция оказалась менее чувствительна к повышению тарифов, чем предполагало большинство прогнозов. Показатели CPI и Core CPI за ноябрь неожиданно снизились до 2,7% и 2,6%, заметно ниже консенсус-прогнозов (3,1 и 3,0%, соответственно), и эти результаты, при очень низком качестве и надежности собранных данных в период шатдауна, говорят, что инфляционные риски снижаются, хотя инфляция может еще немного вырасти в начале года по мере сокращения накопленных по «старым» ценам складских запасов и переноса повышения издержек импортеров и ритейлеров в потребительские цены.



Хотя инфляция, как мы полагаем, в 2026 году останется выше цели ФРС, но повышение безработицы и риски ее дальнейшего роста в условиях слабого найма могут стать достаточными аргументами для еще нескольких шагов снижения fed funds rate до 3-3,25%. В 2026 году ожидается позитивное влияние фискальных стимулов (ОВВВА, в том числе возврат налогов домохозяйствам), отложенного потребления после 43-дневного шатдауна в IV квартале 2025 года, эффекта от смягчения ДКП ФРС во II полугодии 2025 года и, вероятно, в 2026 году.

В год промежуточных выборов в Конгресс администрация Дональда Трампа может пойти и на прямые бюджетные выплаты населению — президент США в обращении к нации уже анонсировал выплату «военных дивидендов» в размере \$1776 почти 1,5 млн американских военнослужащих. Кроме того, Дональд Трамп выступает с идеей выплат в 2026 году по \$2000 американцам с доходами ниже некоторого лимита в качестве дивидендов от пошлин, но эта инициатива требует одобрения Конгресса и представляется весьма сомнительной. В случае решения Верховного суда о неправомерности введения страновых тарифов по закону о чрезвычайных экономических полномочиях (IEEPA) часть уже изъятых тарифов может быть возвращена, что было бы позитивно для экономики, однако власть может найти другие варианты аналогичного взимания пошлин.

Риски: сохранение высокой степени неопределенности в экономической политике действующей администрации США, «бифуркация» в экономике США (рост в экономике все в большей степени обеспечивается за счет состоятельных граждан, «богатеющих» за счет роста фондового рынка, в то время как средний класс и малообеспеченные на фоне замедления роста доходов и повышения цен уходят в «режим экономии»), риск финансового кризиса, триггерами которого могут стать ситуация с госдолгом США или возможный «пузырь» на рынке технологических акций.


Важными этапами года могут стать смена главы ФРС после завершения полномочий Джерома Пауэлла в мае 2026 года (и ее возможное влияние на будущий курс американского центробанка) и промежуточные выборы в Конгресс в ноябре — в случае внушительной победы демократов возможности администрации Дональда Трампа проводить самостоятельную политику до конца каденции могут быть существенно ограничены. Вероятно, новый председатель ФРС, кандидатуру которого должен представить Дональд Трамп, будет склонен к проведению более мягкой ДКП, однако рынки пока не ожидают, что ФРС потеряет независимость, что может выразиться, например, во вмененной ей цели снижения стоимости обслуживания госдолга, в ущерб закрепленной в мандате ФРС цели устойчиво низкой инфляции.

## Европа

В 2025 году ожидался заметный негативный эффект для экономики еврозоны от ухудшения условий внешней торговли, но экономика оказалась более устойчива — за счет как экспорта, так и внутреннего спроса. В декабре ЕЦБ повысил прогноз роста ВВП еврозоны на 2025-27 гг. Заключение торгового соглашения ЕС с США в июле 2025 года и снижение тарифа на автомобили до 15% можно считать выбором в пользу минимизации потерь, но они все равно будут.

Производственный сектор еврозоны остается в подавленном состоянии, в то время как сектор услуг (в том числе связанных с IT) растет. В 2026 году поддержка роста экономики еврозоны ожидается благодаря увеличению госрасходов на оборону и инфраструктуру, снижению цен на нефть, росту доходов населения, однако негативное влияние будут оказывать внешние факторы (тарифы в США, конкуренция промышленности с китайским импортом), уязвимость к фрагментации глобальных цепочек поставок в силу зависимости европейской экономики от сырьевого импорта, высокая сберегательная активность населения.

Принятая ЕС стратегия постепенного отказа от импорта российского газа (СПГ с конца 2026 года, трубопроводного — с осени 2027 года) может в среднесрочной перспективе повысить относительную стоимость потребляемых энергоресурсов и затруднить оживление промышленности. В условиях высокой долговой нагрузки большинства крупных экономик региона (кроме Германии) стратегия существенного



наращивания оборонных расходов в ближайшие годы может привести к дальнейшему снижению фискальной устойчивости, для восстановления которой может потребоваться повышение налогов либо сокращение других расходов.

Рост экономики еврозоны в 2025 году ожидается в районе 1,2-1,3%, в 2026 году — 1,1-1,2%. Инфляция в еврозоне остается вблизи целевых 2% — снижение цен на энергоресурсы пока компенсирует повышенную инфляцию в услугах. ЕЦБ сохраняет процентные ставки без изменений с июня. Решение о сохранении ставок на декабрьском заседании было единогласным, но Кристин Лагард обратила внимание, что «все опции остаются на столе» и что увеличение инфляции в услугах в последние месяцы в сочетании с неожиданно сильной динамикой зарплат требуют внимания.


Летом-осенью некоторые управляющие ЕЦБ опасались, что из-за негативного влияния повышения тарифов в США инфляция в еврозоне может уйти слишком низко (устойчиво ниже цели), что может стать аргументом для дополнительного снижения процентных ставок в 2026 году. Теперь же, с учетом повышения прогнозов роста экономики и инфляции, большее влияние приобретает мнение Изабель Шнабель о том, что следующим шагом ЕЦБ может стать повышение процентной ставки (хотя пока это не требуется). Но из-за высокой неопределенности все варианты (как снижение, так и повышение) в будущем остаются открытыми. Пока все же более вероятным сценарием представляется сохранение процентных ставок на текущем уровне в перспективе 2026 года. Позитивным фактором для экономики региона может стать урегулирование ситуации на Украине.

## Китай

Рост экономики за 9 месяцев 2025 года составил 5,2% и по итогам года может оказаться вблизи целевых 5%. Несмотря на сложный период торговой войны с США (в апреле взаимные тарифы на короткий период достигли трехзначных величин), Китаю удалось диверсифицировать свой общий экспорт и даже его увеличить, но внутренний спрос показывает слабость.

В ноябре темпы роста промпроизводства и розничных продаж обновили многомесячные минимумы (для розничных продаж — минимум почти за 3 года), усилился спад инвестиций в основные активы (на фоне продолжающегося кризиса на рынке жилья). Напряженность в отношениях США и Китая к концу года несколько ослабла — в конце октября лидеры стран договорились о снижении американских пошлин в отношении Китая в обмен на то, что Пекин примет жесткие меры против незаконной торговли фентанилом, возобновит закупки соевых бобов в США и продолжит экспорт редкоземельных металлов. Китай отменил все ответные дополнительные торговые пошлины и ограничения для США, а Штаты оставили для Китая лишь дополнительную пошлину за фентанил, снизив ее с 20% до 10%.

С учетом этого суммарные пошлины США на китайские товары снижены с 57% до 47%. Соглашение заключено всего лишь сроком на год, поэтому можно говорить не о завершении торговой войны, а лишь о перемирии. Риски для внешней торговли Китая связаны и с ухудшением политических отношений с новым премьер-министром Японии, и с увеличением протекционистских мер со стороны других стран (ЕС, уже принятое решение Мексики о введении импортных тарифов с 2026 года для Китая и ряда других азиатских стран). В коммюнике октябрьского 4-го пленума ЦК КПК, на котором был разработан новый 5-летний план страны, говорится о необходимости «всемерно активизировать потребление». При этом сохраняются цели построить современную промышленную систему и приложить больше усилий для достижения технологической самодостаточности, также говорится о необходимости устранять ограничения и препятствия, мешающие формированию единого всекитайского рынка. Новые приоритетные направления — квантовые технологии, биотехнологии, водородная энергетика, ядерный синтез, интерфейсы «мозг-компьютер» и сети шестого поколения. Окончательный 15-й 5-летний план будет представлен в марте 2026 года, когда он будет рассмотрен и утвержден Всекитайским собранием народных представителей (ВСНП) — высшим законодательным органом Китая. Мы ожидаем замедление



роста китайской экономики до 4,5-5% в 2026 году, сохранение стимулирующей фискальной и монетарной политики.

## Россия

В 2025 году российская экономика, несмотря на достаточно сложный внешний фон и жесткую ДКП, не вошла в рецессию, даже техническую (по крайней мере, пока). Но рост резко замедлился по сравнению с динамикой 2023-24 гг., причем прогнозы роста, в том числе Минэка и Банка России, пришлось пересматривать вниз. Неожиданно сильное ускорение роста экономической активности в октябре (по оценке Минэка, до 1,6% (г/г)), даже по оценке министра экономического развития М. Решетникова, было вызван разовыми факторами. По оценке Минэкономразвития, в целом за 11 месяцев экономика выросла на 1,0% (г/г). Ситуация с экономической активностью очень неоднородна по отраслям. Во многих гражданских отраслях промышленности выпуск сокращается по отношению к прошлому году (по итогам 11 месяцев 2025 года в 20 из 28 основных видов добывающих и обрабатывающих производств).

В лидерах роста — 3 отрасли, ассоциируемые с ВПК, производство лекарств, табачное производство. В числе аутсайдеров — металлургическое производство, автопром, производство грузовиков, вагонов, с/х техники, деревообрабатывающий комплекс, производство стройматериалов, мебели, электрооборудования, одежды, обуви. Вне промышленности: сокращение в грузоперевозках и оптовой торговле, замедление роста в розничной торговле (ускорение в октябре и темпы роста выше среднегодовых в ноябре в первую очередь обусловлены спросом на импортные автомобили перед изменением методики расчета утильсбора), положительная динамика по услугам, сохранение высоких темпов роста в общепите. Сокращаются прибыли компаний — сальдированный финансовый результат в январе-октябре этого года снизился на 9,9% (г/г), отмечается рост просроченной дебиторской задолженности, проблемных кредитов (особенно в МСБ и рознице). Рост инвестиций в основной капитал за 9 месяцев 2025 года замедлился до 0,5% (г/г) по сравнению с 9,0% (г/г) за 9 месяцев 2024 года, а в III квартале 2025 года инвестиции впервые с 2020 года сократились по отношению к аналогичному периоду прошлого года.

Ослабление роста экономики в 2025 году связано с эффектами жесткой ДКП, направленной на замедление инфляции, крепким курсом рубля и негативным влиянием на экспорт мировой конъюнктуры цен на нефть и санкций (в ноябре средняя цена Urals ушла ниже \$50/барр). В то же время ЦБ с июня начал снижать ключевую ставку на фоне замедляющейся инфляции, и это уже привело к заметному ускорению роста прежде всего корпоративного кредитования, а также оживления ипотеки и автокредитования. При этом поддержку экономическому росту в 2025 году оказывают все еще высокие темпы роста зарплат, более сильный бюджетный импульс, чем первоначально закладывалось в бюджетные параметры, ослабление ограничений ОПЕК+ на добычу нефти и позитивная мировая конъюнктура на ряд товаров российского ненефтегазового экспорта (драгметаллы, цветные металлы, удобрения). Жесткая ДКП, во многом связанное с ней укрепление рубля оказали влияние на замедление инфляции (годовая инфляция снизилась с 10,3% в марте 2025 до менее 6% на конец года, ниже базового прогноза Банка России 6,5-7%).

В 2026 году рост экономики ожидается также ниже долгосрочного тренда, на уровне 1-1,2%. Росту будет способствовать ожидаемое снижение ключевой ставки (что означает повышение доступности кредита и переток части средств из вкладов на потребление товаров длительного пользования и в инвестиции), возможность увеличения добычи нефти в связи с постепенным ослаблением ограничений ОПЕК+. Сдерживающими факторами могут стать более жесткая бюджетная политика (повышение налоговой нагрузки уже с начала года, плановый рост расходов бюджета ниже инфляции, дополнительное «обеление экономики»), замедление роста зарплат и потребительских расходов, ухудшение экспортной конъюнктуры, временные лаги ДКП (само снижение ключевой ставки с все еще высоких значений ожидается плавным, и положительный эффект этого будет проявляться с задержкой).

Соответственно, I полугодие 2026 года ожидается более слабым с точки зрения экономической активности, чем II полугодие. Начало года может быть наиболее сложным с точки зрения потребительской активности



— завершение реализации временного спроса на автомобили перед повышением утильсбора, на льготную семейную ипотеку перед ужесточением ее условий с февраля 2026 года (при том, что ставки по рыночной ипотеке пока остаются заградительно высокими), продолжающееся сжатие необеспеченного потребительского кредитования, адаптация потребителей к росту цен после повышения НДС. К концу 2026 года и в 2027 году по мере того, как ключевая ставка будет приближаться к 10-12%, может активизироваться отложенный спрос.

В начале 2026 года вероятно временное ускорение инфляции вследствие влияния повышения НДС до 22%, расширения круга малых предприятий, которым предстоит платить НДС, увеличения утильсбора, первого этапа индексации тарифов ЖКУ (второй этап — в октябре). Вклад в инфляцию могут давать и другие меры регулирования (сборы, акцизы, ужесточение таможенного контроля, другие требования к экономическим агентам). Дезинфляционное влияние должна оказывать нормализация бюджетной политики, все еще жесткие монетарные условия и охлаждение рынка труда (более медленный рост зарплат и потребления). Мы ожидаем, что в 2026 году рубль будет слабеть, поэтому фактор дезинфляции со стороны сильного рубля, в отличие от 2025 года, работать не будет. Наш прогноз инфляции составляет 5-5,5% к концу года.

Банк России начал нормализацию ДКП (постепенный переход от жесткой ДКП к нейтральной), но на этом пути ему придется находить хрупкий баланс между целью не допустить «переохлаждения» экономики и слишком быстрым смягчением ДКУ, которое в условиях преобладания проинфляционных рисков и высоких инфляционных ожиданий может создать условия для нового ускорения инфляции. На наш взгляд, декабрьский шаг снижения ключевой ставки на 50 б.п., соответствующий базовому прогнозу самого ЦБ на конец года, но осторожный в условиях неожиданно быстрого замедления инфляции в конце 2025 года, отражает неуверенность регулятора в устойчивости такого замедления, особенно в условиях предстоящих проинфляционных факторов со стороны предложения (повышение НДС и тарифов) в начале 2026 года.

Как говорится в резюме обсуждения ключевой ставки, «хотя проинфляционные факторы приведут к ускорению роста цен в I квартале 2026 года, а их вклад, вероятно, будет больше предыдущих оценок, достигнутый уровень инфляции создает пространство для продолжения постепенного смягчения денежно-кредитной политики». Базовый прогноз ЦБ по средней ключевой ставке на 2026 год (13-15%) предполагает широкий выбор возможных траекторий с выходом ключевой ставки на 11-14% на конец года.

До того, как будет понятна реакция инфляции и инфляционных ожиданий на повышение НДС и тарифов в январе, регулятор будет проявлять повышенную осторожность (снижение ключевой ставки на 50 б.п. либо паузы), затем, если инфляция возобновит устойчивое снижение, ЦБ сможет продолжить снижать ключевую ставку более уверенно. Ближайшая точка принятия решения — опорное заседание 13 февраля, когда будет уточнен макропрогноз ЦБ, но к тому моменту данных может быть еще недостаточно. Более вероятно, что эффект от повышения НДС и тарифов полностью станет понятен на заседаниях в марте-апреле.

Помимо этих разовых эффектов, важное значение будет иметь и то, как будут изменяться более устойчивые проинфляционные факторы, на которые не раз обращал внимание регулятор: жесткость рынка труда (последние данные Росстата указывают на возвращение уровня безработицы к историческому минимуму и неожиданное ускорение роста зарплат в конце года), высокие темпы роста корпоративного кредитования в последние месяцы, повышенные инфляционные ожидания населения и бизнеса, а также риски со стороны внешнего сектора и бюджетной политики. В базовом сценарии мы ожидаем среднюю ключевую ставку в 2026 году на уровне 13,8% (против 19,2% в 2025 году), и к концу 2026 года — 12-13%. Основной риск для продолжения хотя бы умеренного экономического роста состоит в отсутствии заметного снижения или даже в повышении ключевой ставки в случае усиления влияния проинфляционных факторов. И наоборот, снижение ключевой ставки может ускориться в случае более быстрого ослабления внутреннего спроса, смягчения ограничений со стороны предложения и снижения инфляционных ожиданий. В частности, если экономика войдет в рецессию в связи со сжатием кредитования и внутреннего спроса, ЦБ может быть вынужден перейти к значительно более быстрому снижению ключевой ставки, вплоть до однозначных уровней. Подобные эпизоды резкого смягчения ДКП происходили при кризисах 2015, 2020 и 2022 гг.

Ключевой развилкой прогнозов на 2026 год для российской экономики может стать геополитическая ситуация. Пока мы рассматриваем возможность мирного урегулирования ситуации на Украине и отмены или смягчения санкций как оптимистичный (не базовый) сценарий. В этом сценарии повышение доступности предложения импортных товаров, оборудования и комплектующих, «выпрямление» внешнеторговых цепочек, снижение «платы за риск» за обход санкций, за риски вторичных санкций может стать позитивным фактором, снижая логистические и транзакционные издержки в экономике. В сочетании с возможным сокращением военных расходов и увеличением рабочей силы, это дезинфляционные факторы, которые могут дать ЦБ большее пространство для снижения ключевой ставки. Часть военных расходов может быть переориентирована на инвестиции в восстановление инфраструктуры территорий и приграничных российских регионов. Но могут потребоваться дополнительные механизмы для защиты российских импортозамещающих производителей.

Риски связаны с более слабым ростом мировой экономики, усилением санкций (закрепление цен на российскую экспортную нефть на низких уровнях, возможное сокращение физических объемов экспорта), с более медленной траекторией снижения ключевой ставки (и тем более — с ее повышением), с нарастанием дефолтов и банкротств, с эскалацией военного конфликта и возможным его расширением.

Далее мы переходим к более детальному представлению изложенных в summary тезисов.

## Консенсус-прогнозы ВВП

	2022 fact	2023 fact	2024 fact	2025F Reuters cons	2026F Reuters cons	IMF 2025F Oct 2025	IMF 2026F Oct 2025	OECD 2025F (Dec 25)	OECD 2026F (Dec 25)
<b>Advanced economies</b>									
USA	2,5	2,9	2,8	2,0	2,0	2,0	2,1	2,0	1,7
Euro area	3,4	0,4	0,9	1,4	1,1	1,2	1,1	1,3	1,2
Germany	1,8	-0,3	-0,2	0,2	1,1	0,2	0,9	0,3	1,0
France	2,5	1,1	1,1	0,6	0,9	0,7	0,9	0,8	1,0
Italy	4,0	0,7	0,7	0,5	0,7	0,5	0,8	0,5	0,6
Spain	5,8	2,7	3,2			2,9	2,0	2,9	2,2
UK	4,3	0,4	0,9	1,4	1,1	1,3	1,3	1,4	1,2
Japan	1,0	1,5	0,1	1,0	0,7	1,1	0,6	1,3	0,9
<b>EM</b>									
China	3,0	5,2	5,0	4,8	4,3	4,8	4,2	5,0	4,4
Russia	-1,4	4,1	4,3	0,8	1,2	0,6	1,0	0,7	0,5
India	7,2	8,2	6,5	6,8	6,5	6,6	6,2	6,7	6,2
Brazil	3,0	3,2	3,4	2,2	1,7	2,4	1,9	2,4	1,7
Mexico	3,9	3,2	1,2	0,5	1,3	1,0	1,5	0,7	1,2
S. Korea	2,6	1,4	2,0	1,0	1,8	0,9	1,8	1,0	2,1
S.Africa	1,9	0,7	0,6	1,2	1,5	1,1	1,2	1,1	1,3
Turkey	5,5	5,1	3,3	3,3	3,4	3,5	3,7	3,6	3,4

\* оценки



## Что происходит в мировой экономике

Мировая экономика в 2025 году оказалась значительно устойчивее к повышению тарифов США, чем ожидалось, острота опасений последствий торговых войн снизилась. Это связано с растянутым периодом вступления в силу новых тарифов (что позволило бизнесу адаптироваться к изменениям), согласованием США условий торговых соглашений с основными торговыми партнерами, фискальными стимулами в ряде регионов мира (США, Германия, Китай), масштабными инвестициями бизнеса в ИИ. При этом и влияние тарифов на инфляцию в США оказалось более сдержанным и продолжительным во времени, чем ожидалось вначале.

Во-первых, в I квартале 2025 года объемы мировой торговли резко возросли — бизнес старался по максимуму импортировать товары в США до ожидаемого повышения тарифов, что позволило «растянуть» во времени повышение цен для потребителей. Во-вторых, значительная часть товаров оказалась выведена из-под тарифов (либо к ней применяются более низкие ставки тарифа, чем было заявлено ранее). Например, увеличилась доля товаров, импортируемых США из Мексики и Канады, которые стали соответствовать условиям соглашения о беспошлинной торговле USMCA.


Как отмечает Организация экономического сотрудничества и развития (ОЭСР), в 2024 году около 50% импорта США из Мексики и 40% из Канады было зарегистрировано в рамках программы USMCA, а в июле 2025 года эта доля достигла 85% как для Канады, так и для Мексики, так как расходы компаний на соблюдение требований стали значительно ниже их потенциальных потерь от высоких тарифов. После заключения соглашений США с ЕС и Японией, импорт автомобилей в США из этих стран стал облагаться по ставке тарифа 15% вместо установленного Дональдом Трампом общего тарифа на импорт автомобилей 25%.

В-третьих, часть китайского экспорта в США (облагаемого по высокой ставке тарифа) стала перенаправляться туда в виде реэкспорта через третьи страны (АСЕАН). Так, по оценке Panteon Macroeconomics, доля Китая в общем импорте США снизилась до всего 9% по сравнению с 13% в 2024 году, при этом импорт из Вьетнама резко вырос и составил 6% от общего объема импорта по сравнению с 4% в 2024 году, что обусловлено «значительным ростом импорта игровых консолей, телевизоров и одежды». На все эти товары распространяется 20%-ная пошлина, что ниже почти 50%-ной ставки, применявшейся в это время к импорту из Китая. В итоге, как отмечает ОЭСР, наблюдаемые (фактические) ежемесячные ставки таможенных пошлин, рассчитанные на основе статистики таможенных доходов и стоимости импорта США, резко выросли в 2025 году, но отставали от предполагаемых эффективных ставок таможенных пошлин.

По оценке Бюджетного управления Конгресса США (СВО), от большинства новых тарифов освобождены некоторые сельскохозяйственные товары, товары потребительской электроники, фармацевтической продукции и полупроводников. С учетом всех объявленных и введенных освобождений, они оценивают, что более трети импорта США оказалось не затронутым повышением пошлин в результате мер, принятых с 16 января по 15 ноября 2025 года. Это смягчило шоковое воздействие торговых войн на мировую экономику, но обратной стороной стало снижение оценок поступлений таможенных пошлин в бюджет США, о чем подробнее будет сказано далее.

По оценке ОЭСР, товары, которые ВТО относит к связанным с «ИИ-технологиями» (речь идет прежде всего о телекоммуникационном оборудовании) обеспечили более половины роста торговли отдельных стран «Большой двадцатки» и стран Азии во II квартале 2025 года, и их вклад в I полугодии был значительно больше среднегодового вклада за период 2017-2024 гг. Основными бенефициарами этого бума стали США, Китай и азиатские страны (Япония, Корея, Сингапур).

Тарифы, вынужденные изменения производственных цепочек и логистики пока не мешают успешно расти сектору услуг, но негативно влияют на промышленный сектор. В частности, Китай устанавливал



ограничения на экспорт редкоземельных металлов (где его доля в глобальной переработке составляет около 90%), используемые в производстве полупроводников, автомобилей, гаджетов, военной продукции, что вызывало проблемы у американских и европейских производителей. Частично влияние тарифов и ужесточение иммиграции может продолжить оказывать в 2026 году сдерживающее влияние на мировую торговлю, рост глобальной экономики и повышательное давление на инфляцию (прежде всего, в США), и оно проявится в основном в I полугодии 2026 года.

По оценке ВТО, почти пятая часть (19,7%) мирового импорта теперь подвержена тарифам и другим протекционистским мерам, введенным с 2009 года, по сравнению с 12,6% всего год назад. Экономисты ВТО оценивают рост мировой торговли товарами на уровне 2,4% в 2025 году и 0,5% в 2026 году (оценка за 2024 год составляет 2,7%).

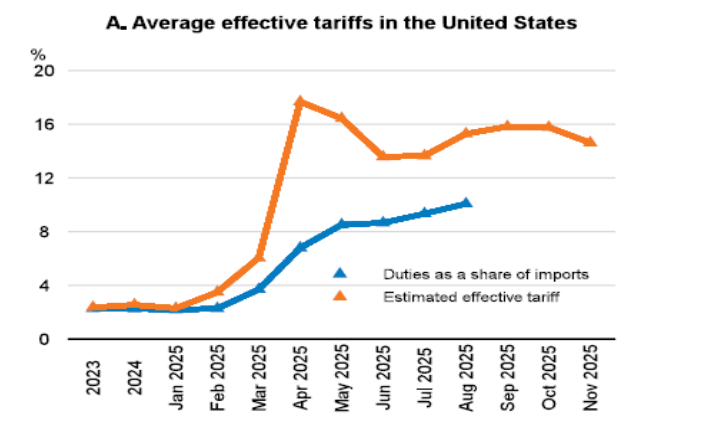
Организация экономического сотрудничества и развития (ОЭСР) в декабре сохранила прежние (сентябрьские) прогнозы роста мирового ВВП на 2025 и 2026 гг. на уровне 3,2% и 2,9%, соответственно. В 2024 году мировая экономика выросла на 3,3%. Таким образом, прогноз по-прежнему предполагает замедление роста мировой экономики в 2025-26 гг. Утверждается, что мировая экономика сохраняла устойчивость, несмотря на повышение тарифов, благодаря опережающему наращиванию производства и торговли, значительным инвестициям в области ИИ и поддерживающей фискальной и денежно-кредитной политике.

Однако ОЭСР ожидает, что рост замедлится во II полугодии 2025 года по мере исчерпания эффекта от опережающих закупок товаров по «дотарифным» ценам и переноса более высоких эффективных тарифных ставок в издержки бизнеса и цены на конечные товары, что будет сдерживать инвестиции и торговлю. Тем не менее, ожидается, что глобальный рост восстановится в течение 2026 года, чему будет способствовать ослабевающий эффект высоких тарифных ставок, благоприятные финансовые условия, поддерживающая макроэкономическая политика и более низкая инфляция.

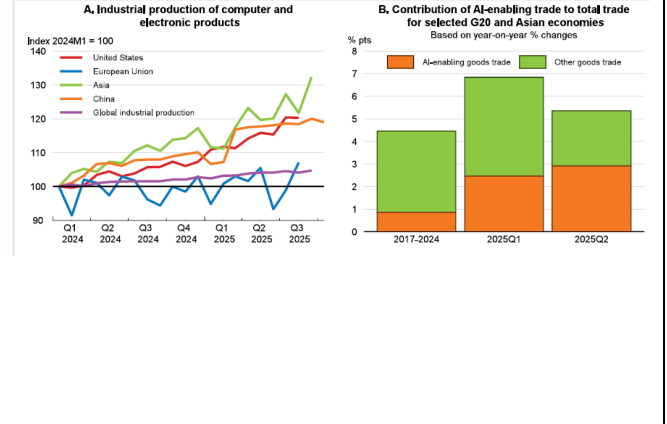
По прогнозу ОЭСР, инфляция в большинстве крупных экономик вернется к целевым показателям к середине 2027 года. ОЭСР повысила прогноз роста ВВП США на 2025 год до 2% с 1,8%, на 2026 год — до 1,7% с 1,5%, в 2027 году прогнозируется ускорение роста до 1,9%. Прогноз средней инфляции в США в 2025 году составляет 2,7%, в 2026 году — 3% и в 2027 году — 2,3%. Прогноз роста экономики еврозоны на 2025 год повышен до 1,3% с 1,2%, на 2026 год — до 1,2% с 1%, на 2027 год прогнозируется рост на 1,4%. Инфляция в еврозоне в 2025 ожидается на уровне 2,1% с замедлением в 2026 году до 1,9% и возвращением к цели ЕЦБ (2%) в 2027 году. Прогноз роста экономики Китая на 2025 год повышен до 5% с 4,9%, на 2026 год — остался без изменений (4,4%), в 2027 году ожидается рост на 4,3%. Риски для прогноза авторы связывают, в частности, с дальнейшим повышением торговых барьеров, особенно в отношении критически важных ресурсов, что может нанести значительный ущерб цепочкам поставок и мировому производству.

Международное рейтинговое агентство Fitch Ratings в декабре улучшило прогноз роста мирового ВВП на 2025 год до 2,5% (прежний, сентябрьский, прогноз составлял 2,4%), тем не менее это ниже, чем в 2024 году (2,9%). Прогноз на 2026 год также немного повышен — до 2,4% (предыдущий прогноз — 2,3%). По мнению Fitch, рост инвестиций в IT и увеличение благосостояния населения за счет роста фондовых рынков смягчают негативное влияние от возросших импортных пошлин. Прогноз роста ВВП США на 2025 год повышен до 1,8% с 1,6%, на 2026 год составляет 1,9%. Прогноз роста для экономики еврозоны на 2025 год повышен до 1,4% с 1,1%, в 2026 году ожидается рост на 1,3%. Прогноз роста китайской экономики на 2025 год составляет 4,8%, на 2026 г 4,1%.

Ожидаемая\* и фактическая\*\* эффективная ставка импортного тарифа в США



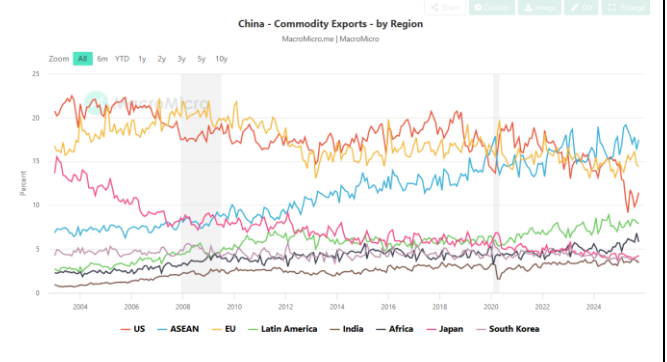
Мировая торговля — вклад технологической продукции



Экспорт в США стран ASEAN



Китай — географическая диверсификация экспорта



\* оценка ОЭСР на основе структуры импорта США за 2024 год и объявленных тарифов

\*\* расчетная, как соотношение полученных США таможенных доходов и стоимости импорта


Источники: OECD, MacroMicro

Глобальные тарифы на отдельные товары

Сталь и производные	25% (с 12.03.2025), 50% (с 04.06.2025)
Алюминий и производные	25% (с 12.03.2025), 50% (с 04.06.2025)
Автомобили	25% (с 03.04.2025)
Автозапчасти	24% (с 03.05.2025)
Медь и производные	50% (с 01.08.2025)

Для отдельных стран установлены исключения из глобальных тарифов с более льготными ставками.

Хотя после периода очень высокой неопределенности, продолжавшегося несколько месяцев, администрация Дональда Трампа установила основные тарифы — страновые и отраслевые — уверенности в том, что это надолго, все еще нет. Во-первых, условия торгового соглашения США и Китая согласованы только на 1 год. Во-вторых, Дональд Трамп может ввести тарифы на те виды товаров, которые пока ими не охвачены (например, полупроводники и фармпродукцию), а также повысить действующие тарифы. Администрация президента Дональда Трампа в декабре заявила, что введет пошлины на импорт



китайских полупроводников, но отложит это действие до июня 2027 года. Кроме того, Сенат США готовит законопроект, позволяющий президенту устанавливать вторичные пошлины до 500% для стран, которые покупают российские энергоносители и не оказывают активной поддержки Украине (например, Китай и Индия). Дональд Трамп поддержал этот законопроект. Наконец, президент США уже после того, как установил или согласовал все страновые тарифы, ввел дополнительную 25% вторичную пошлину для Индии из-за закупок российской нефти. То есть, тарифы остаются рычагом экономического и геополитического давления, поэтому риски будущих протекционистских решений сохраняются. И они могут затрагивать не только тарифы, но и ограничения экспорта тех или иных критических для мировых производственных цепочек материалов.

Судьба соглашения о беспошлинной торговле (USMCA) также под вопросом. Напомним, соглашение USMCA, которое заменило Североамериканское соглашение о свободной торговле в 2020 году и было заключено во время первого президентского срока Дональда Трампа, требует от трех стран проведения совместного пересмотра через шесть лет, то есть как раз в 2026 году. В начале декабря издание Politico со ссылкой на торгового представителя США Дж. Грира сообщило, что президент США Дональд Трамп может в 2026 году принять решение о выходе из торгового соглашения. Сам Дональд Трамп говорил, что в ходе пересмотра соглашение либо будет продлено, либо будет разработана другая сделка. В частности, как отмечают некоторые эксперты, США могут потребовать ужесточения критериев происхождения товаров и комплектующих, в результате чего китайским компаниям станет сложнее обходить американские тарифы, направляя, например, больше своих комплектующих для автомобилей, которые собираются в Мексике и поставляются без пошлин по соглашению USMCA в США.

Уже в первые дни 2026 года геополитические риски заметно усилились — военная операция США в Венесуэле с захватом лидера страны Николаса Мадуро, угрозы Дональда Трампа в отношении Колумбии, Мексики, Ирана, намерение присоединить к США Гренландию пока не привели к бегству инвесторов в защитные активы, но безусловно, насторожили их. В частности, эти действия могут восприниматься некоторыми наблюдателями как повышение риска попытки Китая решить «тайваньский вопрос» военным путем.

Все перечисленные возможные новые проявления протекционизма и геополитические кризисы представляют собой риск для роста мировой экономики, цепочек поставок и инфляции.

Сейчас Верховный суд США рассматривает вопрос о законности введения Дональдом Трампом страновых тарифов по закону о чрезвычайных экономических полномочиях (IEEPA) — ранее две судебные инстанции США признали их не соответствующими требованию этого закона. Если Верховный суд вынесет вердикт о неправомерности введения тарифов по этому основанию, то юридические последствия пока не вполне понятны. Возможно, в этом случае администрация США будет вынуждена отказаться от взимания этих тарифов, а часть уже изъятых тарифов будет возвращена импортерам, что было бы позитивно для мировой экономики, но плохо для дефицита бюджета США. Именно поэтому, вероятнее всего, американские власти могут найти другие варианты аналогичного взимания пошлин.

По данным Reuters, в 2025 году суммарное снижение процентных ставок центробанками 10 крупнейших экономик мира стало самым активным с 2009 года. Девять центральных банков-эмитентов десяти наиболее торгуемых валют, снизили свои базовые процентные ставки в прошлом году — ФРС, ЕЦБ, Банк Англии, а также центробанки Австралии, Новой Зеландии, Канады, Швеции, Норвегии и Швейцарии. В обратном направлении действовал только Банк Японии, повысивший процентную ставку к концу года до 0,75% (максимум с 1995 года).

## Экономика основных регионов

### США

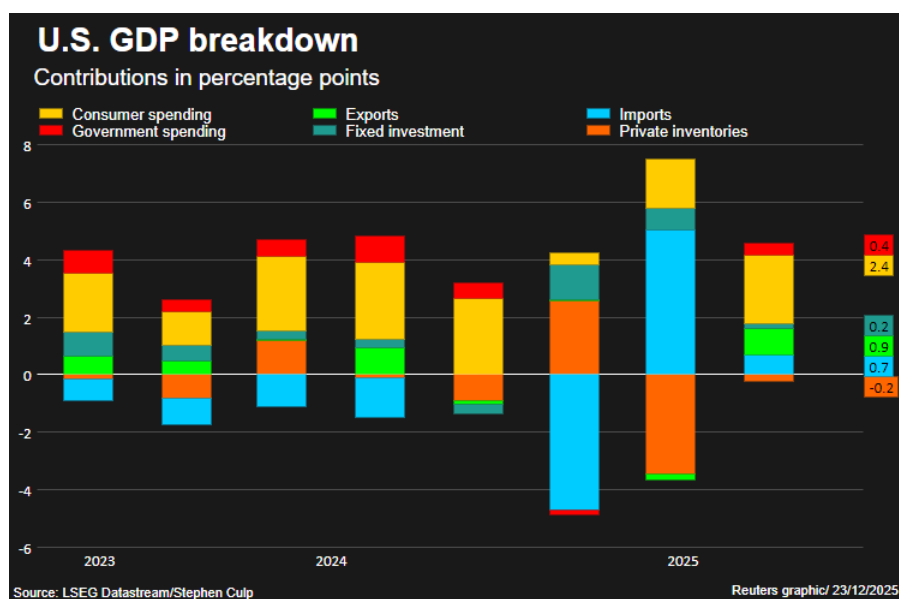
**Экономическая активность.** В 2025 году экономика США росла быстрее прогнозов, несмотря на ожидаемо негативное (стагфляционное) влияние повышения тарифов. Этому способствовали рост как

потребительских расходов, так и бизнес-инвестиций. В I полугодии 2025 года экономика США выросла на 1,6% SAAR (-0,6% в I квартале и +3,8% во II квартале), в III квартале рост ускорился до 4,3% (максимум за 2 года и намного выше консенсуса 3,3%). Основной вклад в рост ВВП в III квартале внес рост конечного потребления домашних хозяйств (2,39 п.п.), также положительный вклад дали чистый экспорт (1,7 п.п.) и госрасходы.

Одно из наиболее распространенных объяснений сильного роста потребления в III квартале — покупка электромобилей перед завершением налоговых льгот, но росло потребление и повседневных товаров, и услуг (особенно здравоохранения). На IV квартал 2025 года пришелся рекордный по длительности (43 дня) шатдаун, то есть приостановка деятельности части правительственных функций, которая в этот раз была масштабнее, чем ранее, и включала, в частности, временные невыплаты зарплат примерно 1,3 млн госслужащим, отмены/задержки десятки тысяч авиарейсов и даже приостановку выдачи талонов на продукты питания малоимущим американцам в рамках программы SNAP.

По оценке Бюджетного управления Конгресса США (CBO), шатдаун мог привести к потерям ВВП в IV квартале 2025 года примерно на 1,5%, при этом возобновление работы экономики должно повысить рост экономики в I квартале 2026 года, но безвозвратные потери экономики составят \$7-14 млрд. Шатдаун начался с 1 октября и продлился почти до середины ноября, завершившись принятием Конгрессом США временной резолюцией о финансировании правительства до 30 января 2026 года. При этом республиканцы и демократы по-прежнему не пришли к соглашению по бюджету, один из ключевых вопросов — продление субсидий Obamacare, которого добиваются демократы. Таким образом, риски повторения шатдауна после 30 января сохраняются.

### Структура изменения ВВП США, п.п.



Источник: Reuters

По различным оценкам, на инвестиции, связанные с ИИ, пришлось от «более 50%» до 92% вклада в рост ВВП США в I полугодии 2025 года, который составил 1,6% SAAR. По оценке Capital Economics, ИИ добавил 0,5 п.п. к росту ВВП в I полугодии 2025 года, в то время как JP Morgan оценивает вклад инвестиций в ИИ в 1,1% ВВП США в этом же полугодии. Речь идет как об оборудовании (микросхемы, серверы и сетевое оборудование), так и инвестициях в софт, R&D.

Еще одним, косвенным эффектом технологического бума стало ралли акций компаний, связанных с ИИ, на фондовом рынке, что создавало «эффект богатства» и позволяло поддерживать потребительский спрос со стороны более обеспеченной части общества, несмотря на такие негативные факторы, как

охлаждение рынка труда, замедление роста зарплат, рост стоимости жизни (из-за повышения тарифов). По расчетам главного экономиста Moody's Analytics Марка Занди, во II квартале 2025 года на долю потребителей, входящих в верхние 10% распределения доходов, пришлось 49,2% от общего объема потребительских расходов, что является самым высоким показателем с 1989 года.

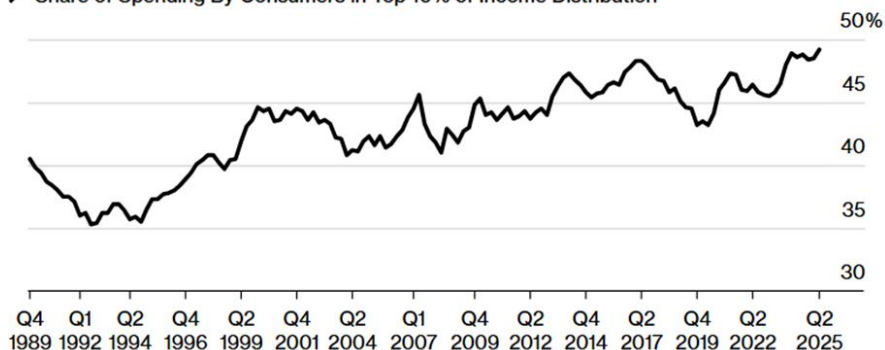
На основе данных своих клиентов, держателей кредитных и дебетовых карт, Bank of America пришел к выводу, что расходы домохозяйств с более высоким доходом выросли на 2,7% в октябре по сравнению с прошлым годом, в то время как расходы малообеспеченных групп населения отставали, здесь рост составил всего 0,7%. Одной из претензий демократов к продвинутому Дональдом Трампом «Большому прекрасному закону» (OBVBA) было то, что он еще больше усилит экономическое неравенство, предоставив наиболее обеспеченным гражданам больше налоговых льгот при том, что более 10 млн американцев потеряют доступ к программе медицинского страхования.

## Доля в потребительских расходах 10% американцев с наивысшими доходами

### Wallets Open

High-income Americans are behind roughly half of all US consumer spending, up from about a third in the early 1990s

✓ Share of Spending By Consumers in Top 10% of Income Distribution



Source: Moody's Analytics review of Federal Reserve data

Источник: Bloomberg

Глава ФРС Джером Пауэлл согласился с выводом о «К-образной» или «раздвоенной» динамике экономики, отметив, что, в то время как потребители с более высокими доходами процветают и активно тратят, домохозяйства с более низкими доходами испытывают трудности с расходами и покупают меньше. Он сослался на отчеты крупных компаний, демонстрирующие этот разрыв: в сегментах товаров класса люкс и услуг премиум-класса дела идут хорошо, в то время как базовые потребительские расходы в нижнем сегменте рынка снижаются.

Такая динамика может означать более высокие риски для потребительского спроса и в целом для экономического роста, если фондовый рынок США и в частности стоимость акций «Magnificent 7» перейдут к падению. Также важна устойчивость рынка труда, который в прошлом году показывал заметные признаки ослабления.

**Рынок труда.** Из-за шатдауна официальная экономическая статистика надолго стала недоступна, и в конце 2025 года отчеты поступали с большим запаздыванием и были ненадежными. Картина неоднозначна и в целом укладывается в парадигму Джерома Пауэлла о хрупком равновесии «low hiring – low firing» (компании стали намного меньше нанимать работников, но при этом нет и активных увольнений, к тому же рост



безработицы сдерживается меньшим увеличением предложения рабочей силы из-за антииммигрантской политики администрации Дональда Трампа).

Общая картина стала более понятна после завершения шатдауна, вызвавшего серьезное ухудшение ситуации на рынке труда. Отчет BLS за октябрь-ноябрь показал рост безработицы до 4,6%, максимального значения с сентября 2021 года, однако в отчете за декабрь оценка безработицы в ноябре была пересмотрена до 4,5%, а декабрьский показатель составил 4,4%, лучше консенсус-прогноза 4,5%. В декабре 2024 года она составляла 4,1%. В декабре в экономике было создано 50 тыс. новых рабочих мест (ниже консенсус-прогноза 60 тыс.), оценки за ноябрь и октябрь были пересмотрены в сторону снижения суммарно на 76 тыс. Таким образом, в ноябре прирост рабочих мест составил 56 тыс. (прежняя оценка 64 тыс.), а в октябре экономика потеряла рекордные с 2020 года 173 тыс. рабочих мест (прежняя оценка 105 тыс.): отразился отложенный эффект прекращения работы сотен тысяч госслужащих, которые согласились на добровольное увольнение в рамках деятельности DOGE по сокращению госрасходов). В частном секторе в декабре было создано 37 тыс. рабочих мест, что можно считать достаточно слабым результатом. Львиная доля созданных в декабре рабочих мест была сконцентрирована в трех секторах: ресторанный бизнес (27 тыс.), здравоохранение (21 тыс.), социальная поддержка (17 тыс.). В нескольких отраслях, включая розничную торговлю и промышленность, число рабочих мест сократилось.

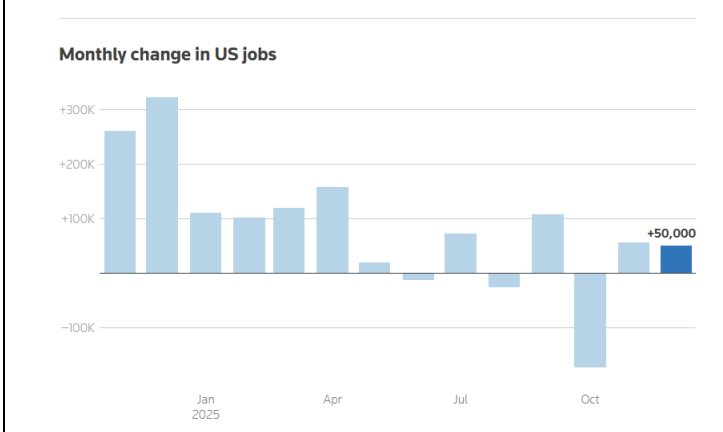
Таким образом, данные отчетов можно интерпретировать следующим образом — умеренный прирост рабочих мест в американской экономике в ноябре-декабре возобновился, однако он значительно ослаб. Так, общий прирост рабочих мест в 2025 году сократился до 584 тыс. или в среднем на 49 тыс. в месяц против прироста на 2 млн или в среднем на 168 тыс. в месяц в 2024 году. По данным Bloomberg, прирост рабочих мест в 2025 году стал минимальным с 2010 года за исключением пандемического 2020 года. В октябре-декабре 2025 года число рабочих мест в американской экономике сократилось в среднем на 22 тыс. в месяц против роста в среднем на 209 тыс. в месяц в IV квартале 2024 года. К тому же прирост рабочих мест сейчас локализован лишь в 2-3 отраслях. Это подтверждает мнение Джерома Пауэлла: «экономика не находится в состоянии бурного роста, генерирующего инфляцию».

В то же время данные за декабрь показали, что рост зарплат пока держится устойчивее, чем можно было судить по ноябрьской статистике. В декабре рост средней почасовой зарплаты ускорился до 0,3% (м/м) против пересмотренных 0,2% (м/м) в ноябре (прежняя оценка 0,1% (м/м), минимум с августа 2023 года), а за последние 12 месяцев средняя почасовая заработная плата выросла на 3,8% (ноябрь: 3,6%). Данные по снижению безработицы и ускорению роста зарплат в декабре привели к пересмотру оценки трейдерами на CME вероятности снижения ставки ФРС на заседании 28 января до 5% против 11% за день до выхода отчета BLS, но в целом не противоречат ожиданиям продолжения снижения процентной ставки в течение 2026 года.

Вышедший до того отчет ADP, характеризующий ситуацию в частном секторе американской экономики, показал восстановление умеренного прироста рабочих мест в декабре (+41 тыс.), после пересмотренной оценки сокращения на 29 тыс. в ноябре и чуть ниже консенсус-прогноза прироста на 47 тыс. Между тем число открытых вакансий в ноябре (JOLTS) сократилось до 7,1 млн — до минимума с сентября 2024 года, ниже ожиданий рынка, на каждого безработного приходилось 0,91 вакансии, что является самым низким показателем с марта 2021 года. При этом увольнения оставались на исторически низком уровне. Опрос ФРБ Нью-Йорка в начале января 2026 года показал, что оценка вероятности найти работу в случае потери текущего места работы снизилась до минимума с начала серии опросов в 2013 году, в основном за счет респондентов с годовым доходом домохозяйства ниже \$100 тыс.



Прирост рабочих мест, тыс.



Уровень безработицы, %




Источники: BLS, Reuters

Консалтинговая компания Challenger, Gray & Christmas сообщает о заметном росте планируемых увольнений — в 2025 году количество объявленных работодателями США сокращений рабочих мест превысило 1,2 млн, поскольку корпоративная реструктуризация, искусственный интеллект и пошлины способствовали сокращению числа рабочих мест. Это на 58% больше, чем в 2024 году, и является самым высоким показателем с 2020 года. Пик планируемых сокращений пришелся на октябрь (153 тыс., максимум за 22 года), ноябрь принес некоторое облегчение (71 тыс.), но и такой результат после 2008 года отмечался лишь в 2022 году, в декабре плановое количество увольнений сократилось еще примерно вдвое (до 35,5 тыс., что на 8% ниже декабря 2024 года). Основная масса планируемых сокращений (308 тыс.) пришлось на госсектор, в частном секторе лидировали технологические компании (155 тыс.), чему, по мнению Challenger, способствовали более быстрая адаптация hi-tech сектора к внедрению ИИ и избыточный найм работников персонала в отрасли за последние 10 лет. При этом, по данным Challenger, активность планов по найму снизилась в 2025 году — работодатели объявили о запланированном наборе сотрудников 507 тыс. сотрудников, что на 34% меньше, чем в 2024 году и соответствуют минимальному значению с 2010 года.

**Потребление.** Вышедшие в декабре данные о потребительских доходах и расходах за сентябрь показали, что после краткосрочного провала в мае доходы населения продолжали расти (0,4% (м/м) SA, вровень с темпом роста зарплат и немного выше консенсус-прогноза 0,3% (м/м) SA), расходы несколько замедлили рост (0,3% (м/м) SA после 3-х месяцев роста по 0,5% (м/м) SA), что совпало с консенсус-прогнозом. Наиболее стабильно растет потребление услуг.

Розничные продажи в США в октябре не изменились (ожидался рост на 0,1% (м/м)), данные за сентябрь пересмотрены до 0,1% (м/м) (прежняя оценка 0,2%). В годовом выражении показатель вырос на 3,5% (г/г) в октябре против 4,2% (г/г) в сентябре. В то же время розничные продажи с исключением наиболее волатильных категорий (автомобилей, бензина, строительных материалов и услуг общественного питания), выросли на 0,8% (м/м) в октябре после снижения на 0,1% в сентябре.

