

ОБЗОР МАКРОЭКОНОМИКИ РОССИИ

Содержание обзора

	Выводы: Федеральный бюджет	3
	Выводы: Макроэкономические показатели	4
	Основные макроэкономические показатели	5
01	Основные показатели федерального бюджета	6
02	Государственный долг	10
03	ДКП, инфляция и инфляционные ожидания	12
04	Динамика денежной массы	14
05	ВВП, PMI и промышленное производство	15
06	Рынок труда	17
07	Торговый баланс Российской Федерации	18
08	Валютный рынок	19
09	Нефтяной рынок	21
10	Приложение 1. Денежный рынок	22
11	Приложение 2: актуальный среднесрочный прогноз ЦБ	23

Выводы: Федеральный бюджет

- **Структурная трансформация доходной статьи бюджета.** Российский федеральный бюджет продолжает смещение в сторону нефтегазовых источников доходов. По итогам 11М2025 доля нефтегазовых доходов достигла 75,6%, что существенно превысило уровень 11М2024 в 68,3%. Рост обеспечен в первую очередь налогами, связанными с внутренней экономической активностью – НДС, налогом на прибыль и НДФЛ, что указывает на относительную устойчивость фискальной системы в условиях волатильности сырьевых рынков и санкций.
- **Нефтегазовые доходы остаются зоной ключевых рисков.** Снижение нефтегазовых доходов на -22,4% г/г отражают одновременно (а) укрепление российского рубля, (б) снижение мировых цен на нефть и (в) расширение дисконта Urals к Brent. В этих условиях растет риск недобора плановых нефтегазовых поступлений, что усиливает зависимость бюджета от нефтегазовых доходов и внутренних заимствований.
- **Устойчиво структурный дефицит федерального бюджета.** По итогам 2025 г. (исходя из оперативных данных Министерства Финансов РФ) федеральный бюджет исполняется с дефицитом порядка $\text{₽}5,6 - \text{₽}5,7$ трлн (2,6% ВВП), что соответствует уточненным параметрам закона о бюджете. Кратное расширение накопленного дефицита по сравнению с 2024 г. указывает на устойчивый структурный дисбаланс, поддерживаемый опережающим ростом расходов при стагнации доходов.
- **Рост государственного долга ускоряется, но остается контролируемым.** Государственный долг России по итогам 11М2025 оценивается в $\text{₽}38,6$ трлн, при росте 26% г/г, преимущественно за счет внутреннего долга, Уровень госдолга к ВВП (около 18%) остается умеренным (отметим, что госдолг в основном в национальной валюте, что поддерживает его устойчивость), однако расходы на его обслуживание быстро растут, доля которых в доходах бюджета превысила 8%.
- **Итоговой вывод.** Федеральный бюджет РФ входит в 2026-2028 гг. с усиливающимся структурным дефицитом, растущей долговой нагрузкой и повышенной стоимостью заимствований, при одновременном снижении роли нефтегазовых доходов, Ключевым фактором устойчивости остается внутренняя экономическая активность (налоги и т.п.), В среднесрочной перспективе бюджетная устойчивость будет зависеть от способности экономики поддерживать налоговую базу без проциклического наращивания расходов и долга.
-

Выводы: Макроэкономические показатели

- **Инфляция.** Показатели устойчивой инфляции (с.к.г.) в ноябре преимущественно снизились. При этом средние за три месяца (с сентября по ноябрь) приросты цен для большинства из них оставались выше 4%. В ближайшее время разовые факторы продолжают вносить свой вклад в инфляцию. Например, в январе 2026 г. ожидается повышение НДС на 2 п.п., что, по нашим оценкам, внесет единовременный вклад в инфляцию на уровне 0,5–1 п.п. Однако Банк России считает, что повышение налогов гораздо более предпочтительно, чем увеличение дефицита бюджета или увеличение заимствований, поскольку в противном случае это было бы более проинфляционно, причем на более длительную перспективу.
- **Ключевая ставка.** ЦБ в основных направлениях ДКП отмечает, что уровень нейтральной ставки в российской экономике должен сохраняться в диапазоне 7,5–8,5%. Этот факт говорит о том, что пространство для снижения ключевой ставки сохраняется. Однако всё будет зависеть от динамики инфляции в начале 2026 г., и если она окажется выше прогнозного диапазона, Банк России, вероятно, рассмотрит вариант с паузой в снижении, чтобы оценить ситуацию. Мы предполагаем, что ЦБ сохранит ключевую ставку на уровне 16% годовых.
- **Денежная масса.** Продолжавшийся в ноябре рост наличных денег в обращении был умеренным. Их доля в денежной массе оставалась вблизи исторического минимума. Остатки на депозитах населения в рублях в ноябре незначительно снизились по сравнению с октябрём, причем сбережения на срочных депозитах умеренно возросли, а объем средств на текущих счетах уменьшился. Данная динамика привела к тому, что денежный агрегат М2Х с исключением валютной переоценки показал прирост аналогичный прошлому месяцу на 13,1% г/г. Основной вклад в годовой прирост М2Х также продолжают вносить требования банковской системы к организациям и домашним хозяйствам.
- **ВВП.** Росстат оценил ВВП в 3кв25 в объеме 54,5 трлн. В реальном выражении рост составил 0,6% г/г, что выше оценки ЦБ (0,4%). По оценке Минэкономразвития, по итогам 11м25 рост ВВП составил +1,0% г/г, что соответствует прогнозу социально-экономического развития РФ. В ноябре ВВП превысил уровень прошлого года на +0,1% г/г после +1,6% г/г в октябре. Частично такая динамика обусловлена календарным фактором – в ноябре 2025 г. было на 2 рабочих дня меньше, чем в ноябре 2024 г. В 4кв25 годовой темп роста ВВП ожидается в диапазоне (-0,5)–0,5%. По итогам 2025 г. темп роста ВВП составит 0,5–1,0%, что не указывает на рецессию в ближайшей перспективе.
- **Рынок труда.** Ситуация на рынке труда остается напряженной. Безработица сохраняется на исторических минимумах. Рынок труда смещает фокус с оперативного реагирования, гиперспроса и массового найма на стратегическое планирование, а также удержание персонала через его профессиональное развитие и внутреннюю ротацию кадров.
- **Валютный рынок.** Учитывая стабильную ситуацию на валютном рынке, Банк России с 8.12.25 отменил ранее установленные лимиты на переводы иностранной валюты за рубеж для граждан России и дружественных стран. Указанные лимиты в значительной степени утратили свое ограничительное действие, поскольку в структуре переводов доля крупных переводов на сумму от \$500 тыс. до \$1 млн долл. США (в эквиваленте) за последние годы существенно снизилась и по итогам 3кв25 г. не превышала 3%.
- **Российская нефть.** Санкционные ограничения продолжают смещать торговый баланс российской нефти в сторону избытка предложения. На текущий момент, по данным Минэкономразвития, средняя цена нефти, используемая при определении налогов, находится на уровне \$41,3 за баррель (-17,8% м/м).

Основные макроэкономические показатели РФ

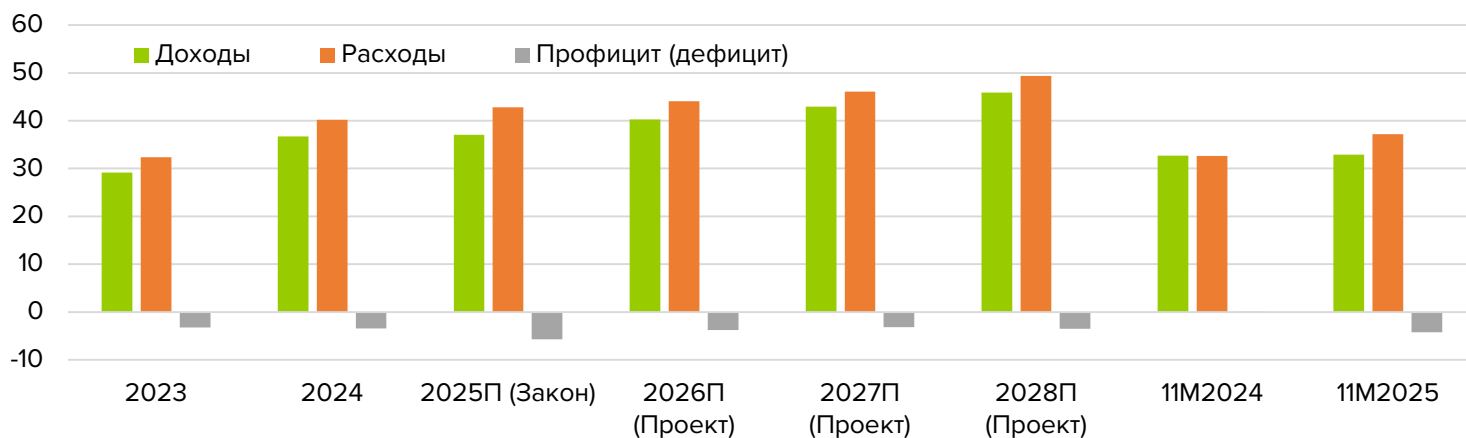
Показатель, ₽ трлн	2023	2024	Δ, г/г	11М24	11М25	Δ, г/г	2025П (Закон)	2026П (Проект)	2027П (Проект)	2028П (Проект)
Нефтегазовые	8,8	11,1	26,2%	10,3	8,0	-22,4%	8,7	8,9	9,1	9,7
Базовые НГД	8,0	9,8	22,9%	0,7	0,6	-22,9%	8,6	9,0	8,7	8,9
Дополнительные НГД	0,8	1,3	58,1%	0,1	0,0	-140,5%	0,1	0,0	0,3	0,8
Ненефтегазовые	20,3	25,6	26,0%	22,3	24,9	11,3%	28,4	31,4	33,9	36,2
НДС	11,6	13,5	16,4%	12,0	12,7	6,0%	14,5	17,5	19,3	20,7
Акцизы	1,2	1,5	23,7%	1,4	1,6	19,8%	1,6	1,7	1,7	1,8
Налог на прибыль	1,9	2,3	19,1%	2,1	3,6	74,7%	4,7	5,0	5,1	5,5
НДФЛ	0,2	0,3	112,3%	0,3	0,6	119,6%	0,8	1,1	0,8	0,8
Прочее	5,4	7,9	46,9%	6,7	6,3	-5,1%	6,9	6,1	6,9	7,4
Доля ненефтегазовых доходов	69,7%	69,7%	-3 б.п.	68,4%	75,6%	724 б.п.	76,7%	77,9%	78,9%	78,8%
Доходы, итого	29,1	36,7	26,0%	32,7	32,9	0,7%	37,1	40,3	42,9	45,9
Расходы на обслуживание госдолга	1,7	2,3	35,9%	1,9	2,7	38,8%	3,2	3,9	3,8	4,5
Расходы на обслуживание госдолга, % от доходов	5,9%	6,3%	46 б.п.	5,8%	8,1%	221 б.п.	8,6%	9,7%	8,8%	9,9%
Расходы, итого	32,4	40,2	24,2%	32,6	37,2	13,9%	42,8	44,1	46,1	49,4
Дефицит	-3,2	-3,5	7,5%	0,0	-4,3	-	-5,7	-3,8	-3,2	-3,5
ФНБ	12,0	11,9	-0,7%	13,1	13,3	1,2%	11,9	13,6	13,7	13,8
ФНБ/ВВП	6,8%	5,9%	-88 б.п.	6,9%	6,5%	-43 б.п.	5,5%	5,8%	5,3%	5,0%
Госдолг	25,4	29,3	15,3%	27,3	34,4	26,2%	38,6	43,7	48,4	53,8
Внутренний	20,7	23,7	14,6%	21,7	30,0	38,4%	32,2	37,4	42,2	47,4
Внешний	4,7	5,6	18,3%	5,6	4,4	-21,1%	6,4	6,2	6,2	6,3
Госдолг/ВВП	14,4%	14,6%	16 б.п.	14,3%	16,8%	243 б.п.	17,7%	18,6%	19,0%	19,5%
Ключевая ставка, % в среднем за период	9,9%	17,5%	7,6 п.п.	17,2%	19,4%	2,2 п.п.	19,2%	14,0%	8,0%	8,0%
Инфляция (Росстат), % г/г	7,4%	9,5%	2,1 п.п.	8,9%	6,6%	-2,3 п.п.	6,8%	4,5%	4,0%	4,0%
Динамика денежной массы (M2), % г/г	19,4%	19,2%	-0,2 п.п.	20,0%	12,3%	-7,6 п.п.	8,5%	7,5%	9,5%	9,5%
Промышленное производство, % г/г	4,3%	4,6%	0,3 п.п.	3,5%	-0,7%	-4,2 п.п.	1,5%	2,3%	3,1%	2,8%
PMI Composite, п. в среднем за период	54,2	51,8	-2,5 п.	51,8	49,8	-2,0 п.	-	-	-	-
Уровень безработицы, % в среднем за период	3,2%	2,5%	-0,7 п.п.	2,5%	2,2%	-0,3 п.п.	2,3%	2,6%	2,5%	2,3%
Торговый баланс, млрд долл.	121,7	133,0	9,3%	109,6¹	99,4¹	-9,3%	106,9	123,0	135,4	164,0
Экспорт, \$ млрд	424,7	433,1	2,0%	354,8 ¹	342,1 ¹	-3,6%	412,9	431,5	462,2	505,5
Импорт, \$ млрд	303,1	300,1	-1,0%	245,2 ¹	242,7 ¹	-1,0%	306,0	308,5	326,9	341,5
Экспортная цена на российскую нефть, \$/барр	64,5	66,6	3,3%	68,0	57,9	-14,9%	58,0	59,0	61,0	65,0
Курс доллара США	85,2	92,6	8,7%	91,7	84,1	-8,2%	86,1	92,2	95,8	100,1
ВВП, номинал	176,4	201,2	14,0%	142,3¹	151,8¹	6,7%	217,3	235,1	255,5	276,3
Динамика реального ВВП, г/г	4,1%	4,3%	0,3 п.п.	4,0%¹	1,0%¹	-3,0 п.п.	1,0%	1,3%	2,8%	2,5%