Опрос Мичиганского университета показывает значительное ухудшение потребительских настроений осенью, особенно в ноябре (после рекордного по длительности шатдауна), когда индекс потребительского доверия (51) оказался на минимальных значениях с апреля-мая (максимальное беспокойство из-за тарифов) и лета 2022 года. В декабре настроения потребителей несколько улучшились — индекс повысился до 52,9 — первое улучшение за пять месяцев, но ниже предварительной оценки 53,3. При этом индекс отношения американских потребителей к текущей экономической ситуации в этом месяце уменьшился до минимальных в истории 50,4 пункта с 51,1 пункта в ноябре (ниже предварительной оценки 50,7 пункта). Индикатор потребительских ожиданий на ближайшие полгода поднялся до 54,6 пункта с 51



пункта (предварительно — 55 пунктов). Ожидания относительно рынка труда несколько улучшились, хотя подавляющее большинство потребителей (63%) по-прежнему ждали дальнейшего роста безработицы в течение следующего года. Несмотря на некоторые признаки улучшения к концу года, настроения остаются почти на 30% ниже, чем в декабре 2024 года. Между тем, годовые инфляционные ожидания снизились с 4,5% до 4,2% — самого низкого уровня за 11 месяцев. Аналогичным образом, пятилетние инфляционные ожидания снизились с 3,4% до 3,2% (минимум с января прошлого года).

**Деловая активность.** Индекс производственной активности (ISM PMI Manufacturing) в декабре оставался в зоне спада 10-й месяц подряд, его значение (47,9) стало минимальным с октября 2024 года. Динамика была обусловлена сокращением запасов (45,2 против 48,9 в ноябре), новых заказов (47,7 против 47,4) и занятости (44,9 против 44), при этом на высоком уровне сохранялось ценовое давление со стороны издержек (58,5, как и месяцем ранее). Подындекс выпуска показал замедление роста (51 против 51,4). В то же время эти данные показывают, что в декабре спад новых экспортных заказов, незавершенных работ и занятости все-таки замедлился. Слабая динамика деловой активности в промышленности связана с рядом факторов, прежде всего — это ухудшение условий для бизнеса и удорожание себестоимости производства из-за повышения импортных тарифов, ослабление внешнего спроса и высокий уровень неопределенности.

Напротив, индекс деловой активности в секторе услуг (ISM PMI Services) неожиданно продолжил рост в декабре до 54,4, максимума с октября 2024 года (против 52,6 в ноябре, консенсус предполагал снижение до 52,3). Компании часто упоминали позитивное влияние, связанное с праздничным сезоном. Более быстрыми темпами росли производство (56 против 54,5), новые заказы (57,9 против 52,9) и запасы (54,2 против 53,4), наблюдался рост занятости (52 против 48,9), новых экспортных заказов (54,2 против 48,7) и импорта (50,3 против 48,9).

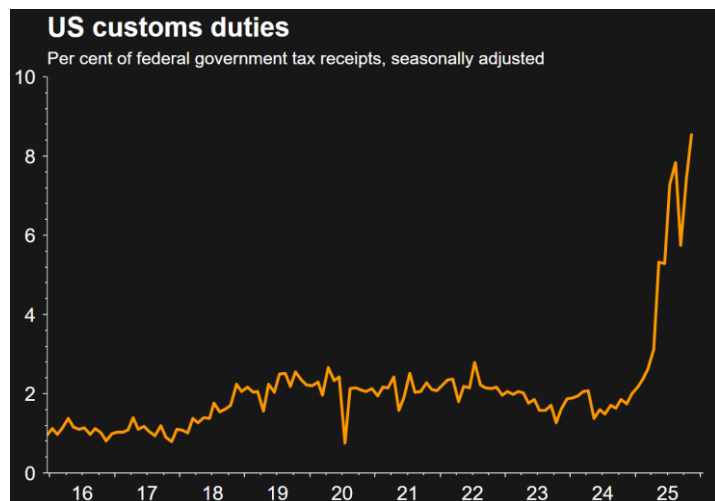
Альтернативный сводный индекс PMI от S&P Global (финальная оценка за декабрь) показал замедление роста деловой активности до минимальных значений за 8 месяцев и оказался ниже предварительной оценки.

**Таможенные платежи и бюджет.** По данным Бюджетного управления Конгресса (CBO), в 2025 финансовом году, закончившемся 30 сентября, дефицит федерального бюджета составил \$1,78 трлн (-5,9% ВВП), сократившись на \$41 млрд по сравнению с дефицитом 2024 г (\$1,82 трлн, -6,3% ВВП). Доходы и расходы увеличились по сравнению с 2024 годом. Доходы выросли на 6%, рост поступлений от подоходного налога с физических лиц и таможенных пошлин был частично компенсирован снижением поступлений от налога на прибыль корпораций. Расходы выросли на 4%, рост наблюдался в нескольких областях, включая крупнейшие программы социальных выплат и чистые процентные платежи по государственному долгу (которые впервые превысили \$1 трлн). Таким образом, дефицит бюджета США по отношению к ВВП остается значительно выше среднего значения с 1975 по 2025 гг. (-3,8% ВВП). Поступления от таможенных пошлин в FY25 увеличились за год на \$118 млрд, с 0,3% ВВП в 2024 году до 0,6% в 2025 году (что значительно превышает средний показатель за 50 лет в 0,2% ВВП).

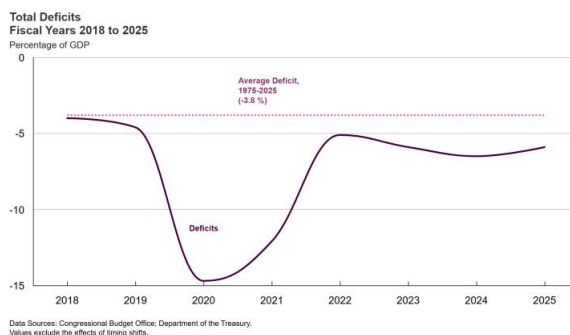
Этот рост обусловлен повышением пошлин, введенных администрацией с февраля на большинство импортируемых товаров. Между тем, CBO в ноябре снизило прогноз сокращения бюджетного дефицита в предстоящие 11 лет за счет повышения тарифов до \$3 трлн по сравнению с предыдущей (августовской) оценкой в \$4 трлн. По мнению авторов, средняя эффективная ставка таможенного тарифа увеличилась примерно на 14 п.п. по сравнению с 2,5% годом ранее, тогда как в августе CBO оценивало, что ставка эффективная тарифа выросла на 18 п.п. (причины этого изложены выше, в разделе по глобальной экономике). Таким образом, согласно новым расчетам Бюджетного управления Конгресса США, экономия за счет пошлин не сможет полностью компенсировать влияние подписанного Дональдом Трампом «Большого прекрасного закона» (OBBVA), который, по июльской оценке того же CBO, приведет к увеличению дефицита бюджета на \$3,4 трлн до 2034 года. Эти расчеты не учитывают последствия недополученных таможенных платежей в случае, если Верховный суд США примет решение о

неправомерности введения Дональдом Трампом страновых тарифов по закону о чрезвычайных экономических полномочиях (IEEPA).

Доля таможенных платежей в доходах федерального бюджета, %



Дефицит бюджета США 2018-2025 гг., % ВВП

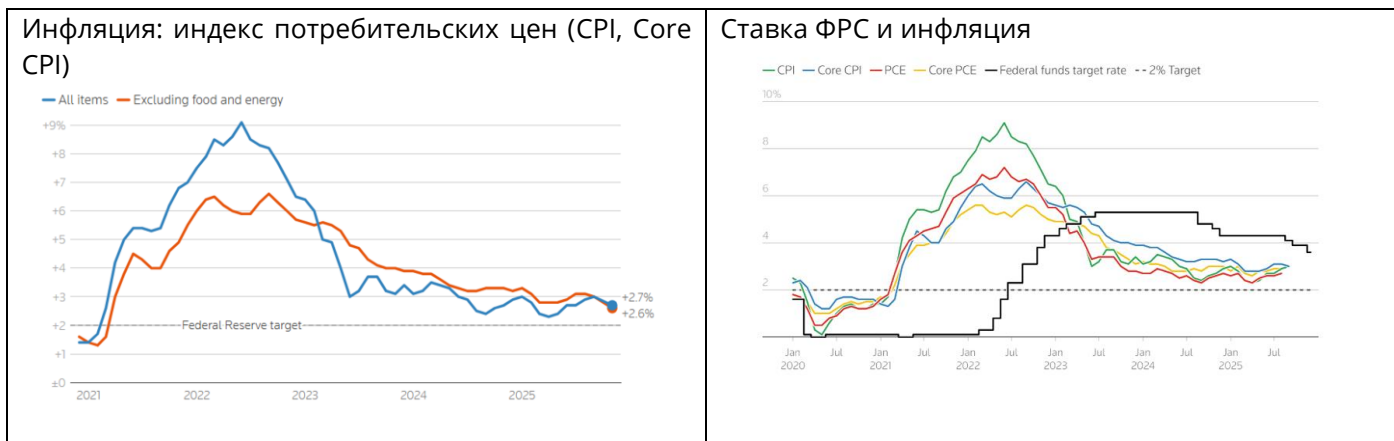


Источники: Reuters, СВО

**Инфляция, влияние тарифов.** По оценке [NBER](#) на основе ежедневных данных 5 крупнейших розничных сетей США, тарифы 2025 года за полгода (с начала марта по начало сентября) внесли вклад около 0,7 п.п. в индекс потребительских цен. То есть, годовая инфляция (CPI), составившая 2,9% в августе 2025 года, в отсутствие повышения тарифов составила бы около 2,2%, что гораздо ближе к целевому показателю инфляции ФРС. Также они пришли к выводу, что за полгода эффект переноса тарифов в розничные цены составил 20%, то есть коэффициент переноса был выше чем то, что наблюдалось во время первой торговой войны между США и Китаем в 2018-2019 гг., но значительно ниже полного переноса. Сэмюэл Томбс, главный экономист в Pantheon Macroeconomics по США, оценивает, что к сентябрю ритейлеры переложили на потребителей около 40% пошлин и ожидает, что эта доля постепенно вырастет до 70% к марту 2026 года, а затем стабилизируется.

Наиболее поздние доступные данные по индексу потребительских цен за ноябрь, неполные и вышедшие с большой задержкой, оказались значительно лучше ожиданий. Так, в ноябре годовая инфляция (CPI) снизилась до 2,7% (г/г) против 3% в сентябре (консенсус-прогноз предполагал повышение до 3,1% (г/г), а базовая инфляция (Core CPI) снизилась до 2,6% (г/г) против 3,0% (г/г) в сентябре (ожидалось также 3,0%). Впрочем, глава ФРБ Нью-Йорка Дж. Уильямс считает, что ноябрьские данные по инфляции могут быть несколько занижены по техническим причинам — Бюро статистики министерства труда не имело возможности собирать данные для расчета индекса CPI в октябре и начале ноября из-за шатдауна, а на вторую половину ноября приходились сезонные распродажи.

Последние данные по таргетируемым ФРС показателям инфляции — общему и базовому ценовому индексу потребительских расходов (PCE, Core PCE) — относятся к сентябрю и вышли с задержкой на месяц из-за шатдауна. В годовом исчислении общая инфляция PCE ускорилась до 2,8%, самого высокого уровня с апреля 2024 года, с 2,7% в августе, что соответствовало ожиданиям рынка. С другой стороны, базовая инфляция PCE замедлилась до 2,8% с 2,9% в августе (консенсус 2,9%). В месячном выражении цены на товары подскочили на 0,5%, в то время как рост цен на услуги замедлился.



Источник: Reuters

**ФРС.** На заседании 9-10 декабря ФРС третий раз в прошлом году снизила процентную ставку на 25 б.п., до 3,5-3,75%. Решение совпало с ожиданиями рынка, однако не было единогласным — за него проголосовали 9 из 12 членов комитета по открытым рынкам, а из оставшихся трех членов совета управляющих ФРС, выдвигенец Дональда Трампа, Стивен Миран вновь ожидаемо выступил за снижение ставки сразу на 50 б.п., в то время как президент Федерального резервного банка Канзас-Сити Джеффри Шмид и президент ФРБ Чикаго Остан Гулсби выступили за сохранение ставки на прежнем уровне. График индивидуальных прогнозов dot plot показал, что раскол внутри комитета (в который входят и не голосующие сейчас участники) еще сильнее — 6 из 19 были за сохранение ставки. Такой раскол связан с тем, что заседание проходило до выхода даже весьма неполных и существенно задержанных отчетов по рынку труда и безработице за октябрь-ноябрь.

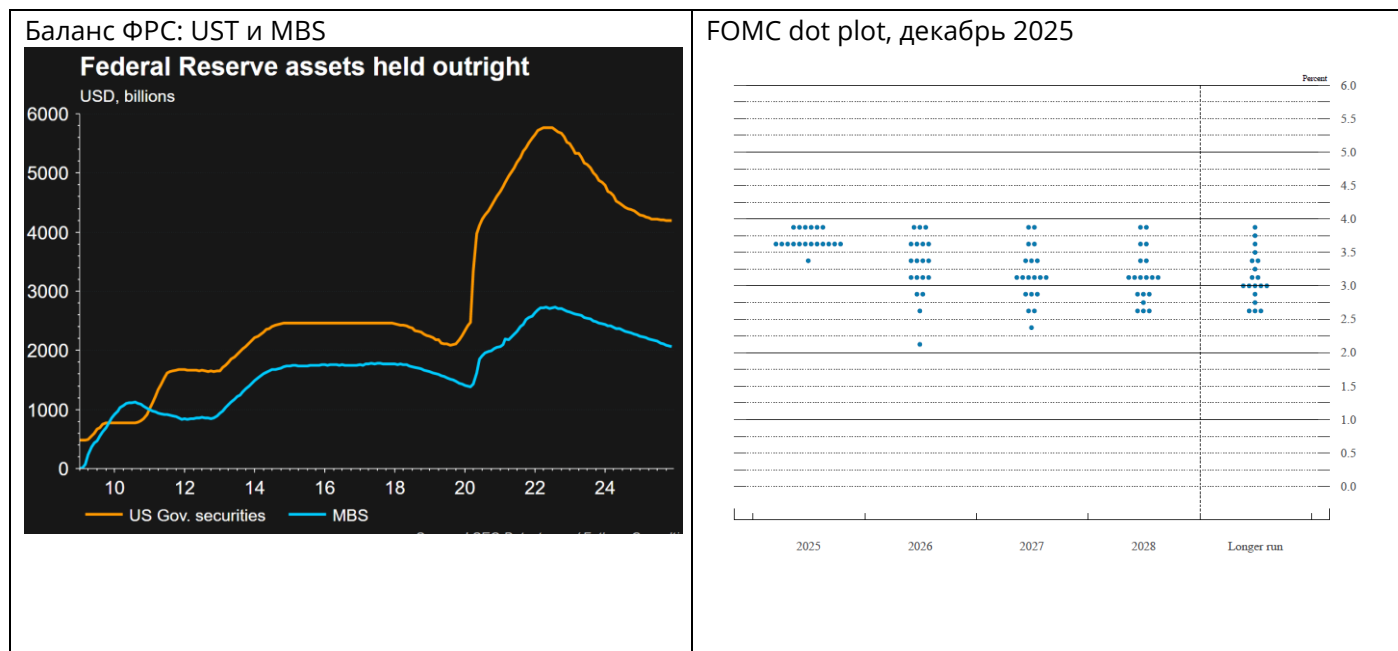
Помимо ожидаемого снижения процентной ставки, [основные итоги заседания](#) состоят в следующем:

- 1) ФРС видит увеличение рисков со стороны рынка труда, полагая, что влияние тарифов на инфляцию будет кратковременным;
- 2) в релизе дан сигнал вероятной паузы в дальнейшем снижении ставки («при рассмотрении времени и масштабов дальнейших корректировок целевого диапазона ставки FOMC будет тщательно оценивать поступающие данные, меняющиеся прогнозы и баланс рисков»);
- 3) прогноз роста ВВП на 2026 год заметно повышен, прогноз инфляции снижен, медианный прогноз по-прежнему предполагает одно снижение процентной ставки на 25 б.п. в 2026 году и еще одно в 2027 году (рынок рассматривает как основной вариант 2 снижения ставки в будущем году);
- 4) ФРС будет инициировать покупку краткосрочных казначейских облигаций (в основном казначейских векселей) по мере необходимости для поддержания достаточного объема резервов на постоянной основе, покупки начались с 12 декабря, составят \$40 млрд в первый месяц и могут оставаться на высоком уровне в течение нескольких месяцев, чтобы смягчить ожидаемое краткосрочное давление на денежных рынках. После этого ожидается, что объем покупок резервов сократится, хотя фактические темпы будут зависеть от рыночных условий. Это решение последовало практически сразу после завершения программы количественного ужесточения QT, действовавшей с июня 2022 года по 1 декабря 2025 года, в ходе которой баланс ФРС сократился с почти \$9 трлн до \$6,6 трлн.

По словам Джерома Пауэлла, цель новой программы приобретения краткосрочных гособлигаций не связана с направленностью ДКП (в отличие от классической программы QE), она направлена на то, чтобы не допустить дефицита резервов в банковской системе и проблем с ликвидностью, из-за которых ФРС может потерять контроль связи своих процентных ставок со ставками денежного рынка.

Пересмотрен и прогноз процентной ставки ФРС, Fed funds rate (напомним, это не официальный прогноз FOMC, а медианное значение индивидуальных прогнозов членов комитета). Медианный прогноз

предполагает, как и в сентябре, снижение ставки на 25 б.п. (до 3,4%) в 2026 году, еще одно снижение на 25 б.п. (до 3,1%) в 2027 году с сохранением на этом же уровне и в 2028 году. Оценка долгосрочной нейтральной ставки (3,0%) не изменилась. Однако разброс индивидуальных оценок очень широк. Так, на 2026 год 12 из 19 членов комитета ожидают снижение процентной ставки по крайней мере, на 25 б.п. (из них 8 — более чем на 25 б.п., в том числе 1 — на 150 б.п.).



Источники: Fed, Reuters


Основным тезисом пресс-конференции Джерома Пауэлла можно считать его заявление о том, что с учетом снижения ставки федеральных фондов на 75 б.п. с сентября и на 175 б.п. с сентября прошлого года, ставка сейчас находится в широком диапазоне оценок своего нейтрального значения, и «мы имеем все возможности подождать и посмотреть, как будет развиваться экономика».

Важные замечания относились к объяснению, почему ФРС снизила процентную ставку на декабрьском заседании, несмотря на отсутствие на данный момент многих важных данных, а не дождалась январского заседания. Ответ фактически свелся к тому, что рынок труда охлаждается (Джером Пауэлл допустил, что фактический среднемесячный прирост рабочих мест с апреля мог быть отрицательным). «Если бы нам не приходилось беспокоиться о рынке труда, процентная ставка была бы выше».

Одновременно инфляция немного снизилась: замедление инфляции в сфере услуг компенсирует влияние тарифов. Джером Пауэлл ожидает, что, если не будут введены новые импортные пошлины, темпы роста цен на товары достигнут пика в первом квартале 2026 года или близко к этому времени и могут быть выше текущего уровня на «пару десятых процента», после чего ожидается снижение инфляции. Также он отметил, что «повышение процентной ставки — это не базовый сценарий для кого-либо».

Хотя ФРС объясняет, что покупки краткосрочных гособлигаций не имеют ничего общего с программой расширения ее баланса QE, которая применялась в период нулевых процентных ставок для дополнения стимулирующего влияния ДКП на экономику и финансовые рынки, а направлены на поддержание достаточного уровня ликвидности на денежном рынке, это технически все-таки фактор, который должен поддерживать ликвидность в финансовой системе в ближайшие месяцы и снижать риски резкой волатильности ставок денежного рынка.

Что касается прогнозов ФРС на 2026 год, то они сейчас выглядят весьма зыбко с учетом того, что задержанный из-за шатдауна блок данных имеет большие проблемы с качеством первичных данных и



точностью результатов (данные, которые поступят к следующему заседанию в конце января, уже должны быть более надежными). Но в целом доступные данные говорят о том, что баланс рисков смещается от инфляции к рынку труда, что дает ФРС несколько больше пространства для снижения процентной ставки. В мае будущего года предстоит смена главы ФРС, и главным требованием при отборе кандидата на его должность Дональд Трамп назвал готовность снижать процентную ставку.

Котировки фьючерсов на СМЕ сейчас оценивают вероятность паузы на следующем заседании 28 января на уровне 95% с вероятным следующим снижением во II квартале 2026 года. Наиболее ожидаемым для рынка сценарием на конец будущего года остается снижение на 50 б.п. от текущего уровня, до 3-3,25%.

## Прогнозы на 2026 год

В I квартале 2026 года положительный вклад в динамику ВВП может внести отложенное потребление после выхода из 43-дневного шатдауна, что может компенсировать негативное влияние ослабления рынка труда и повышения цен вследствие переноса тарифов в инфляцию.

Позитивное влияние на экономику должны оказать фискальные стимулы (ОВВВА, в том числе возврат налогов домохозяйствам, 100% бонусной амортизации), эффект от смягчения ДКП ФРС во II полугодии 2025 года и, вероятно, в 2026 году. One Big Beautiful Bill, во-первых, продлил сниженные ставки подоходного налога по закону, принятому еще в первую каденцию Дональда Трампа 2017 года (которые иначе должны были закончиться после 2025 года).

По оценке Tax Foundation, если бы временные налоговые льготы истекли в конце этого года, для 62% американцев с 2026 года налоговая нагрузка возросла бы. Во-вторых, он включает несколько важных мер по снижению налоговой нагрузки — увеличение стандартного налогового вычета, увеличение налогового вычета на детей, пожилых, освобождение от подоходного налога чаевых, сверхурочной работы, налоговые льготы для процентов по автокредитам. В связи с этим уже с начала 2026 года американские домохозяйства смогут получить средства в виде возврата излишне уплаченных налогов за 2025 год.

По оценке Объединенного комитета по налогообложению (JCT) Конгресса США, американцы получат в 2026 году возврат налогов (от ОВВВА) на \$91 млрд и сохраняют дополнительно \$30 млрд текущих доходов за счет снижения налоговой нагрузки, что в общей сложности составит \$121 млрд помощи для американских семей, а в среднем налогоплательщик может получить на \$1000 больше налоговых возвратов по сравнению с прошлым годом.

По [оценке](#) Tax Foundation, в целом по стране средний размер налогового вычета на одного налогоплательщика в 2026 году составит \$3752, увеличение доходов после уплаты налогов благодаря ОВВВА составит [в среднем 5,4%](#), при этом выгоды будут смещены в пользу более обеспеченных групп. Эта экономия может быть направлена на потребление и инвестиции, частично компенсируя дополнительный «налог» в виде роста цен из-за повышения тарифов.

Для компаний выгода состоит, в частности, в разрешении полностью относить на расходы инвестиции в оборудование, расходы на R&D. Дональд Трамп уже высказывался и за прямые бюджетные выплаты населению («военный дивиденд» военнослужащим, «дивиденд от пошлин» американцам с невысокими доходами), и такие инициативы, весьма сомнительные с точки зрения экономической логики, вполне объяснимы перед промежуточными выборами в Конгресс.

Экономия от «Большого прекрасного закона» в 2026 году в зависимости от распределения налогоплательщиков по доходам

### One Big Beautiful Bill Act Tax Changes Increase After-Tax Incomes Across the Board in 2026

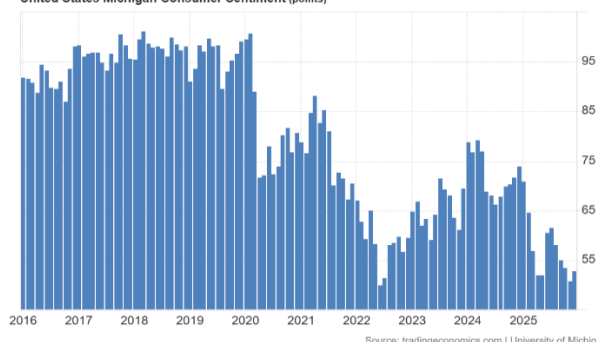
Percent Change in After-Tax Income from One Big Beautiful Bill Tax Provisions, 2026 (Conventional)

0% - 20%	2.6%
20% - 40%	5.2%
40% - 60%	5.7%
60% - 80%	6.3%
80% - 100%	5.8%

Note: Estimates only include OBBBA tax provisions and exclude the impact of the law's spending changes on after-tax incomes.  
Source: Tax Foundation General Equilibrium Model, July 2025.

Индекс потребительских настроений, Мичиганский университет

United States Michigan Consumer Sentiment (points)



Источники: Tax Foundation, University of Michigan

Технологические инновации, развитие ИИ остается значимым среднесрочным драйвером роста американской экономики, хотя риски «перегрева» этого сектора нельзя отрицать.

Важной историей 2026 года может стать смена главы ФРС после завершения полномочий Джерома Пауэлла (и ее возможное влияние на будущий курс американского центробанка). В мае, как уже упоминалось, заканчиваются полномочия Джерома Пауэлла как председателя ФРС, но его срок в качестве управляющего может продолжиться до 2028 года.

Вероятно, новый председатель ФРС, кандидатуру которого вскоре должен представить Дональд Трамп (в качестве основных кандидатов в СМИ называют экономического советника Белого дома Кевина Хассетта и бывшего члена Совета управляющих ФРС Кевина Уорша) будет склонен к проведению более мягкой ДКП. Однако рынки пока не ожидают, что ФРС потеряет независимость, что может выражаться, например, во вмененной ей цели снижения стоимости обслуживания госдолга, в ущерб закрепленной в мандате ФРС цели устойчиво низкой инфляции.

В базовом сценарии мы ожидаем два снижения процентной ставки в этом году, до 3-3,25% к концу года, но не исключаем и более сильное снижение, если риски для рынка труда усилятся или если мнение членов FOMC об уровне нейтральной ставки изменится в сторону снижения (медианный прогноз ФРС долгосрочной процентной ставки уже длительное время составляет 3%).

Сейчас в составе FOMC больше «голубей», но в 2026 году право голоса приобретут несколько «ястребов» — Кашкари, Логан и Хаммак, что может отчасти балансировать вероятно более «мягкий» курс нового председателя ФРС.

## FOMC - ITC Hawk/Dove Analysis

Last Update: 28 November 2025

Name	Position	Hawk Scale	Voter?		
			2025	2026	2027
<b>Most Dovish</b>					
Miran	Board		✓	✓	✓
Waller	Board		✓	✓	✓
Bowman	Board		✓	✓	✓
Jefferson	Vice Chairman		✓	✓	✓
Paulson	Philadelphia		✗	✓	✗
Cook	Board		✓	✓	✓
Powell	Chairman		✓	✓	✓
Williams	New York		✓	✓	✓
Daly	San Francisco		✗	✗	✓
Barr	Board		✓	✓	✓
Collins	Boston		✓	✗	✗
Goolsbee	Chicago		✓	✗	✓
Kashkari	Minneapolis		✗	✓	✗
Bostic	Atlanta		✗	✗	✓
Musalem	St Louis		✓	✗	✗
Logan	Dallas		✗	✓	✗
Barkin	Richmond		✗	✗	✓
Schmid	Kansas City		✓	✗	✗
Hammack	Cleveland		✗	✓	✗
<b>Most Hawkish</b>					

Source: ITC Markets Research


Источник: ITC Markets Research

В I полугодии 2026 года в руководстве ФРС возможны и другие перестановки. Полномочия Стивена Мирана, временно исполняющего обязанности члена совета управляющих, выдвиженца Дональда Трампа и главы совета экономических консультантов при президенте США должны завершиться в конце января, но сам он полагает, что этот срок будет продлен. 21 января Верховный суд США проведет слушание по вопросу о возможном увольнении Лизы Кук. Это дело приобрело сильный резонанс, как пример попытки исполнительной власти ограничить независимость центробанка (Дональд Трамп пытался лично уволить Лизу Кук, которая была номинирована его предшественником, но это было заблокировано судебной системой до рассмотрения вопроса Верховным судом).

Если, вопреки текущим ожиданиям рынка, Трампу удастся «продать» резкое и неоправданное смягчение ДКП, это может подорвать доверие рынка к политике ФРС и привести к росту доходностей долгосрочных гособлигаций.

Тарифы остаются в повестке — в этом году предстоит плановый пересмотр соглашения о беспошлинной торговле USMCA, в ноябре заканчивается срок торгового соглашения США и Китая, возможно введение ранее обещанных Дональдом Трампом тарифов на дополнительные товары (лекарства, полупроводники и так далее).

В ноябре 2026 года пройдут промежуточные выборы в Конгресс США — будет полностью переизбран состав Палаты представителей (где сейчас у республиканцев преимущество в 5 голосов) и на 1/3 — состав Сената. В случае внушительного реванша демократов возможности администрации Дональда Трампа проводить самостоятельную политику до конца каденции могут быть существенно ограничены. Более того, Дональд Трамп предупредил своих соратников в Палате представителей, что в случае поражения на промежуточных выборах демократы попытаются вновь добиться его импичмента.



Риски: сохранение высокой степени неопределенности в экономической политике действующей администрации США, «раздвоение» экономической динамики США (рост в экономике все в большей степени обеспечивается за счет состоятельных граждан, «богатеющих» за счет роста фондового рынка, в то время как часть среднего класса и малообеспеченные на фоне замедления роста доходов и повышения цен уходят в «режим экономии»), риск финансового кризиса, триггерами которого могут стать ситуация с госдолгом США или возможный «пузырь» на рынке технологических акций.

Мы ожидаем по итогам 2025 года рост ВВП США на 1,9-2,0%, инфляцию — вблизи 3%, в 2026 году — рост ВВП на 1,8-2%, инфляцию — около 2,6-2,8% (пик в I полугодии с постепенным снижением во II полугодии).

## Еврозона

Несмотря на трудности, рост европейской экономики в 2025 году складывался выше прогнозов. В I квартале 2025 года экономика еврозоны заметно ускорила рост (0,6% (кв/кв) SA) за счет опережающего увеличения европейскими экспортерами поставок в США перед ожидаемым повышением тарифов, это задавало более высокую динамику ВВП по году, чем предполагало большинство прогнозов. Во II квартале 2025 года рост замедлился до 0,1% (кв/кв) SA, а в III квартале вновь ускорился до 0,3% (кв/кв) SA. В годовом выражении рост составил 1,4% (г/г). В течение года складывалась весьма волатильная динамика инвестиций в основной капитал, изменений запасов и чистого экспорта.

Улучшению динамики в III квартале способствовали восстановление роста инвестиций, которые увеличились на 0,9% по сравнению со снижением на 1,7% во II квартале, и увеличение госрасходов, которые выросли на 0,7% против 0,4% в предыдущем квартале. При этом рост потребления домохозяйств немного замедлился — до 0,2% с 0,3%, в то время как чистый экспорт сократился на 0,2 п.п. Среди крупнейших экономик региона лидерами роста в III квартале 2025 года стали Испания (0,6%) и Франция (0,5%), Италия показала скромный рост на 0,1%, а экономика Германии оставалась в стагнации.

По данным Еврокомиссии, сводный индекс делового и потребительского доверия в еврозоне в ноябре повысился до 97,1 пункта — максимума с апреля 2023 года против 96,8 в октябре, однако уже в декабре последовал откат до 96,7 пункта. Объем кредитования предприятий еврозоны в ноябре вырос на 3,1% (г/г), что стало самым быстрым темпом роста с июня 2023 года, а объем кредитования домохозяйств увеличился на 2,9% (г/г) (максимум с марта 2023 года). Этот рост связан с продолжающимся восстановлением спроса на кредиты, поддерживаемым недавним смягчением денежно-кредитной политики ЕЦБ.

Сводный индекс деловой активности в еврозоне HCOB Composite PMI вырос в ноябре до 52,8, что означало самое сильное расширение активности частного сектора с мая 2023 года, однако в декабре показатель снизился до 51,5, ниже предварительной оценки (51,9). В целом средний показатель сводного индекса PMI в IV квартале 2025 года составил 52,3, что является самым высоким показателем со II квартала 2023 года.

Последние данные указывают на замедление роста в сфере услуг при углублении спада в обрабатывающей промышленности. В частности, в декабре индекс деловой активности в производственном секторе еврозоны HCOB снизился до 48,8 (самый быстрый темп сокращения с марта), что стало ниже как предварительной оценки в 49,2, так и окончательного показателя ноября в 49,6. При этом спад был в 3-х из 4-х крупнейших экономик еврозоны (Германия, Италия, Испания), исключение — Франция.

В Германии зафиксировано самое резкое ухудшение и самые слабые показатели с февраля. В сфере услуг ситуация лучше, но рост в декабре замедлился — показатель снизился до 52,4 с ноябрьского максимума более чем за 2 года в 53,6. Рост нового бизнеса стал самым слабым за три месяца, при этом прирост наблюдался только на внутреннем рынке на фоне снижения новых экспортных заказов. Из четверки крупнейших экономик региона лишь Испания ускорила рост деловой активности в конце года.

Поддержку сектору услуг оказывает относительно низкая безработица, повышенные (хотя и замедляющиеся) темпы роста зарплат, эффект от снижения инфляции и процентных ставок.



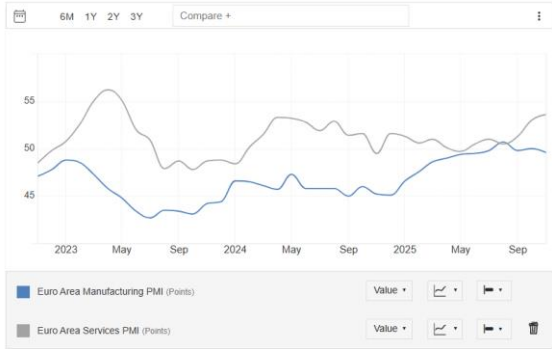
Производственный сектор еврозоны в прошлом году испытывал давление со стороны ухудшения экспортных условий из-за американских тарифов, усилившейся конкуренции на внутреннем и экспортных рынках со стороны китайских товаров, нарушения нормального функционирования производственных цепочек из-за ограничений поставок редкоземельных металлов из Китая. Заключение ЕС торгового соглашения с США в июле 2025 года, в соответствии с которым потолок тарифов на большинство экспортных товаров был установлен на уровне 15%, можно считать выбором в пользу минимизации потерь, но полностью избежать их не удастся.

США и ЕС поддерживают крупнейшие в мире двусторонние торговые и инвестиционные отношения: объем торговли товарами и услугами в 2024 году достиг приблизительно 1,6 трлн евро. Ключевые статьи экспорта ЕС включают машины и транспортные средства (39% экспорта промышленных товаров), химикаты (32%) и фармацевтические препараты, в то время как основные статьи экспорта США включают энергоносители, сельскохозяйственную продукцию и технологические услуги.

В относительном «выигрыше» от сделки должны оказаться производители автомобилей и автозапчастей (уже действовавший тариф 27,5% для них был снижен до 15%). По последним данным, в октябре промышленное производство в еврозоне выросло на 0,8% (м/м), что является самым большим ростом с мая 2025 года, в том числе позитивную динамику показали Германия (+1,4%), Ирландия (+4,0%), Испания (+0,9%), Нидерланды (+0,3%) и Франция (+0,2%).

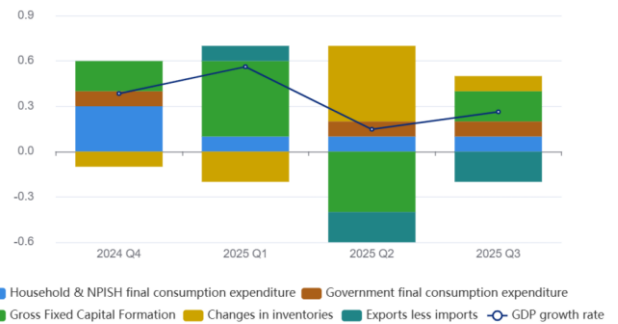
По данным Eurostat, торговый профицит ЕС с США в отношении товаров сократился с 81 млрд евро в I квартале 2025 года до 41 млрд евро в III квартале 2025 года — после резкого увеличения экспорта в I квартале 2025 года на опасениях торговой войны, затем он вернулся к тренду. Основной вклад в экспорт ЕС в США в 2025 году внесли химические продукты. Экспорт ЕС в Китай последовательно сокращался в последние кварталы. Импорт ЕС из США последовательно растет с 2022 года (по мере замещения импорта российских энергоресурсов в Европу американскими), и в 2025 году рост импорта в ЕС из США обгонял его импорт из Китая и остального мира.

## Индексы деловой активности PMI



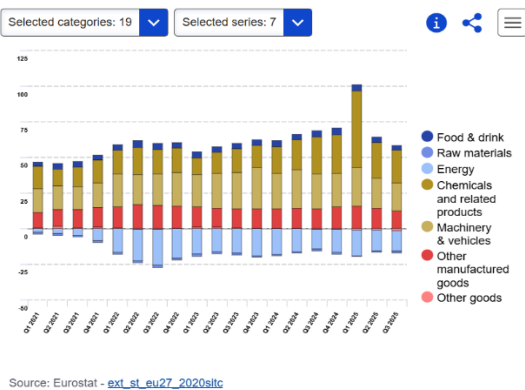
## Вклад в рост ВВП (кв/кв), п.п.

Decomposition of GDP growth of the euro area by expenditure aggregates  
Contributions to growth (over the previous quarter) in percentage points



## Торговый баланс ЕС и США по товарным группам

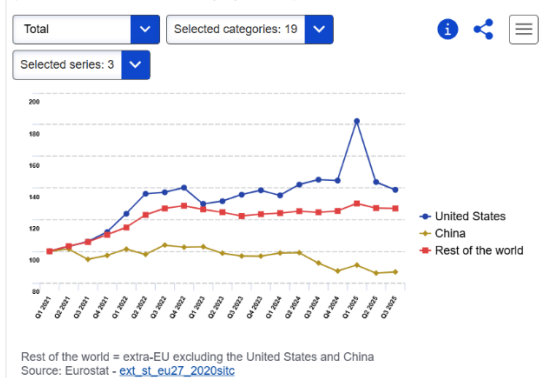
EU - United States trade balance by product group  
(€ billion, seasonally adjusted data)



eurostat

## Экспорт ЕС в США, Китай и остальной мир

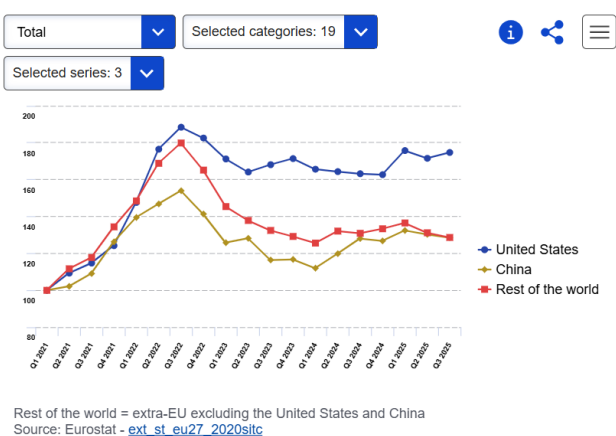
EU exports of goods to selected partners  
(indexed at 100 in Q1 2021, seasonally adjusted data)



eurostat

## Импорт товаров в ЕС из США, Китая, остального мира

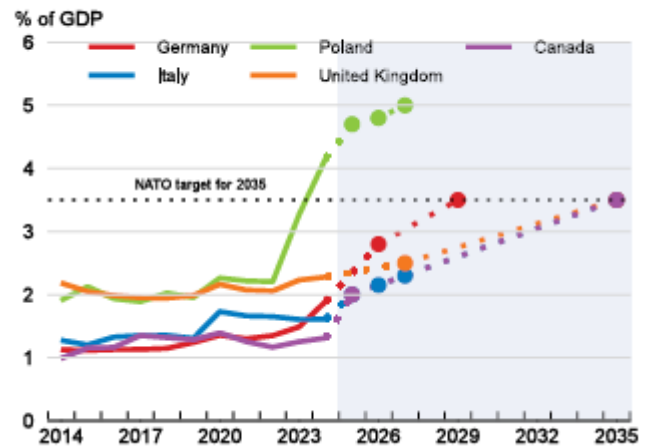
EU imports of goods from selected partners  
(indexed at 100 in Q1 2021, seasonally adjusted data)



eurostat

## Военные расходы некоторых стран ЕС

B. Military spending projections  
Selected economies



Источники: HCOB, Trading Economics, Eurostat, OECD

Еврокомиссия в ноябре повысила прогноз роста экономики еврозоны в 2025 году до 1,3% (прежний, весенний, прогноз 0,9%), одновременно снизив прогноз на 2026 год до 1,2% (прежний прогноз 1,4%), прогноз на 2027 год — 1,4%. Прогноз инфляции на 2025 год остался без изменений (2,1%), на 2026 год — повышен до 1,9% с 1,7%, на 2027 год прогноз составляет 2% (без пересмотра) и 1,9% (ранее предполагалось 1,7%). Как отмечается в релизе ЕК, экономический рост в первые девять месяцев 2025 года превысил



ожидания, поначалу такая динамика объяснялась скачком экспорта в ожидании повышения импортных пошлин в США, однако инвестиции в оборудование и нематериальные активы также оказались лучше прогнозов. «Продолжающийся рост в III квартале является свидетельством устойчивости европейской экономики и ее способности справиться с беспрецедентными шоками», — отмечается в релизе ЕК.

Прогноз роста экономики Германии составляет скромные 0,2% в 2025 году и 1,2% в 2026-2027 гг., для Франции в 2025 году — 0,7%, в 2026 году — 0,9%, в 2027 году — 1,1%, для Италии — 0,4% в 2025 году и 0,8% в 2026-2027 гг., для Испании — в 2025 году 2,9%, в 2026 году — 2,3%, в 2027 году — 2%.

Возможные действия США в развитие жестких заявлений Дональда Трампа о необходимости присоединения Гренландии, которая сейчас входит в состав Дании, могут стать новым «яблоком раздора» между США и ЕС.

В 2026 году поддержка роста экономики еврозоны ожидается в том числе от планов Германии по увеличению госрасходов на оборону и инфраструктуру, низких процентных ставок, снижения цен на энергоресурсы.


Еврокомиссия прогнозирует увеличение расходов на оборону в ЕС с 1,5% ВВП в 2024 году до 2% в 2027 году. Как отмечает ОЭСР, многие развитые страны начали реализовывать планы по увеличению расходов на оборону, включая страны НАТО, которые обязались выделять 3,5% ВВП на основные военные расходы к 2035 году. В краткосрочной перспективе это может привести к росту экономической активности в странах, занимающих средства для финансирования перевооружения, при этом потенциально более значительные выгоды ожидаются в странах с достаточными резервными мощностями и развитой местной оборонной промышленностью.

Германия будет увеличивать бюджетный дефицит для финансирования военных расходов (что позитивно для экономического роста), но это будет частично компенсироваться плановым сокращением бюджетных дефицитов стран с наиболее высокой долговой нагрузкой — Франции и Италии. Негативное влияние на экономический рост могут оказывать внешние факторы (тарифы в США, конкуренция промышленности с китайским импортом), уязвимость к фрагментации глобальных цепочек поставок в силу зависимости европейской экономики от сырьевого импорта, высокая сберегательная активность населения, политические факторы (во Франции в 2027 году предстоят президентские выборы).

Другие прогнозы также предполагают, что крупнейшая экономика Европы, Германия, покажет околонулевой рост в 2025 году после 2-х лет снижения, но рост несколько ускорится в 2026 году. Как сообщает Ifo Institute, ВВП страны стагнирует на уровне 2019 года, а частные инвестиции упали до уровня 2015 года. В декабре он снизил прогноз роста экономики Германии на 2025 год до 0,1% с 0,2%, прогноз на 2026 год составляет 0,8%, на 2027 год — 1,1%.

Согласно прогнозам Ifo, повышение тарифов в США замедлит экономический рост Германии на 0,3 п.п. в 2025 году и на 0,6 п.п. в 2026 году. Институт экономических исследований (IW) прогнозирует, что реальный ВВП Германии в 2025 году вырастет лишь незначительно — на 0,1% после двух лет сокращения, и затем ускорится до 0,9% в 2026 году. Однако, по данным IW, около трети этого роста будет обусловлено календарным эффектом: количество рабочих дней увеличится почти на два с половиной дня по сравнению с 2025 годом.

Kiel Institute прогнозирует также минимальный рост экономики в 2025 году (0,1%), прогноз на 2026 год составляет 1,0% (прежний 1,3%), на 2027 год — 1,3%, оживление роста ожидается также за счет государственных мер стимулирования и увеличения количества рабочих дней. По данным федерального агентства по трудоустройству, в 2025 году в Германии был зафиксирован максимум среднего числа безработных за двенадцать лет — 2,948 млн, что является самым высоким годовым показателем с 2013 года. Уровень безработицы в 2025 году повысился до 6,3% против 6,0% в 2024 году.



Правительство Германии планирует увеличить расходы на оборону с 2,1% в 2024 году до 3,5% ВВП к 2029 году, что будет финансироваться за счет выпуска государственного долга. Утвержденный Бундестагом бюджет Германии предусматривает общие расходы в размере 524,5 млрд евро в рамках основного бюджета на 2026 год, включая 58,3 млрд евро инвестиций. С учетом инвестиций через специальные фонды общий объем госинвестиций возрастает до 126,7 млрд евро, что на 10% больше, чем в 2025 году (а показатель 2025 года, в свою очередь, на 55% превысит уровень 2024 года).

Увеличение инвестиций стало возможным благодаря специальному инфраструктурному фонду в размере 500 млрд евро и освобождению от правил регулирования долга для расходов на оборону, утвержденному в марте прошлого года. Для финансирования этих госрасходов планируется заимствование дополнительных 98 млрд евро в 2026 году в рамках основного бюджета, а с учетом заимствований через специальные фонды для инфраструктуры и обороны общий объем нового долга составит более 180 млрд евро (максимум после пандемии ковида в 2021 году).

Кроме того, план правительственных реформ в Германии предполагает увеличение амортизационных отчислений по инвестициям в оборудование, начиная с 2026 года, снижение налогов на электроэнергию и платы за использование сети, а также увеличение субсидий для энергоемких предприятий.

Рост госрасходов будет сопровождаться расширением бюджетного дефицита Германии — по оценкам Бундесбанка, если в 2025 году дефицит бюджета ожидается на уровне 2,5% ВВП (в пределах 3% лимита для европейских стран), то к 2028 году он вырастет практически вдвое, до 4,8% ВВП. Общий госдолг к 2028 году поднимется до 68% ВВП с 62% ВВП в 2024 году. Но это все равно будет минимальным значением для стран G7.

Благодаря консервативной бюджетной политике Германии с 2008 года, у нее пока есть буфер для увеличения госдолга, в то время как у других крупнейших европейских экономик соотношение госдолга к ВВП уже либо выше 100%, либо приближается к этому уровню. По оценке [МВФ](#), фискальные проблемы Европы могут усилиться по следующим причинам.

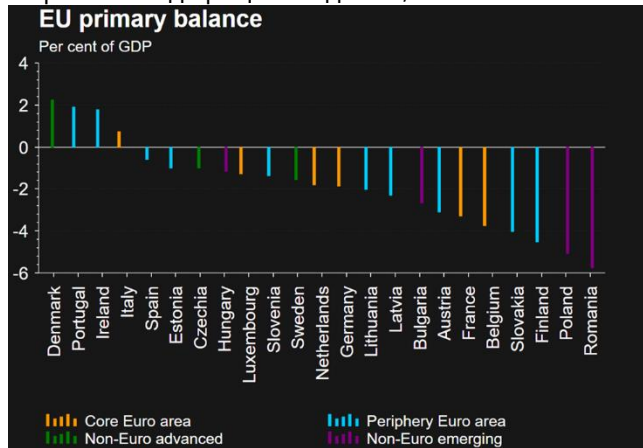
1) Новые потребности в государственных расходах в сфере обороны и энергетической безопасности, в дополнение к росту пенсионных и медицинских расходов. Эксперты МВФ оценивают дополнительные расходы в этих четырех областях в 4,5% ВВП к 2040 году в развитых странах Европы, включая Великобританию, и в 5,5% ВВП в странах Центральной и Восточной Европы.

2) Рост доходности облигаций также приводит к увеличению процентных расходов.

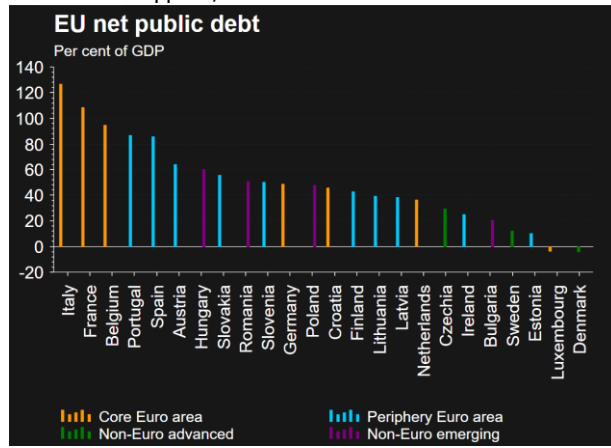
3) Не самые благоприятные перспективы среднесрочного роста и предложения рабочей силы оказывают давление на доходы бюджетов и повышают уровень задолженности. Все это может потребовать как структурных реформ для увеличения темпов роста экономики, так и бюджетной консолидации в той или иной степени, а «в некоторых случаях даже это может означать переосмысление отдельных аспектов европейской социальной модели».



### Первичный дефицит бюджета, % ВВП



### Чистый госдолг, % ВВП



Источник: Reuters

Инфляция в еврозоне в декабре опустилась до 2,0% (г/г), что соответствует целевому уровню ЕЦБ. По странам, в Германии инфляция в декабре замедлилась до 2,0% (г/г) против 2,6% (г/г) месяцем ранее, в Испании снизилась до 3,0% (г/г) (ноябрь 3,2% (г/г)), в то время как во Франции она остается значительно ниже цели ЕЦБ (0,7% (г/г)). Базовая инфляция в еврозоне, без учета стоимости продуктов питания и энергоносителей (индекс CPI Core), в декабре снизилась до 2,3% (г/г) (против 2,4% (г/г) в сентябре-ноябре), что несколько выше цели.

Дезинфляционное влияние по-прежнему оказывает снижение цен на энергоресурсы (-1,9% (г/г)). Продовольственная инфляция в декабре немного ускорилась (2,6% (г/г)), промышленные товары подорожали на 0,4% (г/г). Наиболее высокой остается инфляция в услугах — в декабре она немного замедлилась — до 3,4% (г/г) против 3,5% (г/г) месяцем ранее. ЕЦБ ранее отмечал, что снижение инфляции до целевого уровня в 2% зависит от замедления роста заработных плат и снижения ценового давления в сфере услуг.

На инфляцию в еврозоне сейчас влияют разнонаправленные группы факторов. Дезинфляционное влияние оказывает снижение цен на энергоресурсы (в начале декабря цены на природный газ были ниже, чем год назад более чем на 40%, а цены на нефть — более чем на 10%) и укрепление евро, которое, в частности, приводит к удешевлению импорта из США и Китая. Проинфляционное влияние оказывает более сильный, чем ожидалось, внутренний спрос, в том числе рост зарплат, «догоняющий» инфляцию прошлых лет. А в 2026 году предстоит потенциально проинфляционное увеличение фискальных расходов.

ЕЦБ с июня 2024 года по июнь 2025 года снизил депозитную ставку с 4% до 2% (уровня, соответствующего нейтральному диапазону), после чего поставил процесс на паузу. Основной сигнал Кристин Лагард с тех пор состоит в том, что ДКП сейчас находится «в хорошем положении» для реагирования на возможные риски для инфляции с обеих сторон. Летом и в начале осени некоторые управляющие ЕЦБ говорили, что в будущем может стать целесообразно еще снизить процентные ставки из-за рисков, что вследствие неблагоприятного влияния внешних факторов инфляция может закрепиться ниже цели.

Однако в начале декабря член исполнительного совета европейского центрбанка Шнабель отметила, что следующим шагом ЕЦБ может стать повышение процентной ставки (хотя пока это не требуется), так как с сентября перспективы экономики улучшились и теперь баланс рисков для оценок экономического роста и инфляции смещен в повышательную сторону.

На декабрьском заседании ЕЦБ вновь сохранил процентные ставки без изменения, но повысил прогнозы как экономического роста на 2025-2027 гг., так и инфляции на 2026 год. Повышение прогнозов роста ВВП объяснялось прежде всего более сильным внутренним спросом, чем ожидалось в сентябрьских прогнозах. Повышение прогноза инфляции на 2026 год аргументировалось более медленным ослаблением инфляции

в сфере услуг. По прогнозам ЕЦБ, в 2026 и 2027 годах инфляция в среднем останется ниже 2%, при этом инфляция в энергетическом секторе будет отрицательной на протяжении большей части этого периода, а инфляция без учета энергоносителей будет постепенно снижаться.

Затем инфляция должна вернуться к целевому уровню в 2028 году. Таким образом, прогноз общей инфляции на 2026 год ниже целевых 2% (1,9%) из-за удешевления энергоресурсов, но прогноз базовой инфляции (2,2%) теперь ее превышает, что, по-видимому, пока снимает с повестки дальнейшее снижение процентных ставок.

По словам главы ЕЦБ Кристин Лагард, решение о сохранении процентных ставок было единогласным, но дальнейшие решения будут приниматься от заседания к заседанию и «все опции остаются на столе» в силу сохраняющейся высокой неопределенности. Она отметила, что ускорение инфляции в услугах в последние месяцы — это тенденция, за которой регулятор внимательно наблюдает, и что аналитики ЕЦБ связывают это с более сильным, чем ожидалось в сентябре, ростом зарплат (4% (г/г)). Пока повышенный рост цен в услугах компенсируется снижением цен на товары.

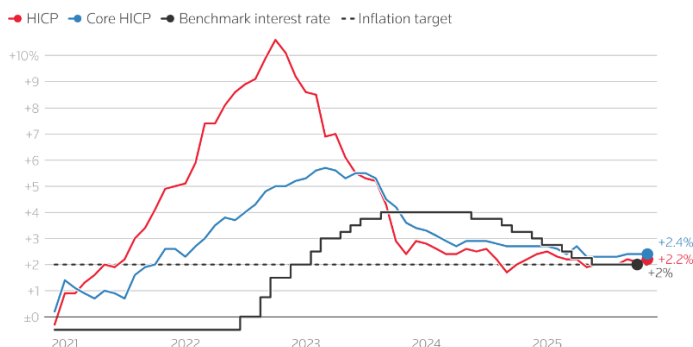
Прогнозы ЕЦБ предполагают замедление темпов роста зарплат в 2026 году до менее 3% (г/г) к концу текущего года. Но, как считает Кристин Лагард, ситуация с динамикой зарплат, вакансиями на рынке труда требует внимания, так как это дает сильный вклад в инфляцию в сфере услуг. Из позитивных сюрпризов по отношению к сентябрьским прогнозам, глава ЕЦБ отметила рост инвестиций (не только государственных, но и частных, которые в основном связаны с развитием ИИ) и неожиданное увеличение вклада экспорта в экономический рост (хотя ЕЦБ по-прежнему прогнозирует, что внешняя торговля в результате введения тарифов, скорее всего, будет тормозить рост в будущем).

Мы полагаем, что при инфляции вблизи цели и в отсутствие новых экономических шоков ЕЦБ может сохранять процентные ставки на текущих уровнях в течение 2026 года (ставка по депозитам 2%).

## Инфляция и депозитная ставка ЕЦБ

### Euro zone inflation and ECB interest rates

Benchmark interest rate and year-on-year change in consumer price inflation



## Прогнозы ЕЦБ по росту ВВП и инфляции

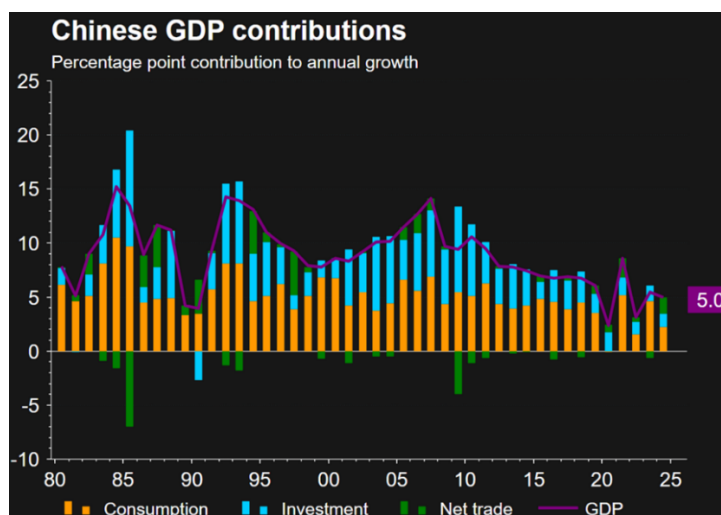
Показатель/год	2025	2026	2027	2028
Рост ВВП, %				
Декабрь 2025	1,4	1,2	1,4	1,4
Сентябрь 2025	1,2	1,0	1,3	
Июнь 2025	0,9	1,1	1,3	
Март 2025	0,9	1,2	1,3	
Декабрь 2024	1,1	1,4	1,3	

Инфляция, %				
Декабрь 2025	2,1	1,9	1,8	2,0
Сентябрь 2025	2,1	1,7	1,9	
Июнь 2025	2,0	1,6	2,0	
Март 2025	2,3	1,9	2,0	
Декабрь 2024	2,1	1,9	2,1	
Базовая инфляция, %				
Декабрь 2025	2,4	2,2	1,9	2,0
Сентябрь 2025	2,4	1,9	1,8	
Июнь 2025	2,4	1,9	1,9	
Март 2025	2,2	2,0	1,9	
Декабрь 2024	2,3	1,9	1,9	

## Китай

Рост экономики за 9 месяцев 2025 года составил 5,2% и по итогам года может оказаться вблизи целевых 5%. Несмотря на сложный период торговой войны с США (в апреле взаимные тарифы на короткий период достигли трехзначных величин), Китаю удалось диверсифицировать свой общий экспорт и даже его увеличить, но внутренний спрос остается ослабленным, продолжается кризис на рынке недвижимости. В этих условиях экономика испытывает проблемы перепроизводства.

### Декомпозиция роста ВВП Китая



Источник: Reuters

Устойчивость экспорта подтвердили данные, в соответствии с которыми профицит внешней торговли КНР за 11 месяцев впервые в истории превысил \$1 трлн. Этого удалось достичь за счет перенаправления части экспорта из США в другие регионы мира — Европу, Юго-Восточную Азию, Африку, Латинскую Америку. По данным таможенной статистики Китая, экспорт за 11 месяцев 2025 года увеличился на 5,4%, импорт сократился на 0,6%. Экспорт в США сократился на 18,9%, при этом экспорт в ЕС увеличился на 8,1%, в страны АСЕАН — на 13,7%, в Латинскую Америку — на 7,1%, в Африку — на 26,3%. Перенаправление экспорта из Китая в другие страны во многих случаях представляло собой обходной путь по их поставке в США, чтобы



продукция облагалась меньшими тарифами. Экспорт КНР в Россию за 11 месяцев 2025 года сократился на 11,9%.

В товарной структуре экспорта Китая за 11 месяцев 2025 года основное место занимали Механическая и электротехническая продукция (Mechanical and electrical products) и Высокотехнологические продукты (Hi-tech products). В частности, в составе этих групп экспорт интегральных схем увеличился в долларовом выражении на 24,7% (г/г), кораблей — на 26,8% (г/г), автомобилей — на 16,7% (г/г). Экспорт мобильных телефонов сократился на 11,2% (г/г).

Напряженность в отношениях США и Китая к концу прошлого года несколько ослабла — в конце октября лидеры этих стран договорились о снижении американских пошлин в отношении Китая в обмен на то, что Пекин примет жесткие меры против незаконной торговли фентанилом, возобновит закупки соевых бобов в США и продолжит экспорт редкоземельных металлов. Китай отменил все ответные дополнительные торговые пошлины и ограничения для США, Штаты оставили для Китая лишь дополнительную пошлину за фентанил, снизив ее с 20% до 10%. С учетом этого, суммарные пошлины США на китайские товары снижены с 57% до 47%. В декабре президент США Дональд Трамп заявил, что Соединенные Штаты разрешат Nvidia экспортировать в Китай ИИ-чипы H200, входящие в число лучших чипов компании для ИИ, и будут взимать с таких продаж 25-процентную комиссию. В апреле 2026 года Дональд Трамп планирует посетить Китай.

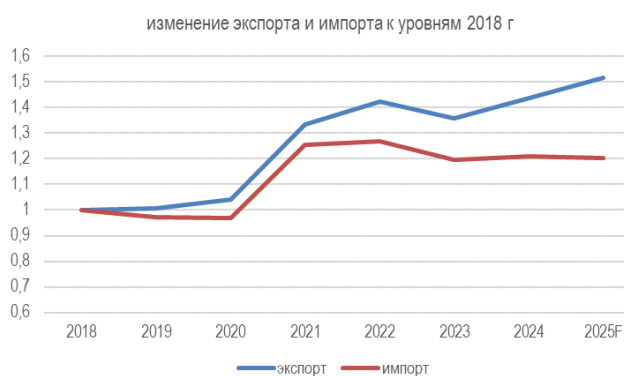
Однако соглашение с США заключено всего лишь сроком на год, поэтому можно говорить не о завершении торговой войны, а лишь о перемирии. Рекордный профицит внешней торговли Китая вызывает недовольство и у европейских лидеров, экономика которых несет потери как от американских тарифов, так и от перенаправления потоков китайского импорта в Европу в сочетании со слабой динамикой импорта со стороны самого Китая.

Так, президент Франции Э. Макрон после визита в Китай в декабре заявил, что ЕС может ввести «жесткие меры против Китая», в том числе дополнительные пошлины на китайскую продукцию, если Китай не примет меры по исправлению ситуации — в частности, за счет увеличения потребления и импорта. По его мнению, «Китай наносит удар по европейскому промышленному и инновационному рынку, исторически основанному на станках и автомобилестроении».

Помимо тарифов, сложности в экономических отношениях Китая и западных стран проявлялись в 2025 году и в других формах. Китайские власти ужесточали ограничения на экспорт редкоземельных металлов, что уже ставило под угрозу в том числе европейские цепочки производства автомобилей, гаджетов, оборонной продукции. С другой — по информации FT, ЕС планирует ужесточить правила в отношении иностранных инвестиций, чтобы гарантировать, что китайские компании не будут получать преимущества от доступа к единому рынку ЕС без создания рабочих мест для местных работников и передачи технологий.

В декабре Мексика одобрила повышение тарифов на импорт из Китая и ряда других азиатских стран вплоть до 50% в 2026 году с целью поддержки местной промышленности. Эти товары включают автомобили, автозапчасти, текстиль, одежду, пластмассу и сталь, на большинство из них тариф составит 35%. Риски для внешней торговли Китая связаны и с ухудшением политических отношений с новым политическим руководством Японии.

## Динамика экспорта и импорта Китая к уровням 2018 года\*

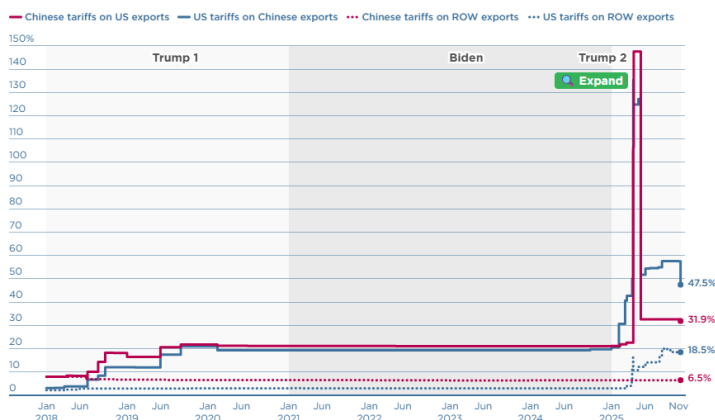


## Ставки взаимных тарифов США — Китай

### US-China trade war tariffs: An up-to-date chart

Last updated November 10, 2025

a. US-China tariff rates toward each other and rest of world (ROW)



\* 2025F — экстраполяция по динамике 11 месяцев 2025 года

Источники: China Customs Statistics, Peterson Institute for International Economics, оценки ФГ «Финам»

Динамика импорта Китая в последние годы существенно отстает от динамики экспорта. С одной стороны, это может говорить об успешности импортозамещения — руководство страны ставит целью добиться технологической самодостаточности в условиях ограничений со стороны США поставок передовых технологий и оборудования. С другой стороны, слабость импорта может быть симптомом слабого внутреннего спроса, что подтверждается и другими показателями.

Рост промпроизводства и розничных продаж в ноябре продолжили замедление, усилился спад инвестиций в основные активы, продолжилось снижение цен на жилье.

Так, рост производства в ноябре (4,8% (г/г)) стал минимальным за 15 месяцев, ниже октябрьского результата (4,9%) и консенсус-прогноза. Рост в обрабатывающей промышленности в ноябре замедлился до 4,6% против 4,9% в октябре.

В отраслевом разрезе можно отметить автомобильную промышленность (11,9%), компьютерную и телекоммуникационную промышленность (9,2%), железнодорожное и судостроение (11,9%), выплавку и прокат черных металлов (0,9%), выплавку и прокат цветных металлов (4,8%), химическую промышленность (6,7%), добычу и обогащение угля (7,5%), нефтегазовую отрасль (5,1%), производство тепла (4,2%), текстильную промышленность (1,8%) и пищевую промышленность (1,7%). Объемы производства устройств для 3D-печати, промышленных роботов и электромобилей выросли на 100,5%, 20,6% и 17,0% соответственно по сравнению с предыдущим годом. За 11 месяцев 2025 года производство выросло на 6% к аналогичному периоду прошлого года.

Официальный индекс деловой активности в обрабатывающей промышленности Китая, по данным Национального статистического бюро (НБС), в декабре 2025 года неожиданно вырос до 50,1 превысив как ноябрьский показатель, так и ожидания в 49,2. Это стало первым случаем роста производственной активности с марта, новые заказы выросли впервые с июня, но новые экспортные заказы продолжали сокращаться. Прибыль крупных промышленных компаний Китая в январе-ноябре увеличилась на 0,1%, падение в ноябре составило 13,1% (г/г).

Наиболее пессимистично выглядит динамика розничных продаж. Рост розничных продаж в ноябре замедлился до 1,3% (г/г), минимум с декабря 2022 года, после 2,9% (г/г) в октябре и ниже консенсус-прогноза (2,8% (г/г)). Оживлению спроса не помог даже сезон массовых скидок ко Дню холостяка (11.11).



Рост продаж замедлился по следующим категориям: зерновые, масло и продукты питания (6,1% против 9,1% в октябре), товары для спорта и развлечений (0,4% против 10,1%), одежда, обувь, головные уборы и текстиль (3,5% против 6,3%), косметика (6,1% против 9,6%), золото, серебро и ювелирные изделия (8,5% против 37,6%), канцелярские товары (11,7% против 13,5%) и коммуникационное оборудование (20,6% против 23,2%). В то же время спад усилился по бытовой технике и аудиовизуальному оборудованию (-19,4% против -14,6%), автомобилям (-8,3% против -6,6%), строительным материалам (-17,0% против -8,3%) и нефтепродуктам (-8,0% против -5,9%).

За 11 месяцев 2025 года рост розничных продаж составил 4%. Слабость потребительского спроса означает уязвимость китайской экономики к внешним факторам, которые могут ограничить возможности экспорта.

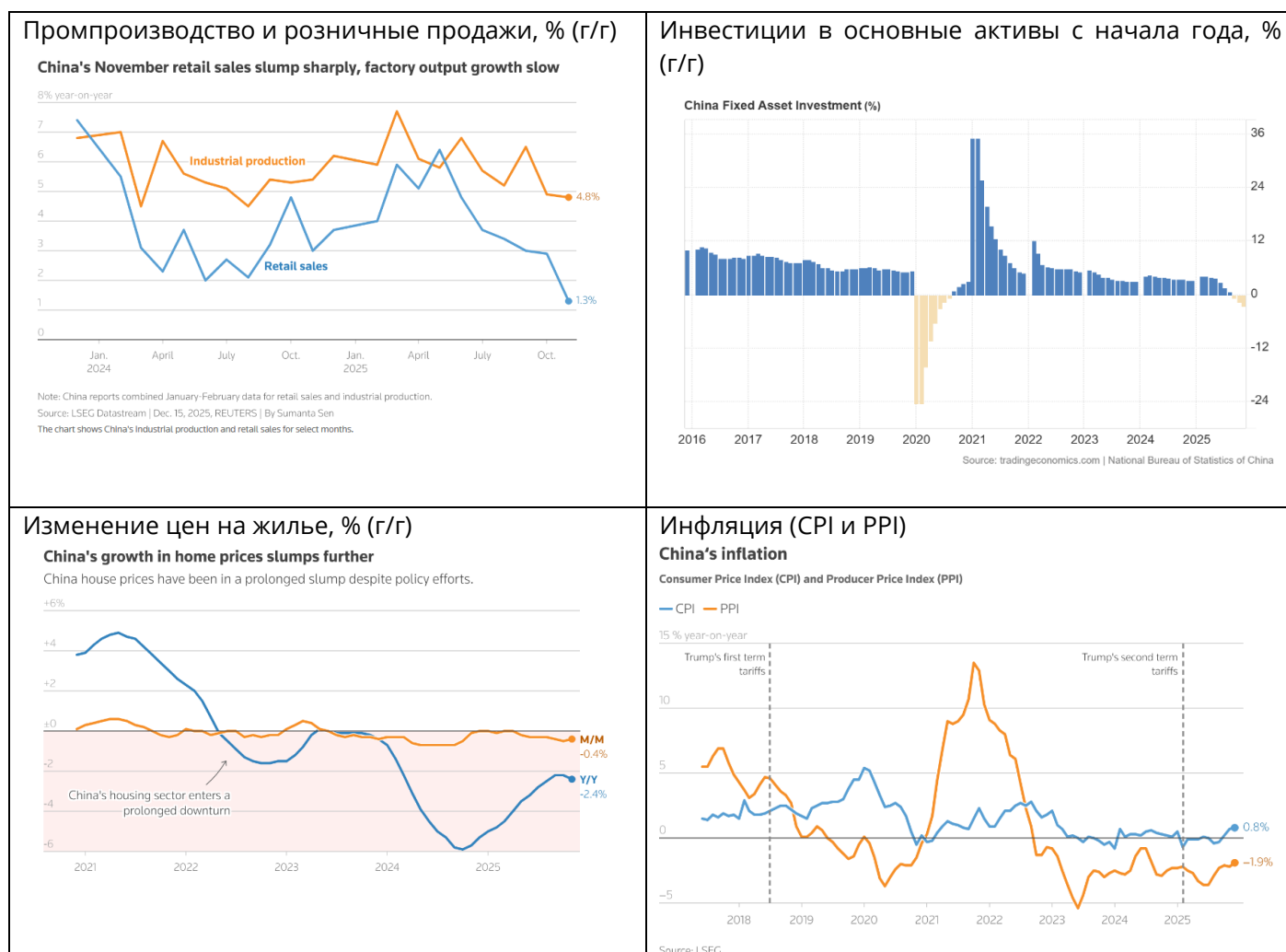
С января по ноябрь 2025 года инвестиции в основные средства в Китае сократились на 2,6% по отношению к 11 месяцам 2024 года, снижение продолжилось третий месяц подряд и стало самым резким с июня 2020 года. В его основе — сокращение инвестиций в недвижимость (-15,9% против -14,7% в январе-октябре) и инфраструктуру (-1,1% против -0,1%), а также замедление роста инвестиций в обрабатывающей промышленности (1,9% против 2,7%).

Спад цен на жилье продолжается (-2,4% (г/г)). МВФ в конце 2025 года призвал правительство Китая приложить больше усилий для разрешения кризиса на рынке недвижимости, включая ускорение ухода с рынка нерентабельных застройщиков. По оценкам МВФ, Китаю потребуется потратить 5% своего ВВП, чтобы положить конец кризису за три года. Продолжающийся с 2021 года кризис на рынке жилья негативно влияет как на промышленный спрос, так и на потребительские настроения, особенно с учетом традиционно очень высокой (около 70%) доли недвижимости в инвестициях китайцев.

Инфляция в Китае остается длительное время существенно ниже цели. В декабре годовая инфляция достигла максимума с февраля 2023 года: 0,8% (г/г) против 0,7% (г/г) в предыдущем месяце, что было связано с ускорением роста цен на продовольствие (овощи и фрукты). Базовая инфляция, исключая продукты питания и энергоносители, составила 1,2% (г/г), как и в ноябре, что является самым высоким уровнем за 20 месяцев.

В целом за 2025 год индекс потребительских цен не изменился — то есть инфляция стала минимальной с 2009 года и значительно ниже цели НБК (около 2%). Однако в ценах производителей дефляция продолжается уже более 3-х лет — один из сигналов избыточности производственных мощностей и жесткой конкуренции между производителями.

## Промпроизводство, розничные продажи, инвестиции, инфляция



В течение многих лет Китай рассматривался как «мировая фабрика» и, действительно, промышленность Китая достигла больших успехов, особенно в технологических отраслях, ориентированных на экспорт: Китай лидирует в мире по производству электроники, электромобилей, солнечных панелей. Однако ограничения внешнего роста связаны с протекционизмом со стороны торговых партнеров и рестрикциями, обусловленными их отношением к стратегической безопасности.

Ограничения экспорта приводят к избытку предложения товаров по отношению к относительно слабому внутреннему спросу, в том числе избытку производственных мощностей и жесткой конкуренции производителей на внутреннем рынке. Косвенно, о негативных тенденциях для промышленности свидетельствует инфляция устойчиво ниже цели, продолжающаяся уже почти 3 года производственная дефляция, а также продолжающийся спад на рынке жилой недвижимости.

В течение длительного времени власти Китая не признавали проблему госсубсидирования избыточных производственных мощностей и поощрения экспортной экспансии их продукции, о которой говорили на Западе. Однако в прошлом году ситуация изменилась — в условиях торговых войн и слабого внутреннего спроса еще острее обозначилась проблема перепроизводства в том числе и в тех направлениях, на развитие которых власти Китая делали ставку в последние годы (электромобили, солнечные панели, аккумуляторы). Была официально признана проблема «инволюции» (беспорядочной, избыточной, разрушительной ценовой конкуренции).



В июле на заседании Центральной комиссии по финансовым и экономическим делам (высший орган компартии, координирующий экономическую политику) с участием председателя КНР Си Цзиньпина и председателя Госсовета Ли Кэцзяна были признаны глубинные причины проблемы, начиная от избыточного рвения местных властей стимулировать даже не самые эффективные инвестиции ради поддержки занятости и высоких показателей экономического роста и заканчивая налоговыми стимулами, отдающими предпочтение объему производства, а не эффективности.

В прошлом году власти стали принимать меры по сокращению избыточных сталелитейных мощностей, а производство электромобилей впервые за 10 лет не вошло в список стратегических отраслей промышленности в пятилетнем плане развития на 2026-2030 гг., что может означать потерю субсидий от государства (чтобы не стимулировать перепроизводство). В то же время процесс очищения от неэффективных предприятий пока идет достаточно осторожно, в частности, из-за опасений массовых банкротств и роста безработицы.

При этом по-прежнему ставятся цели построить современную промышленную систему и приложить больше усилий для достижения технологической самодостаточности, также говорится о необходимости устранять ограничения и препятствия, мешающие формированию единого всекитайского рынка. Новые приоритетные направления — квантовые технологии, биотехнологии, водородная энергетика, ядерный синтез, интерфейсы «мозг-компьютер» и сети шестого поколения.

Для китайской экономики характерной чертой остается разрыв между высокой (более 40%) долей инвестиций в ВВП) и относительно низкой (около 40% при среднемировом уровне около 60% ВВП) долей внутреннего частного потребления. Эта проблема признается уже более 10 лет — еще в 2013 году власти Китая заявили о необходимости переориентировать экономические приоритеты с экспорта и инвестиций на внутреннее потребление, повышение уровня благосостояния населения. Это должно повысить устойчивость китайской экономики и снизить ее зависимость от внешних факторов. Однако эти сдвиги происходят медленно.

Власти поставили цель: в 2035 году ВВП на душу населения КНР должна достичь уровня среднеразвитых стран, то есть более \$20 тыс. (для сравнения, в 2024 году ВВП Китая на душу населения составлял немногим более \$13 тыс.). Актуальность поддержки потребления возрастает в условиях перепроизводства и ограничений экспорта.

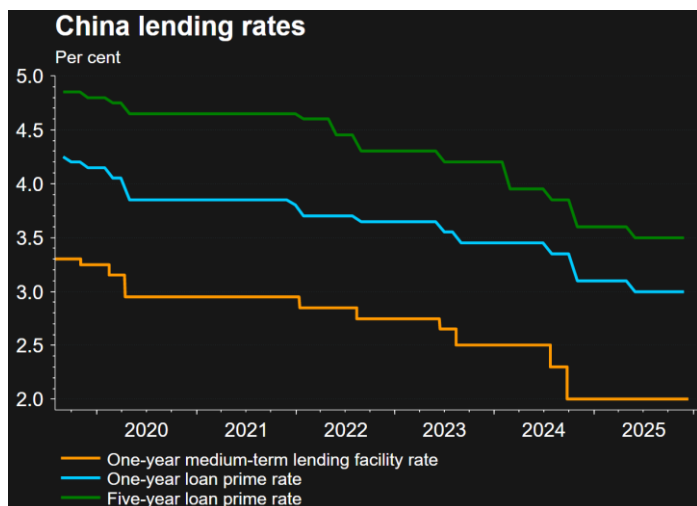
В 2025 году правительство расширило фискальные стимулы для потребления, в том числе увеличение социальных пособий, субсидирование программ трейд-ин, ставок по потребительским кредитам. В частности, по программе трейд-ин в 2024-25 гг. было приобретено около 18,3 млн автомобилей, причем почти 60% от их числа составили автотранспортные средства, работающие на новых источниках энергии. Программа трейд-ин на 2026 год расширена за счет цифровых и интеллектуальных продуктов, на ее финансирование в конце прошлого года было досрочно выделено 62,5 млрд юаней в виде средств от размещения сверхдлинных специальных казначейских облигаций.

Что касается ДКП Народного Банка Китая, то она сейчас является стимулирующей, что естественно в условиях слабого внутреннего спроса и низкой инфляции. Процентные ставки НБК находятся на рекордно низких уровнях. Так, в декабре годовая ставка по кредитам первоклассным заемщикам, Loan Prime Rate (LPR), ориентир для большинства среднесрочных корпоративных и розничных заимствований, седьмой месяц подряд осталась на минимальном за всю историю уровне 3,0%, в то время как пятилетняя LPR, определяющая ипотечные ставки, осталась на уровне 3,5%. Обе ставки в последний раз были снижены на 10 б.п. в мае.

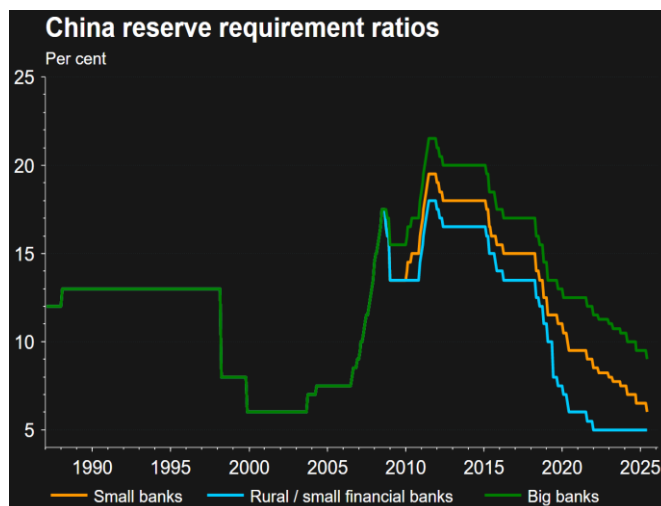
Ставка 7-дневного обратного репо также с мая держится на историческом минимуме 1,40%. Кроме того, НБК активно использует и такой инструмент ДКП, как норматив обязательных резервов, который за последние 5 лет был снижен с 11% до 7,5%, в последний раз снижение было в мае. Это позволяет банкам высвобождать ликвидность для кредитования и стимулирования экономики. В начале наступившего года

Народный Банк Китая подтвердил намерение продолжать проведение умеренно мягкой денежно-кредитной политики, гибко и эффективно использовать многочисленные инструменты ДКП, включая норму обязательных резервов и снижение процентных ставок, для поддержания достаточной ликвидности и обеспечения разумного роста объемов финансовых операций.

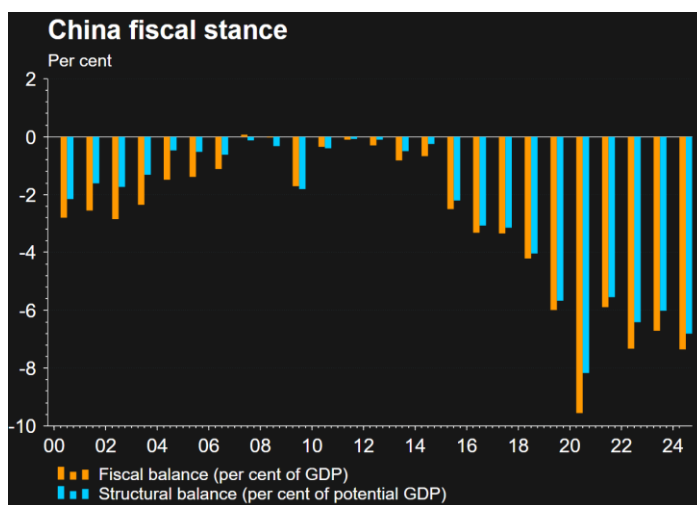
Процентные ставки НБК



Нормативы обязательного резервирования




Дефицит бюджета (консолидированный), % ВВП



Источник: Reuters

В коммюнике октябрьского 4-го пленума ЦК КПК, на котором был разработан новый 5-летний план страны говорится о необходимости «всемерно активизировать потребление».

В конце ноября Министерство промышленности и информационных технологий Китая и пять других ведомств опубликовали План действий по стимулированию потребления с целью укрепления связи между спросом и предложением потребительских товаров. К 2027 году в Китае планируется сформировать потребительские отрасли объемом 3 трлн юаней (более \$141 млрд) и 10 ключевых сфер потребления объемом 100 млрд юаней. План предусматривает более четкую фокусировку на удовлетворении



потребностей разных групп населения, в том числе расширение поставок товаров для младенцев и детей, расширение поставок модных и трендовых вещей (товары и услуги для домашних животных, анимация и комиксы, модная одежда, игрушки и коллекционные фигурки), оптимизацию поставок товаров, удобных для пожилых людей, включая роботов для ухода за пожилыми людьми.

В декабре в Китае традиционно прошла Центральная экономическая рабочая конференция КПК (CEWC) — там обычно устанавливают целевые показатели экономического роста, дефицита бюджета, выпуска долговых обязательств и других параметров на предстоящий год. Однако эти целевые показатели будут официально опубликованы только на ежегодном заседании парламента в марте 2026 года. Из сообщений по итогам CEWC известно, что власти Китая подтвердили намерение придерживаться стимулирующей денежно-кредитной и бюджетной политики для поддержки потребления и инвестиций, «гибко и эффективно» использовать снижение ставок и нормативов резервных требований для банков, чтобы обеспечить достаточный объем ликвидности в финансовой системе.

По информации Reuters, по мнению правительственных советников и аналитиков, Китай, вероятно, будет придерживаться своего текущего целевого показателя роста ВВП на уровне около 5% и на 2026 год. Ожидается также, что целевой показатель дефицита бюджета центрального правительства останется на рекордном уровне 2025 года (4% ВВП). Согласно прогнозам, в 2026 году также планируется вливание ликвидности за счет снижения норм обязательных резервов для банков и снижения процентных ставок, однако аналитики ожидают лишь постепенных мер со стороны центрального банка.

Правительство также планирует наращивать усилия для поддержки рынка недвижимости, который пока не вышел из многолетнего спада, в том числе за счет стимулирования приобретения имеющегося жилищного фонда, главным образом, для использования его в качестве доступного социального жилья. Как ранее сообщал Bloomberg, власти Китая рассматривают пакет новых стимулирующих мер поддержки рынка недвижимости. Предлагаемые меры включают национальные субсидии по ипотеке для первых покупателей, увеличение налоговых вычетов по доходам для держателей ипотеки и снижение затрат на сделки с жильем.

Однако серьезные сдвиги в стимулировании потребления возможны за счет увеличения благосостояния и уверенности людей «в завтрашнем дне», которое может быть достигнуто в том числе через существенное увеличение социальных гарантий, особенно для сельского населения. Представляется, что быстрые результаты вряд ли будут достигнуты. Окончательный 15-й 5-летний план будет представлен в марте 2026 года, когда он будет рассмотрен и утвержден Всекитайским собранием народных представителей (ВСНП) — высшим законодательным органом Китая.

Мы ожидаем замедление роста китайской экономики до 4,5-5% в 2026 году, сохранение стимулирующей фискальной и монетарной политики.

## Россия

Что произошло с российской экономикой в 2025 году

**Вызовы.** Экономика вошла в 2025 год с максимально жесткими денежно-кредитными условиями (ДКУ) (ключевая ставка 21% в сочетании с мерами по ужесточению макроprudенциального и банковского регулирования, отменой льготной безадресной ипотеки с середины 2024 года). ЦБ и правительство были намерены достичь снижения инфляции через плановое охлаждение «перегретого» спроса в экономике. Итогом стало резкое замедление роста кредитования в конце 2024 года и в I полугодии 2025 года, особенно потребительского, а также более сдержанный внутренний спрос, укрепление рубля.

Вслед за замедлением инфляции с июня 2025 года ЦБ приступил к снижению ключевой ставки, постепенно понизив ее с 21% до 16% в декабре, что начало быстро «размораживать» корпоративное кредитование (прирост требований банков к организациям в октябре-ноябре составил 2,2% (м/м) и 1,8% (м/м), соответственно). Во II полугодии начал расти спрос и на розничное обеспеченное кредитование —



ипотеку, автокредиты (в том числе за счет ожиданий подорожания недвижимости и автомобилей в результате очередного пересмотра условий семейной ипотеки в начале 2026 года, изменения методики расчета утильсбора (с 1 декабря), повышения НДС с 20% до 22% (с 1 января 2026 года).

Снижение мировых цен на нефть, уголь, расширение к концу года дисконтов цены российской нефти к мировым бенчмаркам из-за новых санкций США против «Роснефти» и «Лукойла» негативно отразились на сокращении долларовых поступлений от экспорта. В 2025 году США и ЕС вводили новые пакеты санкций, США начал применение механизма вторичных пошлин (по отношению к Индии). При этом курс рубля в силу ряда причин, о которых далее подробно говорится в разделе по валютным курсам, оказался неожиданно крепче, чем закладывалось в большинство прогнозов. Это стало негативом для экспортеров и бюджета, но позитивом для дезинфляции.

Доходы федерального бюджета оказались значительно ниже изначально заложенных в закон о бюджете, а ожидаемый дефицит — в 5 раз выше. С учетом конъюнктуры мировой экономики и санкций, риски длительного нахождения цен на российскую нефть ниже действующей цены отсечения в бюджетном правиле (\$60/барр.) возросли. Итог — вынужденное повышение ненефтегазовых налогов с 2026 года при постепенном снижении цены отсечения до 2030 года (по \$1 в год). Однако цена российской нефти в конце 2025 года складывается заметно ниже цены отсечения в бюджетном правиле на 2026 год (\$59/барр).

Временные остановки НПЗ в августе-октябре при сезонном пике спроса на топливо: дисбаланс спроса и предложения привел к резкому ускорению роста цен на нефтепродукты, но с конца октября ситуация стабилизировалась, цены снизились от достигнутых максимумов.

Предприятия сталкивались с повышенным ростом издержек — на оплату труда, топливо, процентные платежи, коммунальные услуги, транспорт, топливные расходы. При этом рост спроса заметно затормозился по сравнению с прошлым годом.

С приходом в Белый дом администрации Дональда Трампа активизировались усилия по мирному урегулированию ситуации на Украине. Пока они не привели к результату из-за критических различий в позициях сторон, но переговоры продолжаются.

**Факторы поддержки.** Бюджетный стимул оказался выше заложенного в закон о бюджете (поддержка для спроса, но более медленное снижение инфляции). Проект бюджета на 2025 год был сформирован исходя из обеспечения структурной сбалансированности и нулевого первичного структурного дефицита, то есть расходы, без учета расходов на обслуживание государственного долга, должны были соответствовать базовым нефтегазовым и ненефтегазовым доходам с учетом сальдо бюджетных кредитов. По факту же бюджет был исполнен со структурным первичным дефицитом, который Минфин оценил в 1,3% ВВП. В то же время бюджетный импульс сократился по сравнению с 2024 годом (в частности, в 2025 году, в отличие от 2022-2024 гг., для финансирования дефицита бюджета не использовался ФНБ, помимо бюджетного правила).

Еще один фактор поддержки — позитивная конъюнктура на ряд товаров российского ненефтегазового экспорта (драгметаллы, цветные металлы, удобрения), а также все еще сильный рынок труда и высокие темпы роста зарплат (поддержка потребительского спроса).

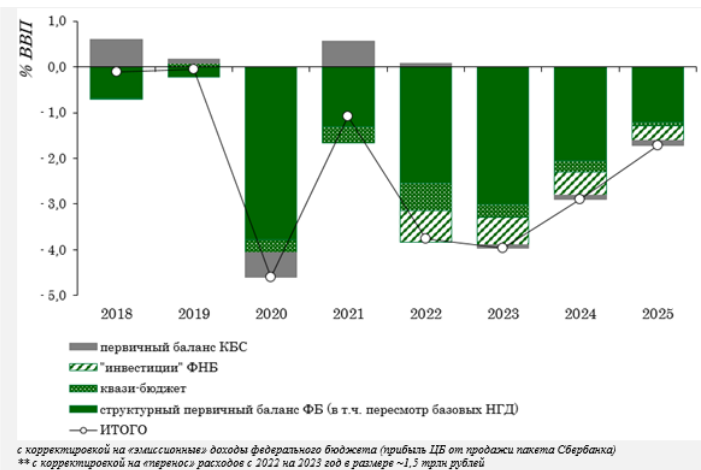
### Годовая инфляция и ключевая ставка



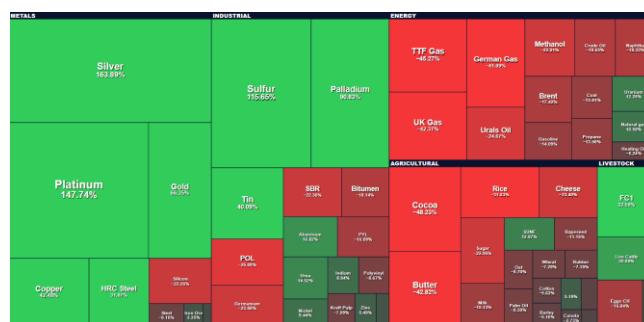
### Реальная ключевая ставка



### Бюджетный импульс в 2018-2025 гг., % ВВП



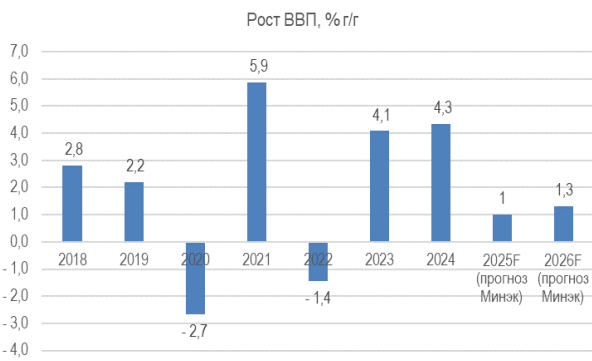
### Изменение мировых цен на товары с начала года, %



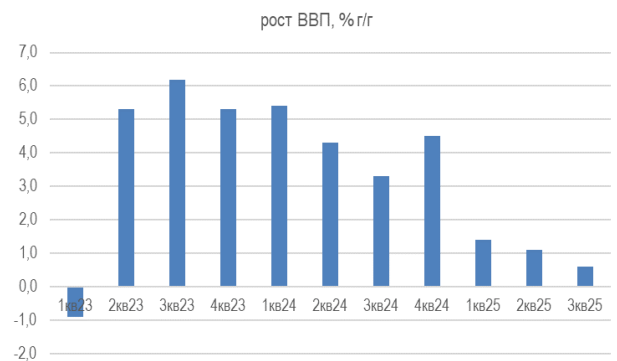
**Итоги.** Российская экономика не вошла в рецессию, даже техническую (по крайней мере, пока). Но рост резко замедлился, причем прогнозы роста, в том числе Минэка и Банка России, пришлось пересматривать вниз. Ситуация очень неоднородна в различных отраслях. Рост доходов населения и бюджетный импульс оказывали поддержку спросу, но эти факторы могут заметно ослабнуть в 2026 году. По оценке Минэкономразвития, за 11 месяцев 2025 года ВВП России вырос на 1,0% (г/г), при этом годовая динамика ослабевала от квартала к кварталу (I квартал — 1,4% (г/г), во II квартале — 1,1% (г/г), в III квартале — 0,6% (г/г)).

В октябре Росстат зафиксировал отскок в экономической активности, который даже по оценке министра экономического развития Решетникова, был вызван разовыми факторами. В промышленности этими факторами могли быть рост выпуска в отраслях, связанных с ВПК, увеличение добычи нефти в соответствии с договоренностями ОПЕК+, восстановление нефтепереработки (в ноябре в промышленности последовал спад). В ускорении потребительского спроса в октябре-ноябре — повышение инфляционных ожиданий перед предстоящим повышением НДС и утильсбора, что привело к временному повышенному спросу на крупные покупки, особенно автомобили. По итогам 2025 года мы ожидаем рост экономики примерно на 0,8-1%.

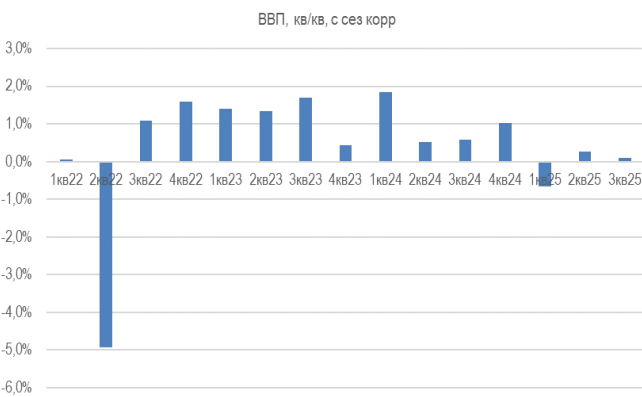
### Рост ВВП РФ по годам, %



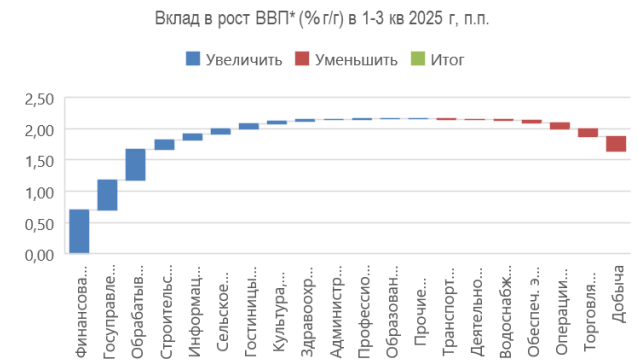
### Рост ВВП РФ по кварталам, % (г/г)



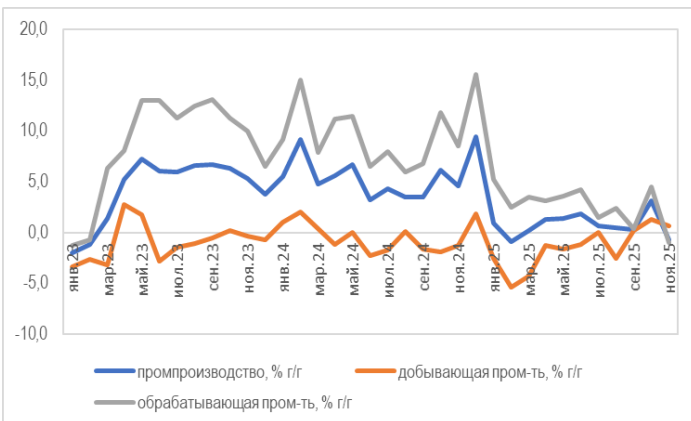
### Рост ВВП, (кв/кв) с сезонной корректировкой



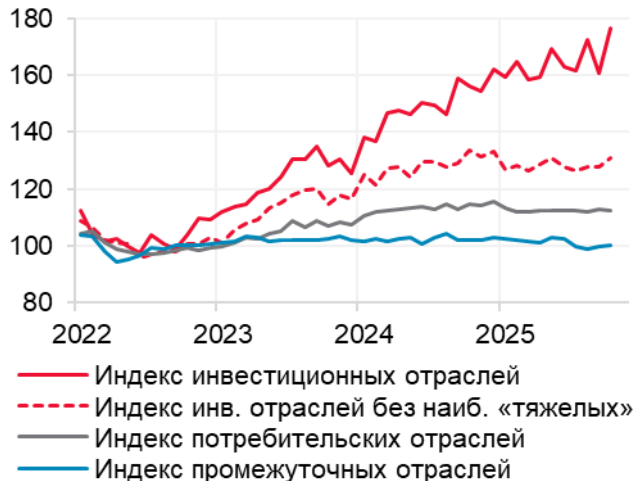
### Оценка декомпозиции роста ВВП\* (г/г) по отраслям, I-III квартал 2025 года



### Рост промпроизводства, % (г/г)



### Банк России: Выпуск групп отраслей обрабатывающей промышленности




\* валовой добавленной стоимости в основных ценах

\*\* наиболее «тяжелые» — производство готовых металлических изделий, кроме машин и оборудования, и прочих транспортных средств и оборудования

Источники: Росстат, Банк России, оценки ФГ «Финам»

Рост промпроизводства за 11 месяцев 2025 года замедлился до 0,8% (г/г) против 5,1% (г/г) за 11 месяцев 2024 года. Во многих гражданских отраслях промышленности выпуск сокращается по отношению к прошлому году (по итогам 11 месяцев 2025 года в 20 из 28 основных видов добывающих и обрабатывающих производств). В лидерах роста — 3 отрасли, ассоциируемые с ВПК (производство прочих транспортных средств и оборудования, производство готовых металлических изделий, кроме машин и



оборудования, выпуск компьютеров, электронных и оптических изделий и производство лекарств, из потребительских отраслей растет также табачное производство.

В числе аутсайдеров — металлургическое производство, многие отрасли гражданского машиностроения, автопром, деревообрабатывающий комплекс, производство электрооборудования, стройматериалов, мебели, одежды, обуви. Индекс деловой активности в обрабатывающей промышленности, PMI Manufacturing от S&P Global, снизился до 48,1 (ноябрь 48,3), находясь в зоне сокращения седьмой месяц подряд. При этом сокращения объемов производства ускорилось: выпуск снижался десятый месяц подряд самыми быстрыми темпами с марта 2022 года. Компании связывали это со слабым спросом и снижением числа новых заказов. Опрошенные предприятия сокращали численность работников и закупки. Уровень оптимизма сектора упал до самого низкого уровня с мая 2022 года на фоне опасений по поводу снижения спроса.

Помимо промышленности, динамика по отраслям выглядит следующим образом: сокращение в грузоперевозках и оптовой торговле, замедление роста в розничной торговле, сохранение высоких темпов роста в общепите. В отличие от обрабатывающей промышленности, индекс PMI в сфере услуг в декабре показал ускорение роста активности (52,3 против 52,2 в ноябре) — компании отмечали рост новых заказов и улучшение клиентского спроса, однако сокращали численность своих сотрудников.