¹За первые 10 месяцев

²За первые 9 месяцев

Основные показатели федерального бюджета РФ

Рис. 1. Доходы и расходы федерального бюджета, ₽ трлн



Источник: Минфин РФ

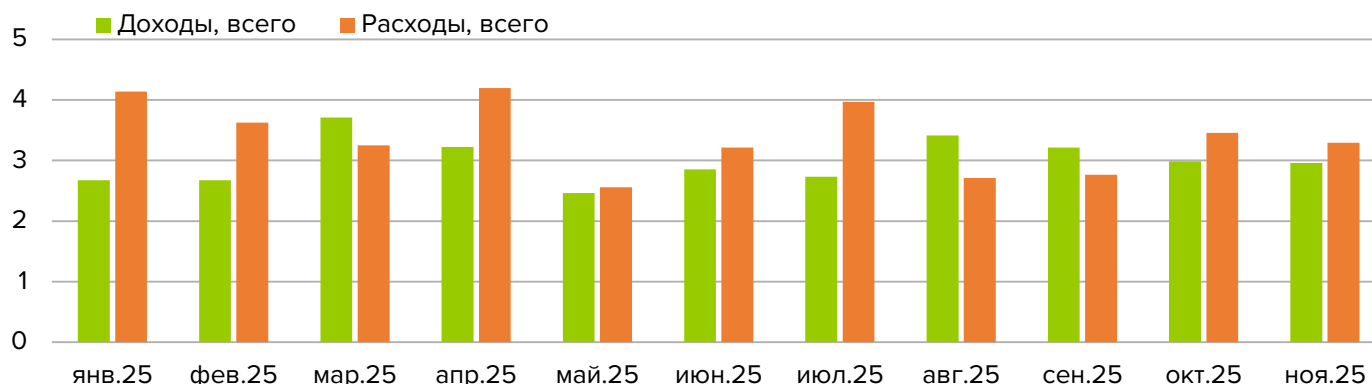
Доходы/расходы бюджета за январь-ноябрь 2025 г.

Доходы **+0,7** % г/г

Расходы **+13,9** % г/г

По предварительной оценке Минфина, за январь–ноябрь 2025 г. доходы федерального бюджета (ФБ) составили 32 899,6 млрд (+0,7% г/г), месячный прирост дохода за ноябрь составил 2 960,1 млрд, что оказалось ниже октябрьского уровня на -0,9% м/м и сентябрьского – на -8%. Бюджетные расходы выросли на 13,9% г/г, до 37 15,1 млрд, а за месяц бюджет израсходовал 3 293,3 млрд (-4,8% м/м). Снижение кассового исполнения Федерального бюджета РФ, вероятно, связано с сезонным фактором, однако в 2023 г. и 2024 г. снижение было более выраженным (-14,1% м/м и -19,8% м/м) Дефицит ФБ составил 4 275 млрд, что в 113 раза меньше прошлогоднего положительного уровня.

Рис. 2. Доходы и расходы федерального бюджета в месячном исчислении с начала года, ₽ трлн



Источник: Минфин РФ

Доходы/расходы бюджета за январь-ноябре 2025 г. в месячном исчислении

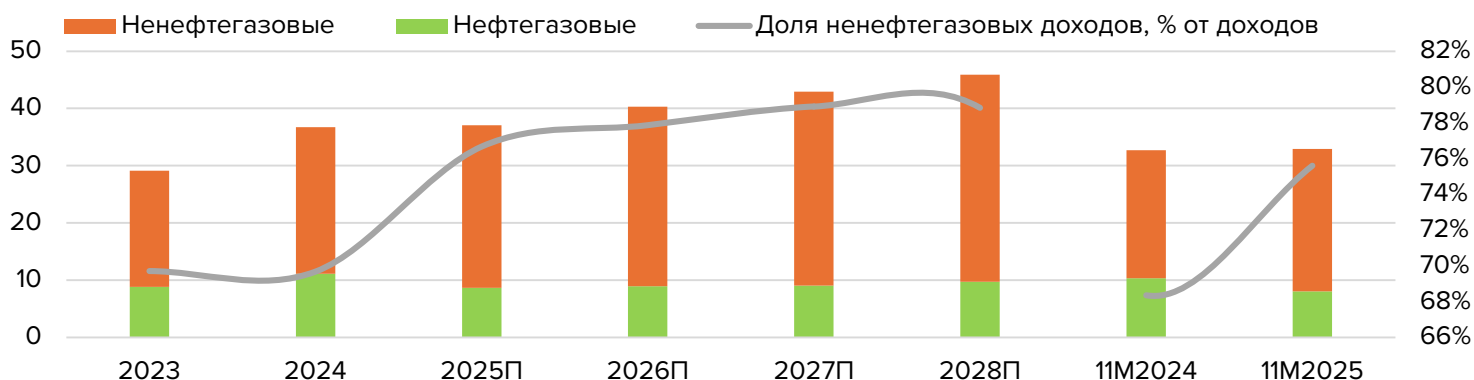
Доходы **-8,0** % м/м

Расходы **-4,8** % м/м

Тенденция замедления прироста доходной части федерального бюджета сохранилась и в ноябре. В сентябре месячный прирост доходов снизился на 6,0% м/м — до 3 214,0 млрд с 3 411,9 млрд в августе; в октябре снижение ускорилось до -7,0% м/м, а доходы составили 2 986,0 млрд. Основным фактором снижения доходной статьи ФБ — снижение нефтегазовых доходов (-40% м/м в ноябре). Расходы федерального бюджета в ноябре также снизились на -4,8% м/м — до 3 293,3 млрд по сравнению с 3 457,7 млрд в октябре.

Основные показатели федерального бюджета РФ

Рис. 3. Доходы и расходы федерального бюджета, ₽ трлн



Источник: Минфин РФ

Ключевые допущения на 2025 г.

Расчетный курс доллара США

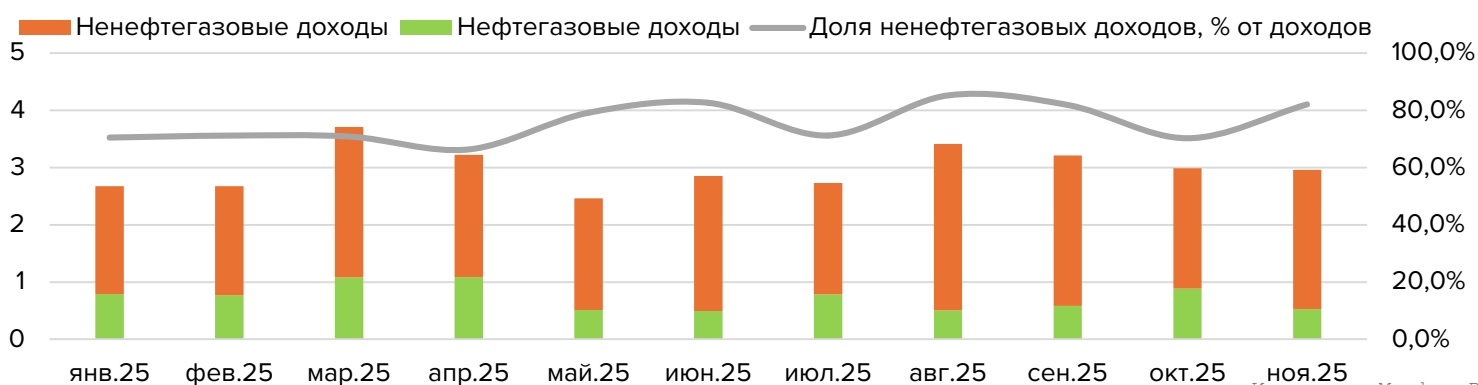
₽86,1

Экспортная цена на российскую нефть марки Urals

58 \$/барр.