Снижаются корпоративные прибыли (сальдированный финансовый результат за 10 месяцев 2025 года — 9,9%). В этой общей картине — огромный сальдированный убыток угольщиков (-327,9 млрд руб.), снижение сальдированной прибыли нефтегазовой промышленности почти вдвое (-50,9% (г/г)), в производстве кокса и нефтепродуктов (-49,1% (г/г)), в производстве автотранспортных средств, прицепов и полуприцепов (-75,8%), в производстве прочей неметаллической минеральной продукции (стройматериалы) — на 31%, в пищевом производстве (-5,2%), оптовой торговле (-24,4%). Металлургии, несмотря на негативное влияние сокращения спроса со стороны строительства и автопрома, удалось нарастить прибыль на 18,5%. Позитивная динамика прибыли в финансовом секторе (в 2 раза), в химическом производстве (+47,8%), производстве лекарств (+41%), табачных изделий (+36,7%), строительстве (+11,9%).

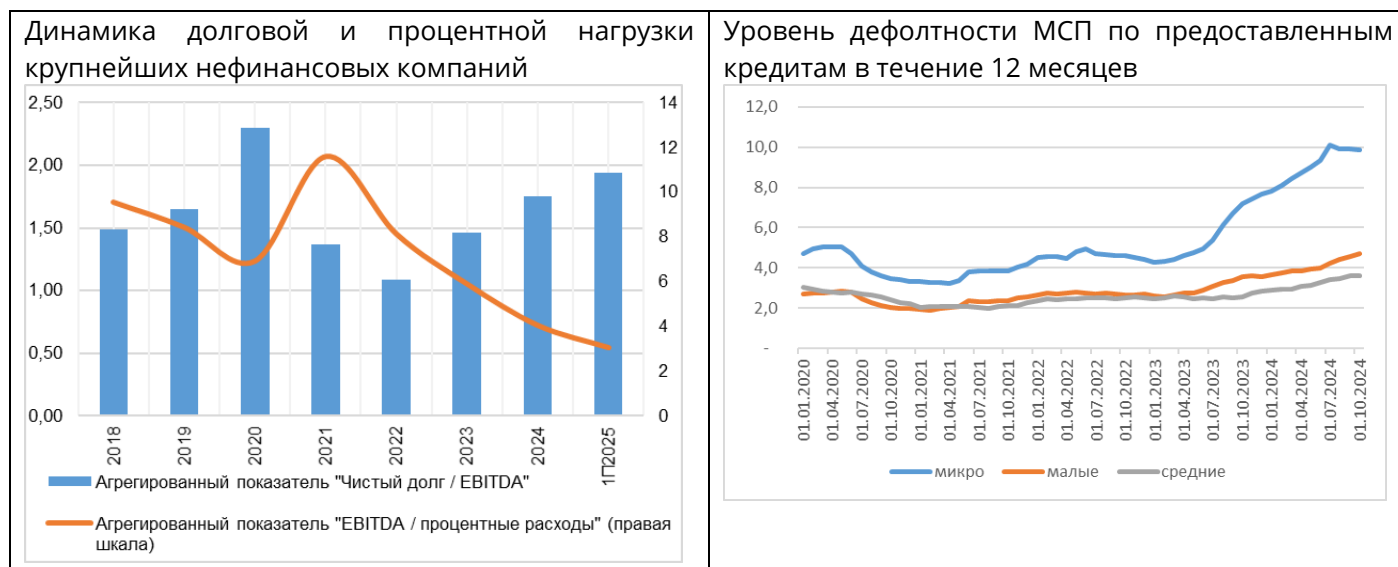
В условиях ослабления спроса и высоких процентных ставок бизнес все больше обеспокоен проблемой неплатежей контрагентов — в опросе РСПП в III квартале 2025 года эта проблема была названа главным ограничителем работы компаний — такой ответ дали 39% представителей бизнеса против 26% во II квартале (отметим, аналогичный скачок был и в III квартале 2024 года, так что, возможно, обострение проблемы неплатежей может носить временный, «сезонный» характер).

Банк России (Обзор финансовой стабильности): «Доля просроченных платежей от совокупного размера дебиторской задолженности выросла с 5,7% по итогам 8 месяцев 2024 года до 6,2% по итогам 8 месяцев 2025 года. Есть признаки того, что сроки платежей увеличились: часть компаний могут сталкиваться с задержками платежей от своих контрагентов. Крупные компании могут менять условия взаиморасчетов и увеличивать сроки оплаты, что может создавать проблемы для малого бизнеса, который несвоевременно получает оплату за выполненные работы». По информации «Ведомостей», Минэкономразвития совместно с деловыми объединениями, Центробанком и Корпорацией МСП создаст рабочую группу по мониторингу неплатежей крупных заказчиков по контрактам в рамках 223-ФЗ (регулирует закупки компаний с госучастием, их дочерних обществ, некоторых бюджетных учреждений и унитарных предприятий).

Исходя из данных Банка России, доля компаний и ИП, допустивших просроченную задолженность по кредитам, в сентябре достигла 24% — максимум, по крайней мере, с 01.02.2019 и на 6 п.п. выше, чем годом ранее (в [октябре](#) осталась близка к этому уровню — 23,8%). Показатель долговой нагрузки (чистый долг/ЕБИТДА) крупнейших нефинансовых компаний в I полугодии 2025 года (1,94) на максимуме с 2020 года, а процентной нагрузки (ЕБИТДА/ процентные расходы) (3,06) на минимуме, по крайней мере, с 2018 года.

В отношении доли проблемных кредитов качество корпоративного кредитного портфеля ухудшается сравнительно медленно, более заметно это происходит в сегменте МСП и в рознице. На долговом рынке

растет число дефолтов — по данным рейтингового агентства «Эксперт РА», с 1 января по 15 октября 2025 года количество дефолтов по корпоративным облигациям с учетом ЦФА выросло в два раза по сравнению с прошлым годом. Хотя пока дефолты не приобрели массовый характер.



Источник: Банк России

Рынок труда, достигший максимального «перегрева» в 2024 году, показывает признаки некоторого ослабления напряженности, но это происходит медленнее, чем ожидалось, несмотря на замедление роста внутреннего спроса, перенос части инвестиционных проектов, ухудшение финансового положения предприятий. Безработица в ноябре вернулась к историческому минимуму (2,1%) и предприятия по-прежнему называют кадровый дефицит одним из основных ограничений расширения выпуска. Рост зарплат замедлился по сравнению с 2024 годом, и это заметно проявилось в данных за август и сентябрь, но последние данные (за октябрь) указывают на то, что динамика вновь ускорилась (до 14,3% (г/г) в номинальном выражении и до 6,1% (г/г) в реальном выражении против, соответственно, 13,1% (г/г) в номинальном выражении и 4,7% (г/г) в реальном выражении в сентябре). В целом за январь-октябрь рост средней начисленной зарплаты замедлился по сравнению с 2024 годом, но оставался высоким (14,4% (г/г) против 17,9% (г/г) в номинальном выражении и 4,7% (г/г) против 8,9% (г/г) в реальном выражении).

Таким образом, пока динамика зарплат идет выше консенсус-прогноза на 2025 год (медиана декабрьского макроопроса аналитиков 13,3% в номинальном выражении, 4,1% в реальном). При этом оперативные данные (hh индекс, который близок к максимуму, по крайней мере, с 2020 года) указывают на быстрое нарастание конкуренции работников за рабочие места, что должно привести и к замедлению роста зарплат.

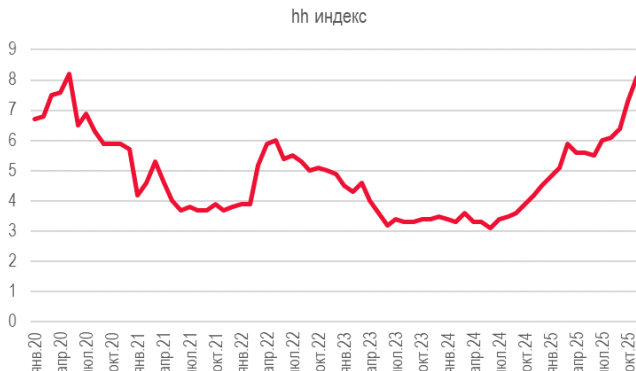
Так, в ноябре hh индекс (соотношение количества активных резюме к количеству активных вакансий) вырос до 8,1 по сравнению с 7,3 в октябре и 4,2 в ноябре прошлого года. Значения показателя в диапазоне 2.0-3.9 соответствуют дефициту соискателей, значения 4.0-7.9 — умеренный уровень конкуренции за рабочие места, здоровое соотношение между работодателями и соискателями, значения 8.0-11.9 — высокий уровень конкуренции соискателей за рабочие места. Число открытых вакансий в ноябре было на 31% ниже, чем в ноябре прошлого года. Выход рынок труда из «перегрева» и замедление роста зарплат до однозначных темпов — важное условие снижения инфляционных рисков.



Рост средней номинальной и реальной зарплаты, %



hh индекс (выше значения – больше уровень конкуренции за рабочие места)

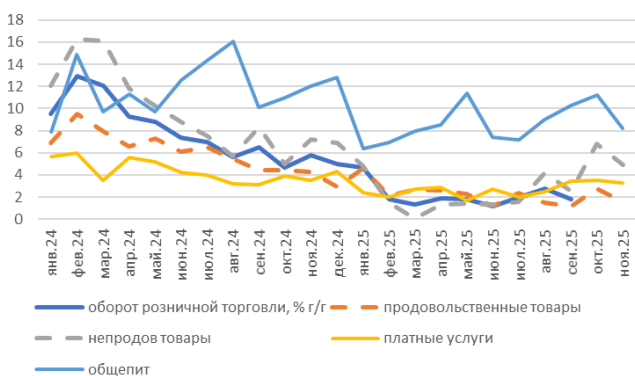


Источники: Росстат, hh.ru, Банк России

Рост потребительского спроса существенно замедлился в 2025 году при некотором оживлении во II полугодии 2025 года спроса на непродовольственные товары (перед повышением утильсбора на автомобили и в преддверии повышения НДС) и на недвижимость (по мере начавшегося снижения ключевой ставки и в ожидании ужесточения условий льготной ипотеки в начале 2026 года). В целом на фоне снижения числа вакансий, замедления роста зарплат, ухудшения ожиданий потребитель уходит в режим экономии.

Инвестиции в основной капитал в III квартале 2025 года сократились на 3,1% (г/г) — это первое сокращение годовой динамики с 2020 года. За 9 месяцев 2025 года инвестиции выросли всего на 0,5% против 9,0% за 9 месяцев 2024 года. На снижение инвестиционной активности может влиять длительный период высоких процентных ставок в экономике, снижение обеспеченности предприятий собственными средствами (по расчетам ЦМАКП, по итогам III квартала нагрузка процентных платежей на прибыль компаний достигла 36%, что стало новым историческим максимумом и почти на 10 п.п. выше, чем годом ранее), ослабление спроса и общий высокий уровень неопределенности в экономике.

Рост потребления, % (г/г)




Рост инвестиций в основной капитал, % (г/г)



Источник: Росстат

Годовая инфляция, достигнув пика в марте (10,3%), уверенно снижается. Существенными драйверами дезинфляции в 2025 году были замедление роста кредитования (особенно потребительского), высокая сберегательная активность и укрепление рубля (следствие жесткой ДКП). Летом в замедление инфляции внесли вклад хороший (особенно по сравнению с 2024 годом) урожай и несколько смещенное на более ранний срок сезонное снижение цен на плодоовощную продукцию. Однако в III квартале 2025 года и в октябре текущие темпы роста цен с коррекцией на сезонность ускорились, отражая как волатильные



факторы (высокие темпы индексации тарифов ЖКХ, резкое удорожание плодоовощной продукции с сентября, временный дисбаланс спроса и предложения на рынке нефтепродуктов, индексация цен на образовательные услуги), так и оживление спроса на товары длительного пользования (автомобили, недвижимость), замедление притока средств населения в банки в III квартале 2025 года и ускорившиеся темпы роста кредитования.

Бюджетная политика оказалась более стимулирующей, чем закладывалось в закон о бюджете, что сдерживало замедление инфляции в течение большей части года. Тем не менее, уже в октябре рост цен (0,5% (м/м)) оказался заметно ниже прогнозов, к концу месяца ситуация с ценами на бензин стабилизировалась. Снижение годовой инфляции поддерживается и очень высокой базой инфляции в IV квартале 2024 года. В ноябре замедление инфляции продолжилось (0,42% (м/м) против 1,43% (м/м) в ноябре 2024 года), годовая инфляция (6,64% (г/г)) снизилась до минимума с сентября прошлого года, а сезонно-скорректированная текущая инфляция, по оценке Банка России, снизилась до 2,2% SAAR. Доступные недельные данные Росстата за декабрь укрепляют ожидания (подтвержденные и последним релизом ЦБ), что инфляция по итогам 2025 года, скорее всего, окажется ниже 6% (октябрьский прогноз ЦБ (6,5-7%) и станет минимальной за последние 5 лет.

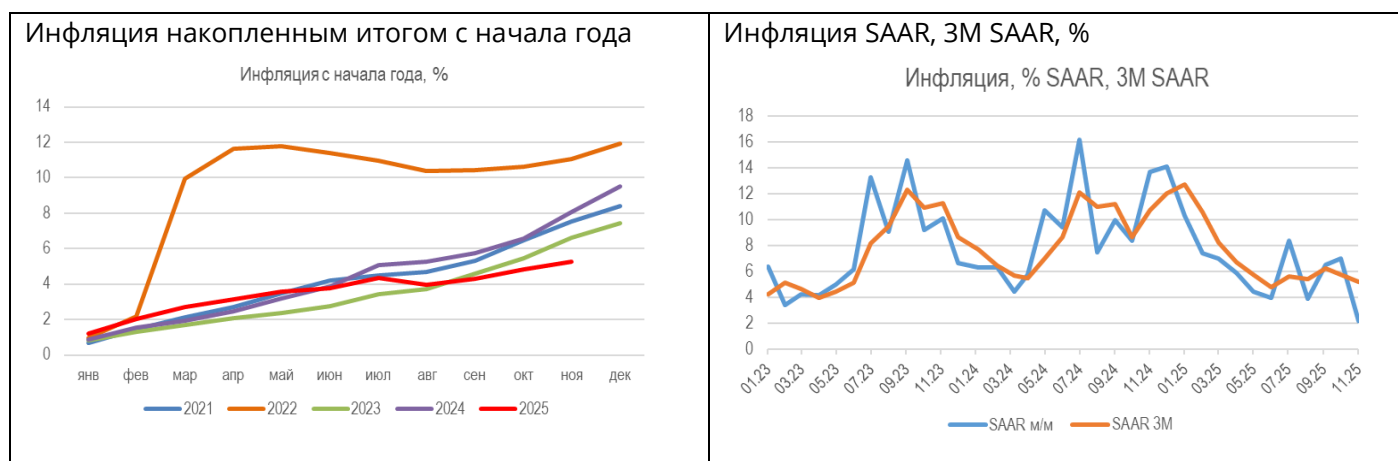
Между тем, проинфляционные риски связаны с высокими инфляционными ожиданиями населения и бизнеса, ускорением роста корпоративного кредитования, сильно снизившимися ценами на нефть, «разовыми» (по мнению ЦБ) проинфляционными факторами со стороны предложения (повышение утильсбора, НДС, расширение круга плательщиков НДС, повышенные темпы индексации коммунальных тарифов, другие сборы и изменения в регулировании), вероятностью, что дефицит бюджета в 2026 году вновь окажется выше того, что заложено в закон о бюджете.

По данным опроса инФОМ, в декабре инфляционные ожидания населения продолжили расти. Медианная оценка ожидаемой через 12 месяцев инфляции поднялась с 13,3% до 13,7% (максимум с февраля), а медианная оценка наблюдаемой за последние 12 месяцев инфляции не изменилась по сравнению с ноябрем и осталась на уровне 14,5%. Ценовые ожидания бизнеса в декабре также продолжили расти. Как следует из мониторинга предприятий (Банк России), в декабре ценовые ожидания предприятий продолжили рост уже третий месяц подряд и повысились с 22,8 п до 25 п. (максимум с IV квартала 2024 года). Тем не менее, текущие оценки роста цен снизились, как и в ноябре. Таким образом, несмотря на замедление инфляции, инфляционные ожидания населения и бизнеса продолжили расти, находятся сейчас на максимумах с начала года, причем ожидаемая инфляция сейчас превышает средний уровень 2024 года, не говоря уже об «эталоне» 2017-2019 гг. Это связано с теми «разовыми» проинфляционными факторами на рубеже 2025-2026 гг., о которых предупреждал ЦБ.

На заседании 19 декабря Банк России в пятый раз подряд снизил ключевую ставку на 50 б.п. — до 16%. Сохранен нейтральный сигнал — дальнейшие решения по ключевой ставке будут приниматься в зависимости от устойчивости замедления инфляции и динамики инфляционных ожиданий. На пресс-конференции Э. Набиуллина уточнила его: «Масштаб и скорость дальнейшего смягчения политики будут зависеть от устойчивости замедления инфляции и динамики инфляционных ожиданий. Реализация проинфляционных рисков может потребовать пауз в движении ставки. Это значит, что не будет снижения в режиме автопилота. Мы будем постоянно оценивать изменение всех ключевых параметров российской экономики и внешней среды и в случае необходимости корректировать траекторию нашего движения». «В ближайшие месяцы в фокусе нашего внимания будет то, как цены, а также ожидания людей и бизнеса отреагируют на повышение НДС и тарифов, как будет развиваться ситуация с другими проинфляционными и дезинфляционными рисками — будут они усиливаться или ослабевать».

Таким образом, при всех естественных оговорках, подтвержден курс на дальнейшее смягчение ДКП. Действующий (октябрьский) прогноз ЦБ предполагает среднюю ключевую ставку на 2026 год — 13-15% с переходом к нейтральной ставке 7,5-8,5% в 2027 году. Исходя из прогноза ЦБ, реальная ключевая ставка в 2026 году снизится до 8,2% (середина прогноза 7,7-8,7%) с 10,4% в 2025 году, что все еще существенно выше

оценки ЦБ долгосрочной нейтральной процентной ставки 4%. Макропрогноз будет уточнен на ближайшем опорном заседании 13 февраля.




Источники: Росстат, Банк России

## Прогнозы на 2026 год

В 2026 году рост экономики ожидается также ниже долгосрочного тренда, на уровне 1-1,2%. Росту будет способствовать снижение ключевой ставки (что означает повышение доступности кредита и переток части средств из вкладов на потребление товаров длительного пользования и в инвестиции), возможность увеличения добычи нефти в связи с ослаблением ограничений ОПЕК+ (вице-премьер Новак сообщил, что на 2026 год в официальный прогноз заложен рост добычи нефти примерно на 2%). Сдерживающими факторами могут стать бюджетная консолидация (повышение налоговой нагрузки уже с начала года, плановый рост расходов ниже инфляции, дополнительное «обеление экономики»), замедление роста зарплат и потребительских расходов, ухудшение экспортной конъюнктуры, временные лаги ДКП (само снижение ключевой ставки с все еще высоких значений ожидается плавным, и положительный эффект этого будет проявляться с задержкой).

Соответственно, I полугодие 2026 года ожидается более слабым с точки зрения экономической активности, чем II полугодие. Начало года может быть наиболее сложным с точки зрения потребительской активности — завершение реализации временного спроса на автомобили перед повышением утильсбора, на льготную семейную ипотеку перед ужесточением ее условий с февраля 2026 года (при том, что ставки по рыночной ипотеке пока остаются заградительно высокими), продолжающееся сжатие необеспеченного потребительского кредитования, адаптация потребителей к росту цен после повышения НДС. Наиболее сложной ситуация ожидается для малого и среднего бизнеса — повышение НДС, снижение порога выручки для его уплаты для предприятий на УСН, отмена льгот для МСП по страховым взносам (кроме приоритетных отраслей), задержки с оплатой, ослабление спроса, заградительно высокие ставки кредитования. К концу 2026 года и в 2027 году по мере того, как ключевая ставка может приблизиться к 10-12%, может активизироваться отложенный спрос. Мы полагаем, что в целом по году рост потребления домашних хозяйств продолжит замедление, а инвестиции в основной капитал могут сократиться (что соответствует и базовому прогнозу Минэкономразвития).

Главными факторами снижения инфляции в 2025 году было «плановое охлаждение» экономики — жесткая ДКП, сокращение бюджетного импульса (хотя он оказался выше, чем заявлялось в проекте бюджета), укрепление рубля. Декабрьская индексация тарифов РЖД и изменение методики расчета утильсбора пока не отразились на повышении цен, но могут внести вклад в инфляцию и в начале наступившего года. В начале 2026 года вероятно временное ускорение инфляции вследствие влияния повышения НДС до 22%, расширения круга малых предприятий, которым предстоит платить НДС, повышения утильсбора, индексации тарифов ЖКУ (первый этап — с 1 января — на 1,7% и затем с октября в зависимости от региона, прирост тарифов может составить от 8 до 22%). Дезинфляционное влияние должна оказывать



нормализация бюджетной политики, все еще жесткие монетарные условия и охлаждение рынка труда (более медленный рост зарплат и потребления).

ЦБ оценивает вклад повышения НДС в инфляцию в пределах 0,8 п.п. и ожидает, что перенос «разовых» проинфляционных факторов в инфляцию завершится к середине 2026 года, а во II полугодии 2026 года устойчивая инфляция достигнет 4% и годовая инфляция к концу года составит 4-5%. Однако часть проинфляционных факторов со стороны предложения может действовать и во II полугодии. Так, с сентября будет введен новый, «технологический» сбор, с октября предстоит второй этап индексации тарифов ЖКУ (что учтено в базовом прогнозе ЦБ), правительству поставлена задача «обеления экономики», в том числе борьбы с «серым импортом», обсуждаются возможные изменения в регулировании различных отраслей потребительского рынка (маркетплейсы, такси и так далее), есть риски, связанные с будущим урожаем, ситуацией на рынке нефтепродуктов. Мы ожидаем, что в 2026 году рубль будет слабеть, поэтому фактор дезинфляции со стороны сильного рубля, в отличие от 2025 года, работать не будет. Наш прогноз инфляции на конец 2026 года составляет 5-5,5%.

Рынок труда продолжит плавное охлаждение. В пользу сохранения дефицита работников — демографические тренды, ограничения иммиграции, нехватка работников с необходимым образованием и навыками. По прогнозу Минтруда, до 2032 года экономике необходимо будет привлечь 12,2 млн сотрудников, из них 11,7 млн человек — это пенсионные замещения, еще порядка 500 тыс. — новые рабочие места. [В итоге необходимо будет ежегодно привлекать на рынок труда около 1,7 млн работников](#) — при том, что в России уже достигнут максимальный уровень занятости (61,4%) и исторический минимум безработицы.

В пользу смягчения напряженности дефицита — замедление роста спроса в экономике и сокращение корпоративных прибылей, цифровизация и автоматизация, более сложная среда для малого бизнеса, ИП и самозанятых (частичный переток в найм), в сценарии мирного урегулирования — демобилизация части военнослужащих. Ожидаем замедления роста зарплат с 12-13% в 2025 году до 8-9%, небольшой рост безработицы от текущих исторических минимумов.

Меры социальной политики могут отчасти поддержать потребление со стороны целевых групп — граждане с низкими доходами, многодетные семьи, семьи военнослужащих. Так, можно отметить повышение МРОТ с 1 января 2026 года более чем на 20%, новый вид «семейной налоговой выплаты» (возврат части уплаченного НДФЛ для семей с двумя и более детьми, в которых средний доход на члена семьи за предыдущий год составляет меньше 1,5 прожиточных минимума в регионе). Ставка НДФЛ для таких семей должна снизиться с 13% до 6%. С февраля 2026 года планируется изменение условий льготной семейной ипотеки — в частности, одна программа на семью, дифференциация процентной ставки в зависимости от числа детей, обсуждается и привязка приобретения недвижимости по программе к региону регистрации родителей.

В 2025 году Минфину не удалось реализовать планировавшийся переход к структурной сбалансированности и нулевому первичному структурному дефициту. Эта цель перенесена на 2026 год, причем плановый дефицит бюджета на 2026 год составляет 3 трлн 786,435 млрд руб. (1,6% ВВП), то есть предполагается его сокращение по отношению к бюджетному дефициту 2025 года. Для этого предприняты существенные изменения для получения дополнительных ненефтегазовых доходов (прежде всего, повышение НДС). Суммарно эти новации должны обеспечить бюджету дополнительные 1,7 трлн руб. в 2026 году.

В этом смысле конструкция бюджета-2026 более защищена. Но мы видим риски для бюджетного дефицита 2026 года прежде всего со стороны нефтегазовых доходов (в бюджет 2026 года заложена цена Urals \$59/барр. и средний курс доллара около 92 руб., в то время как наш прогноз составляет \$50-53/барр. и 85 руб./долл., соответственно) и отчасти со стороны расходов — в расходную часть бюджета 2026 года закладывается рост расходов ниже прогнозируемой инфляции, но в расчете процентных расходов



учитывался прогноз средней ключевой ставки на 2026 год 12-13%, а текущий прогноз ЦБ пока выше (13-15%).

Возможны и дополнительные социальные расходы — в предстоящем году пройдут выборы в Госдуму. Риски для нефтегазовых доходов связаны с более слабой, чем заложено в официальный макропрогноз, динамикой экономики и с возможным перетоком части транзакций бизнеса в «серую зону».

Банк России начал нормализацию ДКП (постепенный переход от жесткой ДКП к умеренно-жесткой, а затем нейтральной), но на этом пути ему придется находить хрупкий баланс между целью не допустить «переохлаждения» экономики и слишком быстрым смягчением ДКУ, которое в условиях преобладания проинфляционных рисков и высоких инфляционных ожиданий может создать условия для нового ускорения инфляции.

Базовый прогноз ЦБ средней ключевой ставки на 2026 год составляет 13-15%, по нашей оценке, это может быть достигнуто при значениях ключевой ставки на конец года 11-14%. На наш взгляд, декабрьское снижение ключевой ставки на 50 б.п., соответствующее нижней границе его действующего прогноза на конец года, но осторожное при неожиданно быстром замедлении инфляции в конце 2025 года, отражает его неуверенность в устойчивости такого замедления, особенно в условиях предстоящих проинфляционных факторов со стороны предложения (повышение НДС и тарифов) в начале 2026 года.

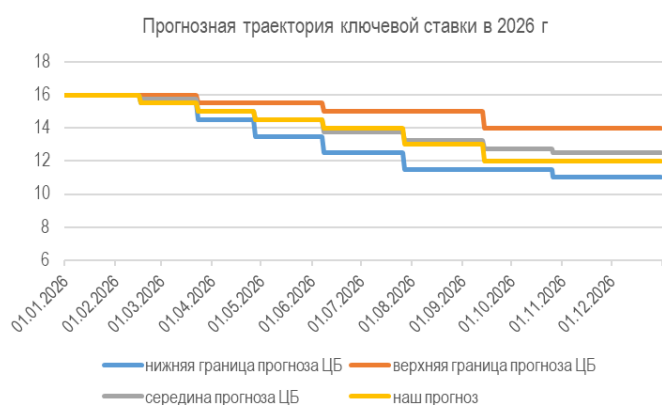
До того, как будет понятна реакция инфляции и инфляционных ожиданий на реализацию этих событий, регулятор будет проявлять повышенную осторожность (снижение ключевой ставки на 50 б.п. либо паузы), затем, если инфляция возобновит устойчивое снижение, сможет продолжить снижать ключевую ставку более уверенно. Между тем, как говорится в Резюме обсуждения ключевой ставки, «хотя проинфляционные факторы приведут к ускорению роста цен в I квартале 2026 года, а их вклад, вероятно, будет больше предыдущих оценок, достигнутый уровень инфляции создает пространство для продолжения постепенного смягчения денежно-кредитной политики».

В нашем базовом сценарии мы ожидаем к концу 2026 года ключевую ставку на уровне 12-13%, среднюю ставку на уровне 13,8% против 19,2% в 2025 году. Снижение ключевой ставки будет транслироваться в удешевление стоимости заимствований для предприятий быстрее, чем в прошлые циклы смягчения ДКП (как происходило и в последнем цикле повышения ключевой ставки) в силу высокой (65%) доли кредитов по плавающей процентной ставке в корпоративных кредитах.

Основной риск для продолжения хотя бы умеренного экономического роста состоит в отсутствии заметного снижения или даже в повышении ключевой ставки в случае усиления влияния проинфляционных факторов (со стороны бюджетной политики, внешнего спроса, кредитования, рынка труда, факторов предложения). И наоборот, снижение ключевой ставки может ускориться в случае более быстрого ослабления внутреннего спроса, смягчения ограничений со стороны предложения и снижения инфляционных ожиданий.

В частности, если экономика войдет в рецессию в связи со сжатием кредитования и внутреннего спроса, то ЦБ может быть вынужден перейти к значительно более быстрому снижению ключевой ставки, вплоть до однозначных уровней. Подобные эпизоды резкого смягчения ДКП имели место в ходе кризисов 2015, 2020 и 2022 гг.

## Возможные прогнозные траектории ключевой ставки в 2026 году



Ключевой развилкой прогнозов на 2026 год для российской экономики может стать геополитическая ситуация. Пока мы рассматриваем возможность мирного урегулирования на Украине и отмены/смягчения санкций как оптимистичный (не базовый) сценарий. Но с учетом усилий команды Дональда Трампа и происходящих переговоров вероятность хотя бы временного урегулирования сейчас представляется более высокой, чем ранее. В отношении судьбы санкций определенности пока еще меньше.

План Дональда Трампа по урегулированию предполагает возможность реинтеграции России в мировую экономику. При этом предполагается, что снятие санкций будет обсуждаться индивидуально. Пока здесь практически нет какой-либо публичной конкретики — какие санкции, каких стран, в каком порядке планируется отменять. Даже в случае мирного урегулирования, отмена санкций вряд ли будет полной и быстрой, особенно в отношении ограничений (как внешних, так и внутренних) движения капиталов.

Тем не менее, в случае смягчения санкций, в том числе вторичных (то есть относящихся к торговым партнерам России), например, на нефтегазовый сектор и на финансовый сектор (в плане «ценового потолка» российской экспортной нефти и нефтепродуктов, доступа российских банков к международным расчетам, механизмам страхования, перевозок и так далее) можно ожидать сокращения дисконта в цене российской нефти по отношению к международным бенчмаркам (который существенно расширился после введения США блокирующих санкций против «Роснефти» и «Лукойла»), а также улучшения условий внешней торговли для других экспортных отраслей — например, металлургии, деревообработки. Это было бы позитивно для экспортных потоков и притока валютной выручки. Однако для мировых цен на нефть отмена санкций может быть скорее негативна, так как снижает геополитическую премию, а рынок нефти и так сейчас находится в состоянии профицита. Соответственно, позитивный эффект от сокращения дисконта цены российской нефти к мировым бенчмаркам может быть отчасти нивелирован снижением цены самих бенчмарков.

Пока нет понимания, будут ли смягчены западные санкции, но возвращение к прежнему состоянию торговли России с ЕС представляется в любом случае маловероятным в ближайшей перспективе. Европа пока сделала ставку на отказ от российских энергоресурсов и США, в своих коммерческих интересах, стимулируют этот процесс, стремясь занять место России как основного поставщика энергоресурсов на европейский рынок.

С другой стороны, смягчение санкций может означать повышение доступности импорта (как потребительского, так и инвестиционного). Это было бы хорошо с точки зрения увеличения доступности предложения на российском товарном рынке, улучшению соотношения цены и качества, доступности более производительных технологий.

Повышение доступности импорта, особенно при крепком рубле и больших накопленных сбережениях, может вызвать сильный отложенный спрос на импортные товары. Кроме того, ослабление ограничений на движение капитала может привести к увеличению его оттока, в итоге курс рубля может даже ослабеть

в случае отмены санкций (пока важным фактором привлекательности рублевых активов остается высокая ключевая ставка).

В целом, повышение доступности предложения импортных товаров, оборудования и комплектующих, «выпрямление» внешнеторговых цепочек, снижение «платы за риск» за обход санкций, за риски вторичных санкций может стать позитивным фактором, снижая логистические и транзакционные издержки в экономике. В сочетании с возможным сокращением военных расходов и увеличением рабочей силы, это дезинфляционные факторы, которые могут дать ЦБ большее пространство для снижения ключевой ставки. Но могут потребоваться дополнительные механизмы по защите российских импортозамещающих производителей. Основными бенефициарами смягчения санкций в перспективе могут стать нефтегазовый, финансовый сектор, авиация, IT.

Отмена или смягчение санкций могут снизить страновой риск, что в принципе необходимо для притока иностранных инвестиций в будущем и для сокращения дисконта в стоимости российских активов. Однако быстрого притока иностранного капитала мы не ждем, так как доверие восстанавливается медленно. С учетом интересов команды Дональда Трампа к восстановлению экономических отношений с Россией, возможны крупные точечные совместные проекты, согласованные на высшем уровне. Базовый сценарий предполагает продолжение текущей ситуации, с сохранением действующего санкционного давления.

### Макропрогнозы российской экономики

	2024 (факт)	2025П	2026П	2027П	2028П
<b>ВВП, % изм (г/г)</b>					
ЦБ (базовый сценарий, октябрь 2025)	4,3	0,5-1,0	0,5-1,5	1,5-2,5	1,5-2,5
Минэкономразвития (базовый сценарий, сентябрь 2025)	4,3	1,0	1,3	2,8	2,5
«Финам»	4,3	0,8-1	1-1,2	1,6	1,8
Консенсус-прогноз аналитиков (макроопрос ЦБ, декабрь 2025)	4,3	0,9	1,1	1,7	1,8
<b>Инфляция, % (дек/дек)</b>					
ЦБ (базовый сценарий, октябрь 2025)	9,5	6,5-7,0	4,0-5,0	4,0	4,0
Минэкономразвития (базовый сценарий, сентябрь 2025)	9,5	6,8	4,0	4,0	4,0
«Финам»	9,5	5,5-6,0	5,0-5,5	4,1	4,0
Консенсус-прогноз аналитиков (макроопрос ЦБ, декабрь 2025)	9,5	6,3	5,1	4,0	4,0

# Мировые фондовые индексы

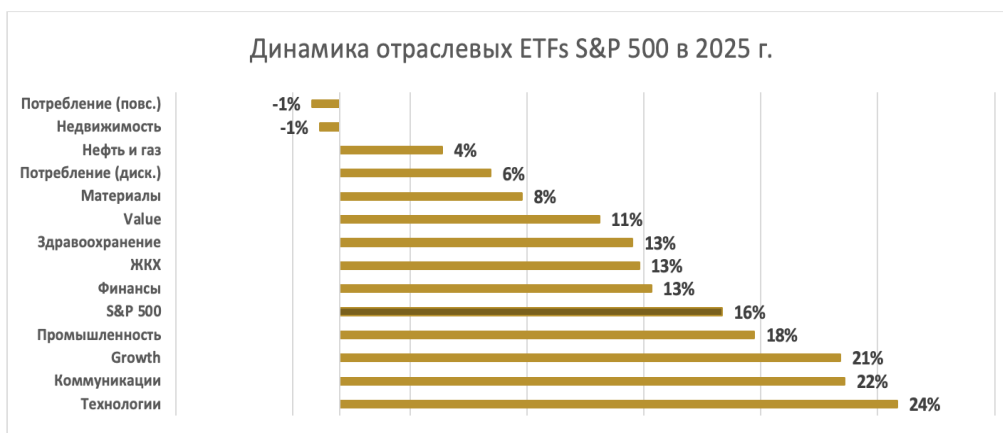
## Смягчение ДКП открывает акциям путь наверх

Глобальные рынки завершили год в плюсе на фоне смягчения ДКП при растущей экономике во многих странах, в частности, Китае и США, снижения курса доллара, а также торговой и геополитической деэскалации. Американские индексы установили новые рекорды — S&P 500 и Nasdaq в 2025 году повысились на 16% и 20%, соответственно. Китайские акции показали серьезный восстановительный рост: материковый индекс CSI 300 поднялся на 23% в долларах, гонконгский Hang Seng, более чувствительный к зарубежному капиталу, — на 28%. Европейский Stoxx 600 прибавил в USD 32%, но большая часть выигрыша была связана со слабостью доллара — в евро индекс подрос всего на 17%.



Источник: Refinitiv

В США почти все сектора финишировали в плюсе. Ралли возглавили компании «новой экономики» — техи и коммуникации, а также промышленность. Слабее рынка были недвижимость и повседневное потребление.



Источник: Refinitiv

Базовый прогноз по индексу S&P 500 — выход на новые рекорды, в районе 7450 пунктов (потенциал 7%) или даже 8000-8500 пунктов (потенциал 15-22%) при радикальном смягчении ДКП. Техническая картина не подает сильных сигналов на разворот, но при появлении негатива индекс может развернуться вниз от верхней границы канала в район 6000-6200 пунктов, что эквивалентно коррекции на 11-14%. Оптимистичный сценарий, 8000-8500 пунктов, реализуется при пробитии канала вверх.



Источник: Refinitiv

#### Ключевые драйверы роста американских акций в 2026 году

- **Смягчение ДКП.** В 2025 году «ключ» была снижен с 4,5% в начале года до 3,75% в декабре. При этом смягчение сопровождается ростом ВВП — экономика держится лучше ожиданий, и корпоративные прибыли также находятся на подъеме, особенно в техах.
- **Ожидается сильное снижение процентных ставок в 2026 году,** что выглядит практически неизбежным после смены главы ЦБ. Желаемый уровень ставки для Дональда Трампа — «1% или ниже», хотя текущий консенсус предполагает в 2026 году 2 снижения ставки на 25 б.п.
- **В IV квартале темпы роста прибыли S&P 500, по прогнозам, замедлились до 8,8% (г/г), но в 2026 году ожидается ускорение до 15,5%.** Кроме того, прогнозы по прибыли были улучшены после того, как шок от пошлин прошел. Политика «Сделано в Америке» будет поддерживать промышленность (сектор вырос на 18% в 2025 году), а также смежные сферы — потребление ресурсов, логистику, внутренний спрос и экономику в целом.

Exhibit 10. Historical/Current/Future Earnings Growth Rates

Sector	2024Q4	2025Q1	2025Q2	2025Q3	2025Q4	2026Q1	2026Q2	2026Q3	2026Q4
Consumer Discretionary	28.5%	10.0%	7.3%	9.7%	-2.7%	6.2%	8.9%	7.2%	19.8%
Consumer Staples	1.5%	-5.4%	1.4%	1.6%	1.7%	6.4%	7.0%	6.8%	8.5%
Energy	-29.3%	-16.5%	-18.4%	-1.5%	0.5%	-0.6%	10.2%	6.2%	12.4%
Financials	35.1%	5.4%	14.2%	25.0%	6.8%	16.7%	7.8%	3.2%	11.6%
Health Care	14.3%	46.6%	8.9%	5.2%	0.3%	2.7%	7.8%	9.7%	16.7%
Industrials	8.0%	11.2%	4.5%	23.7%	-1.9%	7.5%	15.1%	16.2%	21.0%
Materials	2.0%	1.0%	-1.5%	20.2%	8.3%	23.1%	18.5%	18.4%	24.6%
Real Estate	15.3%	-7.0%	2.0%	22.8%	0.6%	13.1%	6.3%	3.6%	6.9%
Technology	19.8%	18.1%	25.0%	30.8%	26.5%	35.8%	35.5%	28.6%	26.6%
Communication Services	31.5%	31.1%	52.4%	-6.6%	7.3%	-2.8%	5.8%	31.7%	15.2%
Utilities	12.5%	6.1%	-1.5%	3.7%	3.8%	8.6%	11.8%	5.8%	17.4%
<b>S&amp;P 500</b>	<b>17.1%</b>	<b>13.7%</b>	<b>13.8%</b>	<b>14.9%</b>	<b>8.8%</b>	<b>13.8%</b>	<b>15.1%</b>	<b>15.1%</b>	<b>18.4%</b>
S&P 500 Ex-Energy	20.7%	15.7%	15.7%	15.8%	9.1%	14.5%	15.3%	15.5%	18.6%

Источник: Refinitiv

- Компании «новой экономики» скорее всего будут оставаться одним из ключевых драйверов рынка акций. В моменте теги выглядят перегретыми, и некоторые инвесторы даже называют их новым пузырем. Есть риск коррекции на 11-14%, но просадка даст хорошую возможность купить качественные кейсы. Внедрение ИИ уже приносит ощутимый экономический эффект бизнесу в виде повышения рентабельности, и ИИ активно встраивается в разные сферы бизнеса — финансы, логистику, маркетинг и так далее. Сравнение техов с крахом доткомов не считаем справедливым: теги 2025 года, в частности Google, Nvidia, AMD и прочие, — это устойчивые компании с работающей бизнес-моделью, прибылью и денежным потоком. Кроме того, истории роста всегда позитивно реагируют на снижение процентных ставок. Интересно также, что несмотря на затухание динамики отраслевого индекса техов и скептицизм отдельных инвесторов ожидания по прибыли сектора на 2026 год продолжили улучшаться.



Источник: Bloomberg

- Акции будут оставаться востребованными на фоне **девальвации доллара и недоверия к рынку облигаций на фоне огромного госдолга**. Одновременно есть высокий спрос на золото — защитный актив, а также биткоины. Акции воспринимаются как реальный актив, обеспеченный производством товаров и услуг. Если и случится лево-хвостовое событие с сильной девальвацией доллара, которое пока оценивается рынком как маловероятное, то акции после первоначальной просадки впоследствии будут показывать сильный рост, как это обычно происходит в странах с нетипично высокой инфляцией.
- **Взятие под контроль нефтяной отрасли Венесуэлы укрепляет позиции американского доллара**, снижает риски дедолларизации и связанных с этим проблем экономики США. Это также поможет Трампу добиться снижения цен на нефть (таргетируемый уровень \$50/барр.), что станет антиинфляционным событием и поможет бизнесу и домохозяйствам снизить топливные расходы.

Если говорить о коррекции рынка акций, то триггерами могут стать: **коррекция в технологическом секторе** — в моменте сектор выглядит перегретым (форв. P/E 36,3), и, хотя их отчеты выглядят хорошо, немалая часть роста акций является авансом за будущие прибыли. Из-за своего большого веса их коррекция потянет за собой весь рынок вниз. Триггерами могут стать отчеты слабее ожиданий и прогнозы менеджмента. На компании «Великолепной семерки» приходится около 34% капитализации S&P 500. По классическому анализу рынок акций США в моменте дорог по мультипликаторам (форв. P/E около 26,1, и дивидендная доходность 1,16%) при все еще повышенных ставках и учитывает много позитива.

**Политическая нестабильность.** По оценке спикера Палаты представителей Майка Джонсона, потеря большинства в Палате может привести к возможной процедуре импичмента Дональда Трампа.



**Повышение ставки ЦБ Японии при одновременном смягчении ДКП в США и Европе** снизит дифференциал ставок и уменьшит привлекательность стратегии кэрри-трейд и спровоцирует закрытие длинных позиций по зарубежным (не японским) акциям. Японская йена давно является одной из главных валют фондирования для иностранных инвестиций.

Черные лебеди 2026 для глобальных рынков:

**Снижение кредитного рейтинга гособлигаций крупных западных стран одним или несколькими крупными рейтинговыми агентствами**, что пошатнет статус их активов. Сейчас ситуация осложняется недоверием к западной системе из-за конфискации российских активов, огромным долгом, на обслуживание которого они тратят безумные деньги. В США, например, на это было потрачено \$1,16 трлн во II квартале 2025 года в годовом выражении. Для сравнения, во II квартале ВВП США вырос на \$1,34 трлн (г/г). Это событие повысит стоимость заимствований для страны, спровоцирует отток из гособлигаций и еще больше ослабит позиции местных валют.

**Геополитические события** по-прежнему будут являться источниками нестабильности для рынков. Причем на первый план могут выйти не внешние войны, а внутренние события — такие как массовые народные протесты, гражданские войны, государственные перевороты и так далее. Затронут эти события не только рынок ценных бумаг, но и реальный бизнес, недвижимость, банки — всю экономику. Вероятность этих событий очень низка, но такие вещи часто происходят неожиданно.

**Ошибка в системе алгоритмической торговли или другой системе ИИ.** До сих пор такие вещи имели ограниченный эффект на финансовую систему, хотя отдельные инвесторы и теряли свои счета, но по мере большего внедрения ИИ масштаб ошибок будет увеличиваться.

### **Видение по секторам США**

В целом в США имеет смысл смотреть «домашние» истории «Сделано в Америке» с потенциалом роста бизнеса и некритичной зависимостью от зарубежных рынков и валютных рисков.

**ТМТ: умеренно позитивно.** Рынок пережил краткосрочную фазу коррекции в технологическом сегменте, во многом вызванную разочарованием в около-ИИ риторике и разовым ухудшением прогнозов у ряда крупных игроков. Это коррекционное давление, вероятно, носит оздоровительный характер и способно «сдуть» избыточные ожидания и переоценки без перехода в системный кризис сектора. Инвесторы все отчетливее осознают, что ИИ — это не только программные решения и алгоритмы, но и масштабный CAPEX, который оказывает давление на свободный денежный поток, увеличивает долговую нагрузку и ставит под вопрос сроки окупаемости дата-центров. При этом фундаментальный спрос не снижается: проникновение ИИ-продуктов продолжает расти, повышая эффективность смежных отраслей и, парадоксальным образом, еще сильнее подпитывая потребность в вычислительных мощностях и инфраструктуре.

Геополитические риски сопровождаются ростом кибератак, на фоне чего эти продукты будут высоко востребованы. Рынок **кибербезопасности** в США оценивался примерно в \$70 млрд в 2024 году и ожидается около \$80-90 млрд по итогам 2025 года с двузначным ростом. Защита приоритетна как на правительственном уровне, так и для бизнеса, потребителей. Модель подписки дает компаниям стабильные денежные потоки и меньшую чувствительность к циклам рынка. Бум искусственного интеллекта ускоряет развитие кибербезопасности: рост объема данных повышает требования к защите, а внедрение ИИ усиливает спрос на облачную безопасность и ИИ-детекцию угроз, что стимулирует продажу более продвинутого софта и регулярные обновления программного обеспечения.

Рынок ТМТ в США остается самодостаточным: локальные производители и поставщики способны обеспечить потребности внутреннего рынка без серьезного ущерба для предложения в случае торговой войны. Цепочки поставок ключевых компонентов в этой сфере больше завязаны на Тайвань, чем на Китай. Торговые ограничения против Китая и технологический протекционизм США превращают американский сектор **полупроводников** и оборудования для их производства в одного из ключевых бенефициаров торговых войн. Субсидии по «CHIPS Act» запускают волну строительства fab-заводов в США, что напрямую



увеличивает капитальные затраты и формирует спрос на полупроводниковое оборудование. На этом фоне мы выделяем акции Intel и Lam Research, которые могут быть интересны для покупки на коррекции.

**Промышленность: умеренно позитивно.** В декабре промышленность США продолжила сокращаться: индекс PMI от ISM снизился до 47,9 пункта (с 48,2 в ноябре), что стало самым низким значением года. Сектор продолжает испытывать давление из-за слабого внутреннего и внешнего спроса, влияния тарифов, роста издержек, сокращения заказов и занятости, а также осторожного поведения компаний на фоне экономической неопределенности. В то же время крупные технологические игроки отрасли активно внедряют цифровизацию, автоматизацию и ИИ, повышая эффективность и сокращая издержки, что позволяет им смягчать влияние макроэкономических факторов. На этом фоне стоит рассмотреть компании, которые активно инвестируют в новые технологии и способны быстро адаптироваться к изменяющейся рыночной среде. Например, UBER, активно развивающий направление автономного транспорта.

Также, на фоне растущего спроса на инфраструктуру для дата-центров, потребляющих большое количество воды, интерес для инвесторов представляют «водный» ETF — Invesco Water Resources ETF (PHO) и компания Xylem, производитель инженерных решений для водоснабжения. «Космический» фонд ARKX также остается перспективной историей роста благодаря увеличивающемуся интересу к аэрокосмическим технологиям, масштабированию мирового космического рынка и росту инвестиций в этот сектор. В 2025 году котировки уже выросли на 48%. Несмотря на признаки перекупленности, долгосрочные драйверы по-прежнему актуальны, поэтому в случае коррекции фонд можно рассматривать для покупки.

**Здравоохранение: умеренно позитивно.** После периода неопределенности, связанного с агрессивной риторикой и инициативами Дональда Трампа в сфере тарифов и регулирования ценообразования лекарств, ситуация нормализовалась — ведущие компании сектора смогли договориться с американской администрацией, что снизило риски и вернуло отрасли привлекательность в глазах инвесторов. «Большая фарма» нашла способы адаптации к новой политике и чувствует себя вполне комфортно, даже несмотря на необходимость скорректировать цены на лекарства в США.

Особенно интересна динамика в биотехе, который даже после мощного ралли во второй половине 2025 года все еще не выглядит переоцененным. Научные прорывы в терапии метаболических и онкологических заболеваний будут поддерживать интерес к отрасли в среднесрочной перспективе. В частности, в феврале ожидается очередное решение FDA по противораковому блокбастеру Merck, препарату Keytruda. Вместе с тем провайдеры медицинских услуг сталкиваются с противоречивыми изменениями регулятивной среды, и этот сегмент вряд ли будет в числе фаворитов в ближайшие кварталы (оператор больниц HCA исключен из покрытия в IV квартале).

**Финансовый сектор: нейтрально.** Несмотря на повышенную экономическую неопределенность, вызванную действиями администрации президента Дональда Трампа, ведущие американские банки продолжают уверенно смотреться в финансовом плане. Благодаря масштабу деятельности и диверсифицированным бизнес-моделям они демонстрируют неплохой рост выручки и прибыли, а прочные капитальные позиции позволяют им наращивать выплаты акционерам. Прогнозы предполагают сохранение позитивной экономической динамики в США в следующем году, при этом на фоне противостояния с Китаем Штаты продолжат переносить внутрь страны производственные мощности, в частности, по выпуску полупроводников.

Это означает дополнительный спрос на финансирование новых проектов, что поддержит бизнес банков. Между тем после сильного роста в этом году акции большинства входящих в наше покрытие акций американских финкомпаний находятся вблизи или выше своих целевых цен, поэтому мы в целом нейтрально смотрим на сектор. Считаем в нем интересными для покупки только акции платежных систем Visa и Mastercard.