Ненефтегазовые доходы (ННД) внесли 75,6% от общей суммы доходов за 11М2025, что на 7 п.п. выше уровня 11М2024 (68,4% от общей суммы доходов ФБ); они увеличились на 11,3% г/г до ₽24 870,6 млрд. Нефтегазовые доходы (НД), напротив, вновь сократились, показав снижение на -22,4% г/г до ₽8 029,0 млрд, однако динамика объясняется высокой базой прошлого года. В месячном исчислении НД снизились на -40,3% м/м, до ₽531,0 млрд, после роста на 52,6% м/м в октябре. Прирост в октябре обусловлен исключительно сборами квартального НДД. Учитывая укрепление рубля и стабильное снижение стоимости нефти и расширения дисконта Urals к Brent, существуют риски «недобрать» плановые НД на 2025 г., а именно ₽8 653,9 млрд.

Рис. 4. Структура доходов федерального бюджета в месячном исчислении с начала года, ₽ трлн



Источник: Минфин РФ

Ключевые допущения на 2025 г.

Остаток на ФНБ

₽13,2 трлн

Дефицит бюджета

₽-4,2 трлн

В ноябре доля ННД выросла на 11,9 п.п. до 82,2% с 70,3% в октябре, что объясняется снижением НД (+40% м/м) в общей сумме доходов ФБ.

Снижение объема ННД в ноябре относительно октября обусловлено тем, что в октябре в бюджет поступил квартальный налог на дополнительный доход от добычи углеводородного сырья, который составил ₽327,8 млрд (+8,5% к июлю 2025 г. и -33% к уровню апреля 2025 г.)

Основные показатели федерального бюджета РФ

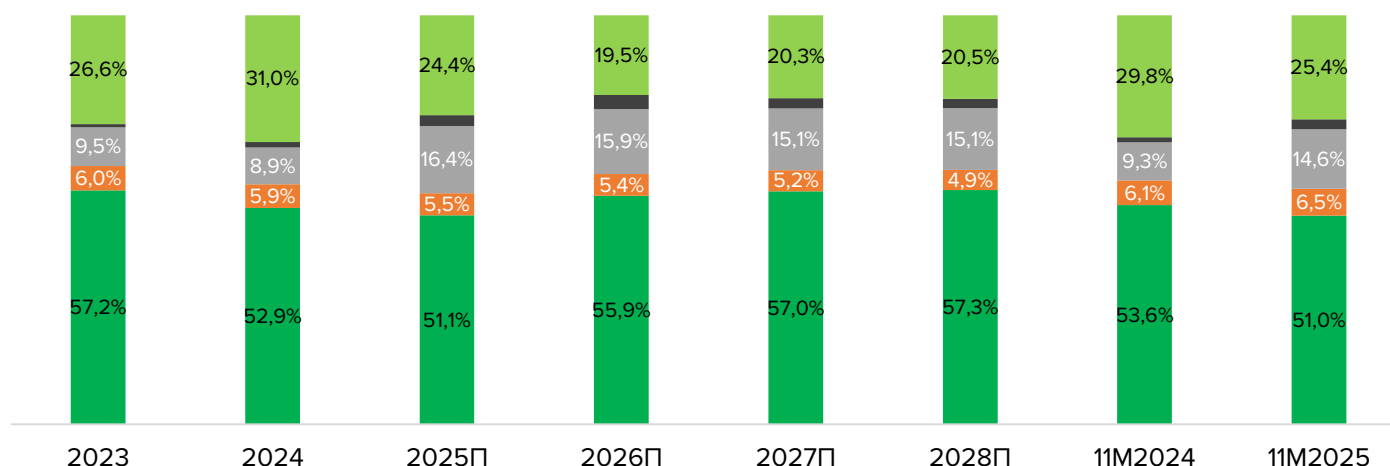
Законопроект ФЗ «О федеральном бюджете на 2026 г. и на плановый период 2027–2028 гг.», ₽ трлн

Год	2026	2027	2028
Доходы	40,3	42,9	45,9
Расходы	-44,1	-46,1	-49,4
Дефицит	-3,8	-3,2	-3,5
НД / ННД	8,9 / 31,4	9,1 / 33,9	9,7 / 36,2

По оперативным данным Министерства Финансов России федеральный бюджет в 2025 г. исполнен с дефицитом в размере 5,65 трлн, что соответствует 2,6% ВВП и совпадают с уточнёнными плановыми параметрами бюджета, принятыми осенью 2025 г. Общие доходы бюджета за год выросли на 1,6% до 37,28 трлн за счет увеличения нефтегазовых поступлений, в то время как расходы достигли 42,93 трлн при уровне исполнения 99%. Сокращение нененфтегазовых доходов на -23,8% было компенсировано ростом сборов НДС и других оборотных налогов, при этом первичный структурный дефицит удержан в пределах 1,2% ВВП, что сопоставимо со странами ЕС по данным Международного валютного фонда на октябрь 2025 г. Первичный структурный дефицит демонстрирует возможность государства финансировать текущие обязательства в долгосрочном равновесии без заимствований. В то же время устойчиво повышенный первичный дефицит может сигнализировать о повышенных рисках при устойчивом дефиците бюджета и росте долговой нагрузки.

Рис. 5. Структура нефтегазовых доходов федерального бюджета, %

■ НДС ■ Акцизы ■ Налог на прибыль ■ НДФЛ ■ Прочее



Источник: Минфин РФ

Динамика НДС за январь – ноябрь 2025 г.

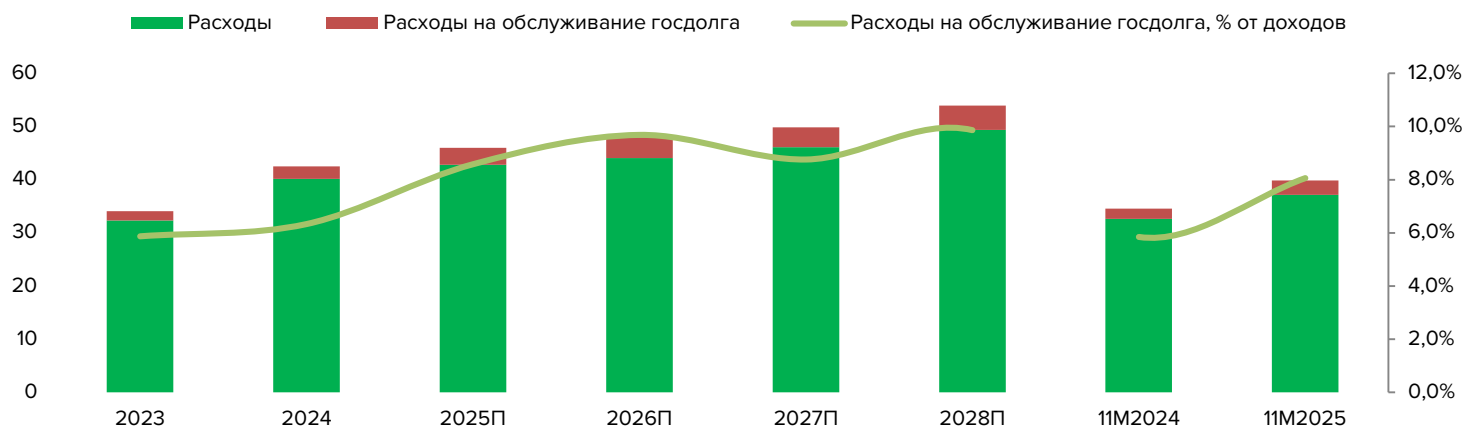
ННД, связанный с внутренним производством **+31,3** % г/г

ННД, связанный с импортом **-14,3** % г/г

Согласно данным Минфина РФ, нефтегазовые доходы Российской Федерации за период с января по ноябрь 2025 г. выросли на 11,3% г/г к аналогичному периоду 2024 г. Основной рост НДС обеспечили НДФЛ (+120% г/г) и налог на прибыль (+74,7% г/г). Доля НДС в ННД сократилась на -2,6 п.п., с 53,6% до 51,0%, доля налога на прибыль выросла на 5,3 п.п., с 9,3% до 14,6%.

Основные показатели федерального бюджета РФ

Рис. 6. Расходы федерального бюджета, ₽ трлн



Источник: Минфин РФ

Ключевые допущения на 2025 г.

Динамика расходов на госдолг за январь–ноябрь 2025 г.

+38,8 % г/г

Доля расходов на госдолг от доходов

8,1 %
(+221 б.п.)

Расчетный курс доллара США

₽86,1

Инфляция на конец 2025 г.

+6,8 % г/г

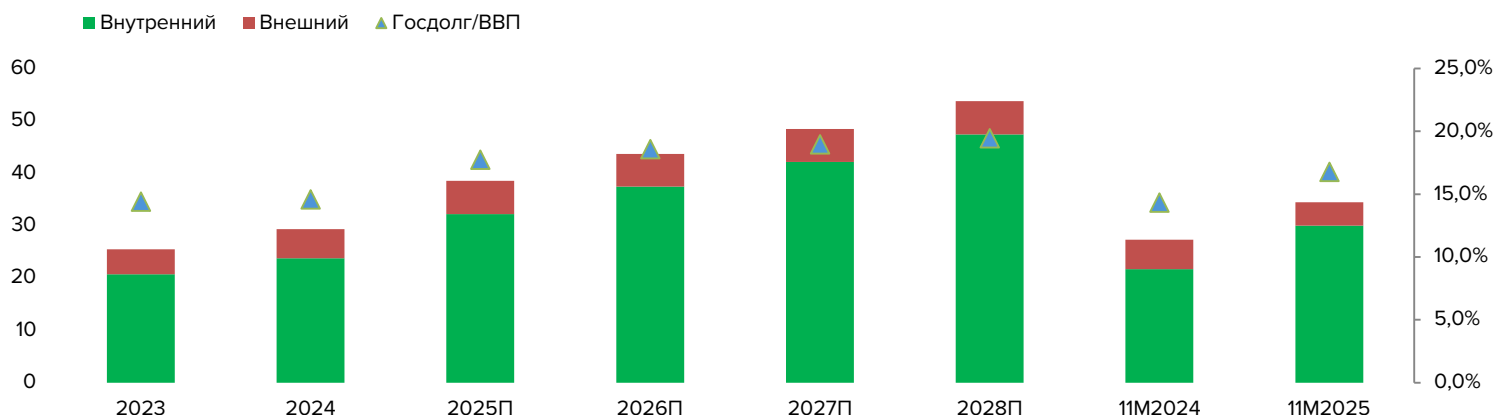
По предварительной оценке Минфина России, в январе–ноябре 2025 г. расходы ФБ составили ₽37 175,1 млрд (+13,9% г/г). В ноябре расходы снизились до ₽3 293,0 млрд (-4,5% м/м), что обусловлено эффектом высокой базы октября (традиционно в октябре расходные статьи ФБ ускоряются).

На этом фоне расширился накопленный дефицит ФБ, который практически достиг июльского уровня. Снижение дефицита бюджета в месячном исчислении составил -29,3%, а накопленный дефицит – ₽4 275,5 млрд (₽3 942,3 млрд в октябре).

В накопленном итоге за 11М2025 разрыв между доходами и расходами остаётся выше уровня прошлого года практически в 113 раз, что указывает на продолжающееся расширение структурного дефицита.