**Сырье и материалы: позитивно.** Сектор базовые материалы в США вышел в лидеры роста к концу 2025 года и имеет все шансы продолжить инерцию роста в начале 2026 года. Золото, серебро и другие



драгметаллы растут на фоне геополитических обострений, экономических рисков, снижения ставок ФРС и ослабления доллара. Медь обновила исторический максимум, так как находится на пути от профицита к временному дефициту из-за сокращения добычи на аварийных зарубежных активах, роста потребления со стороны создания новых дата-центров для ИИ и опасений введения более широких тарифов на импорт меди.

Тарифы Дональда Трампа уже позитивно отразились на динамике цен на алюминий и сталь в США. Алюминий обновил трехлетний ценовой максимум. Цены на сталь на рынке США, едва ли не единственном в мире, развернулись в сторону роста. Их поддерживают ограничение импорта, инвестиции в инфраструктуру, снижение процентных ставок, а также восстановления спроса в строительстве и автомобилестроении. Пожалуй, только сектор химии и, в частности, производители удобрений выглядят нейтрально или даже умеренно негативно на фоне роста производства в связи с падением цен на углеводородное сырье и стабилизации спроса на удобрения.

**Электроэнергетика: умеренно негативно.** На фоне опережающего роста широкого рынка и сохраняющейся повышенной доходности 10-летних казначейских облигаций США интерес инвесторов к защитным бумагам остается ограниченным. Кроме того, многие акции американских коммунальных компаний из нашего покрытия уже приблизились к справедливым оценкам или превысили их, тогда как фундаментальные ожидания по прибыли сектора существенно не улучшились и отстают от динамики котировок. В этих условиях сектор может быть интересен для покупки лишь в случае коррекции. В среднесрочной перспективе поддержку отрасли будут оказывать рост энергопотребления со стороны дата-центров, а также продолжающаяся фрагментация мировой экономики, повышающая стратегическую значимость электроэнергетики США.

**Потребительский сектор США: разнонаправленно.** В IV квартале 2025 года в США продолжается замедление потребительской активности: темпы роста расходов домохозяйств снижаются, а структура спроса все больше смещается в пользу базовых категорий — жилья, продуктов, транспорта и медицины. В главных «защитных» бумагах Costco и Walmart, в которых мы сейчас не видим потенциала, альтернативой может стать Procter&Gamble после просадки и ETF бумаг базового потребительского спроса (XLP), по которому наблюдается привлекательный потенциал роста.

Давление на дискреционные сегменты сохраняется из-за роста стоимости жизни, замедления роста доходов и большей осторожности потребителей. Инфляция хоть и замедляется, остается выше целевого уровня ФРС, а настроения американских домохозяйств остаются настороженными — тревожность по поводу инфляции, рынка труда и будущих доходов сохраняется. На этом фоне рынок по-прежнему поддерживается «эффектом богатства» в более обеспеченных слоях населения, но массовый спрос склоняется к экономии, росту сбережений и сокращению покупок в non-food категориях.

Ожидаемого рынком «взрыва пузыря» в ИИ-сегменте, который в целом удешевил бы американские бумаги, не произошло: после короткой коррекции продолжается умеренный приток капитала, что ограничивает возможности открытия длинных позиций по ряду бумаг в секторе. Снижение опасений по поводу раздутости рынка ИИ играет на руку акциям Amazon, в которых все еще сохраняется потенциал роста. Среди тематических идей американского потребительского сектора мы бы присмотрелись к Roundhill Sports Betting & iGaming ETF (BETZ), предоставляющий широкую экспозицию на компании онлайн-гемблинга и ставок на спорт, и HERO ETF — фонд, инвестирующий в компании индустрии видеоигр. Коррекция в бумагах этих фондов в октября-ноябре создала точку для входа в быстрорастущие активы.

**Нефтегаз: умеренно негативно.** Акции нефтедобывающих в США, на наш взгляд, не в полной мере учитывают текущее снижение цен на нефть. Вероятный профицит на мировом рынке нефти, на наш взгляд, не позволит ценам в следующем году заметно вырасти, что будет давить на результаты нефтедобывающих компаний. При этом развитие нефтедобычи в Венесуэле если и случится, то потребует значительных инвестиций, которые окупятся только в долгосрочной перспективе. В то же время бенефициарами роста добычи в Венесуэле могут стать международные нефтесервисные компании, так как

нефть в данном регионе является труднодоступной. Однако их акции уже достаточно заметно выросли в начале года, что ограничивает дальнейший апсайд.

## Российские акции — между геополитикой и ставкой

Ралли глобальных рынков, в том числе развивающихся на фоне девальвации доллара и локальных факторов, обошло стороной российские акции, которые недавно оттолкнулись от годовых минимумов в районе 2500 пунктов — уровней, где они были в декабре 2024 года при ключевой ставке 21%. Рынок находится под давлением сразу нескольких факторов — низких долларовых цен на нефть, крепкого рубля, воинственной риторики Европы и санкций, снижения дивидендных выплат, а также все еще повышенных процентных ставок (реальные процентные ставки составляют около 9-10%).

**Базовый сценарий по Индексу МосБиржи — 3450 пунктов на конец 2026 года**, что предполагает рост примерно на 26% (от 2728 пунктов), не считая дивидендов, которые могут принести еще около 7% доходности. Выход на этот уровень с большей вероятностью произойдет во второй половине 2026 года, когда ключевая ставка будет ближе к более-менее нормальным уровням.

В первой половине года скорее всего увидим продолжение вялой динамики в диапазоне 2500-3150 пунктов, о чем также говорит технический анализ — выход из долгосрочного симметричного треугольника будет проходить в последней четверти фигуры, что указывает на вероятность продолжения флэта.



Источник: Finam.ru

**Ключевые драйверы роста:** улучшение по процентным ставкам позволит рефинансировать кредиты под меньший процент и снизить давление процентных платежей на прибыль и дивиденды. Хотя с учетом влияния проинфляционных факторов в начале 2026 года, это будет больше проявляться уже со II полугодия 2026 года. **В 2026 году прибыль компаний Индекса МосБиржи, по нашим оценкам, восстановится на 49% (г/г) до 9,5 трлн руб.** Вместе с тем значительная часть роста прибыли приходится на экспортно-сырьевые компании и будет зависеть от девальвации рубля.

По итогам 2025 года дивидендные выплаты могут снизиться примерно на 30% (это уже видно по промежуточным выплатам), но по мере нормализации ДКП дивиденды за 2026 год должны уже будут показать восстановление. **Нормализация ставок поддержит переток капитала из депозитов в акции.** Это будет небольшая часть депозитов, но приток ликвидности повысит капитализацию компаний при прочих равных. Снижение ставок до более-менее низких уровней, скажем, до 10-12%, поддержит **повышение валютных курсов.** Сейчас пониженные курсы ограничивают доходы экспортеров, которые занимают значительную часть капитализации индекса. Девальвация быстро впитывается в котировки

акций — еще до того, как экспортеры покажут улучшение по прибыли и дивидендам, инвесторы будут покупать их акции на ожиданиях.

Чтобы не зависеть от одного сценария, можно сделать ставку на несколько корзин:

- **Акции с валютной выручкой:** «Полюс», «Норникель», «Русал», «ФосАгро», «Роснефть», «Лукойл» и особенно префы «Сургутнефтегаза» (дивиденд за 2026 год может составить 9,2 руб. с доходностью 22%).
- **Мирные акции:** в частности, «Аэрофлот», «Газпром», «Сбер», Московская биржа, «Северсталь» и другие.
- **Компании с домашним фокусом, с перспективами роста:** «Т-технологии», «Сбер», «Ренессанс», «Яндекс», Х5, «Озон», «Хэдхантер», «Мать и Дитя».
- **Дивидендные акции:** прогнозы по доходности свыше 10% в 2026 году можно найти в следующих акциях:

Название	Сектор	DPS NTM, руб.	DY NTM
«Хэдхантер»	ТМТ	670,0	23,2%
«КЦ ИКС 5»	Потребление	609,0	20,3%
МТС	ТМТ	35,0	16,4%
ВТБ	Финансы	9,3	13,1%
«Транснефть» ап	Нефть и газ	179,3	12,7%
«НоваБев»	Потребление	51,2	12,5%
«Сбер» ап	Финансы	37,2	12,5%
«Сбер» ао	Финансы	37,2	12,4%
«Инарктика»	Потребление	60,0	12,2%
Московская биржа	Финансы	18,9	10,9%
«Ренессанс Страхование»	Финансы	10,2	10,7%
«Интер РАО»	Электроэнергетика	0,3	10,4%
«Ленэнерго» ап	Электроэнергетика	30,8	10,1%

Источник: ФГ «Финам»

Не стоит гнаться за ультравысокой доходностью, делая ставку на очевидно спекулятивные кейсы. Высокую доходность на смягчении ДКП и утихании геополитических рисков можно будет получить и в качественных голубых фишках.

Риски для базового прогноза: более медленное смягчение ДКП, чем ожидает рынок; низкие цены на нефть, особенно при крепком рубле; эскалация геополитических и санкционных рисков, в том числе ослабление позиций союзников — Ирана и Китая; обвал техов в США и американского рынка акций, что потенциально может перерасти и в экономический кризис, как это было с кризисом на рынке недвижимости в 2007-2010 гг.; политическая нестабильность в крупных странах, которая в итоге может повлиять на экономику и мировой спрос на сырье.

## Видение по секторам




**Нефтегаз: умеренно позитивно.** В российском нефтегазовом секторе есть ряд либо защитных дивидендных историй («Транснефть», «Сургутнефтегаз» ап), либо компаний, чей кейс строится не только вокруг их нефтедобывающего бизнеса («Сургутнефтегаз» оо). Акции данных компаний способны расти даже при относительно негативной конъюнктуре на рынке нефти. Кроме того, газовые компании являются неплохой ставкой на возможность урегулирования ситуации на Украине и роста экспорта в среднесрочной перспективе. При этом классические нефтедобывающие компании локально находятся под давлением из-за сниженных мировых цен на нефть, аномально крепкого рубля и возросшего дисконта на сорт Urals. Эти факторы приводят к снижению прибыли и, как следствие, дивидендов нефтяников, что ограничивает их апсайд.

**Сырье и материалы: умеренно позитивно.** Сектор остается под давлением высокой ключевой ставки, крепкого рубля и увеличения налоговой нагрузки. На пользу сектору пойдет улучшение конъюнктуры на экспортных рынках и стабилизация на внутреннем. Для сталеваров, ориентированных на внутренний рынок, в 2026 году драйвером могут стать восстановление инвестиционной активности в строительстве вследствие дальнейшего снижения ключевой ставки, мирного урегулирования и увеличения финансирования инфраструктурных проектов. Для акций экспортеров дополнительным драйвером может стать ослабление рубля. Позитивная динамика в ценах золота, металлы платиновой группы, медь и алюминий благоприятна для акций «Полюса», «Норникеля» и «Русала».

**Финансовый сектор: умеренно позитивно.** Несмотря на сложную операционную среду, связанную с ослаблением экономической конъюнктуры в РФ, а также заметным торможением кредитования из-за высоких процентных ставок и регуляторных мер ЦБ, российский банковский сектор продолжает развиваться. Так, суммарная чистая прибыль отечественных банков за первые 11 месяцев 2025 года составила внушительные 3,4 трлн руб., что лишь немного меньше уровня того же периода рекордного предыдущего года. Стабилизация ситуации в российской экономике и дальнейшее снижение процентных ставок будут способствовать активизации кредитования и снижения давления на качество активов банков в 2026 году, также сектор должен стать бенефициаром возможного урегулирования ситуации на Украине, так как это позволит рассчитывать на постепенное ослабление финансовых санкций против страны. На таком фоне мы ожидаем сохранения интереса инвесторов к банковским акциям, которые все еще торгуются с заметным дисконтом по мультипликаторам по отношению к аналогам EM и собственным историческим значениям.

**Транспортный сектор: нейтрально.** Транспортный сектор продолжает находиться под давлением санкций, что выражается в сохраняющемся дефиците запчастей, ограниченных возможностях страхования и вынужденному сокращению присутствия на зарубежных направлениях. Тем не менее, некоторые компании отрасли демонстрируют способность адаптироваться к новым условиям. Например, группа «Аэрофлот» остается финансово устойчивой, завершив страховые урегулирования по ряду самолетов, развивая внутренние хабы и расширяя маршрутную сеть в дружественные страны, увеличивая предельный пассажирооборот. По «Совкомфлоту» ситуация остается неоднозначной. Хотя компания сталкивается с рисками, связанными с усилением санкционного давления, простоем части флота и снижением фрахтовых ставок, существенная часть этих рисков уже заложена в цене акций. Несмотря на ухудшение финансовых результатов в 2025 году из-за ограниченного доступа к зарубежным портам и роста геополитической напряженности, «Совкомфлот» сохраняет финансовую устойчивость благодаря портфелю долгосрочных контрактов. При коррекции котировок акции могут представлять интерес для инвесторов, на фоне предполагаемой девальвации рубля и вероятного урегулирования ситуации на Украине.

**Электроэнергетика: умеренно негативно.** Существенные текущие и долгосрочные инвестиционные потребности продолжают оказывать давление на денежные потоки и ограничивать дивидендный потенциал, что также отражается в обсуждениях Минэнерго о возможных ограничениях дивидендных выплат. Вместе с тем рост цен на оптовом рынке электроэнергии усиливает экономическое давление прежде всего на сетевые компании, тогда как генераторы выигрывают за счет роста доходов. Дополнительно привлекательные ставки на долгом рынке повышают конкурентоспособность



облигаций и депозитов, сдерживая интерес инвесторов к бумагам энергокомпаний. В целом мы умеренно негативно смотрим на сектор, считая интересными для покупок лишь акции «Интер РАО». Привилегированные акции «Россети Ленэнерго» превысили наш таргет и будут интересны лишь на коррекции.

**Здравоохранение: позитивно.** Динамика акций ведущих игроков отечественной фармы и биотеха в 2025 году была невразумительной несмотря на то, что компании в целом позитивно отчитывались по операционным и финансовым результатам и публиковали весьма конструктивные прогнозы по годовым показателям, и на данном этапе акции таких компаний, как «Промомед» и «Озон Фармацевтика», выглядят значительно недооцененными с фундаментальной точки зрения. Есть вероятность, что в будущем году игроки более внимательно присмотрятся к этой отраслевой специфике, которая осталась за кадром в 2025 году.

**ТМТ: позитивно для больших компаний, негативно для небольших.** Сектор находится под давлением высокой ключевой ставки: рост стоимости капитала снизил спрос на акции роста, что особенно болезненно для небольших компаний с низкой прибылью и высокой долговой нагрузкой. Для таких игроков, как «Делимобиль» и «ВУШ Холдинг», дорогое обслуживание долга, необходимость наращивать CAPEX, замедление экономики и усиление регулирования формируют крайне сложную среду. Дополнительный негатив для малых ИТ-компаний создают налоговые изменения и резкий рост ФОТ на фоне перегретого рынка труда, что ухудшает рентабельность и прогнозы. На этом фоне капитал перетекает в устойчивые голубые фишки — «Яндекс», «Циан» и телеком-операторов, которые выступают «тихой гаванью» благодаря предсказуемому бизнесу, росту выручки и сохранению высокой маржинальности относительно других ИТ-компаний. В целом 2026 год, вероятно, останется сложным для сектора, тогда как восстановление ожидается ближе к 2027 году.

**Потребительский сектор: умеренно позитивно.** Ситуация в секторе остается неоднозначной: продолжает ухудшаться спрос, фиксируется снижение реальных расходов даже на базовые категории, а высокие инфляционные ожидания и жесткая позиция Банка России по ставке поддерживают давление на потребление. Ожидания по снижению ключевой ставки остаются сдержанными на фоне риска краткосрочного инфляционного всплеска в начале 2026 года. При этом, несмотря на макроэкономическую слабость и негативные ожидания по рынку в целом, котировки ряда компаний выглядят недооцененными из-за сохраняющегося геополитического дисконта. Среди данных бумаг мы выделяем X5 — компания защищена от резкого падения трафика за счет развитой сети дискаунтеров «Чижик», которая набирает популярность на фоне рационализации спроса, имеет умеренную долговую нагрузку и высокую дивидендную доходность. Большим потенциалом обладают бумаги «Инарктики», оттолкнувшиеся от дна в районе 460 руб. — ожидаем роста котировок по мере улучшения финансовых результатов за счет восстановления объемов рыбы товарной навески по ходу 2026 года.

## У китайских акций нет признаков к развороту

В 2025 году индекс Hang Seng вырос на 28%, CSI 300 — на 18%. В целом фон для китайских акций остается благоприятным – в стране низкие процентные ставки и стимулирующая бюджетная политика. Облигации и депозиты сейчас предлагают инвесторам малоинтересную доходность. Текущая доходность по 10-летним гособлигациям Китая, например, составляет всего 1,875%. Кроме того, был возобновлен налог на купоны с облигаций, выпущенных Правительством и финансовыми институтами с 8 августа. Поэтому многие инвесторы предпочли перевести капитал в акции в поисках лучшей доходности, тем более что меры поддержки Правительством включают в себя покупку местных акций во время спада для стабилизации рынка. Прибыль индекса CSI 300, по прогнозам, вырастет на 6% в 2025 году и на 22% в 2026 году после снижения на 8,1% в 2024 году. После ралли оценка по мультипликаторам повысилась: форв. P/E CSI 300 = 17,0 и 12,8 по Hang Seng, но в сравнении с S&P 500 (26,1) она по-прежнему остается умеренной. Для сравнения, европейский Stoxx 600 оценивается в 17,2 прибыли, индийский — в 23,9.

С США были достигнуты торговые договоренности, хотя они носят временный характер, и до очередного обострения рынок акций должен чувствовать себя неплохо в таких макроусловиях. Но проблемой может стать внутривнутриполитическая ситуация в Иране и риск перекрытия Ормузского пролива, через который в Китай поступает нефть (примерно 17% от всего импорта Китая). Кроме того, Китаю придется платить более высокую цену на нефть после захвата американцами нефтяной отрасли Венесуэлы. Мировые цены на нефть немного подскочили после этого события. Риском также остается высокий уровень маржинальных позиций в акциях, что делает рынок уязвимым перед плохими новостями.



Источник: MacroMicro

В базовом сценарии в 2026 году мы ожидаем умеренного роста китайских индексов. Гонконгский индекс Hang Seng пребывает в консолидации после ралли, но признаков к развороту пока нет. До конца 2026 года индекс может взойти в район 30 000-31 000 пунктов (потенциал 14-18%):



Источник: Refinitiv

Материковый индекс CSI 300 транслирует схожую картину. Идет тестирование максимумов 2025 года, пробитие которых откроет путь в район 5400 пунктов (потенциал 13%).



Источник: Refinitiv

Хотя в краткосрочной перспективе возможна некоторая коррекция индексов из-за переоценки геополитических рисков в Иране и Венесуэле, которые поставляют нефть Китаю. На просадке будут интересны акции с финансовым и операционным ростом, мало привязанные к внешней торговле, так как давление США будет со временем только усиливаться, и компании будут сталкиваться с ростом логистических и экономических издержек и риском разных запретов. Даже в условиях торговых войн они сохраняют потенциал за счет развития потребления внутри страны, тем более что Компартия время от времени предлагает экономике пакеты стимулирующих мер.

### **В условиях геополитического противостояния с США нам кажутся интересными следующие идеи.**

Среди представителей китайского сектора здравоохранения интересно выглядит контрактный биотехнолог **WuXi AppTec**, предлагающий полный цикл решений от открытия молекул до разработки и коммерческого производства препаратов — услуги по контрактной разработке препаратов остаются востребованными со стороны американских биофармкомпаний несмотря на геополитические сложности.

**China Yangtze Power** — крупнейший оператор ГЭС в Китае, который выигрывает от государственной климатической политики, а также высокой доли дивидендных выплат (70-80% прибыли, ожидаемая дивидендная доходность — 3,8%).

Китай все еще сильно зависим от импорта нефти, и торговые войны в США подстегивают Поднебесную повышать свою собственную добычу. Бенефициаром данной тенденции, на наш взгляд, является **China Oilfield Services** — нефтесервисная компания, специализирующаяся на шельфовой добыче. Рост шельфовой добычи в Китае позволял China Oilfield Services наращивать финансовые результаты даже в 2025 прошлом году, когда конъюнктура для сектора была скорее негативна.

Акции **Hongfa Technology**, ведущего китайского производителя реле и компонентов автоматизации, обладают потенциалом роста за счет сильных позиций на внутреннем рынке реле, расширения производственных мощностей, инвестиций в инновационные технологии и роста спроса на продукцию, что подтверждается стабильным увеличением финансовых результатов.

**Ping An Bank** — крупный региональный банк КНР, по которому ожидается рост основных финпоказателей в 2026 году и дивидендная доходность 5,2% NTM.

**AIMA Technology** — второй по величине производитель электротранспорта в Китае, поставляет продукцию почти полностью на внутренний рынок (порядка 99% продаж).



В Китае есть компании, которые могут выиграть от ухода американских конкурентов и при этом не пострадают от проблем с видеочипами — речь о локальных поставщиках ПО и сервисов. **Venustech Group** — ведущий китайский провайдер сетевой и информационной безопасности: разрабатывает IDS/IPS, платформы управления безопасностью и предоставляет SOC-услуги. В условиях геополитической напряженности компании склонны переходить на локальные решения по кибербезопасности, что увеличивает спрос на отечественных вендоров, а также уход американских конкурентов дополнительно увеличит заказы. **Hundsun Technologies** — крупный поставщик финансового ПО и платформ для брокеров, банков, фондов и управляющих компаний. Уход иностранных конкурентов и потребность в сертифицированных локальных решениях для критичной финансовой инфраструктуры создаст дополнительный спрос на платформы.

## Долговой рынок

Нормализация процентной политики продолжается, хотя период максимальных ставок остался позади. Впрочем, у инвесторов еще есть шанс зафиксировать повышенный уровень доходностей, а также воспользоваться преимуществами, которые дает смягчение ДКП.

### Внешний контур

Как мы и ожидали, 2025 год оказался удачным для сегмента глобальных долларовых бондов. Ставки оставались повышенными относительно своих среднеисторических уровней, а ФРС США продолжила начавшееся в сентябре 2024 года понижение базовой ставки. В результате инвесторы смогли дополнить свой купонный доход повышательной переоценкой облигаций. Все это вкпе позволило сегменту фиксированного дохода достаточно уверенно обогнать долларовую инфляцию, а значит принести своим владельцам положительную реальную доходность.

Наша базовая рекомендация хеджировать позицию в средне- и долгосрочных облигациях доходом по бумагам, привязанным к текущим повышенным ставкам — полностью оправдала себя. Как можно видеть на графике, индекс полного дохода долгосрочных долларовых облигаций оставался довольно волатильным и в отдельные периоды 2025 года уходил в минус даже с учетом довольно высоких купонов по данному классу бумаг. Всему виной высокий процентный риск: повышение доходности всего на пару десятков базисных пунктов у длинных бондов ведет к заметному падению их стоимости. В то время как у краткосрочных облигаций и флоатеров процентный риск очень умеренный, зачастую близкий к нулевому, в результате чего их держатели непосредственно получают текущую процентную ставку в виде купонов. С учетом того, что среднегодовая учетная ставка ФРС составила 4,4%, ориентация на надежный корпоративный долг с кредитными премиями позволила инвесторам в короткие ставки получить долларовый доход в размере около 5% в 2025 году.

По итогам 2025 года долгосрочные облигации все-таки подтвердили свое реноме главных бенефициаров смягчения ДКП, премировав своих держателей доходом около 8%. Хотя основная часть дохода была сгенерирована купонными платежами, выбраться в лидеры по доходу длинным бумагам позволило именно их удорожание, на которое, по нашей оценке, пришлось примерно треть общего дохода. Даже с учетом того, что рынкам свойственно забегать вперед в своих ожиданиях, непосредственное снижение учетной ставки ФРС на 75 б.п. по итогам года повлияло и на доходности на дальнем участке кривой (см. график ниже).



Источники: ФРС, US Treasury, Cbonds

В базовом сценарии 2026 год обещает быть по доходу несколько менее позитивным для глобального долларового долга, чем его предшественник. Во-первых, средний уровень процентных ставок будет ниже. В следующем году мы ожидаем суммарного понижения ставки ФРС на 25-50 б.п., по прогнозу членов комитета ФРС, обновленному в декабре 2025 года, медианное значение процентной ставки составит 3,4%. Это означает, что долларовые облигации, ориентированные на короткие ставки (краткосрочные бумаги и флоатеры), могут с учетом кредитных спредов принести своим держателям около 4% по итогам 2026 года.

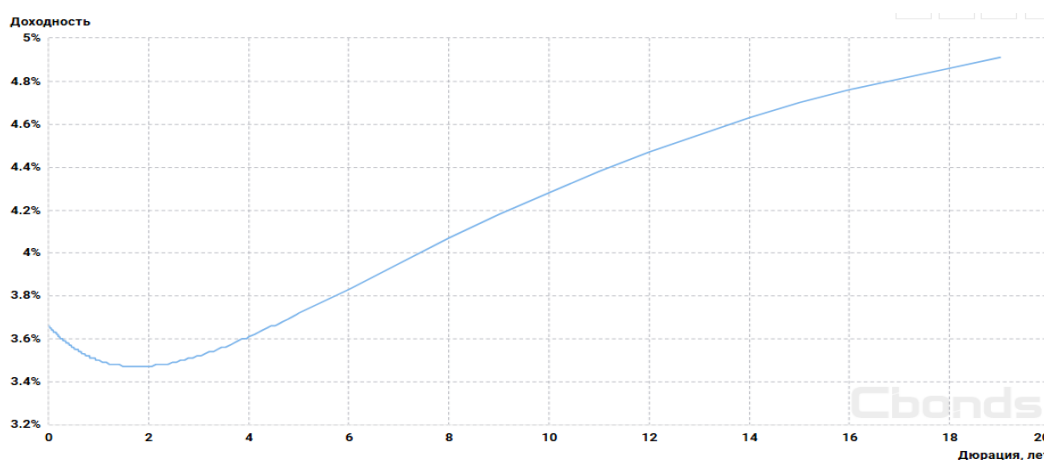
Во-вторых, более низкий уровень ставок означает и меньший потенциал повышательной переоценки средне- и долгосрочных бумаг из-за снижения доходностей. Впрочем, базовая долларовая ставка в 2026 году продолжит пусть и более умеренными темпами понижаться ФРС, что, видимо, найдет свое отражение и в динамике доходности «долгосрока». Кроме того, процентные ставки по-прежнему останутся не просто не нулевыми, а повышенными, тогда как даже небольшое падение доходностей позитивно сказывается на ценах длинных бондов.

Для прогнозирования доходности 10-летней трежерис на конец 2026 года мы решили проанализировать периоды, когда регулятор проводил курс на смягчение ДКП. Таких периодов в XXI веке в США было четыре, причем последний продолжается и в настоящее время. По нашим расчетам, в периоды снижения ставки ФРС доходность 10-летней UST превышала доходность однолетней бумаги в среднем на 99 б.п. В настоящее время доходность однолетки составляет 3,5%. Ввиду сильной корреляции однолетней трежерис со ставкой ФРС, с учетом ожидаемого понижения последней в 2026 году, можно предположить, что через год доходность однолетней бумаги составит чуть выше 3%. Это дает нам доходность 10-летней трежерис на уровне, немного превышающем 4%, что примерно соответствует текущему значению (4,18%).

Подчеркнем, что эти расклады верны, если 2026 год пройдет в рамках нашего базового сценария. Если же, например, снижение ставки ФРС окажется сильнее, чем это видится сейчас, то и доходности будут падать активнее, генерируя высокие доходы держателям долгосрочных облигаций. Менее позитивная картина будет наблюдаться, если американский регулятор вдруг по каким-то причинам свернет цикл смягчения.

Впрочем, заработать доход выше купона в длинных бумагах можно и оставаясь в рамках базового сценария. Речь идет о стратегии Roll-Down, основанной на нормальной форме кривой трежерис (доходности растут вместе с увеличением срочности). Если предположить, что форма кривой на горизонте инвестирования останется неизменной, то тогда, например, 10-летняя бумага через год станет 9-летней, 9-летняя — 8-летней и так далее — с соответствующим понижением доходности. В результате инвестор, как бы «скатываясь» с течением времени по кривой доходности вниз, имеет возможность получать дополнительный к купону прирост капитала вследствие роста цены своей облигации по мере приближения ее к сроку погашения.

### Кривая гособлигаций США



Источник: Cbonds

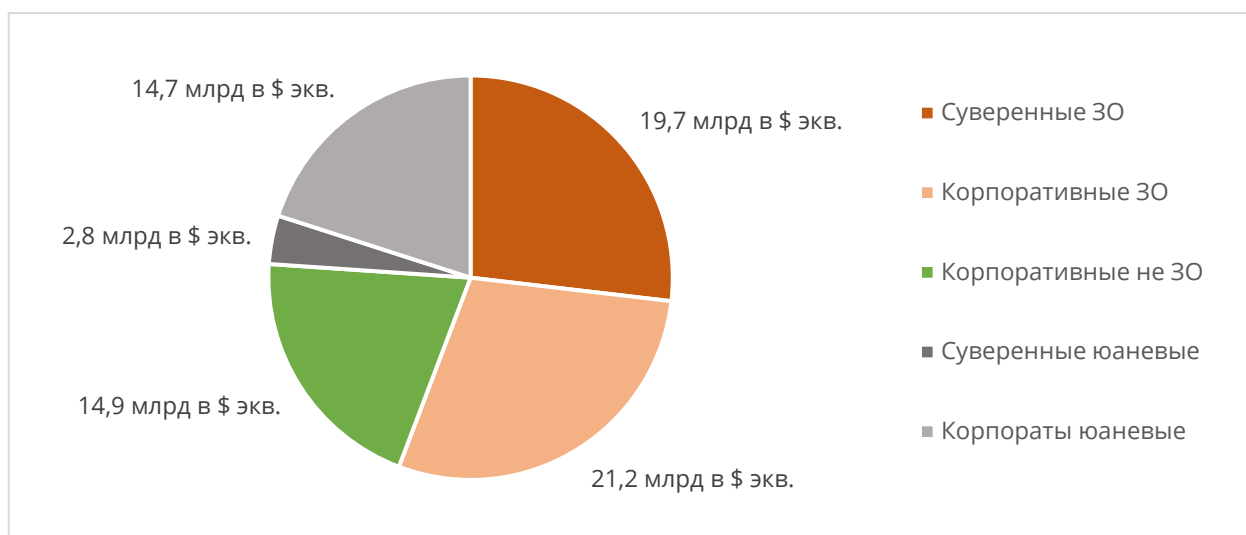
Таким образом, наш анализ показал, что в 2026 году по инструментам, привязанным к текущим ставкам (краткосрочным облигациям и флоатерам), можно базово рассчитывать на получение дохода на уровне 4%. Ориентация на средне- и долгосрочные облигации потенциально позволит сгенерировать более высокий доход, который, однако, будет сопряжен и с более высоким процентным риском.

Отметим, что широкий доступ к глобальному сегменту долларовых облигаций возможен через находящиеся в нашем покрытии биржевые фонды (ETF).

## Внутренний контур: инвалютные инструменты

2025 год оказался насыщенным для сегмента российских облигаций, номинированных в отличных от рубля валютах. «Замещающему» сектору, который закончил свое формирование в декабре 2024 года с размещением суверенных бумаг, пришлось потесниться перед бумагами, выпущенными вне процесса замещения еврооблигаций. Объем размещений в 2025 году составил 22,0 млрд в долларовом эквиваленте, с номиналами бумаг в USD (56% размещений), CNY (42%) и EUR (2%). С учетом погашений и текущего темпа размещений общий объем рынка юаневых облигаций и бумаг, выпущенных вне процесса замещения еврооблигаций, может уже во II квартале 2026 года сравняться с «замещающим» сегментом (40,8 млрд в долларовом эквиваленте).

### Рынок российских облигаций, номинированных в инвалютах



Источники: Московская биржа, СПб Биржа

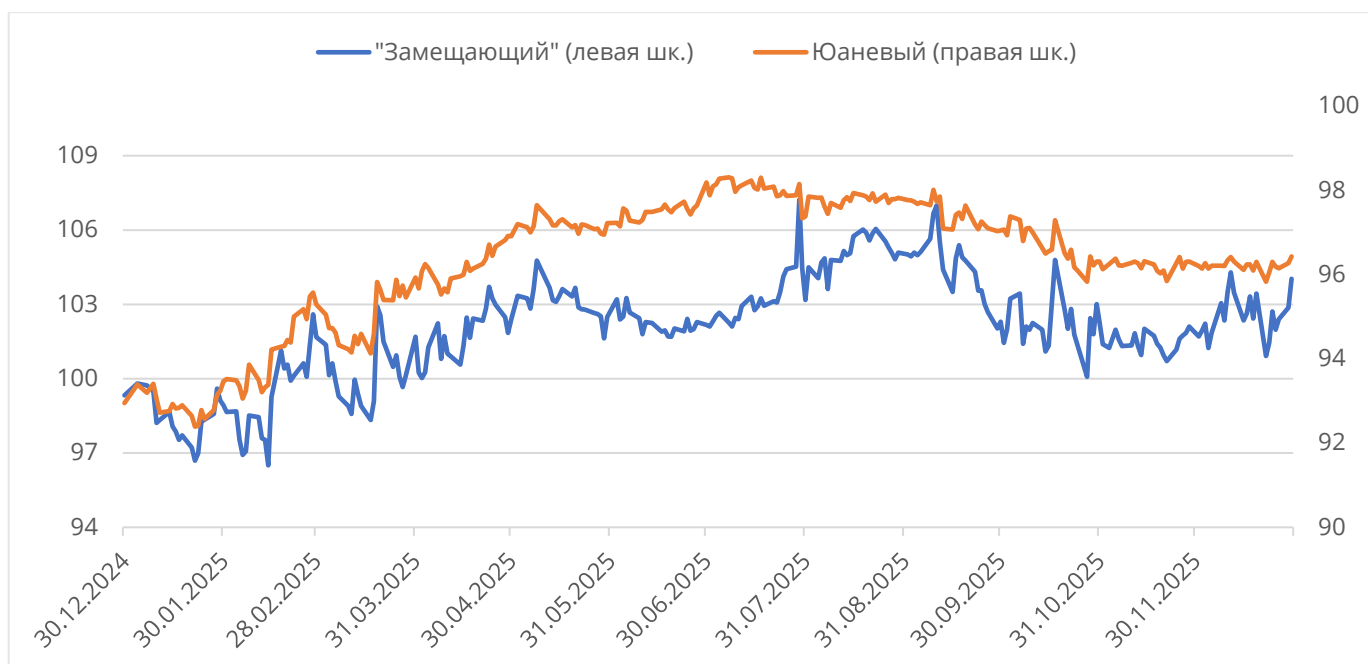
Активное развитие сектора во многом обусловлено его квазивалютностью. Дело в том, что практически все размещаемые бумаги обслуживаются в рублях по курсу ЦБ РФ. Отсутствие необходимости аккумуляции «чистой» валюты (например, долларов США) для выплат купонов и погашений существенно облегчает жизнь эмитентам облигаций и привлекает на рынок новых заемщиков. Что касается инвесторов, то, хотя получение непосредственной иностранной валюты может показаться более привлекательной опцией, бивалютность выпуска (выплаты в рублях) снижает риск отсутствия инвалютной ликвидности у эмитента, так как для обслуживания бумаги ему достаточно располагать денежными средствами в рублях.

Одним из событий года стал выход на первичный рынок Минфина РФ, который в декабре разместил два выпуска в китайских юанях. Событие было долгожданным — Минфин не выходил на инвалютный рынок с начала 2021 года и, по-видимому, является первой ласточкой, учитывая значительный потенциал для наращивания. Следующее погашение суверенной бумаги (объемом \$3 млрд) ожидается в мае 2026 года, и Минфин вполне может приурочить к этой дате размещение новых юаневых облигаций. Размещение сильно удлинило срочность юаневого сегмента: выпуски с погашениями в 2029 и 2033 гг. стали самыми

долгосрочными и позволили инвесторам зафиксировать юаневые доходности с кредитным риском РФ на несколько лет вперед. Для сегмента появление суверенной кривой позитивно и потому, что инвесторы получили возможность проводить оценку корпоративных бумаг на основе кредитных спредов к гособлигациям.

Если говорить об итогах года с точки зрения дохода, то здесь все не так однозначно. Хотя характер ценовой конъюнктуры в российском инвалютном сегменте оставался довольно волатильным (см. график ниже), по итогам 2025 года ценовые индексы смогли оказаться в плюсе. Вкупе с купонами это обеспечило неплохой прирост индексов совокупного дохода, что позволило сегменту подтвердить свое реноме доходной экспозиции на инвалюты во внутрироссийском контуре. Впрочем, картина с точки зрения рублевого дохода оказалась далекой от позитивной. Характер конъюнктуры на валютном рынке (напомним, что на конец 2024 года курс американской валюты достигал 101,7 рублей за доллар) позволил инвесторам по итогам 2025 года получить положительную доходность лишь в валютном, но не в рублевом выражении. Так, Индекс МосБиржи полной доходности российских облигаций, номинированных в иностранной валюте, в инвалютном выражении показал прирост на 11,1%, тогда как в рублевом — падение на 14,5%. Таким образом, доход по облигациям (купоны + рост цены) позволил хотя бы частично сгладить негативный эффект от валютной переоценки.

### Биржевые индексы чистых цен российских облигаций, номинированных в инвалютах

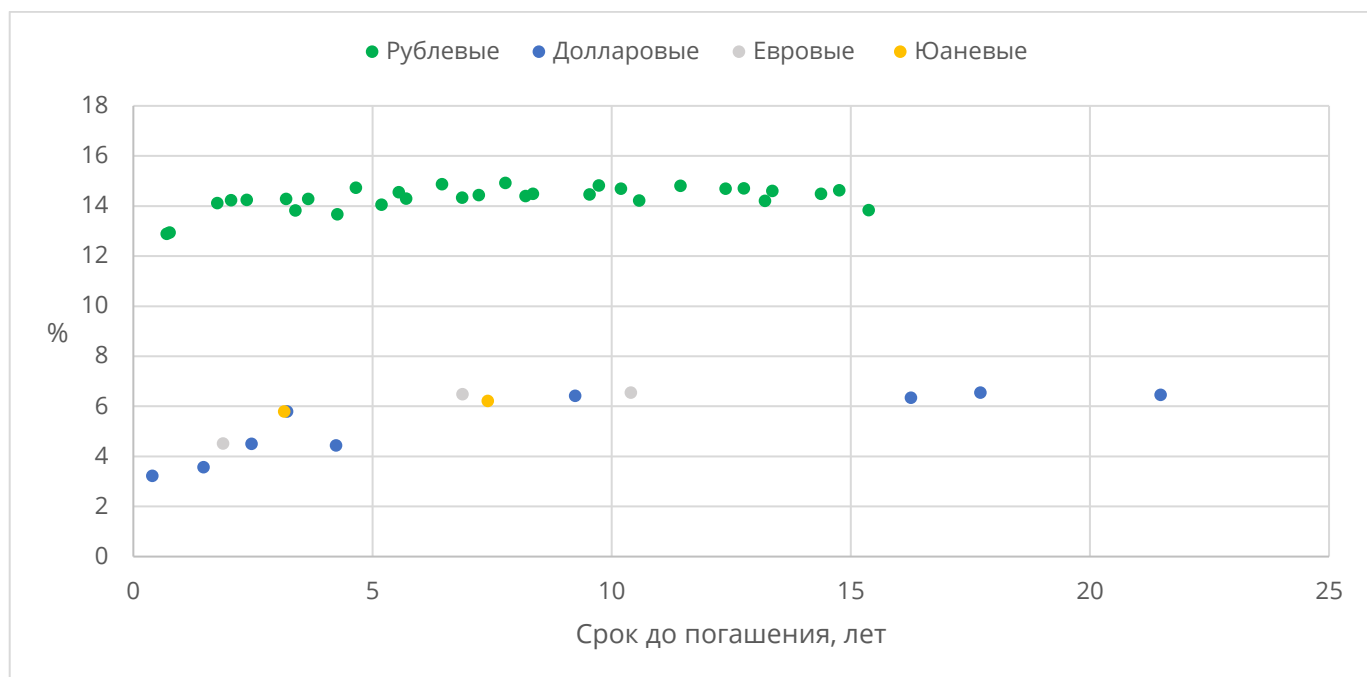


Из-за крепкого рубля текущий момент видится благоприятным для открытия позиции в инвалютных инструментах: наряду с хеджированием валютного риска, инвесторы могут потенциально рассчитывать и на интересную рублевую доходность.

Поскольку имеются рублевые ОФЗ, есть возможность рассчитать, какой валютный курс закладывается долговым рынком в котировки суверенных бумаг. Если исходить из паритета доходностей, то в рынок заложено ежегодное ослабление рубля на уровне 8-9% в среднесрочной перспективе. Если же девальвация российской валюты по факту окажется сильнее, то покупка инвалютных бумаг (юаневых, долларовых или евровых) будет выгоднее — принесет большую рублевую доходность, чем инвестирование в ОФЗ.

Нам представляется, что такой темп обесценения рубля в целом не выглядит каким-то запредельным уровнем. Если придерживаться этой предпосылки, то более прибыльным хеджем от ослабления рубля видятся именно инвалютные облигации.

## Карта рынка российских гособлигаций



Источник: Московская биржа

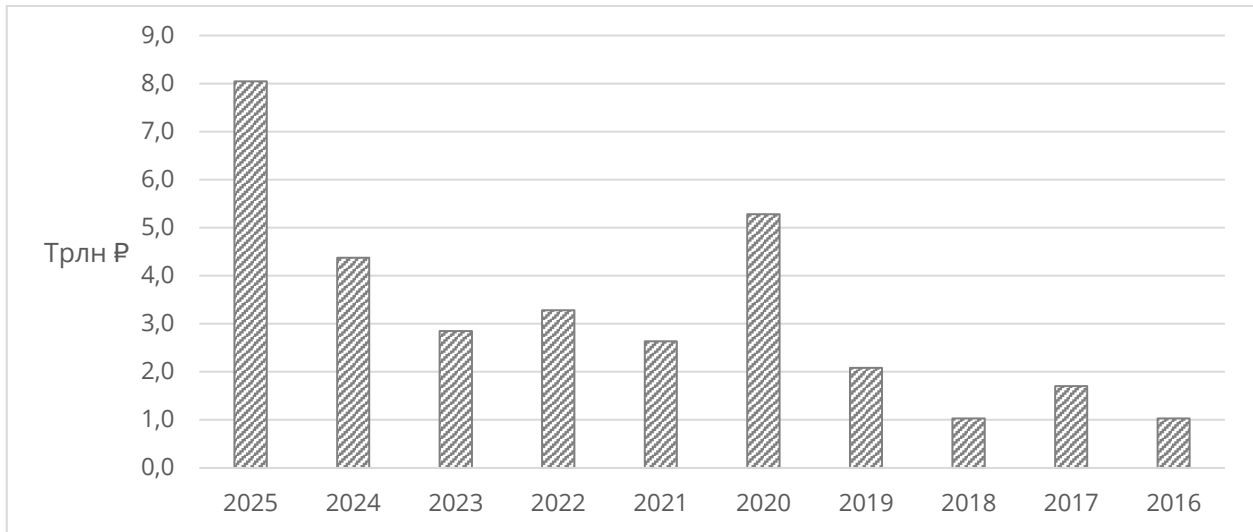
Текущий момент видится подходящим для открытия позиции не только по причине крепкого рубля. Как видно на графике выше, доходности российских квазивалютных облигаций находятся на довольно привлекательных уровнях. Например, по однолетним качественным корпоративным бумагам в долларах и юанях можно зафиксировать доходность до 6%. Именно краткосрочные облигации мы рекомендуем использовать в качестве хеджирующих инструментов по валюте.

Что касается идеи фиксации инвалютной ставки на продолжительную перспективу, то надо понимать, что такая инвестиция связана со значительным процентным риском. Рост ставок может привести к заметной понижательной переоценке долгосрочной бумаги, от которой в моменте не защитит даже ее сравнительно высокий купон. Поэтому мы рекомендуем рассматривать длинные облигации прежде всего в рамках стратегии Buy and Hold. В целом при покупке «долгосрока» мы советуем держать фокус на заемщиках, в кредитном качестве которых не приходится сомневаться. Этой цели, в первую очередь, удовлетворяют суверенные бумаги, тем более что Минфин РФ, как ожидается, продолжит в 2026 году размещение юаневых выпусков.

### Рублевые облигации

В 2025 году рынок активно рос в объеме и цене, подтвердив тезис о том, что для облигаций нет более благоприятного периода, чем когда происходит снижение ставки. Минфин РФ разместил ОФЗ на 8,05 трлн руб. по номиналу, что стало крупнейшим результатом за последние 10 лет. В целом, разворот цикла процентной политики привел к увеличению рынка ОФЗ в 2025 году на солидные 29,1%.

## Объем размещения ОФЗ по номиналу

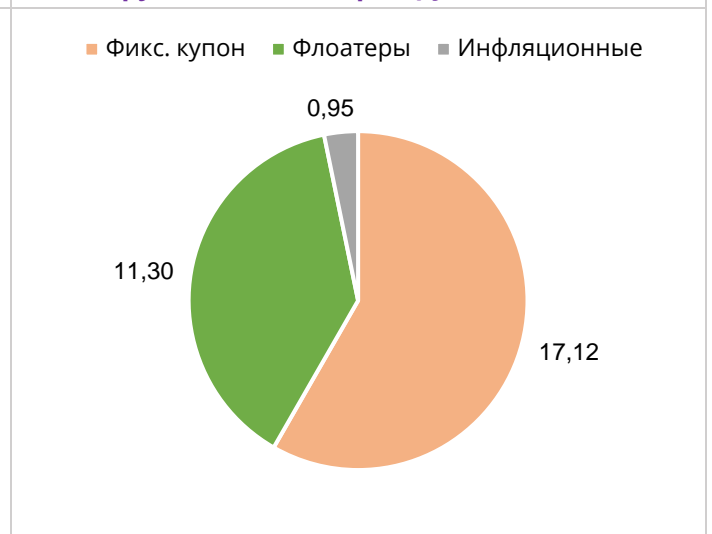


При этом облигаций с фиксированным купоном (основных бенефициаров смягчения ДКП) в 2025 году было размещено на 6,4 трлн руб. против 1,8 трлн руб. годом ранее. А вот объем размещения флоатеров, напротив, в 2025 году упал на 34% до 1,7 трлн руб.

### Размещение ОФЗ



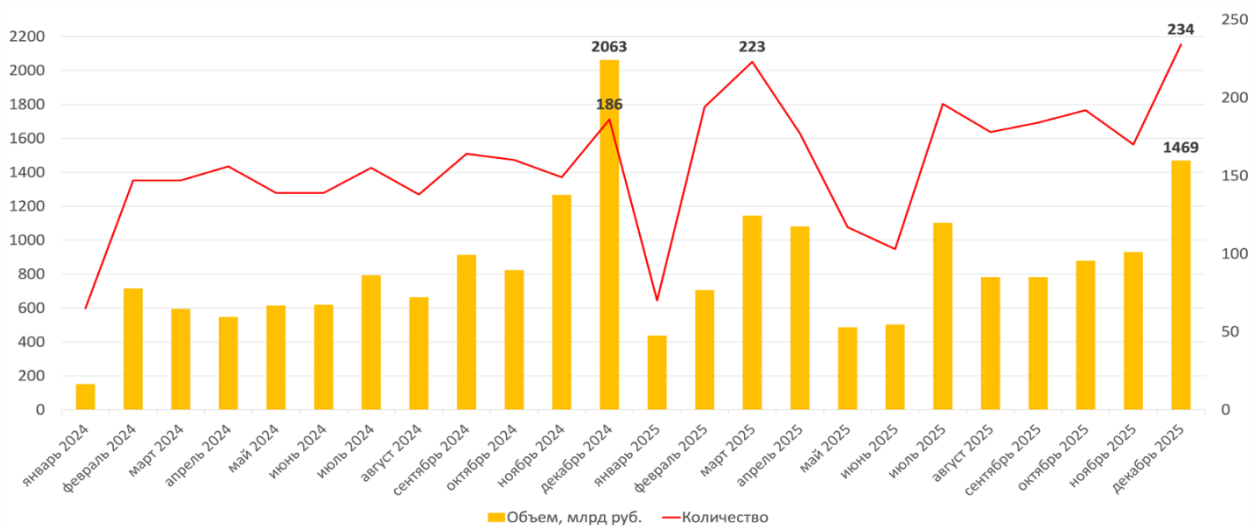
### Рынок рублевых ОФЗ, трлн руб. (01.01.2026)



Не отставал и корпоративный первичный рынок, который в 2025 году установил новый рекорд по объему размещений: было привлечено чуть более 10,1 трлн руб. против 9,7 трлн руб. годом ранее. Тем не менее динамика внутри года была неравномерной. На фоне сохраняющейся высокой ставки и увеличения долговой нагрузки у эмитентов IV квартал выдался слабее ожиданий, а новые размещения составили около 3,3 трлн руб. против 4 трлн руб. в тот же период 2024 года.

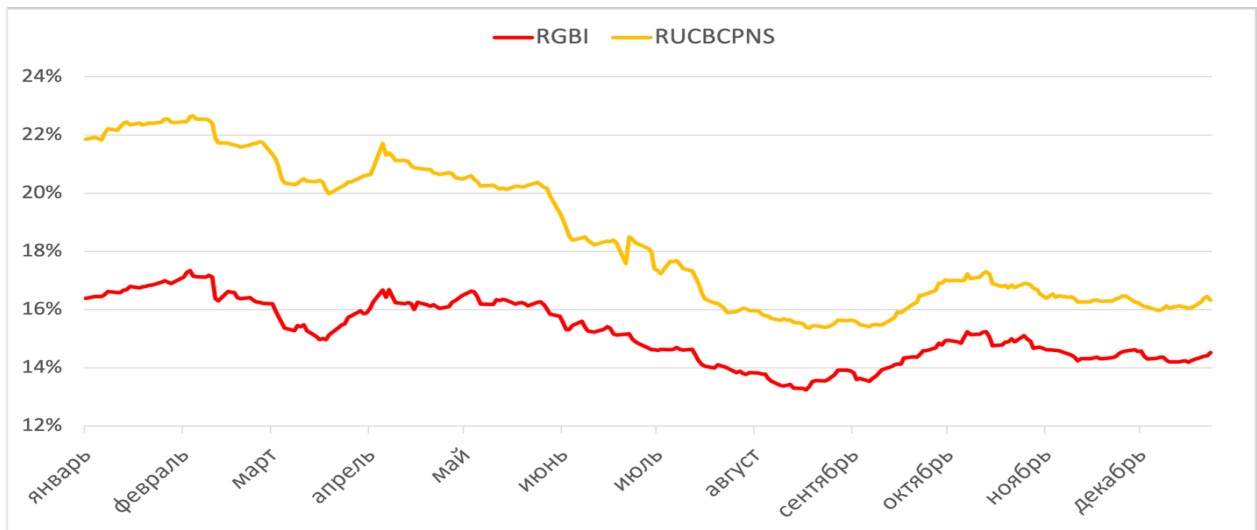
Интересным моментом стало то, что в структуре новых корпоративных выпусков важную роль вновь заняли флоатеры. Во II полугодии и особенно осенью 2025 года их доля выросла, что отражает осторожный подход инвесторов из-за ужесточенной риторики ЦБ. За IV квартал было размещено 72 выпусков с плавающей ставкой на сумму 1,21 трлн руб.