Государственный долг

Рис. 7. Динамика и структура госдолга, ₽ трлн



Источник: Минфин РФ, Минэкономразвития

Прогнозное значение размера госдолга на конец 2025 г.

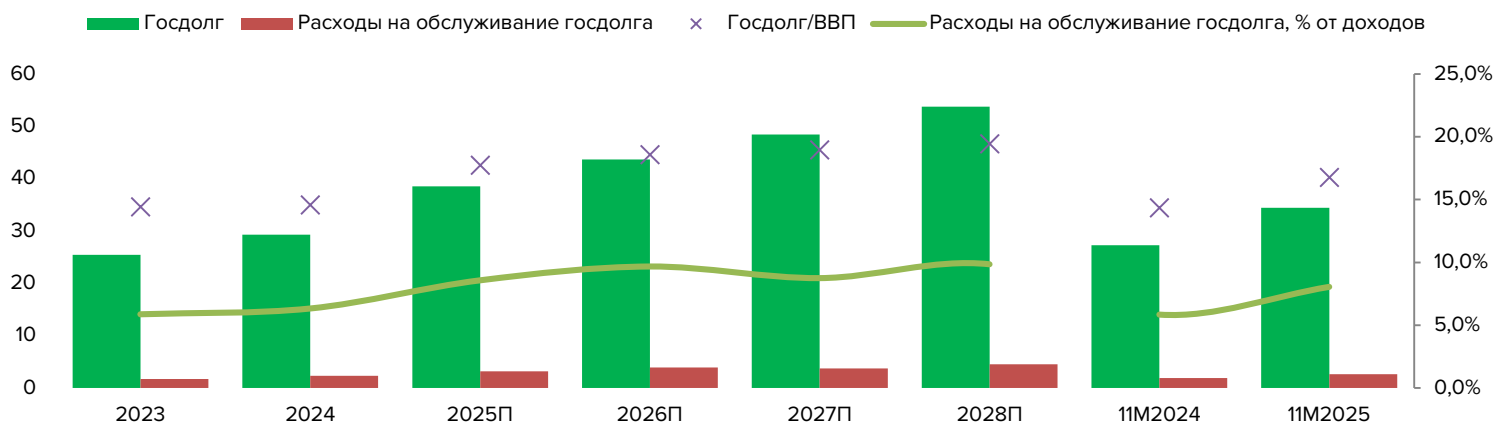
₽38,6 трлн

Прогнозная динамика госдолга по итогам 2025 г.

+59,0 % г/г

Согласно данным Минфина России, размер государственного долга на конец 2024 г. составлял ₽29 325 млрд (+7,2% г/г), на конец ноября 2025 г. – ₽34 426,7 млрд (+26,2% г/г; +17,4% с начала года). Внутренний долг страны вырос на 38,4% г/г, тогда как внешний долг снизился на 21,1% г/г, поскольку Минфин РФ привлекает заимствования исключительно на внутреннем рынке через ОФЗ с постоянным купоном. В 1 кв25 Минфин превысил план заимствований через ОФЗ (₽1 000 млрд) на 39%, 2кв25 – на 13% при плане ₽1 300 млрд, в 3кв25 – на 3% при плане ₽1 500 млрд. По оперативным данным в 4кв25 Минфин России разместил 95% от квартального плана в ₽3 800 млрд.

Рис. 8. Динамика госдолга и расходов на его обслуживание, ₽ трлн



Источник: Минфин РФ

Государственный долг на 1 декабря 2025 г.

Внутренний госдолг России

₽30,0 трлн

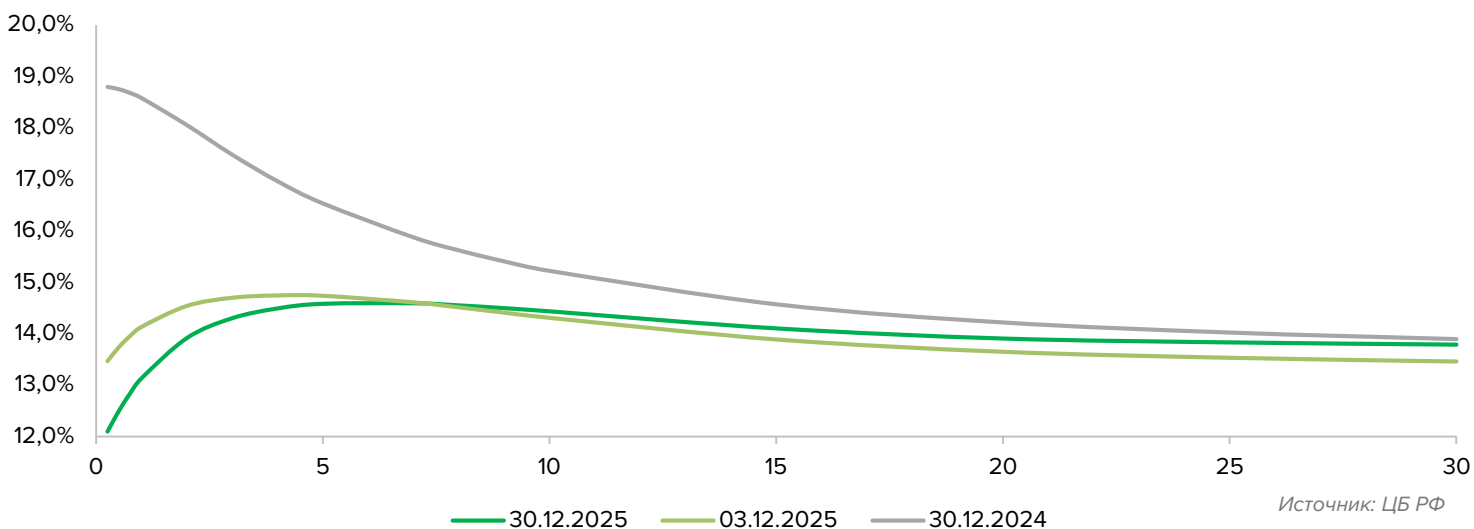
Внешний госдолг России

₽4,4 трлн

По предварительным данным, расходы федерального бюджета на обслуживание государственного долга в период с января по ноябрь 2025 г. составили порядка ₽2 650,7 млрд (+39,2% г/г; 8,2% от доходов), при этом расходы на обслуживание государственного долга за 2024 г. составляли ₽2 324 млрд (+39% г/г; 8,1% от доходов). Согласно оперативным данным, за январь - декабрь 2025 г. Минфин РФ разместил ОФЗ на ₽8 047 млрд по номиналу. Из 25 размещенных в 2025 г. выпусков 9 – с купоном выше 11%.

Государственный долг

Рис. 9. Кривые бескупонной доходности ОФЗ



Размещение ОФЗ в период с января по декабрь 2025 г.

План по размещению ОФЗ на 2025 г.

₽7,0 трлн
+59,1% г/г

Объем размещений ОФЗ-ПД по номиналу

₽6,356 трлн
+254% г/г

Объем размещений прочих ОФЗ по номиналу

₽1,7 трлн
₽2,58 трлн за 12М2024

В 2025 г., как отмечалось ранее, было размещено 25 выпусков ОФЗ, из которых 9 – с купоном выше 11%. Средневзвешенная купонная ставка за 12М2025 составила 12,08%. В ноябре были размещены не только ОФЗ-ПД, но и ОФЗ-ПК, а именно ОФЗ-ПК 29028 и ОФЗ-ПК 29029 в рамках спецсерии для коммерческих банков. Росказна разместила на депозитах ₽1,4 трлн сроком на 32 дня, что позволило нивелировать даже дисбалансы после крупного размещения.

В декабре КБД «выпрямилась»: спред между «коротким» и «длинным» концами кривой сузился, ослабляя сигнал о закладываемом рынком сценарии длительного периода жестких денежно-кредитных условий, поскольку декабрь 2025 г. ознаменовался снижением годовой инфляции, что перестроило ожидания инвесторов относительно процентной политики Банка России.

ДКП, инфляция и инфляционные ожидания

Рис. 10. Ключевая ставка ЦБ РФ, наблюдаемая и ожидаемая инфляция



Источник: Банк России

Текущие показатели ДКП

Значение
Ключевой ставки
банка России
на 30.12.25 **16,0** %
годовых

Ожидаемая
инфляция
(декабрьский опрос
инФОМ) на
ближайшие 12 мес. **13,7** % г/г

Совет директоров Банка России, по итогам планового заседания, состоявшегося 19.12.25 принял решение снизить ключевую ставку на -50 б.п., до уровня 16%, что соответствовало консенсус-прогнозу, в том числе и нашему. Риторика регулятора была несколько смягчена, но в целом была схожа с той, которая была озвучена на октябрьском заседании

Согласно опросу инФОМ, в декабре ожидания населения по инфляции на годовом горизонте увеличились до 13,7%. Наблюдаемая населением годовая инфляция не изменилась и составляла 14,5%.

Стоит отметить, что наблюдаемая инфляция среди тех, кто имеет сбережения, за месяц увеличилась и составила 13,1%, а среди тех, кто не имеет сбережений, — 15,6% (15,4% месяцем ранее). Ожидаемая инфляция среди тех, кто имеет сбережения не изменилась и составила 12,3% а среди тех, кто не имеет сбережений, — 14,6% (13,7% месяцем ранее).

Рис. 11. Динамика реальной процентной ставки в экономике



Источник: Банк России, расчеты РСХБ Управление Активами

Реальная ставка в экономике РФ на 30.12.25

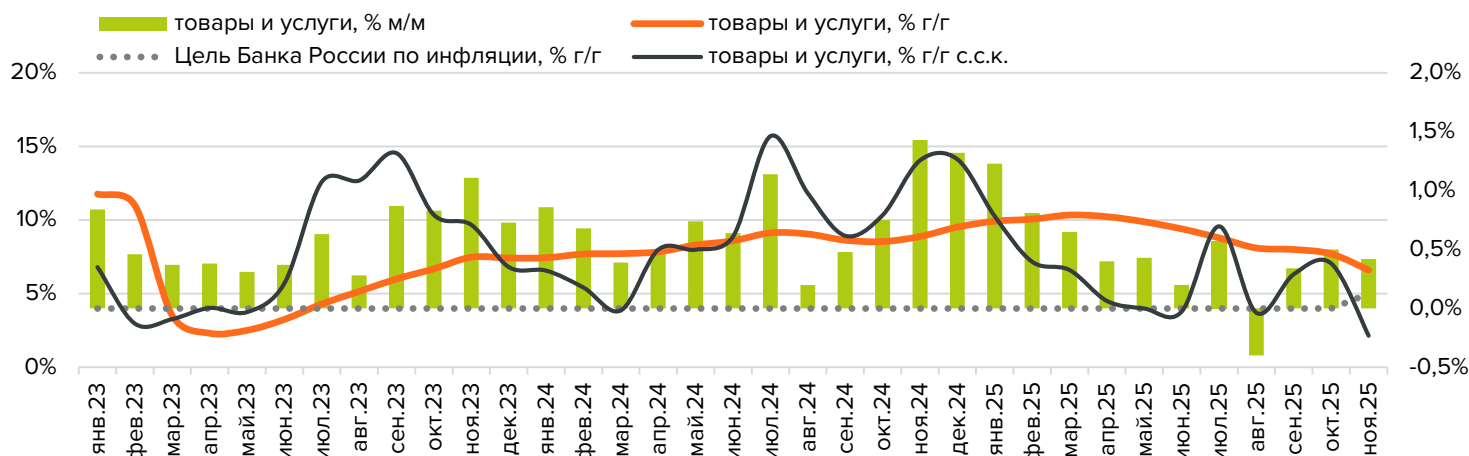
На основе ожиданий по
инфляции **2,73** %
годовых

На основе фактической
инфляции за октябрь **9,40** %
годовых

На текущий момент реальная ставка в экономике РФ продолжает оставаться на повышенном уровне. За месяц реальная процентная ставка, рассчитанная на основе инфляционных ожиданий на 12 месяцев, снизилась на 0,50 п.п. до 2,73% годовых. В то же время реальная процентная ставка (нейтральная ставка, которую таргетирует ЦБ) составила 9,40% годовых, снизившись за месяц на 0,50 п.п. При цели ЦБ поддерживать нейтральную ставку на уровне 7,5–8,5% пространство для снижения ключевой ставки сохраняется.

ДКП, инфляция и инфляционные ожидания

Рис. 12. Динамика потребительской инфляции



Источник: Росстат, Банк России, расчеты РСХБ Управление Активами

Динамика потребительской инфляции

6,60 % г/г

В ноябре 2025 г.

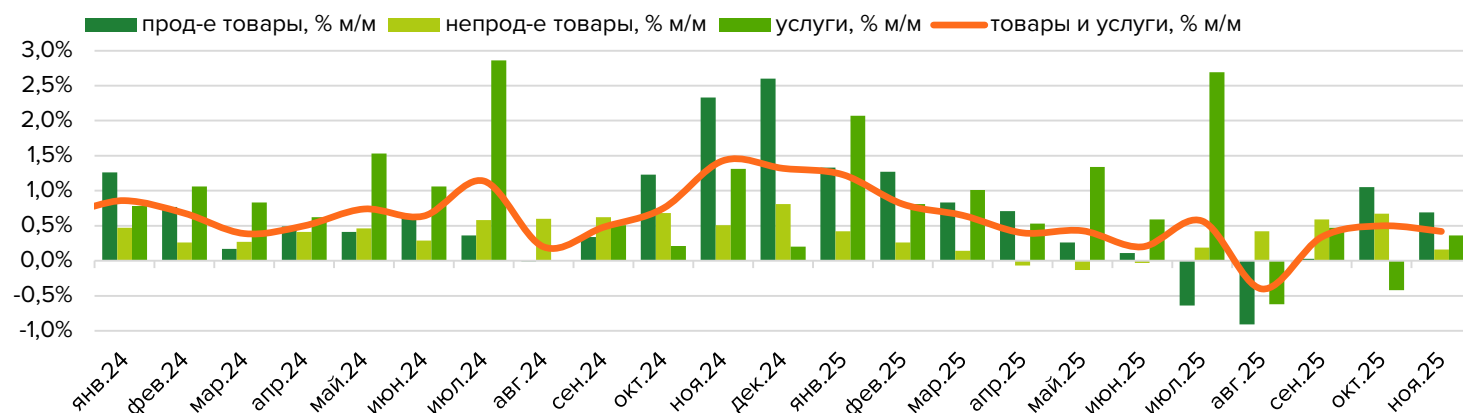
0,42 % м/м

2,16 % г/г (с.к.г.)

По итогам ноября 2025 г. потребительская инфляция (оценка Росстата) составила 0,42% м/м, или 6,60% г/г. Показатель оказался близким к 0,43% м/м получавшихся из недельных данных. Тем не менее, этот показатель оказался ниже оценки, полученной месяцем ранее (0,50% м/м) и свидетельствует о снижении потребительских цен.

По оценке Банка России, рост цен на товары и услуги с учётом сезонности в ноябре заметно снизился до 2,16% г/г (с.к.г.) (в октябре: 7,05% г/г). Банк России отметил, что замедлился рост цен как на товары и услуги с устойчивой, так и волатильной ценовой динамикой. После сильного роста в прошлые месяцы снизились цены на бензин. Показатели устойчивой инфляции (с.к.г.) в ноябре преимущественно снизились. При этом средние за три месяца (с сентября по ноябрь) приросты цен для большинства из них оставались выше 4%.

Рис. 13. Динамика потребительской инфляции в разрезе групп



Источник: Росстат, Банк России, расчеты РСХБ Управление Активами

Динамика потребительской инфляции в разрезе групп на конец ноября 2025 г.

Прод-е товары **0,69** % м/м

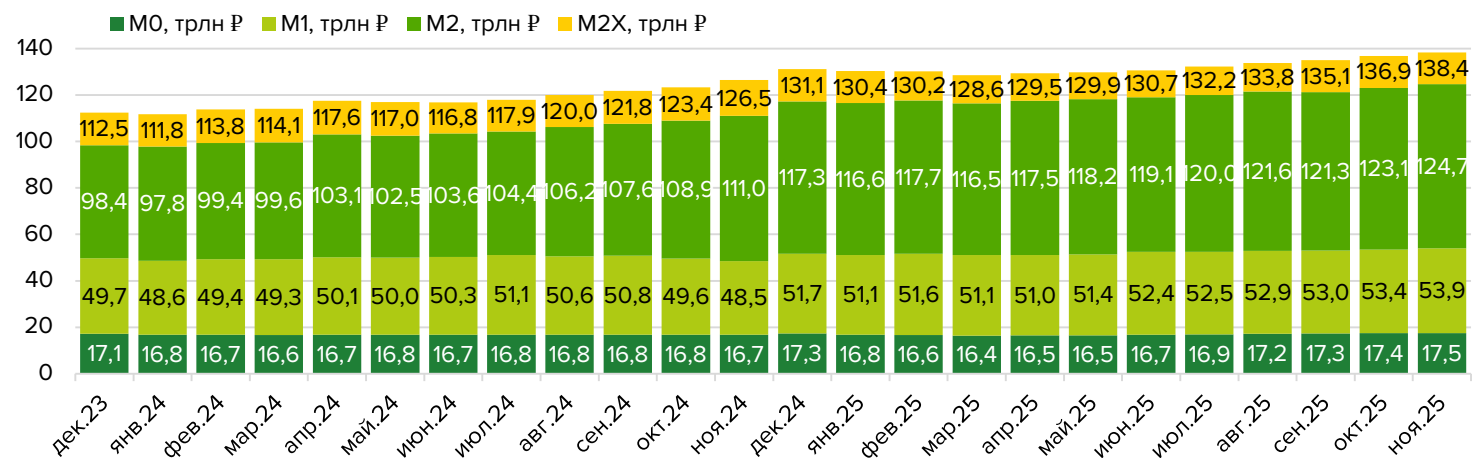
Непрод-е товары **0,16** % м/м

Услуги **0,36** % м/м

В секторе продовольственных товаров темпы роста цен снизились до 0,69% м/м: на продукты питания без плодоовощной продукции замедление до 0,29% м/м, на плодоовощную продукцию – до 4,00% м/м. В сегменте непродовольственных товаров в ноябре темпы роста цен снизились до 0,16% м/м при удешевлении бензина (-0,9% м/м). На непродовольственные товары за исключением подакцизной продукции темпы роста цен практически сохранились на уровне прошлого месяца (0,30% м/м). В секторе услуг цены изменились на 0,36% м/м за счет снижения цен на услуги зарубежного туризма (-1,0% м/м), экскурсионных услуг (-1,2% м/м), а также услуг страхования (-0,4% м/м) и услуг банков (-0,1% м/м).

Динамика денежной массы

Рис. 14. Динамика денежных агрегатов



Источник: Банк России, расчеты РСХБ Управление Активами

Агрегаты денежной массы на конец ноября 2025 г.

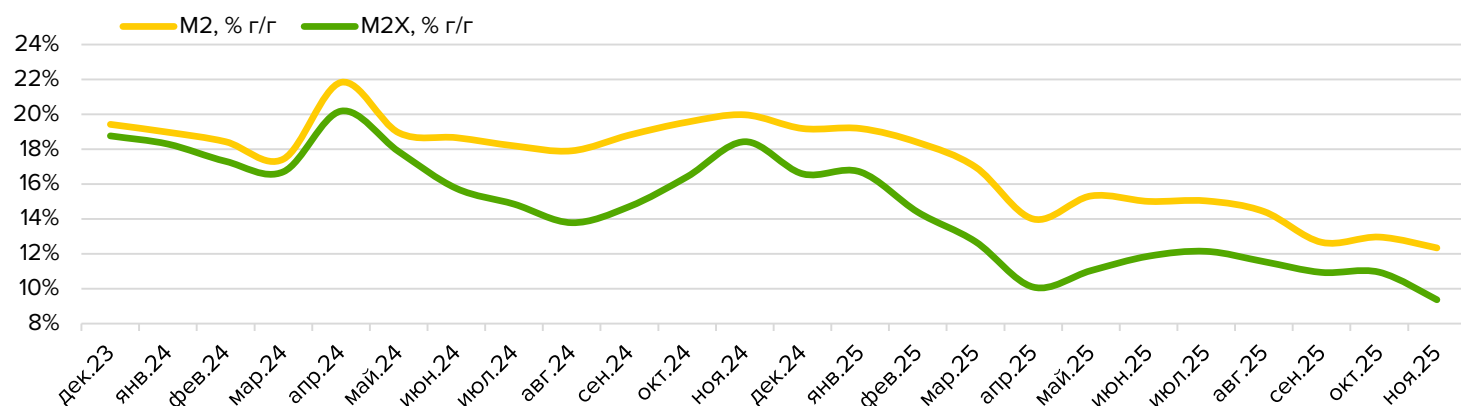
M2 **₽124,7** трлн

M2X **₽138,4** трлн

Рублевая денежная масса (M2) на 1 декабря 2025 г. составила ₽124,7 трлн. В ноябре объем денежного агрегата M2 увеличился на 1,3% м/м. Годовой темп прироста M2 также снизился и составил 12,3% г/г (13,0% в октябре). Аналогичный показатель денежного агрегата M2X с исключением валютной переоценки показал прирост аналогичный прошлому месяцу на 13,1% г/г.

Основной вклад в годовой прирост M2X продолжают вносить требования банковской системы к организациям и домашним хозяйствам. Их вклад в ноябре 2025 г. составил ₽15,1 трлн, что больше аналогичного показателя в предыдущем месяце (₽13,8 трлн). Прирост полностью определяется увеличением требований к организациям на ₽14,6 трлн, тогда как требования к домашним хозяйствам за год выросли на ₽0,5 трлн.