## Первичный рублевый корпоративный рынок



Анализируя ценовую динамику рынка в 2025 году, отметим, что первое полугодие сопровождалось устойчивым снижением ставок на ожиданиях дальнейшего смягчения ДКП, но уже осенью настрой изменился. После неожиданно консервативного решения Банка России по ключевой ставке в сентябре и менее мягких сигналов от регулятора доходности развернулись вверх. Впрочем, к концу года кривые доходностей ОФЗ и корпоративных индексов стабилизировались. По государственным бумагам доходности находятся на уровне 14,5%, а по довольно качественным корпоративным выпускам — около 16,5%.

## Доходность ОФЗ (индекса RGBI) и корпоративного индекса RUCBCPNS в 2025 году



Источник: Московская биржа

Разворот по ставке значительно отразился на доходах по различным видам облигаций. Переменный купон, который царил на рынке в 2024 году, став единственным из сегментов, обогнавших официальную инфляцию (см. таблицу), потеснился в 2025 году перед классическими облигациями с фиксированной ставкой купона. Впрочем, нельзя сказать, что флоатеры стали разочарованием с точки зрения дохода: в 2025 году они успешно ретранслировали держателям по-прежнему повышенную (всю первую половину года «ключ» не опускался ниже 20%) процентную ставку в виде купонов. Например, ОФЗ-флоатеры принесли 21,5% доходности, лишь немного уступив своим классическим «собратьям» и более чем втрое обогнав инфляцию по Росстату.

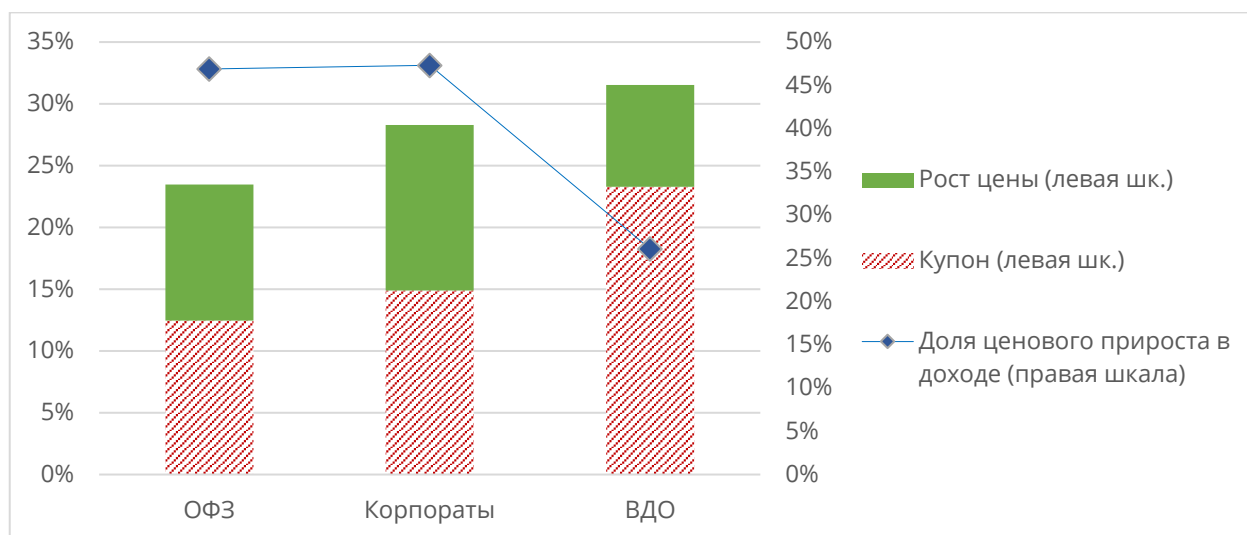
## Динамика индексов полного дохода сегментов рублевого долгового рынка

Сегмент/Показатель	2025	2024
Инфляция	5,7%	9,50%
Высокодоходные облигации (ВДО)	31,52%	0,60%
Корпораты (фиксированный купон)	28,29%	4,13%
ОФЗ (фиксированный купон)	23,47%	-2,11%
Корпораты (переменный купон)	21,68%	16,73%
ОФЗ (переменный купон)	21,46%	16,42%

Источники: Росстат, Московская биржа, ФГ «Финам»

Кроме того, при сравнении этих классов бумаг стоит учитывать, что генерируемый флоатерами доход гораздо менее волатилен, так как в отличие от «фикса» он практически на 100% обеспечивается купонными выплатами. В то время как доходные показатели облигаций с фиксированными купонами в значительной мере обусловлены изменением их стоимости. И чем длиннее бумага, тем сильнее на ее цену влияет изменение ставок. Этот фактор в 2025 году поменял свой знак: если годом ранее он генерировал убыток для инвесторов, то сейчас на развороте цикла по ставке он сработал в плюс. В результате, как видно на графике ниже, на прирост цены пришлось до половины дохода, сгенерированного бумагами с фиксированной ставкой купона в 2025 году. Это, по сути, и обеспечило их лидирующие позиции среди сегментов рублевого рынка.


### Структура дохода индексов рублевых облигаций с фиксированной ставкой купона в 2025 году



Источник: Московская биржа, ФГ «Финам»

Для того, чтобы фиксированный купон смог удержать пальму первенства по доходу в 2026 году, необходимо дальнейшее падение ставок. Основания для этого есть, поскольку ЦБ в своем базовом сценарии предполагает продолжение смягчения ДКП. Наш прогноз по ключевой ставке предполагает среднее значение «ключа» в 2026 году на уровне 13,8% с завершением года на 12%-й отметке.

Для прогнозирования размера снижения доходностей в целом по рынку можно ориентироваться на индекс RUABI, отслеживающий наиболее ликвидные российские облигации (ОФЗ, субфедеральные и



корпоративные), допущенные к торгам на Московской бирже. Точнее не на сам индекс, а на его соотношение с ключевой ставкой ЦБ РФ. В среднем за 12 лет наблюдений в периоды снижения ставки (а их было 4, последний из которых продолжается и поныне) спред между «ключом» и доходностью индекса RUAB1 составляет 1,26 п.п. Это примерно соответствует текущему значению (1,31 п.п.).

Если предположить снижение «ключа» с 16,0% до 12,0% в конце 2026 года, то при сохранении среднеисторического уровня спреда доходность индекса RUAB1 должна упасть с текущих 14,7% до 10,7%. Отметим, что это больше снижения, произошедшего в 2025 году (ровно год назад доходность индекса RUAB1 составляла 17,7%). Таким образом, даже с учетом снижения купонной ставки по бумагам, мы полагаем, что базово по облигациям с фиксированными купонами можно в целом рассчитывать, как минимум, на повторение в 2026 году их результата по совокупному доходу.

Ну а что же фавориты инвесторов последних лет — флоатеры? Конечно, процесс смягчения процентной политики неблагоприятен для доходных перспектив этого вида бумаг, поскольку ведет к уменьшению их купонной ставки. Поэтому, скорее всего, флоатеры продолжат в 2026 году терять долю как среди новых выпусков, так и в структуре портфелей. Впрочем, снижение «ключа» транслируется в купоны этого класса облигаций с определенной задержкой, кроме того, флоатеры из-за ориентации на текущую ставку, скорее всего, сохранят в 2026 году свое преимущество над «фиксом» в размере купона (это прежде всего касается сегмента ОФЗ, где большой пласт бумаг по-прежнему имеет однозначную ставку купона). В целом, принимая во внимание наш прогноз по ставке ЦБ РФ, по облигациям с переменной ставкой купона можно в среднем рассчитывать на получение около 15% по итогам 2026 года. Ввиду невысокого процентного риска, связанного с флатерами, они прекрасно подходят в качестве хеджа для позиции в средне- и долгосрочном «фиксе».

Возвращаясь к фиксированному купону, отдельно остановимся на перспективах корпоративных облигаций. На наш взгляд, в 2026 году они имеют все шансы сохранить свои лидирующие позиции по доходу среди сегментов рублевого рынка. Во-первых, купонная ставка по ним останется повышенной и двузначной: например, средняя ставка купона корпоративных облигаций соответствующего Индекса МосБиржи сейчас составляет 15%. Во-вторых, у инвесторов сохраняется возможность заработка на падении доходностей — как это происходило в 2025 году, когда на ценовой прирост пришлось почти половина сгенерированного этими инструментами дохода.

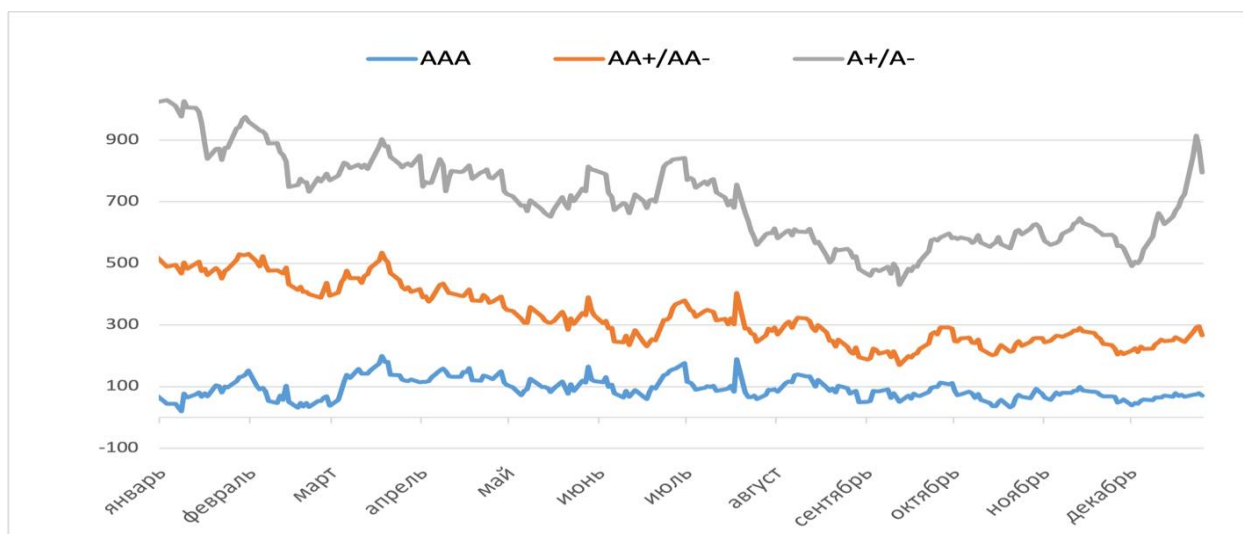
При этом снижение доходностей корпоративных облигаций возможно не только благодаря общему падению процентных ставок, но и сужению кредитных спредов (премий в доходности к ОФЗ). Особенно это касается 2-го и 3-го корпоративных эшелонов, где размер спредов остается заметно расширенным относительно своих среднеисторических уровней. Конечно, резкий рост доходностей гособлигаций в моменте отыгрывается и в корпоративном сегменте, однако в целом, как показывает практика, расширенный размер премий способен амортизировать всплески волатильности базового актива (ОФЗ) на инвестиционном горизонте.

В разрезе эшелонов спреда в 2025 году показали весьма неоднородную динамику, вызванную разными факторами. Первый эшелон с эмитентами рейтингом AAA оставался самой стабильной зоной и спреды редко превышали 100-120 б.п. (средний спред за год составил 90 б.п.). Спреды эмитентов рейтинга AA+/AA- (условный «2-й эшелон») заметно сузились с экстремальных 500 б.п. к началу года до 250-300 б.п. к декабрю 2025 года. Третий же эшелон испытал на себе реальный стресс. После периода стабилизации и даже ралли с 1000 до 500 б.п. с января по сентябрь декабрьский дефолт **«Монополии»** спровоцировал резкое расширение среднего спреда обратно к 900 базисным пунктам, что моментально повысило недоверие к менее защищенным выпускам ВДО и обозначило новую границу риска в секторе.

Мы ожидаем, что в 2026 году расширенный размер спредов между корпоративными и государственными бумагами по-прежнему сохранится и продолжит нормализоваться, однако не по всем эшелонам. Наиболее вероятно ожидать постепенного снижения спредов во втором эшелоне (AA+/AA-) и сохраняющегося напряжения в бумагах третьего. Существенного дальнейшего сжатия рыночные участники не

закладывают. Рынок требует времени, чтобы переоценить кредитные риски, особенно после декабрьских событий в секторе ВДО.

### Средний кредитный спред по эшелонам рублевого облигационного рынка



Источники: Московская биржа, ФГ «Финам»

Учитывая все еще повышенные процентные ставки в экономике, мы предлагаем обратить внимание на среднесрочный корпоративный «фикс». Такие бумаги только недавно начали довольно активно предлагаться отечественными эмитентами, что особенно примечательно с учетом очень невысокой срочности российского корпоративного облигационного сегмента (так, дюрация соответствующего индекса Мосбиржи составляет всего 2,0 года). Среднесрочные классические корпоративные бумаги позволяют инвесторам зафиксировать премии в доходности к ОФЗ на продолжительный период, они выглядят интереснее ставок по депозитам аналогичной срочности, и в целом развитие данной тенденции обещает рост привлекательности российского облигационного рынка. Основным момент при инвестировании в данные инструменты заключается в контроле кредитного качества эмитентов, учитывая продолжительный период удержания бумаг. Поэтому мы рекомендуем держать фокус на заемщиках с высокими уровнями кредитных рейтингов.

Отдельно остановимся на сегменте высокодоходных облигаций (ВДО). На наш взгляд, результаты 2025 года наглядно показали необходимость широкой диверсификации: только высокий средний купон по индексу смог компенсировать падение цен на облигации некоторых эмитентов. В результате на купонные платежи пришлось 74% дохода, сгенерированного индексом ВДО в 2025 году. После кейса «Монополии» доверие к новым или малоизвестным именам минимально, а риск резкой коррекции цен или заморозки ликвидности очень высок. Волна новых понижений рейтингов, большой объем компаний, которым предстоит рефинансировать долги, а также высокий шанс появления новых дефолтов могут определить контуры основной картины для сектора ВДО в 2026 году. Длительная высокая ставка ЦБ создает давление на маргинальные бизнес-модели и требует все более избирательного подхода к каждой новой бумаге в портфеле. Хотя уменьшить этот риск позволяет диверсификация (например, ориентация на индекс или широкую корзину бумаг), в целом мы рекомендуем минимизировать экспозицию на сегмент ВДО.

Говоря о возможностях на рублевой корпоративной «первичке» в 2026 году, мы ожидаем, что высокие ставки, крупные объемы планируемых погашений и по-прежнему жесткие условия фондирования приведут к снижению объемов новых размещений. Многие компании будут сосредоточены не на расширении долга, а на рефинансировании обязательств, а рынок станет еще более избирательным. Преимущество получают крупнейшие и наиболее надежные эмитенты, тогда как общее число выпусков и объемы постепенно сократятся.



Тактически мы рекомендуем точечное участие в новых размещениях с премией. Как и на вторичном рынке, наибольший интерес, на наш взгляд, вызывают длинные выпуски от надежных эмитентов с фиксированным купоном, так как они позволяют инвесторам зафиксировать высокие ставки на продолжительный срок, воспользоваться возможной премией ко вторичному рынку и потенциально рассчитывать на повышательную переоценку бумаг из-за продолжения нормализации ДКП.

Подводя итоги, отметим, что в целом рынок рублевых облигаций достаточно хорошо позиционирован для получения дохода в 2026 году. Если ожидания по ключевой ставке подтвердятся, то, по нашим расчетам, по облигациям с фиксированными купонами можно вполне рассчитывать на получение сходного с 2025 годом уровня дохода. Если регулятор начнет снижать ставку активнее, чем это видится сейчас, то «выстрелят» долгосрочные ОФЗ, если нет — то в портфеле оправдано присутствие облигаций с переменной ставкой купона. Эти соображения и определяют структуру портфеля на 2026 год, где, как минимум, половину должен занимать корпоративный надежный «фикс» и примерно по 25% — долгосрочные ОФЗ и флоатеры.

Впрочем, траектория снижения ключевой ставки ЦБ, по-видимому, будет плавной и довольно растянутой, а значит инвесторам не стоит рассчитывать на быстрые ралли цен. Основной доход продолжит формироваться за счет купона и грамотного подбора эмитентов. Ключевой акцент мы предлагаем сохранять на длинном фиксированном купоне от высоконадежных заемщиков с премией к ОФЗ. Второй эшелон требует широкой диверсификации и регулярной ревизии кредитных профилей, чтобы минимизировать неожиданные риски, хотя размер кредитных спредов здесь все еще интересен. Третий эшелон и особенно ВДО рискует стать, видимо, еще более спекулятивным сегментом.



## Сырьевые рынки

### Нефть

#### Общая информация по рынку нефти

В 2025 году цена на нефть марки Brent опустилась более, чем на 18,5% — это третий год снижения цены подряд. Brent вернулась к уровням 2021 года. Средняя цена на нефть сложилась на уровне \$67,7/барр.

Наиболее негативными в 2025 году получились II и IV кварталы — цена опустилась на 9,4% и 8,3%, соответственно. Самым медвежьим месяцем в году получился апрель — цена опустилась более, чем на 18%. Самый заметный рост наблюдался в июне. По итогу этого месяца рост цены составил 8%. Кратко разберем движение цены по кварталам.

**В I квартале цена на нефть марки Brent опустилась чуть более, чем на 0,9%.** Средняя цена на нефть составила \$74,5/барр. В I квартале рынок начал опасаться возможности усиления давления на иранскую и венесуэльскую нефть по причине прихода в Белый дом Дональда Трампа. Опасения были небезосновательны. Действительно, санкции против этих двух стран были усилены. Кроме этого, уходящая администрация Джо Байдена наложила дополнительные санкции на Россию, и рынок испугался, что возникнет дефицит, поэтому в январе цены росли. В дальнейшем цена развернулась на фоне решения ОПЕК+ от 3 марта о постепенном наращивании объемов добычи. По сути действия картеля стали, по нашему мнению, главной причиной негативных тенденций на рынке.

**Во II квартале цена на Brent опустилась на 9,4%.** В моменте цена протестировала отметку чуть выше \$58/барр. Средняя цена на нефть марки Brent составила \$66,04/барр. В начале квартала 8 стран ОПЕК+ объявили о корректировке плана по квотам в сторону увеличения на май.

Также в начале II квартала Дональд Трамп объявил о так называемом «Дне освобождения» — введении жестких пошлин на товары, ввозимые в США. В частности, в этом первоначальном варианте для товаров из ЕС тариф составил 20%, для Великобритании — 10%, тарифы на импорт китайских товаров составил 34%. Началась торговая война, что вызвало опасения о замедлении мировых экономик и сокращении спроса на нефть.

Ключевой новостью в последнем месяце квартала стала война на Ближнем Востоке, которая продлилась всего несколько дней — с 9 по 13 июня. В этот период Израиль объявил о начале операции против Ирана под названием «Восходящий лев». США присоединились к операции и также нанесли ряд авиаударов, после чего было объявлено о вступлении в силу режима прекращения огня. Таким образом, движение вверх в ценах на нефть, которое началось на фоне опасений о возможности перекрытия Ормузского пролива и начала полноценных боевых действий, так и не получило развития.

**В III квартале цена на нефть марки Brent опустилась еще на 1,4%.** Средняя цена составила \$67,6/барр. ОПЕК+ продолжил корректировку своего плана и скорректировал квоты участников на август и сентябрь. В фокусе рынка оказалась Россия и ситуация на Украине. В частности, Дональд Трамп начал оказывать давление на Индию с целью прекращения закупок страной российских энергоносителей. Это стало причиной опасений, что предложение на рынке со стороны России может сократиться. Однако, уже можно констатировать, что рыночные участники не поверили в перспективу снижения закупок российской нефти со стороны Индии. В противном случае мы бы увидели не снижение цены за квартал, а рост.

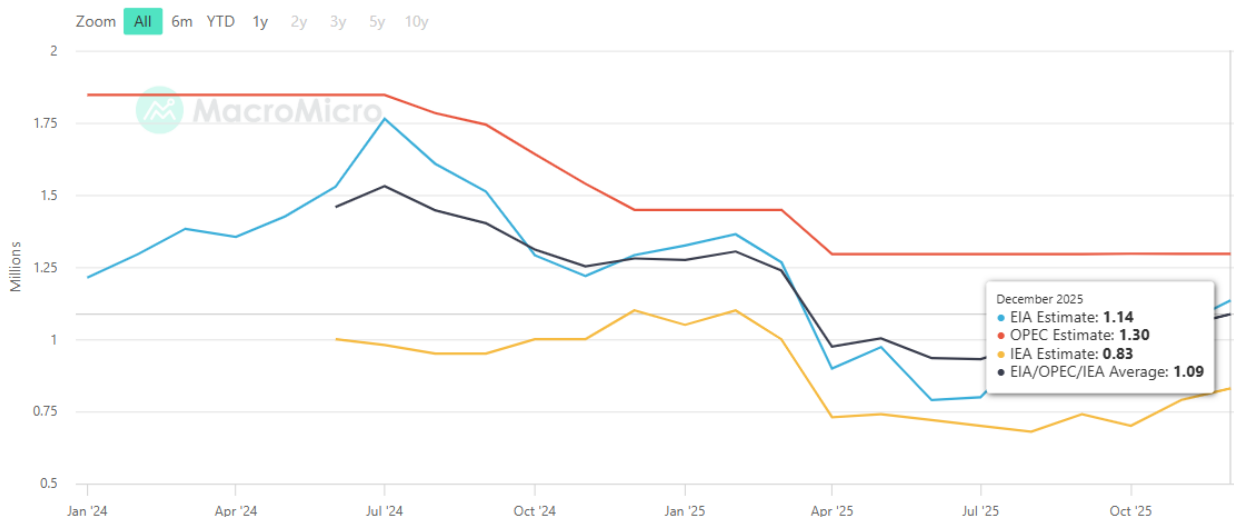
**В IV квартале цена опустилась более, чем на 8%.** В фокусе внимания рыночных участников было две темы: во-первых, это тема российско-украинских переговоров и возможности деэскалации ситуации. Действительно, несмотря на отсутствие совпадений минимальных требований сторон, рынок поверил в возможность завершения конфликта уже в 2025 году. Это надавило на цены, так как рынок опасался роста предложения со стороны России. Во-вторых, и эта причина также связана с первой, рыночные участники начали активно прогнозировать профицит как в 2025 году, так и в 2026 году. В одном из своих ежемесячных обзоров ОПЕК также подтвердил опасения, скорректировав цифры за III квартал и отметив формирование

профицита в размере 500 тыс. барр./сутки (спрос 105,5 млн барр./сутки при предложении 106 млн барр./сутки).

## Данные по спросу и предложению

Согласно последним оценкам ОПЕК+EIA+IEA, средняя оценка роста спроса на нефть в 2025 году составляет 1,09 млн барр./сутки.

Рисунок 1. Сводные данные IEA+ОПЕК+EIA по оценке роста спроса на нефть



С начала года наблюдалась достаточно высокая волатильность средней оценки. В начале года средняя оценка роста спроса составляла порядка 1,27-1,3 млн барр./сутки. Однако, к середине года средняя оценка снизилась до 930 тыс. барр./сутки. Наконец, в III-IV кварталах средняя оценка по росту спроса на нефть начала расти.

## Прогноз Международного энергетического агентства (IEA)

Последний прогноз МЭА:

- *Мировой спрос на нефть, по прогнозам, вырастет на 830 тыс. барр./сутки в 2025 году. на фоне улучшения макроэкономических и торговых перспектив. Эти более оптимистичные перспективы распространяются и на наш прогноз на 2026 год, который мы повысили на 90 тыс. барр./сутки до 860 тыс. барр./сутки в годовом исчислении.*
- *Мировые поставки нефти сократились на 610 тыс. барр./сутки в ноябре, продолжив снижение с рекордных 109 млн барр./сутки в сентябре. На долю ОПЕК+ пришлось более трех четвертей общего снижения, в первую очередь за счет России и Венесуэлы, находящихся под санкциями. Экспорт российской нефти в ноябре сократился на 420 тыс. барр./сутки, что в сочетании с более низкими ценами привело к снижению выручки до \$11 млрд, что на \$3,6 млрд меньше, чем годом ранее. Рост мирового предложения нефти был снижен на 100 тыс. барр./сутки до 3 млн барр./сутки на 2025 год и на 20 тыс. барр./сутки на 2026 год до 2,4 млн барр./сутки, 106,2 млн барр./сутки и 108,6 млн барр./сутки соответственно.*
- *Мировые запасы нефти в октябре достигли четырехлетнего максимума, составив 8030 млн баррелей. В течение первых десяти месяцев года средний прирост запасов составил 1,2 млн барр./сутки.*

Таким образом, мировой спрос в 2025 году составит, по мнению МЭА, 103,92 млн барр./сутки, а общемировое предложение 106,2 млн барр./сутки, что означает профицит примерно в 2,3 млн барр./сутки.

В то же время в 2026 году профицит, по данным МЭА, будет расти и составит уже 3,8 млн барр./сутки: при спросе 104,79 млн барр./сутки, предложение может составить 108,6 млн барр./сутки.

## Прогноз ОПЕК

Последний отчет ОПЕК:

- Прогноз роста мирового спроса на нефть на 2025 году. остается на уровне 1,3 млн барр./сутки в годовом исчислении. В странах ОЭСР прогнозируется рост спроса на нефть примерно на 0,1 млн барр./сутки в 2025 году, в то время как в странах, не входящих в ОЭСР, прогнозируется рост примерно на 1,2 млн барр./сутки. В 2026 году прогнозируется рост мирового спроса на нефть примерно на 1,4 млн барр./сутки в годовом исчислении. В странах ОЭСР прогнозируется рост примерно на 0,2 млн барр./сутки в годовом исчислении, в то время как в странах, не входящих в ОЭСР, прогнозируется рост примерно на 1,2 млн барр./сутки в годовом исчислении.
- Прогнозируется, что добыча жидких углеводородов, не входящих в DoC, вырастет примерно на 1,0 млн барр./сутки в годовом исчислении в 2025 году. Ожидается, что основными драйверами роста в 2025 году станут США, Бразилия, Канада и Аргентина. Прогноз роста добычи жидких углеводородов, не входящих в Декларацию о сотрудничестве, на 2026 год остается на уровне 0,6 млн барр./сутки в годовом исчислении, без изменений по сравнению с оценкой прошлого месяца, при этом основными драйверами роста станут Бразилия, Канада, США и Аргентина.
- Спрос на нефть стран-участниц DoC остается неизменным по сравнению с прогнозом предыдущего месяца, составлявшим 42,4 млн барр./сутки в 2025 году. Это представляет собой увеличение на 0,3 млн барр./сутки по сравнению с прогнозом на 2024 год. Спрос на нефть DoC в 2026 году также остается неизменным по сравнению с прогнозом предыдущего месяца, составлявшим 43,0 млн барр./сутки, что примерно на 0,6 млн барр./сутки выше прогноза на 2025 год.

Рисунок 2. Баланс спроса и предложения на рынке нефти. Оценка ОПЕК

Supply and demand					mb/d
2025	25/24		2026	26/25	
World demand	105.1	1.3	World demand	106.5	1.4
Non-DoC liquids production	54.1	1.0	Non-DoC liquids production	54.8	0.6
DoC NGLs	8.6	0.1	DoC NGLs	8.8	0.1
<b>Difference</b>	<b>42.4</b>	<b>0.3</b>	<b>Difference</b>	<b>43.0</b>	<b>0.6</b>

Таким образом, в случае если страны ОПЕК+ будут придерживаться планов по сокращению добычи, то профицита на рынке образоваться не должно.

## Прогноз Управления энергетической информации Минэнерго США (EIA)

Последний прогноз EIA:

- Прогнозируется, что мировое потребление жидкого топлива увеличится на 1,1 млн барр./сутки в 2025 году и на 1,2 млн барр./сутки в 2026 году. Рост мирового потребления жидкого топлива почти полностью обусловлен странами, не входящими в ОЭСР.
- Большая часть роста в странах, не входящих в ОЭСР, сосредоточена в Азии. Мы прогнозируем, что общее потребление жидкого топлива в Китае увеличится на 250 тыс. барр./сутки в 2025 году и еще на 300 тыс. барр./сутки в 2026 году. Мы повысили наш прогноз потребления нефти в Китае в 2026

году на 50 тыс. барр./сутки по сравнению с прогнозом, опубликованным в прошлом месяце, в связи с пересмотром в сторону повышения ожидаемого роста ВВП. Мы ожидаем, что Индия увеличит потребление жидкого топлива на 70 тыс. барр./сутки в этом году и на 170 тыс. барр./сутки в следующем году.

- Ближний Восток также является значительным источником роста спроса за пределами стран ОЭСР, потребление увеличилось на 170 тыс. барр./сутки в 2025 году и на 100 тыс. барр./сутки в 2026 году. Мы прогнозируем, что общее потребление жидкого топлива в Африке увеличится на 240 тыс. барр./сутки в 2025 году и на 150 тыс. барр./сутки в 2026 году, в основном за счет сильного роста в странах Африки к югу от Сахары.
- В нашем прогнозе мировое производство жидкого топлива увеличится на 3,0 млн барр./сутки в 2025 году и более чем на 1,2 млн барр./сутки в 2026 году. Наряду с ОПЕК+, рост производства в прогнозе обеспечивают США, Бразилия, Гайана и Канада. Вместе эти четыре страны обеспечивают более 50% (1,5 млн барр./сутки) общего мирового роста в этом году и около 60% (0,8 млн барр./сутки) в 2026 году. Добыча в Южной Америке стала ведущим источником роста в 2025 году, поскольку новые шельфовые суда были введены в эксплуатацию раньше запланированного срока в Бразилии и Гайане, а дополнительные проекты все еще находятся в стадии разработки.

По мнению Минэнерго в 2025 году мировой спрос на нефть должен составить 103,95 млн барр./сутки, а мировое предложение нефти 106,18 млн барр./сутки — профицит составляет 2,24 млн барр./сутки. В 2026 году предложение нефти может составить 107,43 млн барр./сутки, а спрос — 105,17 млн барр./сутки. Рынок будет находиться в профиците на 2,26 млн барр./сутки.

Рисунок 3. Мировой спрос и предложение. Оценка EIA

	2024				2025				2026				Year		
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	2024	2025	2026
<b>Production (million barrels per day) (a)</b>															
World total	102.59	103.21	103.07	103.81	103.62	105.17	107.85	108.00	106.50	107.25	107.87	108.06	103.17	106.18	107.43
Crude oil	76.97	76.48	76.14	76.71	77.21	77.97	79.93	80.43	79.37	79.34	79.62	79.85	76.57	78.90	79.55
Other liquids	25.62	26.73	26.93	27.11	26.41	27.19	27.92	27.57	27.13	27.90	28.26	28.22	26.60	27.28	27.88
World total	102.59	103.21	103.07	103.81	103.62	105.17	107.85	108.00	106.50	107.25	107.87	108.06	103.17	106.18	107.43
OPEC total (b)	32.72	32.77	32.65	32.77	32.91	33.41	34.00	34.21	33.40	33.77	34.01	33.84	32.73	33.64	33.76
Crude oil	27.10	27.13	27.00	27.12	27.21	27.71	28.30	28.47	27.60	27.93	28.14	27.93	27.09	27.92	27.90
Other liquids	5.62	5.63	5.64	5.65	5.71	5.70	5.71	5.74	5.80	5.83	5.88	5.91	5.64	5.72	5.86
Non-OPEC total	69.87	70.44	70.43	71.04	70.71	71.75	73.85	73.79	73.10	73.48	73.86	74.22	70.45	72.54	73.67
Crude oil	49.87	49.35	49.14	49.59	50.01	50.26	51.64	51.96	51.77	51.41	51.48	51.91	49.48	50.97	51.64
Other liquids	20.00	21.10	21.29	21.45	20.70	21.49	22.21	21.83	21.33	22.07	22.38	22.30	20.96	21.56	22.02
<b>Consumption (million barrels per day) (c)</b>															
World total	101.29	103.12	103.48	103.29	102.30	103.96	104.78	104.66	103.71	105.20	106.03	105.70	102.80	103.94	105.17
OECD total (d)	44.94	45.79	46.41	46.28	45.19	45.68	46.38	46.04	45.53	45.78	46.49	46.17	45.86	45.83	46.00
Canada	2.36	2.30	2.44	2.37	2.39	2.37	2.45	2.40	2.38	2.35	2.46	2.40	2.37	2.40	2.40
Europe	12.81	13.60	14.01	13.47	12.92	13.66	13.73	13.53	13.17	13.59	14.00	13.55	13.47	13.46	13.58
Japan	3.43	2.95	2.91	3.27	3.35	2.87	2.85	3.18	3.37	2.77	2.82	3.12	3.14	3.06	3.02
United States	19.92	20.53	20.65	20.75	20.31	20.51	21.02	20.52	20.16	20.68	20.81	20.65	20.46	20.59	20.58
U.S. Territories	0.12	0.13	0.14	0.14	0.12	0.12	0.13	0.13	0.12	0.12	0.13	0.13	0.13	0.13	0.12
Other OECD	6.28	6.29	6.26	6.28	6.11	6.14	6.18	6.28	6.33	6.26	6.27	6.32	6.28	6.18	6.30
Non-OECD total	56.36	57.33	57.07	57.01	57.10	58.29	58.41	58.62	58.18	59.42	59.54	59.52	56.94	58.11	59.17
China	16.27	16.47	16.14	16.36	16.39	16.65	16.41	16.77	16.78	16.94	16.69	17.00	16.31	16.56	16.85
Eurasia	4.87	4.97	5.27	5.13	4.85	5.00	5.32	5.21	4.87	5.03	5.35	5.24	5.06	5.10	5.12
Europe	0.76	0.80	0.82	0.82	0.77	0.80	0.82	0.82	0.77	0.80	0.82	0.82	0.80	0.80	0.80
Other Asia	15.10	14.95	14.27	14.71	15.17	15.17	14.71	15.32	15.49	15.62	15.17	15.61	14.76	15.09	15.47
Other non-OECD	19.35	20.14	20.58	20.01	19.92	20.66	21.15	20.50	20.27	21.02	21.51	20.85	20.02	20.56	20.91
<b>Total crude oil and other liquids inventory net withdrawals (million barrels per day)</b>															
World total	-1.29	-0.09	0.41	-0.52	-1.33	-1.20	-3.07	-3.34	-2.78	-2.05	-1.85	-2.36	-0.37	-2.24	-2.26
United States	0.12	-0.63	0.02	0.22	0.31	-0.51	-0.54	0.20	-0.33	-0.49	-0.16	0.26	-0.06	-0.13	-0.18
Other OECD	-0.15	-0.29	0.30	0.22	-0.33	0.02	-0.54	-0.75	-0.41	-0.14	-0.18	-0.46	0.02	-0.40	-0.30
Other inventory draws and balance	-1.26	0.82	0.09	-0.96	-1.31	-0.71	-1.99	-2.79	-2.04	-1.43	-1.51	-2.16	-0.33	-1.71	-1.79
<b>End-of-period commercial crude oil and other liquids inventories (million barrels)</b>															
OECD total	2,760	2,834	2,795	2,743	2,741	2,780	2,875	2,919	2,979	3,030	3,056	3,075	2,743	2,919	3,075
United States	1,232	1,279	1,267	1,236	1,205	1,245	1,290	1,265	1,288	1,327	1,336	1,312	1,236	1,265	1,312
Other OECD	1,529	1,555	1,527	1,507	1,537	1,535	1,585	1,654	1,691	1,703	1,720	1,763	1,507	1,654	1,763

EIA считает, что цены на нефть продолжают падать, поскольку рост добычи нефти перевешивает эффект от участвовавших атак беспилотников на нефтяную инфраструктуру России и последних санкций в отношении российского нефтяного сектора. EIA пишет следующее: мы прогнозируем, что рост мировой добычи нефти и снижение спроса зимой ускорят накопление запасов нефти, что приведет к дальнейшему снижению цен на нефть в ближайшие месяцы. **Мы прогнозируем, что цена на нефть марки Brent упадет в среднем до \$55/барр. в I квартале 2026 года и останется около этой цены до конца года.**

Рисунок 4. Прогноз по добыче нефти в США и по цене на нефть марки Brent. Оценка EIA

U.S. energy market indicators	2024	2025	2026
Brent crude oil spot price (dollars per barrel)	\$81	\$69	\$55
Retail gasoline price (dollars per gallon)	\$3.31	\$3.11	\$3.00
U.S. crude oil production (million barrels per day)	13.2	13.6	13.5
Natural gas price at Henry Hub (dollars per million British thermal units)	\$2.19	\$3.56	\$4.01
U.S. liquefied natural gas gross exports (billion cubic feet per day)	12	15	16
<b>Shares of U.S. electricity generation</b>			
Natural gas	42%	40%	40%
Coal	16%	17%	16%
Nuclear	19%	18%	18%
Conventional hydropower	6%	6%	6%
Wind	11%	11%	11%
Solar	5%	7%	8%
Other energy sources	1%	1%	1%
U.S. GDP (percentage change)	2.8%	2.0%	2.2%
U.S. CO <sub>2</sub> emissions (billion metric tons)	4.8	4.9	4.8

#### Данные по запасам нефти

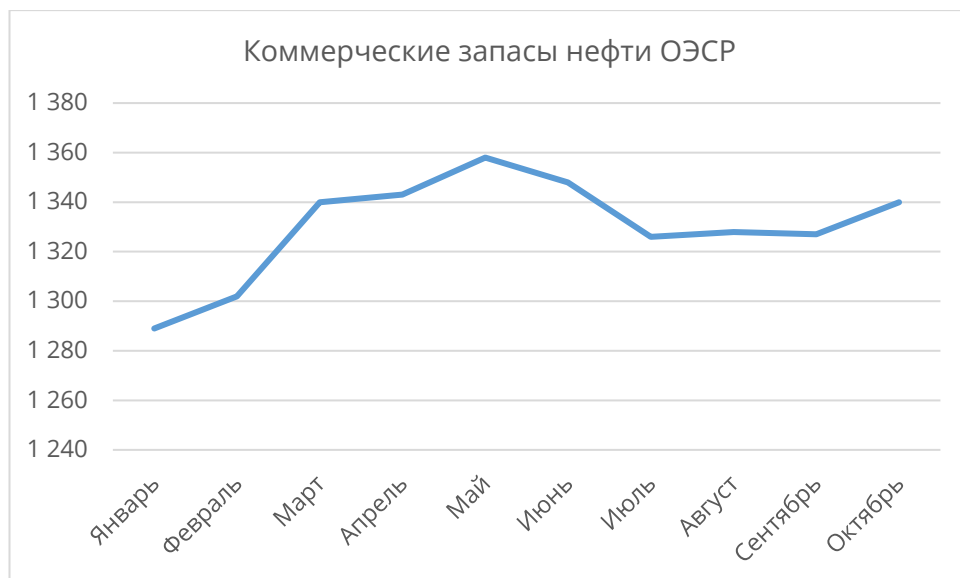
По последним данным ОПЕК, общие коммерческие запасы ОЭСР (нефть + продукты переработки) составили 2833 млн барр. Коммерческие запасы сырой нефти ОЭСР составили 1340 млн барр.

Рисунок 5. Запасы нефти и нефтепродуктов. Оценка ОПЕК.

OECD commercial stocks <span style="float: right;">mb</span>				
	Aug 25	Sep 25	Oct 25	Oct 25/Sep 25
Crude oil	1,328	1,327	1,340	12.9
Products	1,532	1,537	1,492	-44.9
<b>Total</b>	<b>2,860</b>	<b>2,865</b>	<b>2,833</b>	<b>-32.0</b>
Days of forward cover	61.5	61.7	61.8	0.1

Итого, с января по октябрь 2025 года (последние доступные цифры) запасы сырой нефти выросли.

Рисунок 6. Изменение коммерческих запасов нефти. Оценка ОПЕК



### Прогноз цены на нефть марки Brent

Факторы, которые действовали на цену нефти в 2025 году во многом также будут релевантными и в 2026 году.

### Реакция на Ближневосточный конфликт, конфликт США — Венесуэла

2026 год, с точки зрения геополитики, начался достаточно активно. В конце 2025 года в Иране вспыхнули протесты и продолжились уже в начале 2026 года. Официальным поводом послужили экономические причины — растущая инфляция и девальвация национальной валюты. Уже 6 января оппозиционная организация Ирана заявила, что взяла под контроль города Абданан и Малекшахи. Протесты приобретают все более политический окрас, учитывая последние заявления Дональда Трампа о возможности нанесения новых ударов по территории республики в том случае, если против протестующих будет применена сила. Градус напряженности ситуации на Ближнем Востоке вновь начал усиливаться. В случае, если все же против Ирана в очередной раз будет применена сила, полагаем, что это будет фактором, поддерживающим цены на нефть.

Ключевыми с начала 2026 года стали события вокруг Венесуэлы. Напомним, что в 2025 году у берегов страны Штатами сформировали группировку. В IV квартале США начали вести так называемые «танкерные войны», производя захваты санкционных танкеров. 3 января США провели масштабную операцию «Абсолютная решимость», в ходе которой захватили президента Венесуэлы Николаса Мадуро вместе с женой.

После операции Дональд Трамп сделал ряд важных заявлений, в том числе о том, что Венесуэла де-факто будет находиться под контролем США. Одним из требований Белого дома является отказ от продажи Венесуэлой нефти противникам Штатов. Напомним, что согласно данным на 2025 год, средний экспорт страны составлял 800 тыс. барр./сутки. 20% экспорта из Венесуэлы отправлялось в Китай. Еще порядка 10% от общего экспорта страны приходилось на Индию. Наконец, более четверти экспорта приходилось на такие страны, как Малайзия, Сингапур и другие. Фактически, это отгрузка путем обезличивания происхождения. Учитывая объемы экспорта, это не очень существенные потери для ключевых покупателей венесуэльской нефти. Кроме этого, не вполне понятно, какой объем нефти будет продолжать направляться в обход установленным США ограничениям. Вместе с тем, краткосрочно, полагаем, что новость о захвате Николаса Мадуро скорее может поддержать рынок.

С другой стороны, эксперты заявляют о возможности наращивания Венесуэлой добычи нефти. Rystad Energy оценило возможности доведения до добычи страны до 3 млн барр./сутки. Однако, это может произойти, по мнению Rystad, не ранее 2040 года и потребует инвестиций в размере более \$180 млрд.

Вместе с тем, в долгосрочной перспективе новость о возможности контроля над венесуэльской нефтью является скорее отрицательной для рынка. Напомним, однако, что США сами не должны быть заинтересованы в слишком сильном увеличении производства, так как американские компании являются крупнейшими нефтедобытчиками, и снижение мировых цен на нефть может отрицательно сказаться на их доходах.

**Выводы:** геополитические риски продолжают оставаться в фокусе внимания. Вместе с тем, наши ожидания относительно роста геополитической премии в IV квартале 2025 года не оправдались по причине того, что США так и не начали полномасштабную операцию против Венесуэлы, дальнейшие действия Дональда Трампа также не привели к ощутимому росту цен. Полагаем, что краткосрочно ситуация все же является фактором роста для цен на нефть. Способствовать росту цены может и дестабилизация ситуации на Ближнем Востоке.

### Наращивание объемов добычи нефти со стороны США

За 2025 год добыча в США выросла с 13,6 млн барр./сутки до 13,9 млн барр./сутки. По оценке Управления энергетической информации Минэнерго США, в 2026 году добыча нефти может сократиться. В дополнительном пояснении от EIA сообщается, что в 2026 году умеренный рост добычи ожидается на Аляске, в Федеральном заливе Америки и Пермском бассейне и будет компенсирован снижением добычи в других регионах Соединенных Штатов. ОПЕК также ожидает незначительного сокращения добычи в США в 2026 году.

Рисунок 7. Прогноз по добыче нефти в США в 2025-2026 гг.

US liquids	Change		Change		Change	
	2024	2024/23	2025*	2025/24	2026*	2026/25
Tight crude	8.93	0.36	8.99	0.05	8.89	-0.10
GoM crude	1.79	-0.08	1.87	0.08	1.92	0.05
Conventional crude oil	2.52	0.00	2.56	0.04	2.50	-0.06
<b>Total crude</b>	<b>13.23</b>	<b>0.29</b>	<b>13.41</b>	<b>0.17</b>	<b>13.30</b>	<b>-0.11</b>
Unconventional NGLs	5.78	0.42	6.09	0.30	6.27	0.18
Conventional NGLs	1.15	0.01	1.15	0.00	1.13	-0.02
<b>Total NGLs</b>	<b>6.93</b>	<b>0.43</b>	<b>7.24</b>	<b>0.30</b>	<b>7.39</b>	<b>0.16</b>
Biofuels + Other liquids	1.60	0.08	1.58	-0.02	1.63	0.05
<b>US total production</b>	<b>21.76</b>	<b>0.80</b>	<b>22.22</b>	<b>0.46</b>	<b>22.32</b>	<b>0.10</b>

**Выводы:** мы продолжаем рассматривать фактор давления на цены нефти со стороны американского производства как незначительный.

### Влияние роста запасов и опасения рыночного профицита

Одной из ключевых причин снижения цен на нефть в 2025 году стали опасения перехода рынка в состояние профицита. При этом размер данного профицита оценивается по-разному. Например, МЭА прогнозирует, что профицит в следующем году достигнет уровня 3,8 млн барр./сутки; более 3 млн барр./сутки — оценивает профицит BloombergNEF; 3-4 млн барр./сутки прогнозируется компанией Trafigura. Минэнерго США оценивает профицит в 2,3 млн барр./сутки. Одной из причин профицита называется наращивание коммерческих запасов нефти.

Согласно оценкам ОПЕК, можно констатировать, что коммерческие запасы нефти растут (в начале года коммерческие запасы нефти в странах ОЭСР составляли 1289 млн барр., а к октябрю запасы выросли до 1340 млн барр.). Вместе с тем, ряд экспертов обращает внимание на то, что растут и потребности стран в нефти. Например, Citigroup считает, что покупки нефти со стороны Китая для пополнения запасов продолжатся. Energy Aspects оценивает емкость хранилищ КНР в примерно 2 млрд барр. Эти емкости будут расширяться, так как в настоящее время строятся еще несколько хранилищ. Kpler при этом считает, что текущие запасы нефти в КНР составляют чуть более 1,5 млрд барр. Продолжают наращивать запасы нефти

и сами Соединенные Штаты. Стратегические запасы нефти США в 2025 году выросли на 18 млн барр. (с 393,8 млн барр. до 411,9 млн барр.).

**Выводы:** мы полагаем, что фактор профицита в настоящее время будет выходить на первый план. Вместе с тем, считаем, что рынок недооценивает возможные действия со стороны ОПЕК+, а также не учитывает возможность сокращения добычи по причине ее нерентабельности из-за низких цен.

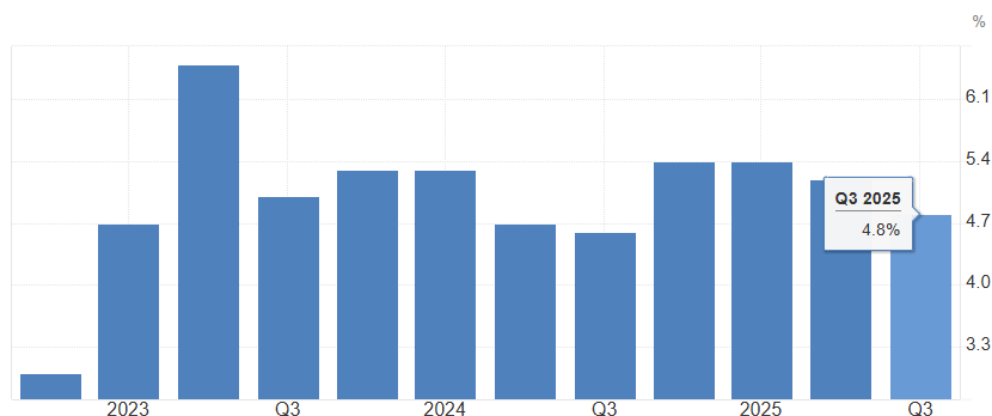
### Опасения относительно замедления мировой (китайской) экономики

В IV квартале 2025 года лидеры США и КНР встретились на саммите АТЭС. Дональд Трамп высоко оценил результаты переговоров и пообещал приехать в Пекин в 2026 году. Торговое перемирие было продлено на год. Однако вопрос окончательно не закрыт.

При этом ситуация в китайской экономике в 2025 году ухудшилась. Рост промышленного производства в конце года замедлился до 4,8% (г/г), рост потребления также начал постепенно замедляться, что видно по ситуации с розничными продажами. Вместе с тем, уровень безработицы в КНР достаточно стабилен и составляет порядка 5,1%.

В III квартале рост ВВП составил 4,8%, однако по итогам 2025 года рост ВВП может оказаться близок к своему целевому значению в 5%.

Рисунок 8. ВВП КНР за 2023-2025 гг.



**Выводы:** мы по-прежнему умеренно пессимистичны в части возможной окончательной сделки США — Китай. Вместе с тем, мы полагаем, что в 2026 году существуют достаточно неплохие шансы на заключение окончательного торгового соглашения. Замедление роста китайской экономики может сократить спрос на нефть, что окажется фактором дополнительного давления на цены.