Рис. 15. Годовые темпы прироста денежных агрегатов



Источник: Банк России, расчеты РСХБ Управление Активами

Прогноз по динамике денежной массы M2 на конец года

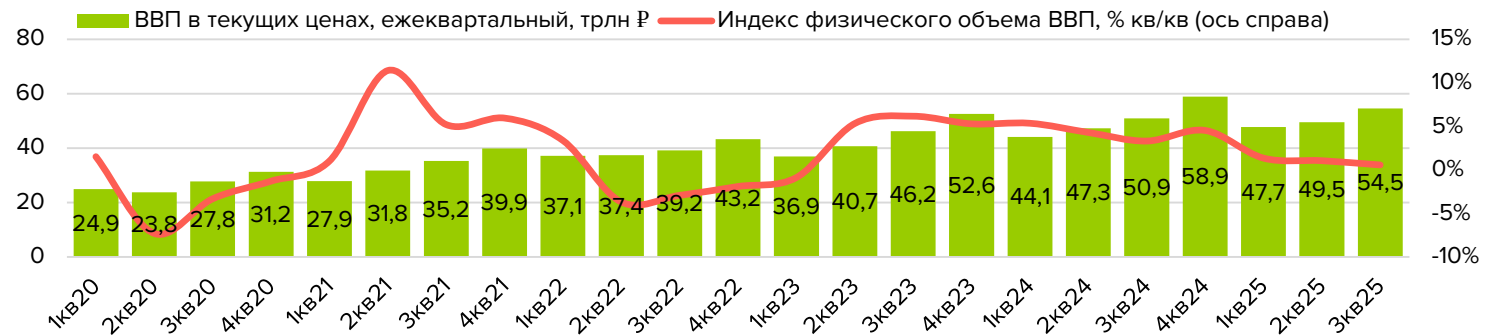
2025 г. **7-10** % г/г

2026 г. **5-10** % г/г

Продолжавшийся в ноябре рост наличных денег в обращении был умеренным. Их доля в денежной массе оставалась вблизи исторического минимума. Остатки на депозитах населения в рублях в ноябре незначительно снизились по сравнению с октябрем, причем сбережения на срочных депозитах умеренно возросли, а объем средств на текущих счетах уменьшился.

ВВП, PMI и промышленное производство

Рис. 16. Динамика ВВП



Источник: Росстат, расчеты РСХБ Управление Активами

Показатели ВВП

ВВП за 3кв25 г.

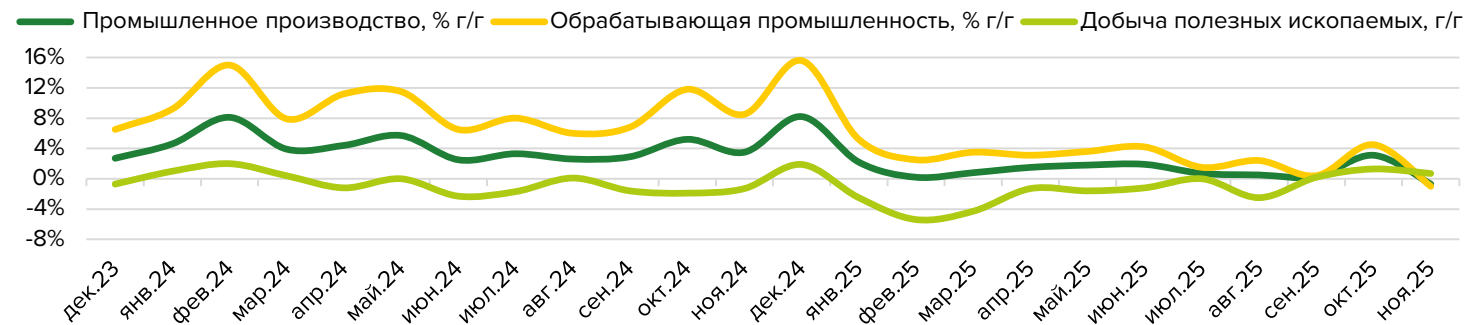
₽54,5
трлн.

Динамика реального ВВП за 3кв25 г.

+0,6
% г/г

Росстат оценил ВВП в 3кв25 в объеме ₽54,5 трлн. В реальном выражении рост составил 0,6% г/г, что выше оценки ЦБ (0,4%). По оценке Минэкономразвития, по итогам 11м25 рост ВВП составил +1,0% г/г, что соответствует прогнозу социально-экономического развития РФ. В ноябре ВВП превысил уровень прошлого года на +0,1% г/г после +1,6% г/г в октябре. Частично такая динамика обусловлена календарным фактором – в ноябре 2025 г. было на 2 рабочих дня меньше, чем в ноябре 2024 г. В 1кв25 ВВП вырос на 1,4% г/г, что ниже прогноза Банка России (2,0%). Фактические данные за 2кв25 показывают более быстрое охлаждение внутреннего спроса, чем ожидалось. По оценке Банка России, положительный разрыв выпуска уменьшался как в 1кв25, так и во 2кв25, что отразилось в замедлении роста цен. В 4кв25 ожидается рост ВВП в диапазоне -0,5...0,5%, на 2025 г. диапазон был снижен до 0,5...1,0%.

Рис. 17. Динамика промышленного производства



Источник: Росстат, расчеты РСХБ Управление Активами

Показатели промышленного производства РФ за ноябрь 2025 г.

Промышленное производство **-0,7** % г/г

Обрабатывающая промышленность **-1,0** % г/г

Добыча полезных ископаемых **+0,7** % г/г

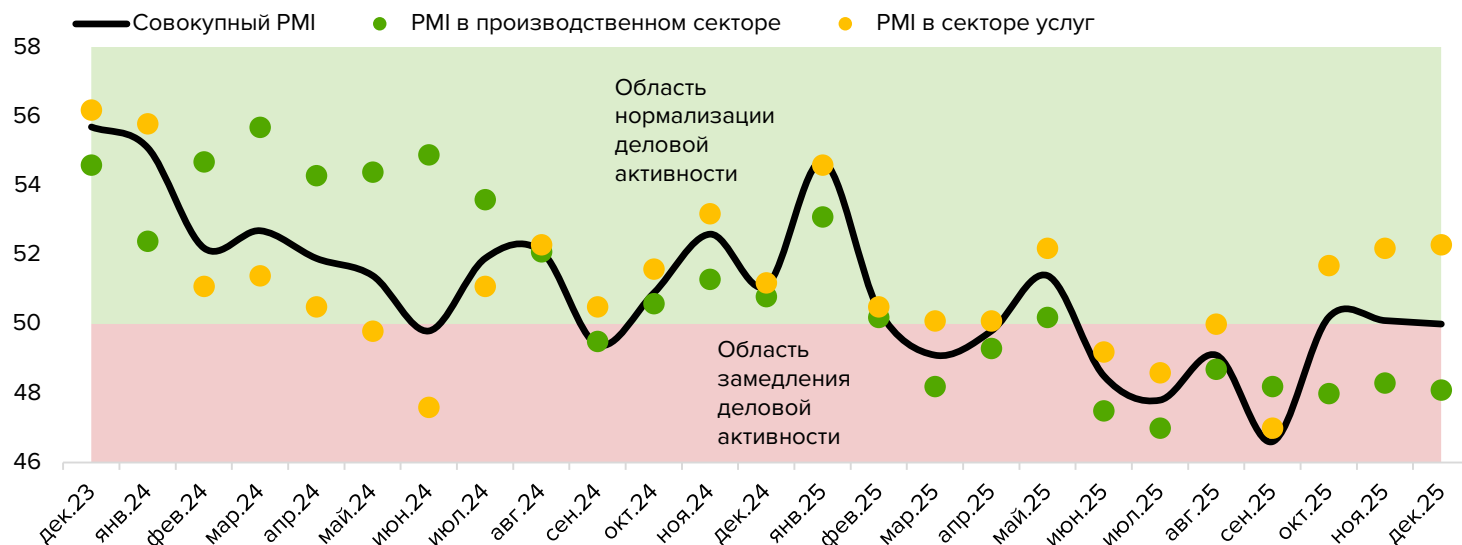
Индекс промышленного производства по итогам 11м25 в целом увеличился на +0,8% г/г. В ноябре выпуск промышленности составил -0,7% г/г после ускорения темпов роста до +3,1% г/г в октябре. Частично такая динамика в промышленности обусловлена календарным фактором – в ноябре 2025 г. было на 2 рабочих дня меньше, чем в ноябре прошлого года.

Выпуск обрабатывающей промышленности за 11м25 вырос на +2,6% г/г. Динамика выпуска обрабатывающего сектора в ноябре составила -1,0% г/г после роста на +4,5% г/г в октябре. Драйвером роста за прошедшие 11м25 оставался машиностроительный комплекс, производство отраслей которого увеличилось на +7,1% г/г. В ноябре выпуск составил -5,4% г/г после роста на +6,8% г/г в октябре. Выпуск нефтеперерабатывающего комплекса по итогам 11м25 составил -0,4% г/г. В ноябре темпы роста выпуска составили +0,4% г/г после -0,1% г/г в октябре.

За 11м25 динамика выпуска в добывающем секторе составила -1,5% г/г. При этом в ноябре рост производства добывающей промышленности составил +0,7% г/г после +1,3% г/г месяцем ранее. В ноябре сохранялся рост в добыче металлических руд – на +1,9% г/г после +1,5% г/г месяцем ранее, а также улучшилась динамика в добыче угля (-0,3% г/г после -1,3% г/г).

ВВП, PMI и промышленное производство

Рис. 18. Динамика индексов деловой активности



Источник: S&P Global, расчеты РСХБ Управление Активами

Показатели индексов PMI РФ за ноябрь 2025 г.

Совокупный индекс PMI **50,1 п.**

PMI в производственном секторе **48,3 п.**

PMI в секторе услуг **52,2 п.**

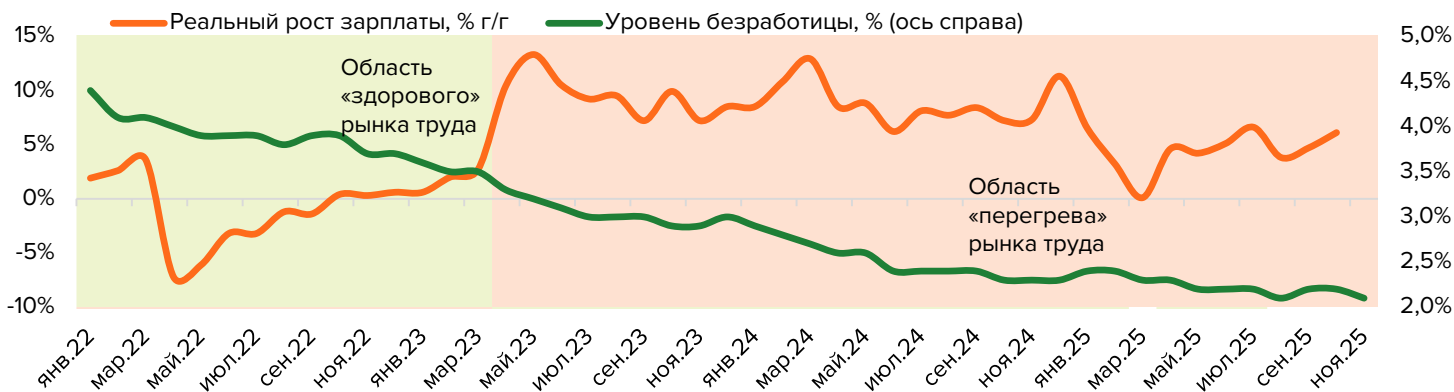
Ситуация в обрабатывающей промышленности России продолжила ухудшаться шестой месяц подряд, хотя темпы снижения несколько замедлились: индекс деловой активности в производственном секторе (PMI) в ноябре вырос на 0,3 п. м/м до 48,3 п. с 48,0 п. в октябре. Ключевым негативным фактором стало ускоренное падение объемов производства, связанное с сохраняющимся сокращением новых заказов и усилившимися сбоями в поставках сырья, которые привели к наибольшему за 9 месяцев удлинению сроков доставки. При этом снижение новых заказов происходило в основном из-за вялого внутреннего и внешнего спроса. Несмотря на сокращение деловой активности, компании возобновили рост занятости, незначительно увеличив численность персонала, что позволило ускорить выполнение незавершенных заказов. Инфляционное давление усилилось: затраты производителей росли самыми быстрыми темпами с мая, что привело к заметному ускорению роста отпускных цен. Деловые ожидания несколько улучшились по сравнению с октябрьским минимумом, но остаются на низком уровне, поддерживаясь планами по инвестициям в новые продукты и технологии.