### Влияние сокращения объемов добычи со стороны стран ОПЕК+

На встрече 2 ноября ОПЕК опубликовал следующее заявление: после декабря, в связи с сезонностью, восемь стран также решили приостановить увеличение добычи в январе, феврале и марте 2026 года. Восемь стран-участниц подтвердили, что сокращение добычи на 1,65 млн барр./сутки может быть частично или полностью осуществлено в зависимости от меняющихся рыночных условий.

Таким образом, 8 стран ОПЕК+ приостановили наращивание добычи. Также ряд стран по-прежнему обязан компенсировать перепроизводство, согласно плану, представленному в организацию.

**Выводы:** мы не станем исключать возможность продолжения ОПЕК+ политики поддержания квот на текущем уровне, учитывая сложную ценовую ситуацию. Мы полагаем, что в случае продолжения снижения цены на нефть, ОПЕК+ может воздерживаться от выхода из сделки по добровольному сокращению добычи на протяжении всего следующего года.

Мы считаем, что средняя цена на нефть марки Brent в 2026 году будет снижаться и сложится в диапазоне \$63-65/барр. Этому будут способствовать рыночные опасения относительно профицита на рынке. Поддержку цене может оказать геополитическая обстановка.

С точки зрения технического анализа цена активно пытается «зацепиться» за уровень поддержки, который находится на отметке \$58,4/барр. Если медведям удастся его пробить, то следующей целью для них может стать уровень \$50,2/барр. — это минимум цены от декабря 2018 года. Линия индекса RSI в настоящее время снижается, однако по-прежнему остается в своей рабочей зоне, не опускаясь в область перепроданности.

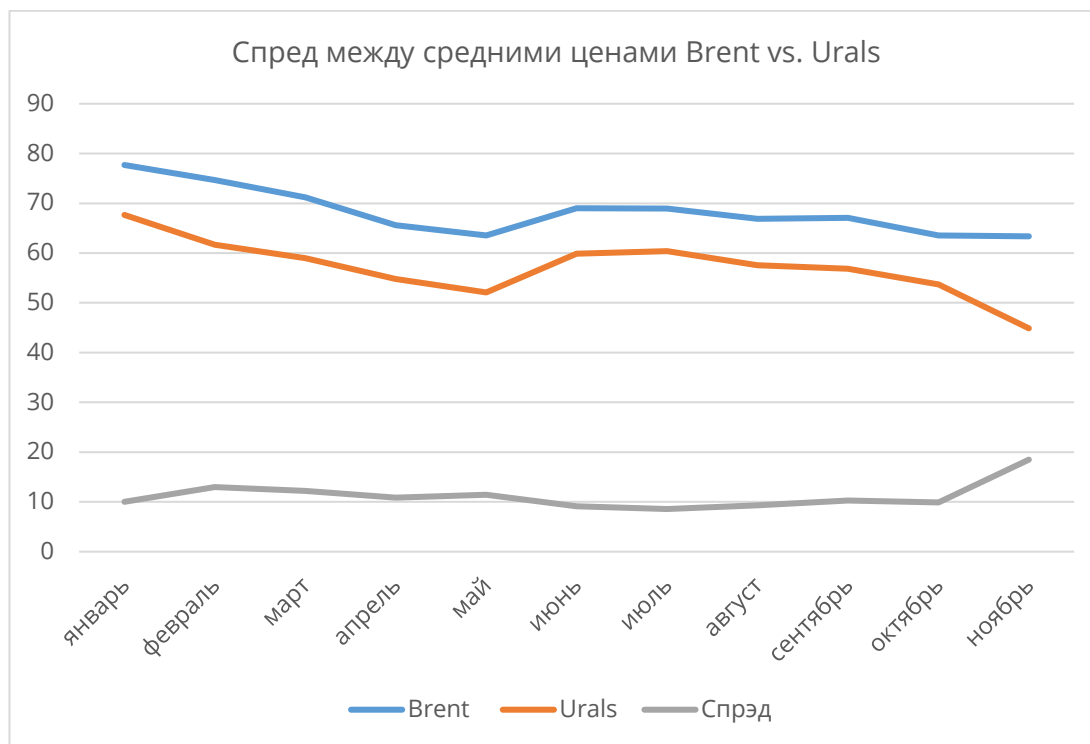
Рисунок 9. Технический анализ цены на нефть марки Brent (ТФ 1 месяц)



## Прогноз цены на нефть марки Urals

Средняя цена на нефть марки Urals, по данным Минэкономразвития, в 2025 году составила \$57,12/барр. Спред между ценой на нефть марки Brent и ценой на нефть марки Urals вырос с \$10-12/барр. в начале 2025 года до \$18-19/барр. к концу 2025 года.

Рисунок 10. Спред Brent/Urals в 2025 году



Рост спреда был обусловлен санкциями США против «Лукойла» и «Роснефти», о которых было объявлено 22 октября 2025 года (вступление в силу последовало 21 ноября 2025 года). Мы ожидаем, что спред будет постепенно сужаться по мере адаптации бизнеса к санкциям.

Подобного рода сценарий мы наблюдали уже неоднократно. Между тем, существует вероятность усиления давления на Россию со стороны США, особенно в случае, если переговоры по урегулированию ситуации на Украине так и не дадут результатов. Это может привести к повторному росту дисконтов на российские сорта нефти.

Учитывая средний спред Brent/Urals в размере \$12/барр. в 2025 году и при отсутствии расширения санкционного давления, либо других мер, направленных на максимальное давление на российский сырьевой экспорт, мы предполагаем, что средняя цена на нефть марки Urals в 2026 году сложится в диапазоне \$50-53/барр.

Приложение. Подробные разъяснения графика добычи нефти странами ОПЕК+

Напомним, что в начале 2025 года картель придерживался двух типов договоренностей. Обязательное сокращение добычи нефти предполагало, что страны, участвующие в соглашении (Declaration of Cooperation — DOC), должны добывать в 2025-2026 гг. не более 39,725 млн барр./сутки. Данное соглашение продолжает действовать и сейчас. График представлен ниже.

Рисунок 11. Обязательные квоты по сокращению добычи нефти ОПЕК+

Country	Required Production Levels for 2025 and 2026
Algeria	1,007 <sup>(2)</sup>
Congo	277
Eq. Guinea	70
Gabon	177
Iraq	4,431 <sup>(2)</sup>
Kuwait	2,676 <sup>(2)</sup>
Nigeria	1,500
Saudi Arabia	10,478 <sup>(2)</sup>
UAE	3,519 <sup>(1)(2)</sup>
Azerbaijan	551
Bahrain	196
Brunei	83
Kazakhstan	1,628 <sup>(2)</sup>
Malaysia	401
Mexico	1,753
Oman	841 <sup>(2)</sup>
Russia	9,949 <sup>(2)</sup>
Sudan	64
South Sudan	124
<b>OPEC</b>	<b>24,135</b>
<b>Non-OPEC</b>	<b>15,590</b>
<b>OPEC+</b>	<b>39,725</b>

Второй тип соглашения — добровольный. В нем принимает участие 8 стран (Алжир, Ирак, Кувейт, Саудовская Аравия, ОАЭ, Казахстан, Оман и Россия). Добровольное соглашение тоже, в свою очередь, разделяется на 2 соглашения.

- Последнее соглашение принималось в ноябре 2023 года — соглашение на сокращение на 2,2 млн барр./сутки. В начале 2025 года, в соответствии с договоренностями ОПЕК+, оно продлевалось на I квартал 2025 года, а в дальнейшем планировался равномерный выпуск объемов на рынок в течение 18 месяцев (то есть, до конца сентября 2026 года).
- Первое соглашение принималось еще в апреле 2023 года — это сокращение на 1,65 млн барр./сутки. В начале 2025 года, согласно договоренностям ОПЕК+, оно продлевалось на весь 2026 год.

Рисунок 12. Обязательные квоты и добровольные квоты

	Обязательные квоты	Добровольные квоты от апреля 2023	Второе добровольное сокращение
Алжир	1 007,00	959,00	908,00
Ирак	4 431,00	4 220,00	3 997,00
Кувейт	2 676,00	2 548,00	2 413,00
Саудовская аравия	10 478,00	9 978,00	8 978,00
ОАЭ	3 519,00	3 375,00	3 212,00
Казахстан	1 628,00	1 550,00	1 468,00
Оман	841,00	801,00	759,00
Россия	9 949,00	9 449,00	8 949,00
<b>ИТОГО</b>	<b>34 529,00</b>	<b>32 880,00</b>	<b>30 684,00</b>
<b>Разница</b>	<b>-</b>	<b>1 649,00</b>	<b>2 196,00</b>

Согласно первоначальному соглашению, 8 стран ограничили добычу цифрой 32,880 млн барр./сутки, а согласно второму соглашению, добыча должна была составлять не более 30,685 млн барр./сутки.

В 2025 году ОПЕК+ перешел к наращиванию объемов добычи, в результате чего были скорректированы графики первого и второго добровольного сокращения добычи. В I квартале 2026 года добыча 8 стран не должна превысить 33,292 млн барр./сутки.

Рисунок 13. Изменение графика сокращений добычи нефти

December 2025 until March 2026 Required Production Table

Country	Production Increments (kbd) Dec 2025	Required Production (kbd)			
		Dec 2025	Jan 2026	Feb 2026	Mar 2026
Algeria	4	971	971	971	971
Iraq	18	4,273	4,273	4,273	4,273
Kuwait	10	2,580	2,580	2,580	2,580
Saudi Arabia	41	10,103	10,103	10,103	10,103
UAE	12	3,411	3,411	3,411	3,411
Kazakhstan	7	1,569	1,569	1,569	1,569
Oman	4	811	811	811	811
Russia	41	9,574	9,574	9,574	9,574
<b>Total</b>	<b>137</b>				

Соответственно, добыча остальных стран, которые не участвуют в добровольном сокращении не должна превысить уровень 5,132 млн барр./сутки. Этот план не учитывает компенсационного плана, который был представлен в IV квартале 2025 года и скорректирован в январе 2026 года. Согласно плану компенсации, в I квартале 2026 года страны должны компенсировать порядка 1,833 млн барр./сутки.

Рисунок 14. График компенсаций добычи нефти

	Dec-25	Jan-26	Feb-26	Mar-26	Apr-26	May-26	Jun-26
<b>Iraq</b>	<b>120</b>	<b>120</b>	<b>115</b>	<b>115</b>	<b>101</b>	<b>100</b>	<b>100</b>
<b>UAE</b>	<b>10</b>	<b>10</b>	<b>20</b>	<b>20</b>	<b>54</b>	<b>54</b>	<b>55</b>
<b>Kazakhstan</b>	<b>131</b>	<b>279</b>	<b>569</b>	<b>569</b>	<b>650</b>	<b>669</b>	<b>669</b>
<b>Oman</b>	<b>6</b>	<b>6</b>	<b>4</b>	<b>6</b>	<b>5</b>	<b>8</b>	<b>5</b>
<b>Total</b>	<b>267</b>	<b>415</b>	<b>708</b>	<b>710</b>	<b>810</b>	<b>831</b>	<b>829</b>

## Золото

### Общая информация по рынку золота

В 2025 году цена на золото выросла более, чем на 64%. Это лучший результат с 1979 года. Рост цены на золото при этом наблюдается уже третий год подряд. С 2023 года по 2025 год совокупный рост цены превысил 100%. Средняя цена на золото в 2025 году составила \$3449,3 за тройскую унцию. В 2025 году все четыре квартала года цена закрывала в зеленой зоне.

**В I квартале 2025 года рост цены составил порядка 19%.** Лучшими месяцами для золота стали январь и март. В феврале рост составил порядка 2,2%. В марте геополитические и инфляционные риски увеличились. США начали операцию против йеменских хуситов. Коэффициент корреляции между ценой на золото и индексом доллара DXY составил порядка -0,84. Модель GRAM от Всемирного совета по золоту также продемонстрировала, что на цену преимущественно влияли факторы FX (курс доллара), риск и неопределенности (геополитика), а также фактор погрешности (Residual).

Рисунок 1. Ключевые факторы модели GRAM, действовавшие в I квартале

	Jan 25	Feb 25	Mar 25
--	--------	--------	--------

### Gold Drivers

+  Economic Expansion 	1.50	1.50	1.50
+  Risk & Uncertainty 	1.84	0.38	1.98
+  Opportunity Cost (FX) 	-0.12	0.74	1.34
+  Opportunity Cost (Interest Rates) 	-0.23	0.99	0.27
+  Momentum 	1.00	0.37	0.18
 Residual	2.42	-1.87	3.62

**Во II квартале 2025 года рост цены на золото составил 5,8%.** Этот квартал получился самым слабым для рынка золота в 2025 году. С мая по июль цена на золото начала консолидироваться. Таким образом, большую часть II квартала цена оставалась в боковом (нейтральном) тренде.

В начале апреля Дональд Трамп объявил о введении торговых пошлин для различных стран от 10% до 50%. 9 апреля США увеличили пошлины для Китая до 125%, Поднебесная в свою очередь ответила повышением пошлин на все американские товары до 84%. После этого Штаты подняли пошлины до 145%, а Китай — до 125%. 22 апреля цена на золото переписала свой абсолютный исторический максимум, поднявшись к отметке \$3500 за тройскую унцию. В дальнейшем было достигнуто временное соглашение между США и Китаем (торговое перемирие), что снизило неопределенность на рынке и оказало давление на цену золота, но не привело к смене бычьего тренда.

Основные геополитические события прились на конец квартала. Началась эскалация на Ближнем Востоке, которая, впрочем, не привела к началу полномасштабной войны — Израиль, Иран и США ограничились исключительно взаимными обстрелами.

Всемирный совет по золоту в своей модели GRAM также обращает внимание, что фактор рисков и неопределенности к концу квартала не оказывает на цену положительного влияния.

Рисунок 2. Ключевые факторы модели GRAM, действовавшие во II квартале

	Apr 25	May 25	Jun 25
Gold Drivers ⓘ			
+ ⓘ Economic Expansion ⓘ	1.50	1.50	1.50
+ ⓘ Risk & Uncertainty ⓘ	3.77	-1.70	-0.57
+ ⓘ Opportunity Cost (FX) ⓘ	2.62	0.73	1.05
+ ⓘ Opportunity Cost (Interest Rates) ⓘ	0.13	-0.67	0.32
+ ⓘ Momentum ⓘ	-2.09	-2.92	0.28
ⓘ Residual	-0.78	3.07	-2.15

В III квартале 2025 года цена золота на спот рынке превысила отметку \$3800 за тройскую унцию. **За квартал цена поднялась на 16,8%**. 30 июля ФРС США принял решение о сохранении ключевой ставки на уровне 4,25-4,5%, несмотря на существенное давление Дональда Трампа, однако уже 17 сентября ставка была снижена на 25 б.п. Сентябрь стал наиболее успешным месяцем в квартале — цена поднялась почти на 12%.

WGC отметил в своей модели, что наибольший вклад в рост цен на золото внесли факторы риска и неопределенности, а также фактор Momentum, который является фактором аллокации в золотые ETF, количества открытых длинных позиций на COMEX.

Рисунок 3. Ключевые факторы модели GRAM, действовавшие в III квартале

	Jul 25	Aug 25	Sep 25
Gold Drivers ⓘ			
+ ⓘ Economic Expansion ⓘ	1.50	1.50	1.50
+ ⓘ Risk & Uncertainty ⓘ	1.07	0.21	2.24
+ ⓘ Opportunity Cost (FX) ⓘ	-1.68	0.71	0.44
+ ⓘ Opportunity Cost (Interest Rates) ⓘ	-0.29	0.31	0.34
+ ⓘ Momentum ⓘ	0.50	-0.14	1.40
ⓘ Residual	-1.50	2.11	5.33

Действительно, приток средств в ETF был в III квартале достаточно значительным, составив в денежном выражении \$26 млрд.

**В IV квартале 2025 года цена на золото поднялась еще на 12%.** Ситуация на геополитическом треке выглядит неоднозначно. С одной стороны, в IV квартале начали предприниматься определенные шаги по урегулированию ситуации на Украине. На текущий момент ощутимого прогресса по данному направлению мы не наблюдаем. Напомним, что одной из причин роста спроса на золото за последние несколько лет, стал кризис доверия, в том числе связанный с активным использованием санкционного рычага, заморозкой российских активов.

С другой стороны, мы увидели все большую эскалацию ситуации вокруг Венесуэлы и возросшие риски перехода противостояния в фазу прямого вооруженного конфликта, которые, впрочем, пока не были реализованы в полной мере. Таким образом, геополитическая картина в конце 2025 года складывалась для цены на золото по большей части благоприятно. В IV квартале ФРС снизил ставку еще дважды — 29 октября и 10 декабря. Кроме этого, ФРС официально завершил QT и вновь перезапустил программу покупки UST на баланс.

### Данные по спросу и предложению на золото

World Gold Council предоставил информацию по спросу на золото в III квартале 2025 года. Показатель составил 1313,1 т. — рост в годовом выражении составил 3%.

Рисунок 4. Баланс спроса и предложения на золото в III квартале 2025 года

	Q3'24	Q4'24	Q1'25	Q2'25	Q3'25	Q/q % change	Y/y % change
<b>Supply</b>							
Mine Production	957.6	944.9	835.9	904.3	976.6	8	2
Net Producer Hedging	-6.5	-18.5	-7.1	-24.8	-8.0	-	-
Total Mine Supply	951.1	926.4	828.8	879.4	968.6	10	2
Recycled Gold	324.8	358.1	348.7	347.4	344.4	-1	6
<b>Total Supply</b>	<b>1,275.9</b>	<b>1,284.4</b>	<b>1,177.5</b>	<b>1,226.8</b>	<b>1,313.1</b>	<b>7</b>	<b>3</b>
<b>Demand</b>							
Jewellery Fabrication	546.5	524.3	424.4	355.6	419.2	18	-23
Jewellery Consumption	460.0	548.7	382.4	341.2	371.3	9	-19
Jewellery Inventory	86.6	-24.4	42.0	14.4	47.8	232	-45
Technology	82.9	82.8	80.4	78.6	81.7	4	-2
Electronics	69.1	68.8	67.0	65.8	68.5	4	-1
Other Industrial	11.6	11.9	11.3	10.8	11.1	3	-5
Dentistry	2.2	2.1	2.1	2.1	2.0	-1	-7
Investment	364.8	343.4	551.5	477.5	537.2	13	47
Total Bar and Coin	270.1	324.7	324.9	307.0	315.5	3	17
Bars	198.8	236.4	258.0	243.3	237.1	-3	19
Official Coins	31.6	52.5	44.3	38.9	31.7	-18	0
Medals Imitation Coins	39.8	35.8	22.7	24.8	46.7	89	17
ETFs and Similar Products	94.7	18.7	226.6	170.5	221.7	30	134
Central Bank and Other Institutions	199.5	365.1	241.7	172.0	219.9	28	10
<b>Gold Demand</b>	<b>1,193.8</b>	<b>1,315.6</b>	<b>1,298.0</b>	<b>1,083.8</b>	<b>1,257.9</b>	<b>16</b>	<b>5</b>
OTC and other	82.2	-31.2	-120.5	143.1	55.2	-61	-33
<b>Total Demand</b>	<b>1,275.9</b>	<b>1,284.4</b>	<b>1,177.5</b>	<b>1,226.8</b>	<b>1,313.1</b>	<b>7</b>	<b>3</b>
LBMA Gold Price (US\$/oz)	2,474.3	2,663.4	2,859.6	3,280.4	3,456.5	5	40

В квартальном выражении наиболее заметное изменение наблюдалось в ювелирном производстве (+18% (кв/кв)), инвестициях (+13% (кв/кв)) и в спросе центральных банков (+28% (кв/кв)).

В годовом выражении спрос на золото как на инвестиционный актив и спрос со стороны центральных банков увеличился. В то же время спрос со стороны ювелирной промышленности и технологического сектора, наоборот, сократился.

**Ювелирная промышленность.** Спрос на золото в III квартале составил 419,2 т. При этом потребительский спрос составил 371,3 т., что на 9% выше, чем в предыдущем квартале, но на 19% ниже прошлогоднего значений. Комментарий WGC:

- Резкий рост цен на золото, достигший рекордно высоких уровней в третьем квартале, привел к резкому падению потребления золотых ювелирных изделий в годовом исчислении.
- Мировой спрос упал до самого низкого уровня за третий квартал с момента спада, вызванного COVID-19 в 2020 году.
- Показатели спроса в стоимостном выражении, напротив, были почти повсеместно выше, поскольку потребители тратили больше на ювелирные изделия.

Рисунок 5. Спрос в III квартале 2024 года – III квартале 2025 года в ювелирной промышленности

Tonnes	Q3'24	Q3'25	Y/y % change
World total	460.0	371.3	-19 ▼
India	171.6	117.7	-31 ▼
China	102.4	83.8	-18 ▼

**Производственный сектор.** В производственном секторе в III квартале WGC отмечает следующие тенденции:

- Использование золота в технологиях снизилось на 2% в годовом исчислении до 82 т.
- Спрос на электронику, крупнейшую область спроса, остался неизменным в годовом исчислении и составил 69 т.
- Спрос на золото в других отраслях промышленности снизился на 5% в годовом исчислении до 11 т., в то время как спрос в стоматологии продолжил свое долгосрочное снижение на 7% в годовом исчислении.

Рисунок 6. Спрос в III квартале 2024 года – III квартале 2025 года в производственном секторе

Tonnes	Q3'24	Q3'25	Year-on-year % change
Technology	82.9	81.7	-2 ▼
Electronics	69.1	68.5	-1 ▼
Other industrial	11.6	11.1	-5 ▼
Dentistry	2.2	2.0	-7 ▼

**Инвестиционный спрос.** В квартальном и годовом выражении наблюдался рост. Увеличение спроса составило 13% (кв/кв) и 47% (г/г).

- Инвестиционный спрос на золото (слитки, монеты и ETF) достиг 537 т.

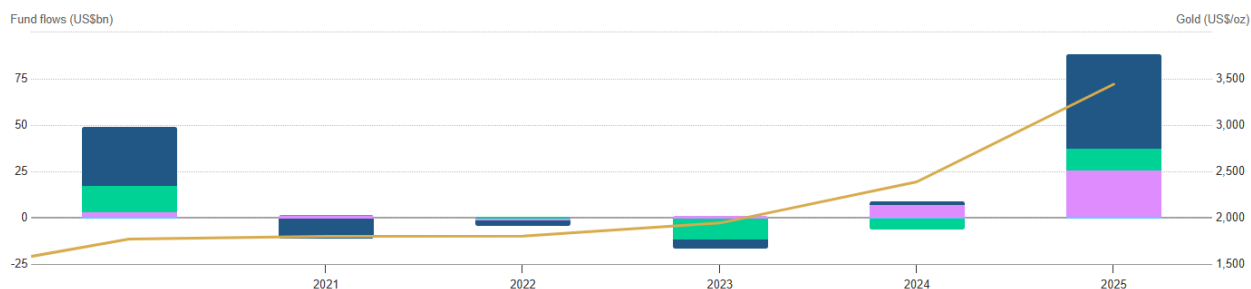
- *Потоки, вызванные страхом упустить выгоду (FOMO), усилили продолжающиеся покупки золота как актива-убежища и способствовали росту мирового спроса на слитки и монеты на 17% в годовом исчислении и на 3% в квартальном.*
- *Инвестиции в золотые ETF добавили 222 т., приблизив свои глобальные запасы к историческому максимуму 2020 года.*

Рисунок 7. Инвестиционный спрос в III квартале 2024 года – III квартале 2025 года

Tonnes	Q3'24	Q3'25	y/y % change
Investment	364.8	537.2	47 ▲
Bar and coin	270.1	315.5	17 ▲
India	76.7	91.6	20 ▲
China, P.R.: Mainland	62.1	73.7	19 ▲
Gold-backed ETFs	94.7	221.7	134 ▲

По последней оценке WGC, приток средств в ETF-фонды на золото в 2025 году составил \$88,6 млрд.

Рисунок 8. Приток в ETF-фонды в 2025 году



**Чистые покупки золота со стороны мировых центральных банков** в III квартале 2025 года составили почти 220 т. — это на 10% выше, чем за аналогичный квартал годом ранее.

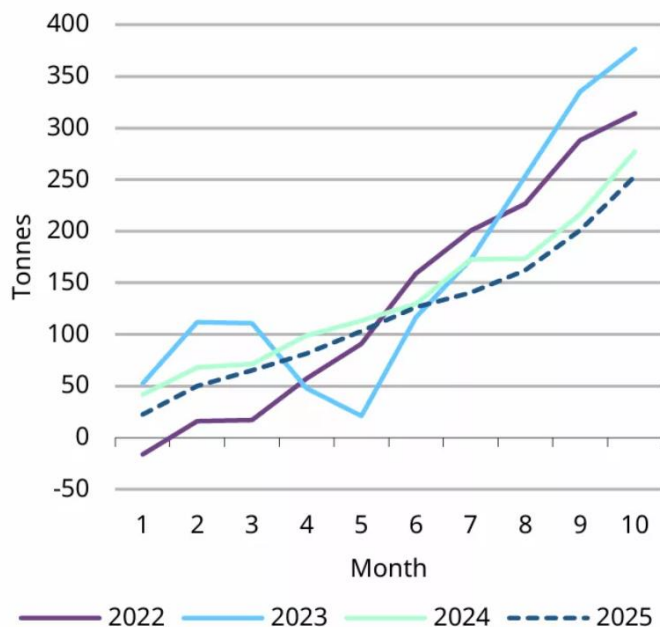
Рисунок 9. Покупки золота со стороны центральных банков

Tonnes	Q3'24	Q3'25	y/y % change
Central banks and other institutions	199.5	219.9	10 ▲

Всемирный совет по золоту комментирует ситуацию следующим образом: Центральные банки оставались надежной опорой спроса на золото в III квартале, увеличив темпы закупок после двух последовательных кварталов замедления. По оценкам, за квартал они приобрели 220 т. золота, что на 28% больше, чем во II квартале, и на 6% выше пятилетнего квартального среднего показателя. Хотя существенный рост цен на золото в 2025 году (примерно на 50% с начала года до новых рекордных максимумов), вероятно, первоначально ограничивал масштабы закупок, рост спроса в последнем квартале свидетельствует о том, что центральные банки продолжают стратегически наращивать запасы золота, несмотря на рост цен. Это подтверждает результаты нашего опроса центральных банков о золоте в 2025 году, в котором респонденты указали на твердое намерение увеличить свои золотые резервы в предстоящем году.

Согласно последнему доступному отчету WGC, центральные банки стран купили еще порядка 45 т. золота. То есть, с начала 2025 года банки купили 297 т.

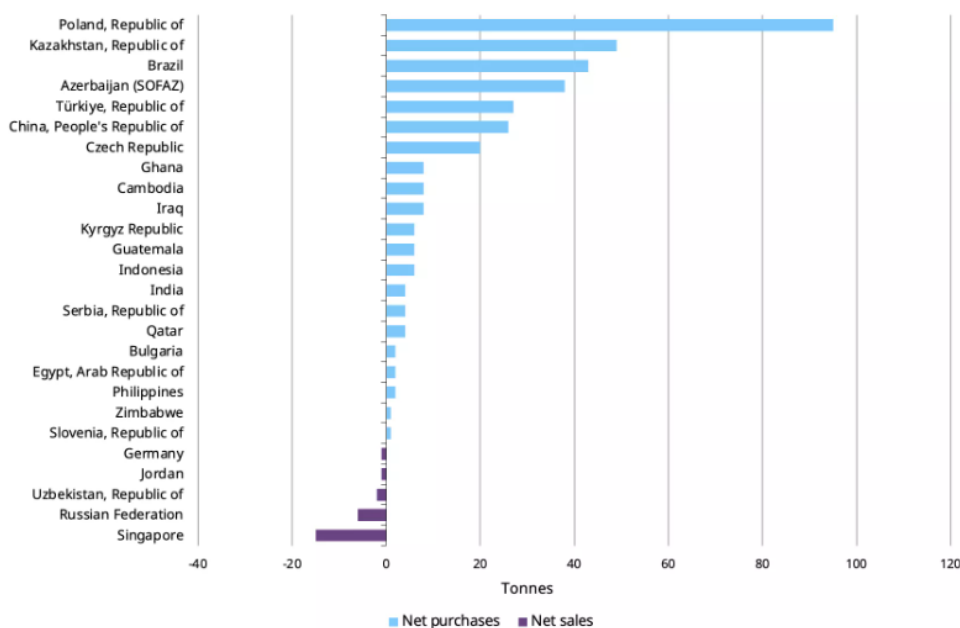
Рисунок 10. Нетто-покупки золота со стороны мировых центральных банков за 2022-2025 гг.



На первом месте продолжает оставаться Банк Польши, который осуществил чистые покупки золота с начала 2025 года в объеме 95 т.

Рисунок 11. Нетто-покупки золота центральными банками стран с начала 2025 года

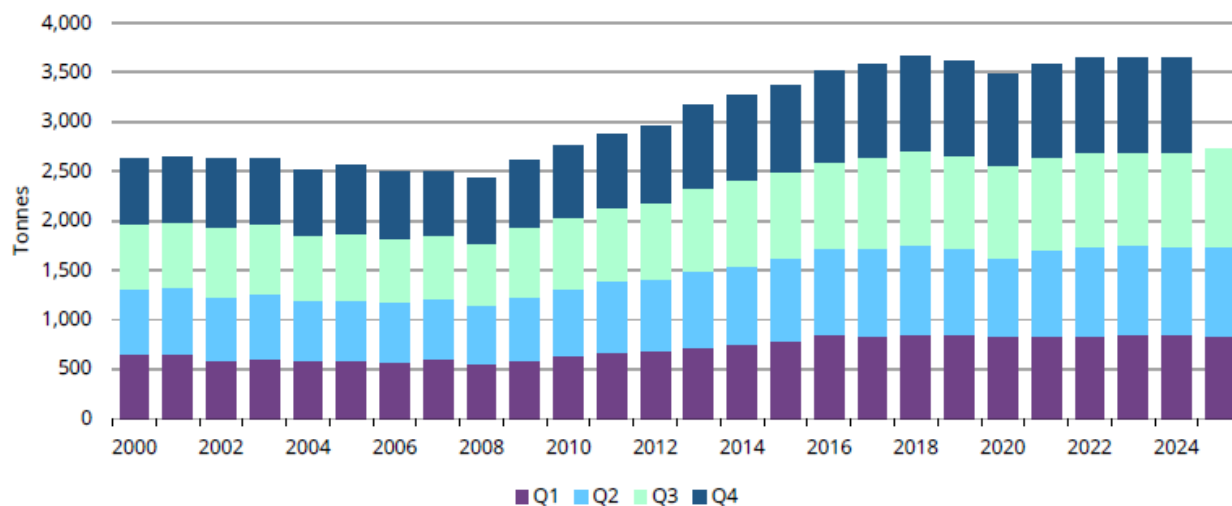
Y-t-d central bank net purchases and sales, tonnes\*



Можно также обратить внимание на то, что Банк России в текущем году был нетто-продавцом металла.

Добыча золота в III квартале 2025 года составила 976,6 т. Рост в годовом выражении составил 2%. Общее предложение золота (с учетом переработанного золота) поднялось на 3% (г/г), составив 1313,1 т.

Рисунок 12. Производство золота за период с 2000 по 2025 гг.



Страны-лидеры по добыче золота, по данным WGC:

- Канада (+20% в годовом исчислении), где продолжается наращивание производства на рудниках Blackwater, Cote и Greenstone, а также начало добычи на проекте Back River компании B2Gold и увеличение объемов производства на ряде существующих предприятий.
- Гана (+9% в годовом исчислении), благодаря продолжающемуся наращиванию производства на предприятии Namdini компании Shandong Gold, а также первой выплавке золота на руднике Ahafo North компании Newmont в конце квартала.
- Австралия (+6% в годовом исчислении), где увеличение производства на рудниках Gruyere, KCGM и Telfer перевесило снижение производства на руднике Cadia, где продолжается проект расширения панельной выемки PC2-3.
- Россия (+3% в годовом исчислении), благодаря увеличению производства на ряде рудников, что более чем компенсировало падение производства на некоторых предприятиях Polyus из-за вскрышных работ.

Страны-аутсайдеры по добыче, с комментариями WGC:

- Индонезия (-37% в годовом исчислении), поскольку несчастный случай со смертельным исходом привел к приостановке операций на руднике Grasberg в сентябре. Снятие отходов также привело к снижению добычи на руднике Batu Hijau.
- Мали (-13% в годовом исчислении), где добыча на руднике Loulo-Gounkoto оставалась приостановленной из-за продолжающегося спора между владельцем Barrick и правительством Мали.
- Мексика (-5% в годовом исчислении), где добыча на руднике Los Filos компании Equinox Gold по-прежнему приостановлена после истечения срока действия соглашения о доступе к земле, а движение стенки карьера привело к временной приостановке операций на руднике Camino Rojo компании Orla Mining.
- Турция (-19% в годовом исчислении) из-за снижения объемов добычи на нескольких рудниках, включая Oksut и Kisladag.



## Прогноз цены на золото

В 2026 году на цену золота могут повлиять следующие факторы. **Слабость курса американской национальной валюты.** В 2025 году индекс доллара DXY продемонстрировал одну из худших динамик с 2017 года. При этом отрицательная корреляция между курсом доллара США и ценами на драгоценные металлы пока что достаточно высока.

В 2026 году заканчиваются полномочия Джерома Пауэлла, и Дональд Трамп намерен посадить в кресло председателя ФРС лояльного человека, который будет выступать за дальнейшее снижение ставки. Как следствие, вероятность продолжения снижения курса доллара мы оцениваем, как высокую. Это может поддержать цены на золото.

**Геополитическая напряженность.** В 2025 году мы видели, что ситуация на Ближнем Востоке осталась беспокойной. Эскалация конфликта вылилась в полномасштабную войну между Израилем и Ираном, которая с помощью вмешательства Дональда Трампа, продлилась всего несколько дней. Несмотря на заключенное перемирие с ХАМАС, освобождение заложников и вывод израильских солдат с территории сектора Газы, это не произвело должного впечатления на рынки. По всей видимости, участники не очень уверены в том, что мир продлится долго, а ситуация окончательно разрешена.

Ситуация вокруг Тайваня также остается напряженной. В конце года появилась информация, что администрация Белого дома объявила о продаже оружия Тайваню на сумму более \$10 млрд, в том числе 82 комплекса HIMARS и 420 ракетных систем ATACMS. Китай выразил протест, призвав прекратить продавать оружие.

Кроме этого, появился еще один потенциальный регион геополитической напряженности — Венесуэла. В этой ситуации цена на золото по большей части выступала в качестве защитного актива и аллокация в данный актив увеличилась. Полагаем, что эти риски в 2026 году сохранятся.

**Торговые войны.** После встречи Дональда Трампа с Си Цзиньпином на саммите АТЭС обстановка между США и КНР немного разрядилась, однако рынок все же ожидал большего (подписания окончательного торгового соглашения). Не исключено, что окончательное торговое соглашение все же будет подписано в 2026 году, что выступит фактором давления на цены.

**Рост спроса на драгоценные металлы.** Спрос на драгоценные металлы продолжает оставаться повышенным. В части золота здесь, в первую очередь, необходимо обратить внимание на рост спроса со стороны ETF и со стороны мировых центральных банков.

Согласно последнему обзору от Всемирного совета по золоту, большая часть центральных банков отдает предпочтение сохранению позиции в золоте так как:

- это является исторической позицией;
- в золоте отсутствует риск дефолта;
- цена растет в периоды кризиса;
- золото является отличным активом для диверсификации портфеля;
- золото является активом, хеджирующим от инфляции.

Последний пункт особенно актуален в свете принятия в США «Большого прекрасного билля», который может существенно увеличить дефицит бюджета США. Полагаем, что эти причины продолжат оставаться актуальными и в 2026 году.

**Проблемы во внутреннем контуре США.** Дополнительно к геополитическим и экономическим неопределенностям необходимо добавить фактор неопределенности на внутреннем контуре, который тоже оказывал положительное влияние на рынке, подталкивая цены на драгоценные металлы вверх. Например, это действия Дональда Трампа в отношении ФРС.



Президент США последовательно критикует действия Джерома Пауэлла, обвиняя его в медлительности и призывая как можно быстрее снизить ключевую ставку. Эта ситуация сказывалась на ценах на золото положительно, так как создалась реальная угроза постепенной утраты регулятором независимости.

Кроме этого, в 2026 году 3 ноября состоятся промежуточные выборы в США. По сути, это будет неким референдумом по доверию Дональду Трампу и достаточно сильным фактором неопределенности. Полагаем, что текущая ситуация внутри США играет скорее «на руку» цене на золото.

Технически, мы традиционно оцениваем ситуацию с точки зрения волновой теории Эллиотта. Мы видим, что цене удалось успешно преодолеть отметку \$3743,6 за тройскую унцию. Это увеличивает шансы на то, что волна 3 будет продолжена (в том случае, конечно, если выбранный нами подсчет волн верен).

Вместе с тем, необходимо учитывать и внутреннюю структуру трендового импульса. Каждая движущая волна «распадается» в свою очередь на свою пятерку подволн. Соответственно, если рассматривать текущее движение цены только лишь как часть общей картины, то можно постараться чуть более точно определить возможную перспективу коррекции.

В выбранном нами подсчете волн, волна 3 началась в конце 2015 года – начале 2016 года и продолжается до сих пор. Вместе с тем, с августа 2020 года по октябрь 2022 года наблюдалась коррекция, которая может быть принята нами как часть внутренней структуры волны 3. Иными словами, волна 3 распадается на:

- подволну 1, которая началась в 2016 году и закончилась в августе 2020 года;
- коррекционную подволну 2, начавшуюся в августе-сентябре 2020 года и закончившуюся в сентябре-октябре 2022 года;
- движущую подволну 3, которая началась в 2022 году и продолжается до сих пор.

В таком подсчете подволна 3 уже достигла отметки 261,8% от подволны 1. Если в ближайшее время не начнется коррекция, у быков появится перспектива достигнуть уровней \$5300-5400 за тройскую унцию.

Вместе с тем, в альтернативном сценарии, существует определенная вероятность коррекции перед продолжением роста большой волны 3. Теоретической целью этой коррекции может стать отметка вблизи \$3100 за тройскую унцию, что составляет около 50% от последней движущей волны.

В настоящее время мы видим достаточно существенное отклонение цены от своего среднего значения — цена находится вблизи уровня \$4500 за тройскую унцию, в то же время, например, на исследуемом нами месячном графике долгосрочная скользящая располагается на отметке \$1720 за тройскую унцию.

Рисунок 13. Технический (волновой) анализ поведения цены на золото



**Общие выводы:** фундаментальная картина по большей части является позитивной для цены на золото, в то же время техническая картина допускает возможность коррекции.

В нашем базовом сценарии мы ожидаем продолжения роста цены и допускаем возможность выхода цены в долгосрочной перспективе к отметке \$5300-5400 за тройскую унцию. В 2026 году ожидаем достижение диапазона \$4800-5000 за тройскую унцию.

В альтернативном сценарии мы не исключаем начала коррекции от текущих уровней (подтверждающих сигналов начала реализации данного сценария нет). В этом случае, мы считаем, что первой целью такого снижения может стать отметка \$3600 за тройскую унцию.

## Серебро

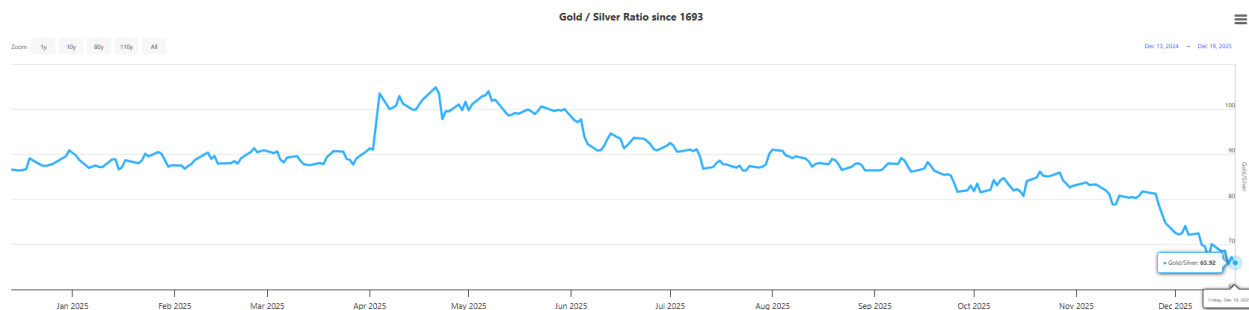
### Общая информация по рынку серебра

За 2025 год цена на серебро выросла почти на 150%. Как и в случае с ценой на золото — это лучший результат с 1979 года. Так же, как и в случае с золотом, не было ни одного квартала снижения цены. За один год было только два месяца, когда цена снижалась — в феврале и в апреле 2025 года.

В I квартале цена на металл выросла на 18%. Во II квартале рост замедлился, составив порядка 6%. В III квартале началось ускорение, и рост составил 29,2%. IV квартал 2025 года получился наиболее успешным для рынка. Рост цены на серебро превысил 40%. За квартал произошло сразу несколько важных событий, которые повлияли на цены. Во-первых, это снижение запасов серебра на складах Шанхайской фьючерсной биржи. Во-вторых, это первый за продолжительное время сбой на Чикагской бирже.

Что характерно, к концу года рост цен на серебро опередил рост цен на золото, а коэффициент золото/серебро опустился ниже 60 (напомним, что с 2013 по 2024 гг. среднее значение коэффициента составляло 77).

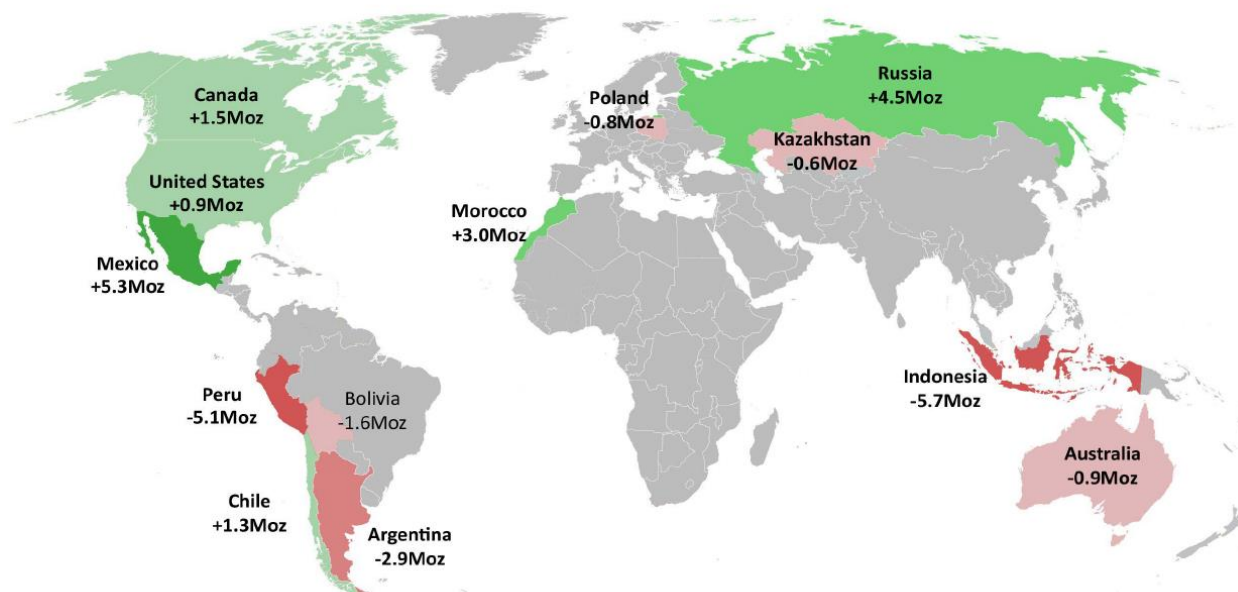
Рисунок 1. Изменение коэффициента золото/серебро (средние значения) за 2025 год



### Данные по спросу и предложению на серебро

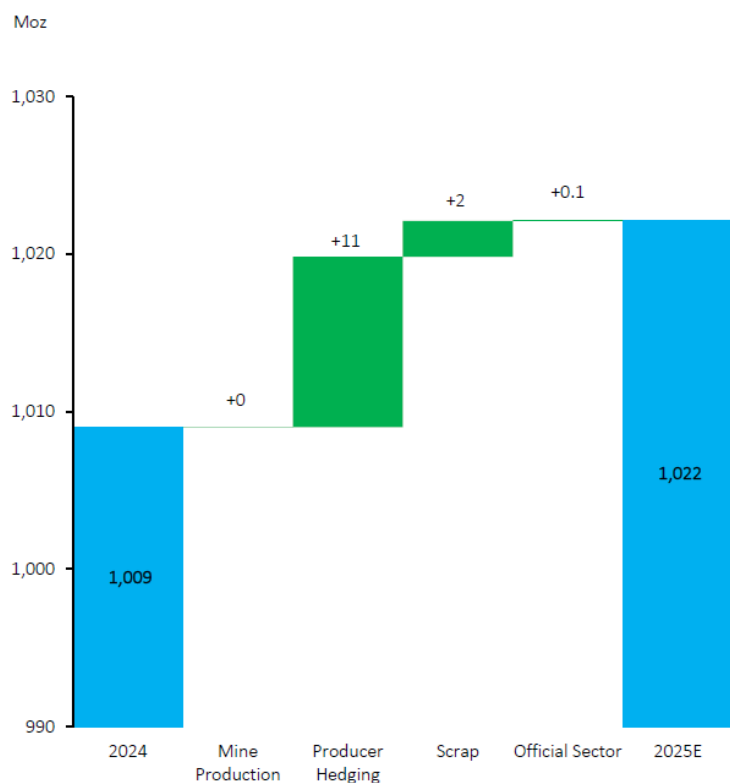
Metals Focus (MF) обновил свои цифры по спросу и предложению на рынке серебра. Добыча серебра, по оценке MF, в 2025 году составила 813 млн унций. MF прокомментировал ситуацию следующим образом: ожидается, что мировые объемы добычи полезных ископаемых останутся на прежнем уровне по сравнению с прошлым годом, поскольку рост добычи в Северной Америке и России будет нивелирован снижением объемов производства в Южной Америке, Австралии и Индонезии.

Рисунок 2. Добыча серебра по странам. Оценка Metals Focus



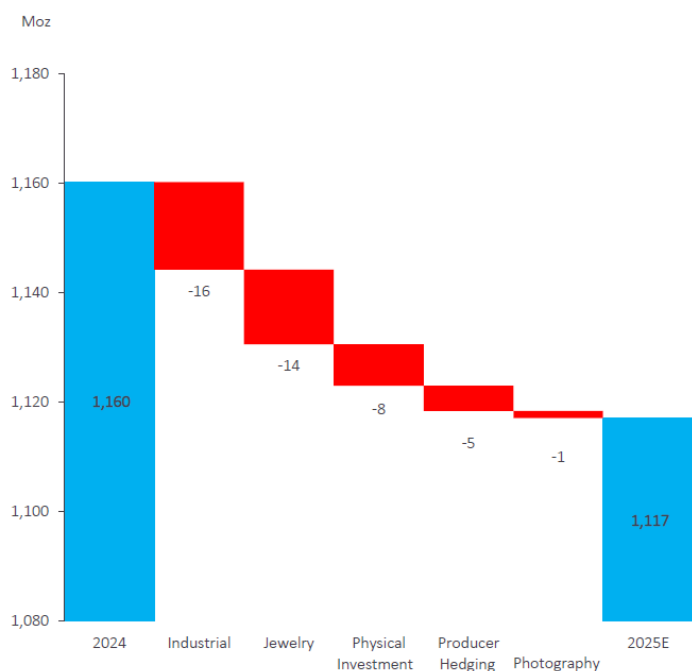
Общее предложение, по мнению MF, составит в 2025 году 1022 млн унций, увеличившись по сравнению с 2024 годом на 1,3%.

Рисунок 3. Предложение серебра за период с 2024 по 2025 гг.



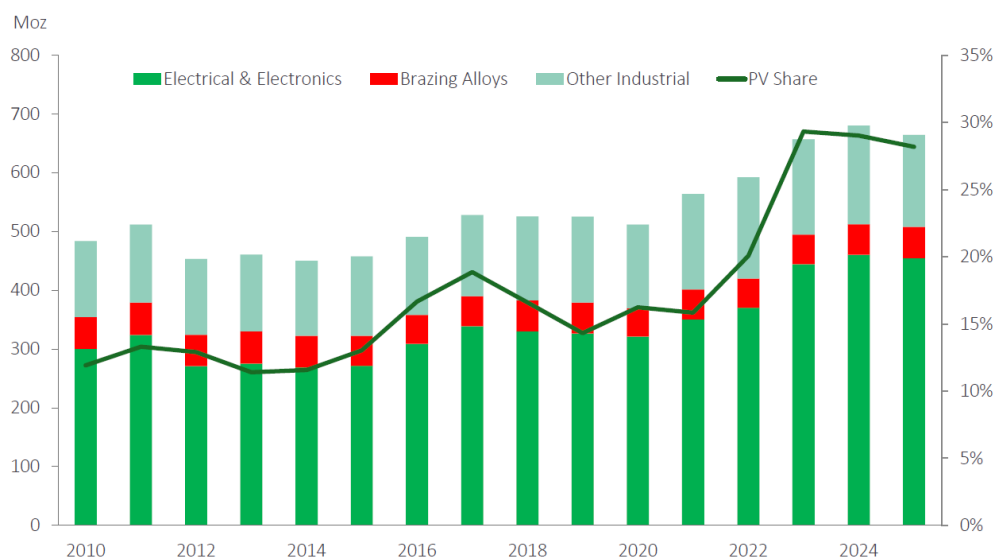
Спрос на серебро при этом, по мнению MF, в 2025 году сократится на 4% и составит 1117 млн унций.

Рисунок 4. Спрос на серебро за период с 2024 по 2025 гг.



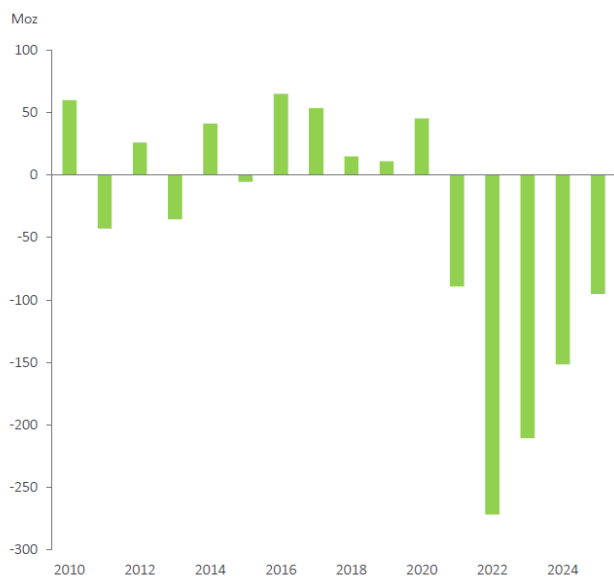
Наиболее заметное сокращение в годовом выражении, как можно видеть, наблюдается в производственном секторе. При этом MF все же отмечает, что спрос в этом секторе продолжает оставаться на рекордно высоком уровне (более 650 млн унций).

Рисунок 5. Спрос на серебро со стороны промышленного сектора за период с 2010 по 2025 гг.



Как итог, в 2025 году дефицит на рынке составит, по мнению МФ, порядка 95 млн унций. Между тем, рынок является дефицитным уже 4 года подряд.

Рисунок 6. Баланс на рынке серебра за период с 2010 по 2025 гг.



### Прогноз цен на серебро

Мы полагаем, что дефицит на рынке серебра может какое-то время сохраниться. Кроме этого, цены на серебро может поддерживать снижающийся курс доллара США, а также возможность продолжения роста цен на золото.





## Валютный рынок

### Индекс доллара (DXY)

Подъем индекса доллара в 2024 году почти на 7% был полностью нивелирован его снижением в 2025 году на 9,24%. К концу IV квартала 2025 года индекс доллара к корзине мировых валют торговался в районе 98,28. Это означает, что прирост за IV квартал составил 0,496%. Можно сказать, что с конца мая по конец декабря индекс доллара торговался в консолидации в диапазоне 96,5-100,3.

Далее рассмотрим факторы, которые могут оказать наибольшее влияние на курс доллара в перспективе 2026 года.

**Экономический фактор.** США в перспективе 2026 года рискуют столкнуться с дальнейшим замедлением национальной экономики с учетом не слишком стабильной ситуации на местном рынке труда. В сентябре, октябре и декабре именно опасения по поводу ухудшения обстановки на рынке труда побудили центральный банк США снизить процентные ставки совокупно на 75 б.п. В перспективе 2026 года ставка может снижена еще два раза по 25 б.п. Такая ситуация приводит к тому, что сокращается разница в процентных ставках между США и другими развитыми странами, а значит доллар постепенно теряет свою привлекательность для инвесторов.

Осенью 2025 года завершились основные баталии по вопросу новых торговых тарифов США с другими странами. Ситуация с торговым балансом Штатов начала постепенно улучшаться. В сентябре 2025 года торговый дефицит США составил \$52,8 млрд, что стало самым низким показателем с июня 2020 года. Это безусловный плюс для доллара на среднесрочную перспективу.

Среднерыночные прогнозы указывают на ожидания умеренного ослабления индекса доллара (DXY) в 2026 году на 3-5% относительно уровней конца 2025 года (около 98-99 п.), даже несмотря на ожидаемый рост ВВП США на 2,1-2,3% и относительно стабильную безработицу на уровне 4,1-4,5%. Быстрый рост ВВП (свыше 3%) часто коррелирует с укреплением DXY. В то время как замедление роста ВВП ниже 2% часто ослабляет доллар.

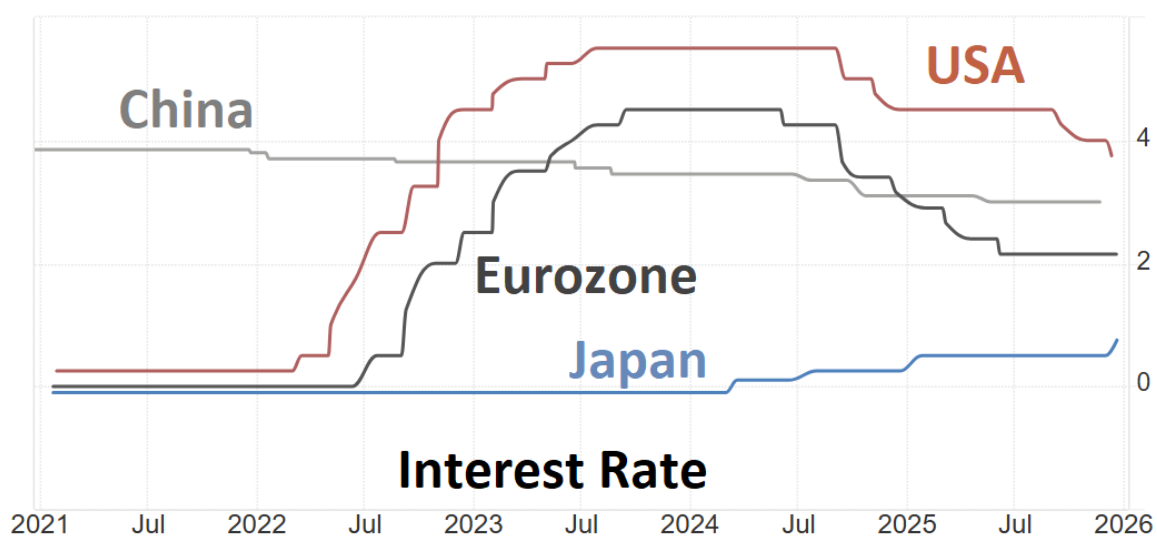
**Монетарный фактор.** По итогам декабрьского заседания ФРС приняла решение по снижению ключевой ставки Fed Funds Rate еще на 0,25% до 3,5-3,75% — это минимум за три года. Но одновременно с этим ФРС в декабре сообщила, что начнет покупку краткосрочных казначейских облигаций на сумму \$40 млрд в ближайший месяц и с последующим увеличением сумм — это, как ожидается, поможет ослабить давление на стоимость USTres, что может развернуть вниз их доходности. А значит курс доллара может сохранить слабость в перспективе ближайших месяцев.

После резкого падения в первой половине года, вызванного торговой войной президента Дональда Трампа, доллар стабилизировался за последние шесть месяцев. Однако аналитики прогнозируют, что в 2026 году американская валюта снова ослабнет. Это связано с тем, что ФРС продолжит смягчать денежно-кредитную политику, в то время как другие центральные банки сохраняют ставки на прежнем уровне или даже повысят их. Такой дисбаланс может побудить инвесторов продавать американские облигации и вкладывать средства в страны с более высокой доходностью.

Согласно прогнозам членов FOMC по итогам декабрьского заседания ФРС, в 2026 году стоит ожидать лишь одного снижения ключевой ставки на 25 б.п. Однако участники рынка в конце 2025 года были настроены более оптимистично, ожидая снижения ставки на еще два шага по 25 б.п.

Мы полагаем, что в ситуации торможения американской экономики и постепенного ухудшения ситуации на рынке труда США снижение процентных ставок ФРС может спровоцировать новое снижение курса доллара. Однако пока особого торможения американской экономики в прогнозах нет. Например, консенсус Рейтера по росту ВВП США на 2025-26 гг. составляет около 2%. Однако, уровень безработицы в Штатах вырос в ноябре до 4,6% против уровня 4,0% в начале 2025 года.

Продолжение цикла смягчения монетарной политики ФРС со снижением ставок, а значит и доходностей по US Treasuries снизит дифференциал в доходностях: ЕЦБ и Банк Японии сохраняют или повысят ставки, что может привести к оттоку капитала из США. Ниже приведен совместный график ключевых ставок в США, еврозоне, Японии и Китае.



Политический фактор. Все региональные и местные выборы, прошедшие в США в ноябре 2025 года, закончились в пользу демократов. Эти выборы рассматривались в политическом истеблишменте США, как репетиция перед промежуточными выборами в Конгресс в начале ноября 2026 года, и их результаты оказались неутешительны для республиканцев. Поэтому растет вероятность того, что в 2026 году Дональд Трамп может получить одну или две палаты законодателей, с большинством демократов, что сильно свяжет ему руки в части последующих политических и законодательных шагов.

Также стоит отметить, что к началу 2026 года президент США собирался представить своего кандидата на должность нового главы ФРС. Большинство экспертов считают, что экономический советник Белого дома Кевин Хассетт займет пост председателя ФРС после окончания срока полномочий Джерома Пауэлла в мае 2026 года. Назначение Кевина Хассета, сторонника снижения ставки, следующим председателем ФедРезерва может стать негативным катализатором для динамики курса доллара, поскольку он собирается проводить более «мягкую» ДКП, в угоду политике Белого дома по снижению стоимости кредитования в стране. Не исключено, что с его приходом независимость американского Центробанка от власти президента США может быть поставлена под угрозу. Это серьезный фактор, который может навредить курсу доллара в перспективе весны-лета 2026 года.

Стоит также отметить, что в пользу поддержки курса доллара в 2026 году выступают структурные преимущества американского финансового рынка, сохранение пока еще неплохой ситуации в экономике на фоне роста инвестиций крупных компаний в развитие ИИ и сохранение относительно стабильной ситуации на местном рынке труда. Традиционную поддержку курсу доллара дают более высокая доходность долларовых активов и роль доллара, как «безопасной гавани» в условиях сохранения геополитической неопределенности.

Во II квартале 2025 года, по данным Международного валютного фонда (МВФ), китайский юань и австралийский доллар увеличили свою долю в мировых валютных резервах. Доллар США потерял 0,12%, опустившись до 56,32% мировых резервов к концу II квартала после корректировки на колебания валютных курсов. Евро занял второе место с долей в 21,13% от общего объема резервов. Вероятно, экономические потрясения, вызванные политикой Дональда Трампа и его критикой независимости ФРС США, усилили дебаты о возможности утраты долларом своего доминирующего положения в мировой валютной системе. Ноябрьский опрос Reuters показал, что большинство валютных стратегов продолжает придерживаться прогнозов о более слабом курсе доллара в 2026 году.

**Техническая картина.** Начавшаяся было волна повышения индекса доллара в сентябре-ноябре 2025 года была нивелирована слабыми данными по экономике США. Поэтому в декабре под закрытие года мы видим новое ослабление американской валюты. В конце июня и середине сентября DXY обозначил поддержку в районе 96,0. Если в начале следующего года она будет пробита, то следующей целью снижения может стать уровень 95,0. В случае коррекции наверх DXY вполне может показать восстановление до 102,0.



**Прогноз.** Мы ожидаем, что в перспективе первой половины 2026 года индекс доллара может сохранить слабость, и курс опустится в район 95,0 п. Ранее на этом рубеже были ценовые минимумы 2019 и 2022 гг. Во второй половине 2026 года мы ждем постепенного восстановления индекса доллара в район 102 п., поскольку после фазы снижения ставок ФРС может взять паузу в смягчении ДКП до конца года (при условии сохранения относительной устойчивости на рынке труда).

## Пара EUR/USD

В конце IV квартала 2025 года курс евро относительно доллара США торговался на отметке 1,1745, против уровня 1,173, показанного в конце III квартала. Это означает, что в последней четверти года пара EUR/USD торговалась почти с нейтральной динамикой в диапазоне 1,15-1,18, и курс евро против доллара за квартал ослаб на 0,128% и на 13% за прошедший год. В конце декабря курс евро находился возле уровней конца июня 2025 года.

Такой своей динамикой курс евро в основном обязан относительно стабильному поведению курса доллара. На фоне локальных волн ослабления-усиления курса доллара позиции также незначительно менялись. Сильным фактором поддержки динамики пары EUR/USD было расхождение в ожиданиях денежно-кредитной политики ЕЦБ и ФРС. В то время, как европейский Центробанк с июня 2025 года держит свои ставки неизменными и пока не дает сигналов к их возможному изменению. А вот американский регулятор во второй половине 2025 года смягчал свою ДКП, а в первой половине 2026 года, вероятно, продолжит снижать свои ставки. В предыдущем разделе по доллару мы указали, что у рынка есть высокие ожидания того, что ФедРезерв США, как минимум два раза, может снизить свою ключевую ставку в 2026 году. При этом руководство ЕЦБ на всех своих последних заседаниях продвигало ожидания того, что ключевая ставка по еврозоне сейчас находится на нейтральных уровнях и ДКП не нуждается в корректировке.

Напомним, что по итогам декабрьского заседания Европейского Центробанка были сохранены: ставка рефинансирования на уровне 2,15%, а ставка по депозитам на 2,0%, а ставка по маржинальным кредитам 2,4%. Это решение соответствовало ожиданиям рынка. Президент ЕЦБ Кристин Лагард подчеркнула, что дальнейшие изменения в ДКП будут зависеть от данных и обсуждения решений по ставке будет на каждой встрече без четкого плана на будущее. Однако участники рынка ожидают сохранения ставок в еврозоне без изменений, как минимум до конца 2026 года, а возможно и дольше. Руководство ЕЦБ оценивает

текущие ставки, в еврозоне, как в целом нейтральные, не ограничивающие и не стимулирующие экономическую активность.

Помимо дифференциала процентных ставок между США и еврозоной, в среднесрочной перспективе котировки евро также зависят от других факторов: макроэкономической статистики, динамики доходностей гособлигаций и общего уровня аппетита к покупкам рискованных активов, геополитических новостей.

В середине декабря Германия запустила Deutschlandfonds — этот фонд станет частью стратегии правительства по оживлению экономики: на этапе запуска проектов государство будет участвовать через капитал, гарантии и кредиты. Deutschlandfonds — целевой инвестиционный инструмент объемом до 100 млрд евро с 30 млрд евро государственных средств — в среднесрочной перспективе (1-3 года) он скорее окажет умеренно поддерживающее влияние на экономику Германии.

Также Правящая коалиция Мерца и социал-демократов в 2025 году запустила масштабную долговую программу для: увеличения расходов на оборону (108 млрд евро — рекорд со времен холодной войны); восстановления инфраструктуры (дороги, мосты, школы); инвестиций в защиту климата. С учетом специальных фондов на оборону и инфраструктуру, общий объем новых заимствований вырастет почти до 182 млрд евро в 2026 году против 143 млрд в 2025 году. Мы полагаем, что столь значительный фискальный стимул Германии в 2026 году создает совокупность факторов, которые в ближайший год скорее всего поддержат курс евро.

Вложения новых денег в энергетику, инфраструктуру и оборону повышают ожидаемое восстановление Германии и дадут положительный фундамент для усиления евро через улучшение экономических перспектив и приток капитала. Однако рост долга означает и более высокие ставки. Это хорошо видно на совместном графике 10-летних американских Treasuries и 10-летних немецких Bunds. Доходность гособлигаций ФРГ росла в конце 2025 года, в то время как американские казначейские облигации оставались относительно стабильными.



Источник: TradingView

Ассоциация банков Германии прогнозирует, что экономика ведущей страны еврозоны может выйти из стагнации в 2026 году. По их мнению, увеличение государственных расходов на оборону и инфраструктуру, финансируемых за счет долга, станет драйвером роста ВВП на 1,4%, против незначительного роста на 0,2%, который ожидается в 2025 году. Согласно осеннему обновленному прогнозу, Европейская комиссия ожидает роста экономики еврозоны в 2026 году на 1,2%. Обнадеживающими выглядят прогнозы для крупнейших стран еврозоны: Испания (+2,3%), Германия (+1,2%), (Франция +0,9%), Италия (+0,8%).

Однако фискальные стимулы могут подтолкнуть вверх рост цен в еврозоне. Если инфляция усиливается и ЕЦБотреагирует на это ужесточением (повышение ставок), то это поддержит евро. Если же инфляция в

еврозоне останется низкой или ЕЦБ сохранит мягкую позицию ради стабильности финансов, эффект по курсу евро будет выражен слабее.

Также на курс евро в перспективе 2026 года будет оказывать влияние геополитический фактор. Среднесрочная динамика курса евро и его устойчивость будут в большей степени зависеть от того, когда и на каких условиях закончится ситуация на Украине. Итоги заключенного мира будут определять изменения в экономике Европы, бюджетной политике, структуре долговых рынков и финансовых потоков. В IV квартале 2025 года позиции сторон сблизились уже до пары нерешенных, но важных вопросов. Поэтому в перспективе первой половины 2026 года есть высокие шансы на заключение мира.

Валютные активы ЦБ РФ, размещенные в Западной Европе, утратили свое функциональное резервное значение еще в 2022 году. У российского центробанка нет доступа к этим средствам, он не может использовать их для интервенций или расчетов. В случае конфискации этих замороженных активов ЦБ РФ фундаментальное доверие к еврозоне и его национальным депозитариям могло быть поставлено под угрозу. В этой связи лидеры Европейского союза в середине декабря 2025 года решили занять средства на рынке для финансирования обороны Украины в течение следующих двух лет, вместо того чтобы использовать замороженные российские активы. Этот фактор снимает дополнительные геополитические риски с ЕС. Евросоюз старается здесь действовать максимально аккуратно в юридическом поле, чтобы минимизировать негативные факторы радикального изменения глобальных правил игры.

Также динамика EUR против USD будет зависеть от ситуации на глобальных фондовых рынках и отношений инвесторов к рискованным активам (risk-on/risk-off). В случае умеренно позитивного поведения цен на биржевые активы (базовый сценарий на 2026 год) курс евро может получить дополнительную поддержку относительно доллара, спрос на который обычно растет в ситуациях повышения спроса на защитные активы в кризисных ситуациях.

**Техническая картина.** На недельном графике EUR/USD мы видим, что курс евро во второй половине 2025 года застрял в консолидации в районе 1,15-1,18. Осенью была хорошо отработана поддержка на 1,15. С учетом того, что в конце 2025 года курс евро консолидируется недалеко от годовых максимумов к доллару есть высокие шансы на то, что в первой половине 2026 года мы видим новые волны роста пары EUR/USD. В такой ситуации очевидной целью повышения курса евро является район 1,20 (1,23).



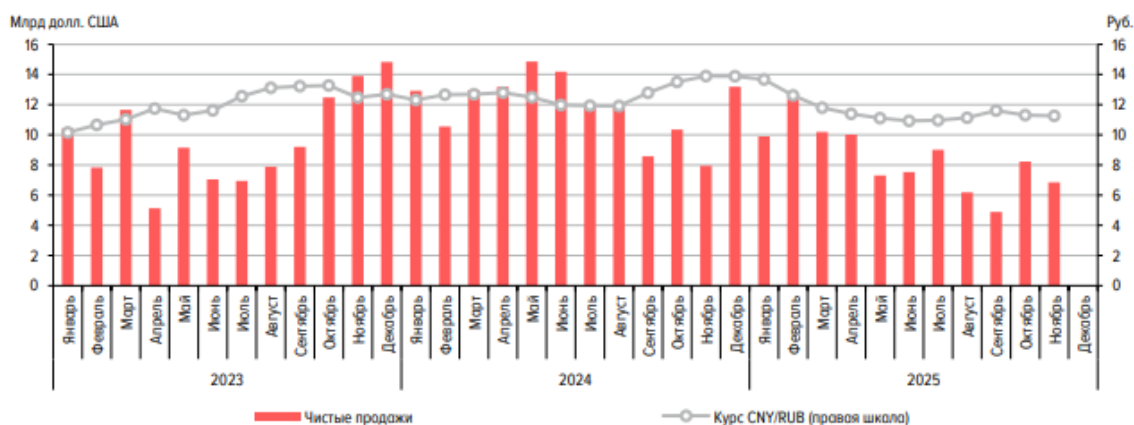
**Прогноз:** мы ожидаем, что перспективе I квартала 2026 года пара EUR/USD может сохранить силу, и торги будут проходить в диапазоне 1,16-1,19. В случае улучшения ситуации в экономике еврозоны и особенно в Германии, прогнозный диапазон по паре EUR/USD повышается до 1,20-1,23. Однако в перспективе до конца 2026 года ключевая валютная пара, вероятно, продолжит торговлю в диапазоне 1,16-1,20.

## Пара USD/RUB

К закрытию IV квартала 2025 года официальный курс ЦБ РФ по доллару США составил 78,2267 руб. против 101,6797 руб. в конце 2024 года. Это означает, что за 2025 год рубль укрепился к доллару примерно на 23,07%. Укрепление рубля против доллара за IV квартал 2025 года составило 5,6%.

Надо признать, что в 2025 году рубль оказался существенно крепче, чем ранее прогнозировалось. Это стало возможным за счет ряда важных факторов.

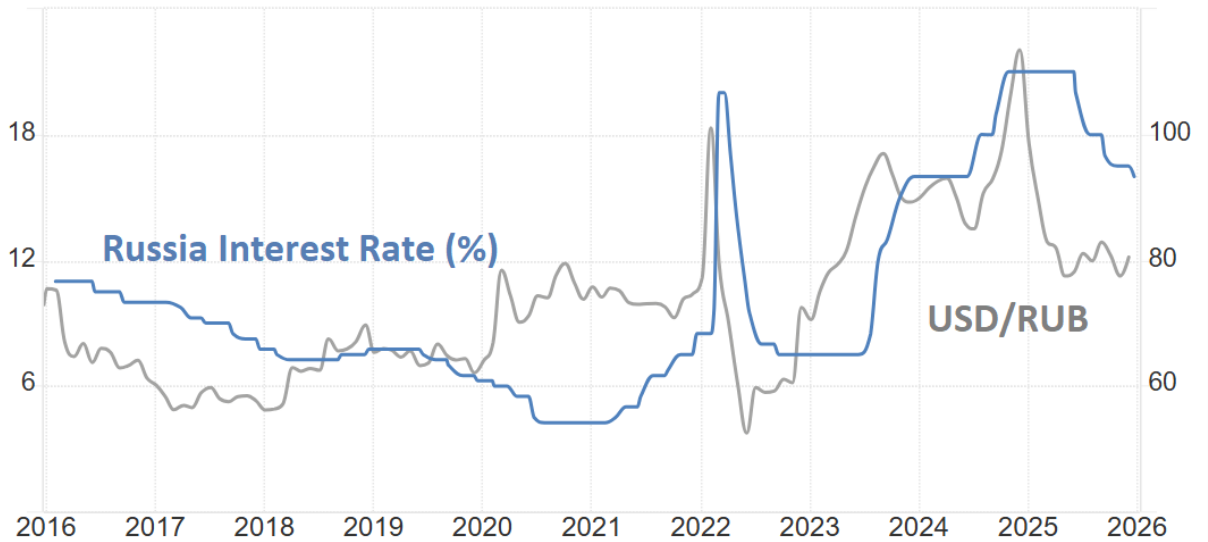
- **Повышенные ставки по рублям.** С уровня 21% в начале года ключевая ставка ЦБ РФ была снижена лишь до 16% в декабре. Чем выше ставки по рублям, тем меньше отток средств в валютные активы.
- **Высокие объемы продажи валюты из резервов со стороны ЦБ.** Чем ниже опускались цена на нефть, тем выше становились объемы продажи валюты со стороны регулятора. Это были операции ЦБ по зеркалированию расходов бюджета из ФНБ в 2024 году с поправкой на отложенные операции; зеркалирование инвестиций из ФНБ и операции ЦБ в рамках бюджетного правила.
- **Рост объемов расчетов в рублях за экспорт и импорт.** Доля расчетов в рублях, по данным ЦБ, с уровня 34% в начале 2024 года выросла до 55% к ноябрю 2025 года.
- **Повышенные объемы продажи валюты экспортерами.** Согласно данным Центробанка, с июльского уровня 80% от экспортной выручки, объемы продажи валюты выросли к августу до 99%, а сентябре они были в районе 97%, в октябре — около 93%, несмотря на то, что с 22 августа вступил в силу нулевой норматив обязательной продажи валютной выручки экспортерами.



- **Приток денег со счетов зарубежных банков во внутренний контур от физлиц.** В октябре чистый приток средств, вернувшихся в Россию, составил 29,5 млрд руб. Центробанк фиксирует приток средств из банков – нерезидентов в 7 из 10 месяцев, а всего за январь-октябрь россияне вернули оттуда более 216 млрд руб., или более \$2 млрд.
- **Закрытие большинства каналов по выводу валюты за рубеж.** Ряд крупных иностранных банков, которые свернули или существенно сократили деятельность в РФ в 2025 году (Citigroup, ING Groep, Goldman Sachs, UniCredit) — в 2025 начали активные шаги по продаже активов и уходу (процесс все еще в завершении к концу года). В соответствии с отраслевыми обзорами, к декабрю 2025 года более 120 российских банков фактически лишились возможности проводить международные SWIFT-платежи.

В перспективе 2026 года ожидается ряд важных факторов, которые будут способствовать постепенному ослаблению курса рубля.

- **Ожидаемое снижение ставки ЦБ РФ.** С текущей ставки 16% ключевая ставка Центробанка может быть снижена до 12% в течение 2026 года. Чем ниже будут опускаться ставки по рублям, тем больше внимания население и бизнес будет уделять внимания валютным активам. На долгосрочном совместном графике ставки ЦБ и курса USD/RUB видно, что рубль часто укреплялся, когда ставка по рублям росла, и ослабевал, когда ставка снижалась или была стабильно низкой.



Чем медленнее Центробанк будет смягчать ДКП, тем устойчивее будет курс рубля в 2026 году.

- **Сокращение объемов продажи валюты со стороны Центробанка.** Регулятор уже объявил, что полностью прекратятся операции зеркалирования расходов бюджета из ФНБ в 2024 году с поправкой на отложенные операции, что в сумме дает 4,79 млрд руб. в сутки. Также будет уменьшена сумма зеркалирования инвестиций из ФНБ. Ее объем изменится на 3-4 млрд руб., против 4,15 млрд в сутки (точная цифра будет названа в конце декабря). При этом сохранятся операции "зеркалирования" инвестиций из ФНБ в объеме 540,8 млрд руб., или 4,62 млрд руб. в день (против уровня 4,12 млрд руб. в конце 2025 г.). С середины января должны будут вырасти суммы продажи валюты из резервов по базовому правилу с учетом более низких цен на нефть, поскольку с начала 2026 года цена отсечения по нефти снизится до \$59/барр. (против \$60/барр. в 2025 году). Рост этих объемов на продажу должен компенсировать снижение притока валюты от экспортной выручки. Текущее бюджетное правило компенсирует около 2/3 изменений цен на нефть для экономики и создает стабильность на валютном рынке
- **При этом на мировом рынке нефти ожидаются более низкие цены на нефть в 2026 году** ввиду превышения предложения над спросом. Ожидается, что средняя цена на нефть марки Brent в 2026 году сложится в диапазоне \$63-65/барр. При этом средняя цена на нефть марки Urals вероятно будет находиться в диапазоне \$50-53/барр., против \$58/барр. в 2025 году. Экспорт российской нефти в ноябре сократился на 420 тыс. барр./сутки, что в сочетании с более низкими ценами привело к снижению экспортной выручки до \$11 млрд., что на \$3,6 млрд. меньше, чем годом ранее. Спрэд между ценой на нефть марки Brent и ценой на нефть марки Urals вырос с \$10-12/барр. в начале 2025 года до \$18-19/барр. к концу 2025 года.
- **Финансовые власти во второй половине 2025 года давали понять, что не желают иметь слишком крепкий курс рубля,** который вредит экспортоориентированной экономике и снижает госдоходы, поступающие от продажи нефти и газа. В этой связи в августе был обнулен норматив обязательной продажи валютной выручки экспортерами, а в декабре Центробанк снял ограничения по суммам средств, которые могут выводить из страны граждане России и дружественных стран.
- **Весной 2026 года на курс рубля может влиять погашение евробондов Минфина.** С июня 2022 года все выплаты по суверенным еврооблигациям РФ осуществляются в рублях. Чем дешевле

валюта, тем меньше нужно рублей для оплаты валютного долга. Не исключено, что к следующему траншу погашения евробондов (27 мая 2026 года) курс рубля может укрепиться, а после того, как держатели долга получают рубли, они могут направить их на покупку валюты. Поэтому в мае стоит ждать роста волатильности по курсу доллара.

- **Фактор геополитики остается в зоне неопределенности.** Непонятны сроки и условия окончания ситуации на Украине, а также вопросы по снятию антироссийских санкций. В середине декабря прошли сообщения о возможных новых санкциях США против российского энергетического сектора. Речь идет о рестрикциях в отношении морских перевозчиков и нефтетрейдеров, и в случае их реализации можно ожидать увеличения дисконтов на российские сорта нефти, что усилит давление на рубль.

Пока мы не ждем быстрой отмены значимых санкционных ограничений. При этом мы полагаем, что облегчение трансграничных расчетов может привести к тому, что из страны станут выходить во внешний контур значительные объемы валютных средств, которые оставались запертыми здесь из-за наложенных ограничений в последние 3 года. Это может значительно повлиять на курс рубля. Правда разблокировка SWIFT и возвращение России в мировую банковскую систему сейчас даже не обсуждается.

В зависимости от различных вариантов развития событий мы выделяем три возможных сценария. В нашем **базовом сценарии** мы ожидаем, что средний курс доллара по 2026 году будет около 85 руб., а прогноз на конец года по USD/RUB — район 92 руб. При негативном сценарии (конфронтация с Западом и усиление санкций) курс доллара может подняться к концу 2026 года в район 98-100 руб. При позитивном сценарии (отмена части санкций на российский экспорт и начало нормализации отношений с США) курс доллара в перспективе года может восстановиться до 85-88 руб.

**Техническая картина.** Пара USD/RUB, показав неожиданное ослабление в конце 2024 год, провела весь 2025 год с неожиданно сильной динамикой. Благодаря высокой базе рубль показал укрепление к доллару за 2025 год почти на 27%. На недельном графике мы видим, что сильный уровень поддержки USD/RUB сейчас находится в районе 75,5 руб. А ближайшее сопротивление — 86 руб. и далее вверх: на 90-92 руб.



**Прогноз:** в нашем базовом сценарии мы ожидаем, что в перспективе I квартала 2026 года торги парой USD/RUB могут сместиться на немного более высокие уровни. В первой половине года сохранение повышенных уровней ставки ЦБ РФ будет отчасти компенсировать снижение предложения валюты от Центробанка. Поэтому курс доллара может незначительно приподняться в район 83-86 руб. В середине II квартала можно ждать нового локального укрепления рубля. К концу 2026 года курс доллара мы ждем возле отметки 92 руб.

## Пара USD/CNY

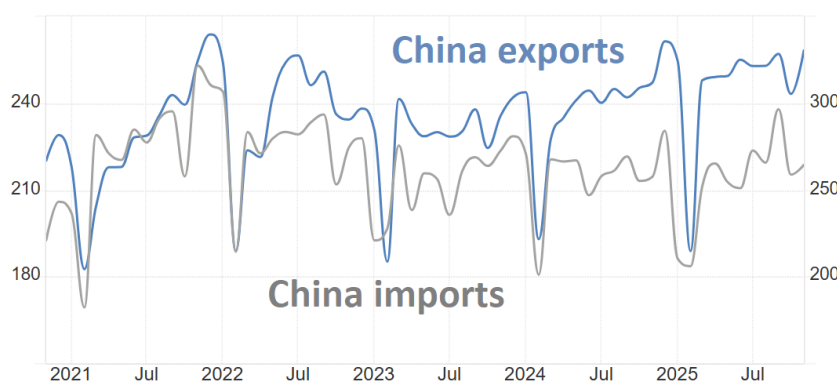
В конце IV квартала 2025 года курс доллара ослаб до отметки 6,996 юаня, против уровня 7,11 юаня в конце III квартала. То есть за IV квартал 2025 года китайская валюта по отношению к доллару США укрепилась

примерно на 1,6% против укрепления на 1,1% кварталом ранее. Всего с начала 2025 года пара USD/CNY снизилась на 4,15%.

В 2025 году китайский юань демонстрирует самый значительный годовой рост против доллара с 2020 года. К концу года среднесрочное усиление курса китайской валюты против американской имело место на протяжении 7 месяцев из 8 последних.

Подмечено, что курс юаня к доллару обычно растет во второй половине года, а в первой он обычно торгуется более слабо. В 2025 году курс юаня начал укрепляться с апреля, компенсируя доходность от удержания средств в высокодоходных активах в долларах и нейтрализуя операции кэрри-трейд.

В IV квартале государственные банки Китая подключились к процессу нормализации курса юаня, проводя покупку долларов для сдерживания традиционного усиления позиций юаня под конец года, поскольку местные экспортеры продают много валюты на внутреннем рынке. Сильные цифры по объемам китайского экспорта и большие цифры положительного сальдо торгового баланса во второй половине 2025 года говорят о том, что на внутреннем валютном рынке КНР сохранялся избыток иностранной валюты, что укрепляло курс юаня. Народный Банк Китая регулирует курс юаня на внутреннем рынке, чтобы сдерживать отток капитала из страны с учетом сильного торгового баланса.



Поскольку китайская экономика все чаще использует юань для трансграничных расчетов, ее потребности в иностранной валюте снижаются. Так, к концу III квартала 2025 года Китай более половины всех своих внешних платежей перевел в юань. Банк международных расчетов осенью 2025 года в своем обзоре по оборотам валютного рынка сообщил, что в этом году ежедневный оборот в инструментах с юанем составил около 8,5% всех операций на FX, в время как 2022 году было 7%, а в 2019 году — 4,3%. В этой части юань уже обогнал швейцарский франк (6,4%) и приблизился к британскому фунту (10,2%).

В 2025 году китайские финансовые власти воздержались от агрессивного стимулирования экономики и сохранили жесткий контроль над юанем, несмотря на торговую войну с США весной 2025 года и затянувшийся кризис на рынке местной недвижимости. Контролируемое укрепление китайской национальной валюты осенью 2025 года происходило с одобрения Народного Банка Китая, который неоднократно устанавливал центральное значение дневного торгового коридора курса юаня выше рыночных ожиданий, демонстрируя готовность к дальнейшему укреплению юаня. Упорядоченный темп укрепления курса юаня отпугивает местных трейдеров от заимствования в юанях по низкой ставке для покупки и удержания долларов, которые давали в 2025 году более высокую доходность. Другая неявная цель укрепления юаня — успокоить торговых партнеров Китая, обеспокоенных растущими объемами китайского экспорта в их страны.

То, что Народный Банк Китая устанавливает более сильные курсы юаня в IV квартале 2025 года означает, что китайские власти пока не видят проблем в дальнейшем укреплении курса юаня по отношению к доллару США, поскольку торговая сделка с Америкой на ближайший год (до осени 2026 года) была заключена в конце октября на приемлемых условиях. А стабильность курса юаня, показанная в этом году работает на укрепление доверия инвесторов к китайской валюте.

НБК управляет ориентиром/фиксингом курса USD/CNY и может вплоть до прямых интервенций ограничивать слабость или силу юаня. То есть поведение курса юаня может проходить независимо от внутренних экономических индикаторов Китая. Укрепление юаня при ухудшении динамики индексов деловой активности и других экономических индикаторов — это обычная ситуация для валют с контролируемым режимом и активной политикой центробанка.

Народный Банк Китая (НБК) заявил в ноябре, что в 2026 году сохранит «достаточно мягкую» денежно-кредитную политику и сохранит достаточный уровень ликвидности. На декабрьском заседании НБК седьмой месяц подряд оставил ставку среднесрочного кредитования (1Y Loan Prime Rate) на уровне 3,0%. А ставка по 5-летним кредитам также осталась на уровне в 3,50%. НБК также заявил, что будет корректировать контрциклическую и кросс-циклическую политику в ответ на изменения экономической и финансовой ситуации, а также отслеживать изменения в денежно-кредитной политике основных зарубежных центральных банков.

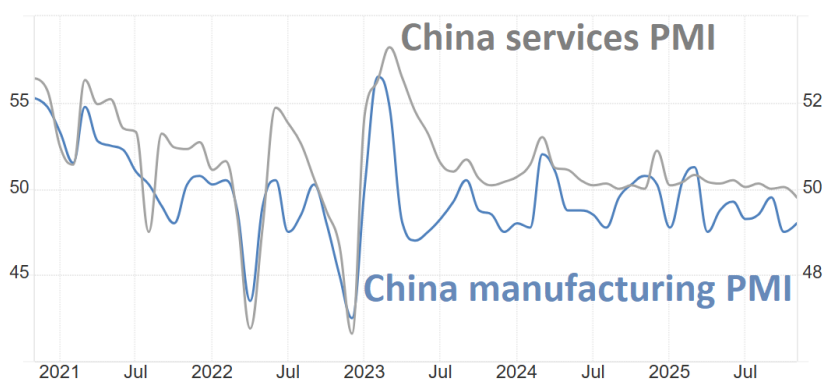
Приверженность китайского банковского регулятора к усилению национальной валюты с учетом значительных объемов экспорта и притока валюты в страну содействуют повышению уровня доверия к юаню и китайскому фондовому рынку. На этом фоне несколько инвестиционных банков ожидают, что юань продолжит укрепляться в 2026 году.

Одним из выводов октябрьского пленума руководства Коммунистической партии Китая стало нежелание Пекина отказываться от своей экспортно-ориентированной модели роста. Это идет в канве привычной логики последних десятилетий, с учетом того, что в последние годы внутренняя экономика и потребительский рынок переживают трудности, связанные со сдутием пузыря на рынке недвижимости, дефляцией и слабеющим потребительским спросом.

Доля чистого экспорта в приросте ВВП Китая в 2025 году оценивается примерно в 20-30% от общего прироста, что делает его одним из ключевых факторов развития экономики. По прогнозам МВФ, экспорт остается основным драйвером достижения целевого роста ВВП КНР около 5%. Так, за первые 11 месяцев года положительное сальдо торгового баланса Китая превысило рекордный \$1 трлн. При этом снижение торговых оборотов с США было с лихвой компенсировано ростом поставок товаров в другие страны Азии, Европу и Африку. В ноябре положительное сальдо достигло \$112 млрд, что является третьим по величине показателем за всю историю наблюдений и значительно превысило ожидания, поскольку экспорт вырос больше, чем импорт. Важно, что при этом китайский экспорт не страдает от укрепления юаня в этом году, поскольку китайские товары все равно имеют высокий запас привлекательности по цене. Именно растущие объемы экспорта товаров из КНР способствуют стабильно высокому притоку валюты в страну.

Потребление обеспечивает около 44-52% вклада в рост ВВП КНР, но оно остается слабым из-за дефляционных явлений и негатива на рынке жилья. Инвестиции в инфраструктуру составляют 25-30% вклада, поддерживая промышленность, но здесь в последние месяцы также есть ослабление.

Мы также видим, что индексы деловой активности Китая в III-IVквартале 2025 года прекратили улучшение и стали ухудшаться в динамике — это отражает некоторую слабость реальной экономики.



Динамика розничных продаж, инвестиций в основной капитал, промышленного производства, инвестиций в недвижимость в конце 2025 года показывают явное ухудшение. Но мы видим укрепление курса юаня — это результат взаимодействия валютной политики НБК, внешних валютных потоков и движения курса доллара. То есть это сочетание регулирования и отдельных фундаментальных факторов, а не только одно или другое.

Нельзя забывать, что курс юаня находится под жестким контролем НБК и китайские власти могут ослаблять его, чтобы сделать экспортные товары более конкурентоспособными. Также есть некоторая цикличность в поведении курса китайской валюты: достаточно часто юань слабеет к доллару в первой половине года и укрепляется во второй. Вторая половина года чаще бывает более активной для китайского экспорта в преддверии праздничного сезона в западных странах, что увеличивает приток иностранной валюты в Китай и поддерживает курс юаня.

**Техническая картина.** На недельном графике USD/CNY видно, что курс юаня постепенно укрепляется до следующего значимого уровня поддержки на 7,0 юаня. В случае пробоя этого уровня, пара USD/CNY по всей видимости может опуститься до отметки 6,95. С учетом набранных темпов усиления китайской валюты, это может быть выполнено к весне 2026 года.



**Прогноз:** мы полагаем, что в течение 2026 года пара USD/CNY может опуститься в район 6,95-6,8 юаня. Мы также ждем, что в первой половине 2026 года юань может немного ослабеть к доллару (до 7,1), но фундаментальная стабильность и сила курса юаня может сохраниться, как минимум до осени, когда власти США и КНР опять сядут за стол переговоров, чтобы еще раз обсудить торговые тарифы. По итогам 2026 года мы ждем, что пара USD/CNY будет торговаться в районе 7,05 юаня.

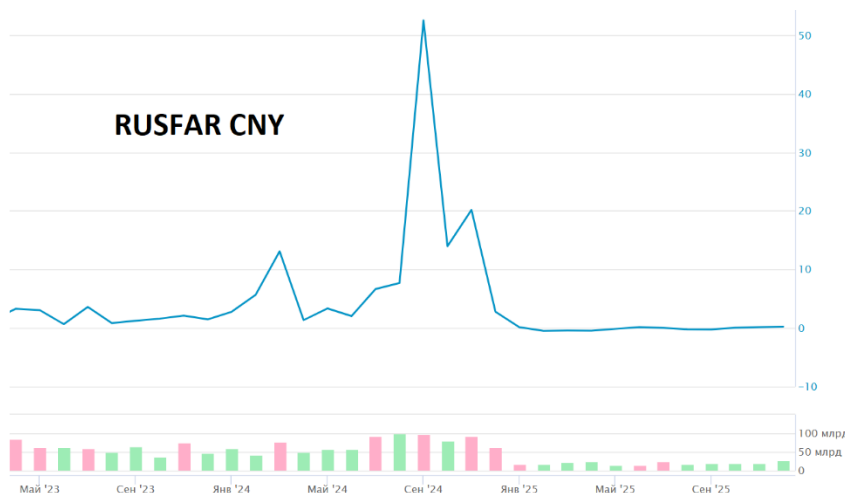
## Пара CNY/RUB

В конце IV квартала 2025 года официальный курс китайского юаня к рублю был на отметке 11,1592 руб. против 11,5978 руб. в конце III квартала. Таким образом, за IV квартал рубль укрепился к юаню примерно 3,78%. А в целом за 2025 год курс CNY/RUB снизился на 16,9%. В конце декабря 2025 года курс китайской валюты торговался примерно на уровне конца апреля. С того времени пара CNY/RUB поднималась до 12,04 руб. в сентябре и опускалась до 10,63 руб. в начале декабря.

Такой сильной динамике пары CNY/RUB способствовала общая стабильность курса рубля с тенденцией на его укрепление в 2025 году. Относительно доллара по итогам года рубль укрепился на 28%, в то время как относительно доллара курс юаня укрепился на 3,7%.

Ставка RUSFAR CNY (индикатор стоимости привлечения и размещения юаней на Московской бирже) в конце года находился на низком положительном уровне около 0,4%. Если годом ранее, то есть в конце декабря 2024 года, эта ставка была отрицательной (-0,16% на 25 декабря), что указывало на профицит юаневой ликвидности, то в декабре 2025 года ставка стабилизировалась в районе 0,38-0,49%, с

минимальными колебаниями. Соответственно, низкая и стабильная ставка RUSFAR CNY сигнализирует о достаточной ликвидности юаня на российском валютном рынке, что снижает давление на курс юаня к рублю.



Статистика по платежному балансу РФ, вышедшая в середине декабря, показала, что в октябре СТО составил \$4,3 млрд. (-50,5% (м/м) и +19,4% (г/г)). Заметный вклад внесло снижение экспорта, который сократился на \$2,6 млрд. (-6,7% (м/м)), импорт показал околонулевое изменение в месячном выражении, составив \$25 млрд. В годовом выражении сокращение импорта составило порядка 12%, что оказывает некоторую поддержку стабильности курса рубля. Положительный торговый баланс способствует более сильному курсу рубля, при том, что каналы оттока капитала из страны фактически остаются закрытыми.

При этом данные по валютной структуре поступлений за экспорт и импорт показали, что доля рубля в платежах за экспорт в октябре осталась практически на том же уровне — 59,5%. В то время, как в оплате за импорт доля рубля увеличилась до 56% против 54,4% в сентябре. Это означает, что спрос на валюту во внутреннем контуре продолжает снижаться, что также благоприятно влияет на курс рубля.

Что касается среднесрочной динамики курса рубля к другим мировым валютам, то осенью 2025 года глава ЦБ РФ Эльвира Набиуллина отметила, что укрепление российской валюты в середине года прежде всего связано с высокими ставками по рублям из-за жесткой денежно-кредитной политики. Другой важный фактор, который влиял на динамику рубля относительно юаня — высокие объемы продажи валюты экспортерами, которые значительно превосходили нормы обязательных продаж.

Поскольку подавляющие объемы российского нефтяного экспорта сейчас идут в Китай и Индию, расчеты там проходят в основном в юанях. Российские экспортеры репатрируют выручку в юанях, в то время как импортеры используют юани для покупки товаров в основном в странах Азии, где охотно принимают юани. Поскольку у России с Китаем положительное сальдо торгового баланса, недостатка в юанях на внутреннем рынке нет, что позитивно влияет на рубль.

В перспективе 2026 года для расчета динамики CNY/RUB стоит учитывать, что ЦБ РФ скорее всего продолжит снижать ключевую ставку, что окажет определенное давление на курс рубля: чем ниже будет ставка, тем слабее может быть курс рубля при прочих равных. С другой стороны, курс юаня, согласно многолетней статистике, обычно слабеет к доллару в первой половине года и укрепляется во второй (это связано с сезонным фактором внешнеторговых операций КНР).

За 11 месяцев 2025 года товарооборот между Россией и Китаем сократился на 8,7% по сравнению с аналогичным периодом 2024 года, составив \$203,675 млрд. За январь–октябрь сокращение объемов торговли было глубже — на 9,5% до \$183,24 млрд, с экспортом -6,7% (\$101,175 млрд) и импортом -12,6% (\$82,069 млрд). Ноябрь замедлил спад благодаря росту отдельных поставок (нефть, металлы). В итоге, за 11 месяцев экспорт из России в Китай уменьшился на 5,9% до \$112,068 млрд, а импорт из КНР в Россию — на

11,9% до \$91,607 млрд. Это означает снижение спроса на юани со стороны российских импортеров (падение импорта автомобилей на 68%, общий импорт снизился на 6–8%) на фоне сокращения притока валюты от экспорта энергоносителей (нефть/СПГ из-за низких цен) в КНР.

Сокращение торговли между РФ и КНР усилило укрепление рубля к юаню, снижая спрос на юань от импортеров при этом крепкий курс рубля ограничивал приток из экспорта. Переход платежей на рубли и жесткая политика ЦБ РФ по ставкам дополнительно поддерживают рубль, делая юань менее востребованным во внутреннем контуре.

**Техническая картина.** На недельном графике юаня (межбанковский рынок) видно, что в течение всего 2025 года пара CNY/RUB нашла поддержку на отметке 10,7 руб. Стоит признать, что несмотря на все фундаментальные негативные факторы (внешние санкции, снижающиеся цены на нефть, сильный курс юаня), пара CNY/RUB в конце 2025 года торговалась вполне стабильно и пока не сформировала слома этой тенденции. Текущие уровни 11,1 руб. за юань примерно соответствуют уровням середины мая. Поэтому пока «техника» не указывает на более высокие уровни рубля к юаню на среднесрочную перспективу. Ближайший уровень сопротивления CNY/RUB находится в районе 12,05 руб., а ближайшая поддержка — на 10,7 руб.



**Прогноз:** мы ожидаем, что в перспективе I квартала 2026 года курс юаня будет находиться в районе 11,0-11,9 руб. с учетом сохранения силы юаня к доллару в начале года. По нашим прогнозам, средний курс пары CNY/RUB в 2026 году составит 12,4 руб., соответственно на конец года мы ждем повышения курса юаня до 13,3 руб.



## Аналитическое управление ФГ «Финам»

[wr@corp.finam.ru](mailto:wr@corp.finam.ru)

### Аристакесян Михаил, руководитель

Инвестиционные стратегии и модельные портфели

#### Отдел анализа акций

##### Малых Наталья, руководитель

Рынок акций

##### Делицын Леонид, руководитель направления IPO

TMT-сектор

##### Додонов Игорь, заместитель руководителя

Финансовый сектор, TMT-сектор

Абрамов Максим, аналитик  
Сектор электроэнергетики

Гудым Кристина, аналитик  
Промышленный сектор

Калачев Алексей, старший аналитик  
Сырьевой сектор

Кауфман Сергей, старший аналитик  
Нефтегазовый сектор и возобновляемая энергетика

Лозовой Дмитрий, аналитик  
TMT-сектор

Магомедов Магомед, аналитик  
Потребительский сектор

Саидова Зарина, старший аналитик  
Сектор здравоохранения

#### Отдел макроэкономического анализа

##### Беленькая Ольга, руководитель

Макроэкономика, Стратегии

##### Ковалев Алексей, руководитель направления Долговой рынок

Бороданов Никита, аналитик  
Долговой рынок

Потавин Александр, ведущий аналитик  
Валютные и товарные рынки

Дудченко Николай, аналитик  
Валютные и товарные рынки

Брокерские и консультационные услуги оказывает АО «ФИНАМ». 127006, г. Москва, пер. Настасьинский, д. 7, стр. 2, комн. 33. Более подробную информацию об услугах ФГ «Финам» на российском и международных рынках вы можете получить на сайте [Finam.ru](http://Finam.ru) или у своего менеджера.

Материал носит информационный характер, не является индивидуальной инвестиционной рекомендацией или предложением приобрести упомянутые ценные бумаги. Приобретение иностранных ценных бумаг связано с дополнительными рисками. Настоящий материал и содержащиеся в нем сведения подготовлены специалистами ФГ «Финам», носят исключительно информативный характер и не могут рассматриваться ни как приглашение или побуждение сделать оферту, ни как просьба купить или продать ценные бумаги / другие финансовые инструменты, либо осуществить какую-либо инвестиционную деятельность. Представленная информация подготовлена на основе источников, которые, по мнению авторов данного аналитического обзора, являются надежными, но при этом отражает исключительно мнение авторов относительно анализируемых объектов. Несмотря на то, что настоящий обзор составлен с максимально возможной тщательностью, ни его авторы, ни ФГ «Финам» не заявляют и не гарантируют ни прямо, ни косвенно его точность и полноту. Любая информация и любые суждения, приведенные в данном материале, являются суждением на момент публикации настоящего аналитического обзора и могут быть изменены без предупреждения. Ни ФГ «Финам», ни его сотрудники не несут ответственности за какие-либо потери, возникшие в результате использования настоящего материала либо в какой-либо другой связи с ним. Копирование, воспроизводство и/или распространение настоящего материала, частично или полностью, без письменного разрешения ФГ «Финам» категорически запрещено.