Сектор услуг России продолжил рост: на 0,5 п. м/м — с 51,7 п. в октябре до 52,2 п. в ноябре. Рост был поддержан возобновлением увеличения новых заказов, которое, хотя и оставалось незначительным, прервало 4-месячную полосу их сокращения. Улучшение условий спроса также способствовало нарастанию давления на производственные мощности, что выразилось в ускоренном росте объема невыполненных заказов. В ответ компании продолжили увеличение численности персонала, хотя темпы создания рабочих мест замедлились. Инфляционное давление в секторе сохранилось, но темпы роста как затрат на ресурсы (в основном из-за роста зарплат и расходов на поставщиков), так и отпускных цен замедлились и остались ниже средних исторических значений. Деловые ожидания улучшились по сравнению с октябрьским минимумом, поддерживаясь планами по запуску новых продуктов и привлечению клиентов, однако общий уровень оптимизма остается сдержанным.

В итоге композитный индекс PMI уже второй месяц подряд остается в зоне нормализации деловой активности на уровне 50,1 п. (-0,1 п. м/м).

Рынок труда

Рис. 19. Динамика уровня безработицы и реального роста зарплат



Источник: Росстат

Показатели рынка труда РФ

Безработица на ноябрь 2025 г. **2,1%**

Рост реальной зарплаты на октябрь 2025 г. **+6,1% г/г**

Среднемесячная номинальная начисленная заработная плата в целом по экономике РФ **₽99,7 тыс.**

На рынке труда в среднем за 11м25 уровень безработицы составил 2,2% рабочей силы. В ноябре уровень безработицы вновь снизился до 2,1% рабочей силы (2,2% в сентябре – октябре 2025 г.).

В целом за 10м25 номинальная заработная плата увеличилась на +14,4% г/г и составила ₽96 627, реальная – на +4,7% г/г. В октябре 2025 г. темпы роста заработных плат ускорились по сравнению с предыдущим месяцем. Номинальная заработная плата выросла на +14,3% г/г против +13,1% г/г в сентябре и составила ₽99 707, реальная – выросла на +6,1% г/г против +4,7% г/г.

Ситуация на рынке труда остается напряженной. Безработица сохраняется на исторических минимумах. Кроме того, опросы предприятий указывают на некоторое снижение дефицита кадров. Отдельные компании переводят сотрудников на неполную рабочую неделю. Предприятия продолжают удерживать персонал, опасаясь проблем с наймом в будущем. При этом их планы по повышению зарплат стали более сдержанными по сравнению с началом года.

Рис. 20. Динамика hh.индекса (соотношение кол-ва активных резюме к кол-ву активных вакансий на рынке)



Источник: hh.ru, расчеты РСХБ Управление Активами

Рынок труда по данным hh.ru на декабрь 2025 г.

hh.индекс **8,6 п.**

Изм. среднего числа активных вакансий **-28% г/г**

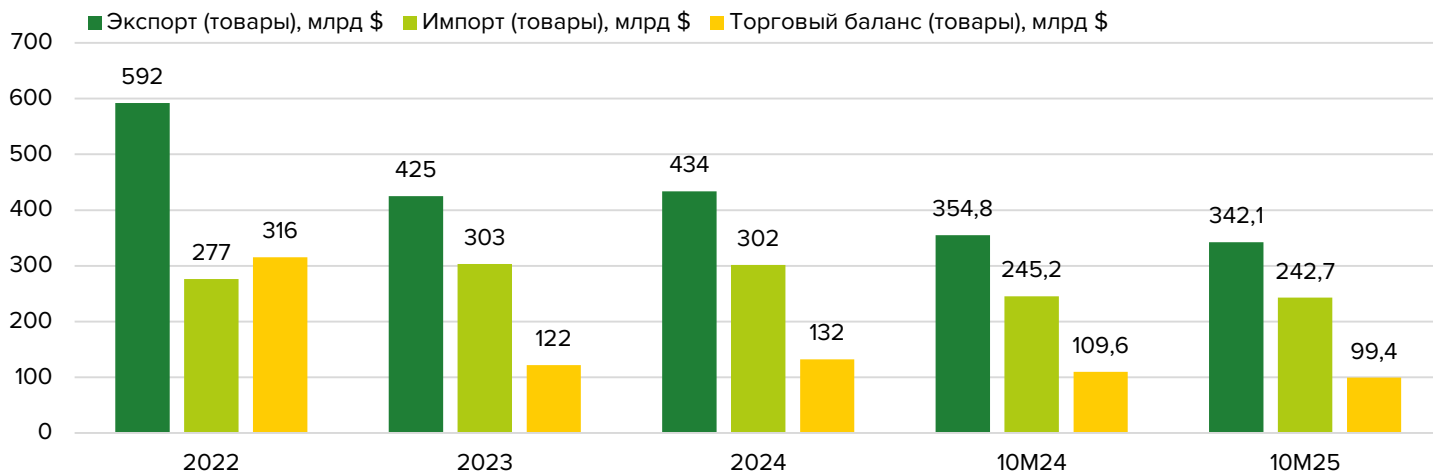
Изм. среднего числа активных резюме **+37% г/г**

В декабре hh.индекс увеличился до 8,6 п., прибавив 0,5 п. м/м. Розничная торговля остаётся сферой с наименьшим значением hh.индекса, указывающим на дефицит кадров.

Рынок труда смещает фокус с оперативного реагирования, гиперспроса и массового найма на стратегическое планирование, а также удержание персонала через его профессиональное развитие и внутреннюю ротацию кадров. Основа спроса на рынке труда остаётся неизменной: 2/3 вакансий сосредоточены в сферах рабочего персонала, ретейла, производства, строительства, транспорта, ИТ. Медианная предлагаемая зарплата увеличилась на ₽400 и составила ₽84 200, ожидаемая же осталась на уровне ₽80 000.

Торговый баланс Российской Федерации

Рис. 21. Экспорт, импорт и торговый баланс Российской Федерации



Источник: Росстат, Банк России, расчеты РСХБ Управление Активами

Показатели внешней торговли РФ за 10м25 г.

Импорт
\$242,7 млрд
 -1,0 % г/г

Экспорт
\$342,1 млрд
 -3,6 % г/г

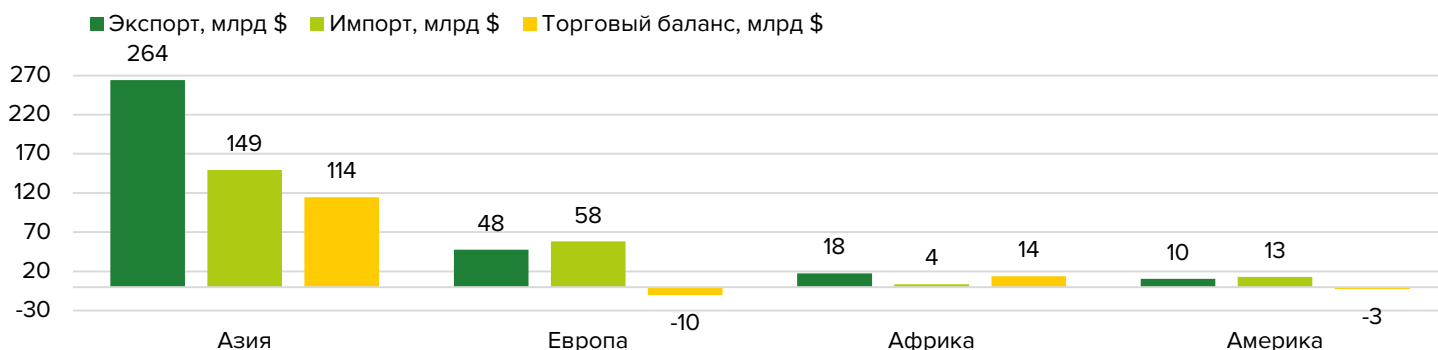
Торговый баланс
\$99,4 млрд
 -9,3 % г/г

Профицит баланса внешней торговли товарами за 10м25 уменьшился до \$99,4 млрд против \$109,6 млрд за 10м24 (-9,3% г/г) за счет снижения экспорта (-3,6% г/г) при относительно устойчивых объемах импорта (-1,0% г/г).

Дефицит баланса услуг расширился до -\$40,2 млрд против -\$30,1 млрд за 10м24 за счет увеличения импорта услуг (+20,7% г/г до \$77,6 млрд) при менее значительном росте экспорта (+9,4% г/г до \$37,3 млрд).

Основными торговыми партнёрами остаются страны Азиатского региона. По итогам 10м25, по данным ФТС, торговый баланс с этой группой составил \$114 млрд. Вторым значительным торговым партнёром остаются страны Европейского региона, однако с ними наблюдается дефицит торгового баланса в -\$10 млрд. Также вырос чистый экспорт в Африку до \$14 млрд.

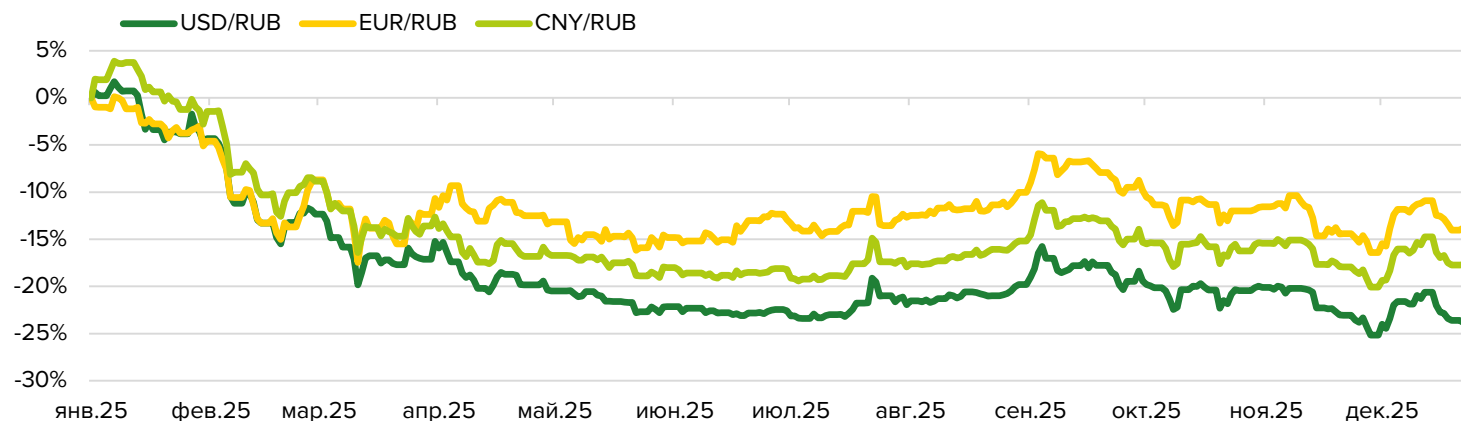
Рис. 22. Экспорт, импорт и торговый баланс в разрезе регионов за 10M25



Источник: ФТС, расчеты РСХБ Управление Активами

Валютный рынок

Рис. 23. Динамика курса китайского юаня, доллара США и евро по отношению к российскому рублю с начала 2025 г.



Источник: Банк России, расчеты РСХБ Управление Активами

Динамика курса рубля (Банк России) с начала 2025 г. на 31.12.2025

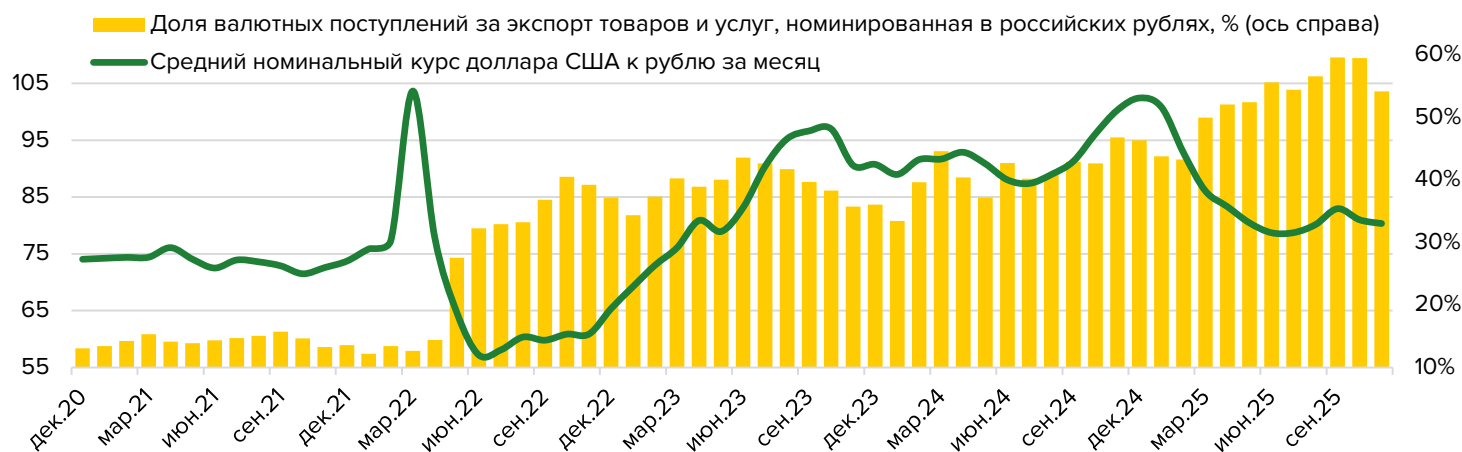
Долл. США **78,2** (-23,1 %)

Евро **92,1** (-13,2 %)

Юань **11,2** (-16,9 %)

Начиная с января 2025 г. на внутреннем валютном рынке сложились условия для последовательного укрепления рубля. Укрепление рубля в значительной степени связано с положительным торговым балансом и проводимой жесткой ДКП Центрального банка: высокие рублевые процентные ставки сдерживают спрос на импорт, а высокий дифференциал процентных ставок повышает привлекательность рублевых активов и сбережений для населения и бизнеса. Учитывая стабильную ситуацию на валютном рынке, Банк России с 8.12.25 отменил ранее установленные лимиты на переводы иностранной валюты за рубеж для граждан России и дружественных стран. Указанные лимиты в значительной степени утратили свое ограничительное действие, поскольку в структуре переводов доля крупных переводов на сумму от \$500 тыс. до \$1 млн долл. США (в эквиваленте) за последние годы существенно снизилась и по итогам 3кв25 г. не превышала 3%.

Рис. 24. Курс доллара и валютные поступления от экспорта товаров и услуг



Источник: Банк России, расчеты РСХБ Управление Активами

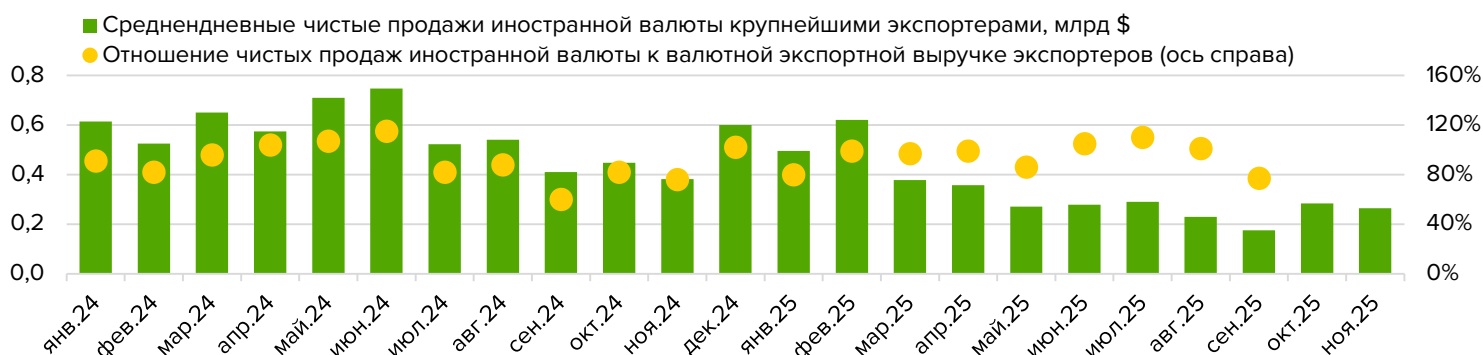
Валютная структура поступлений за экспорт товаров и услуг, в российских рублях, %

За ноябрь 2025 г. **54,2 %**

Валютная структура экспортных поступлений влияет на спрос и предложение соответствующих валют на внутреннем валютном рынке. С начала года увеличилась доля валютных поступлений в структуре импорта товаров и услуг. На конец ноября 2025 г. она составила 54,9% (меньше, чем было в октябре, что привело к краткосрочному ослаблению рубля). Если поступление иностранной валюты носит стабильный характер, которая затем продаётся на рынке, это может привести к дальнейшему укреплению рубля по отношению к этим валютам.

Валютный рынок

Рис. 25. Чистые продажи валюты крупнейшими экспортерами



Источник: Банк России, расчеты РСХБ Управление Активами

Отношение чистых продаж иностранной валюты к валютной экспортной выручке российских экспортеров

За сентябрь 2025 г.² **77,0%**

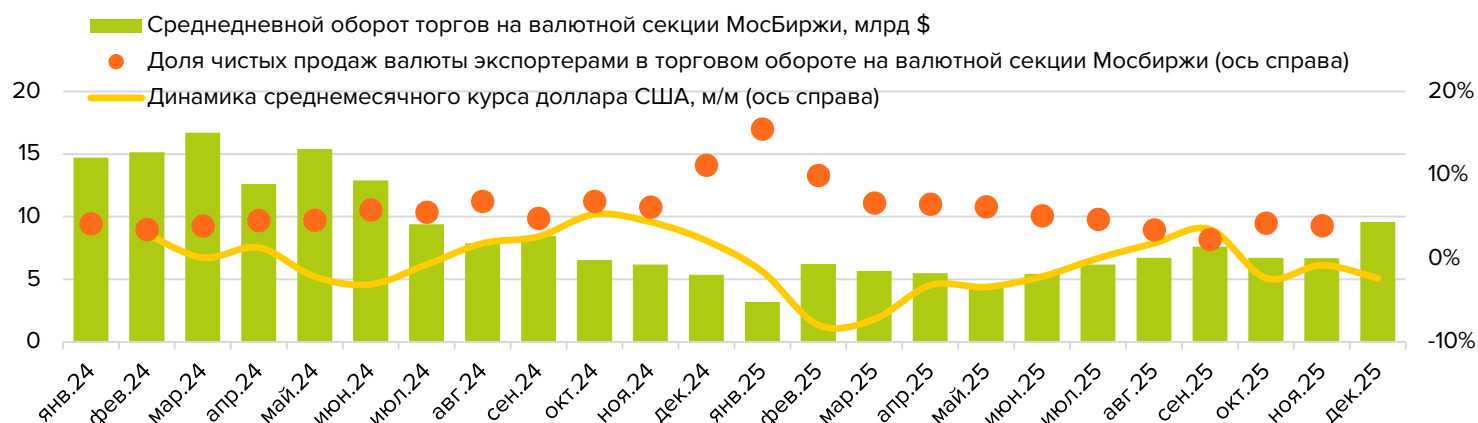
²Последние актуальные данные по отношению чистых продаж иностранной валюты крупнейшими экспортерами – за сентябрь 2025 г.

Чистые продажи 29 компаний из числа крупнейших российских экспортеров в ноябре снизились на 16,7% м/м, до \$6,9 млрд, на фоне снижения цен на нефть (средненежные чистые продажи на фоне большего количества торговых дней снизились (на 7,0% м/м) и составили \$264 млн).

Отношение чистых продаж иностранной валюты к валютной экспортной выручке крупнейших экспортеров в сентябре 2025 г. составило 77%. Это на 24 п.п. ниже, чем в августе 2025 г., из-за временного сокращения продажи валюты рядом компаний перед погашением валютных обязательств перед российскими банками.

Напомним, что 14.08.25 правительство РФ отменило нормативы обязательной продажи валютной выручки экспортёрами. Данное изменение пока не оказывает значительного влияния на динамику курса рубля. Это обусловлено тем, что высокий уровень процентных ставок по-прежнему стимулирует экспортёров оперативно реализовывать иностранную валюту с целью инвестирования средств в рублёвые активы, работает т.н. механизм дифференциала процентных ставок.

Рис. 26. Биржевой торговый оборот в рамках валютной секции МосБиржи



Источник: Банк России, МосБиржа, расчеты РСХБ Управление Активами

Показатели за ноябрь 2025 г.

Средненежный оборот торгов на валютной секции МосБиржи **\$6,7 млрд**

Доля чистых продаж валюты экспортерами **3,9%**

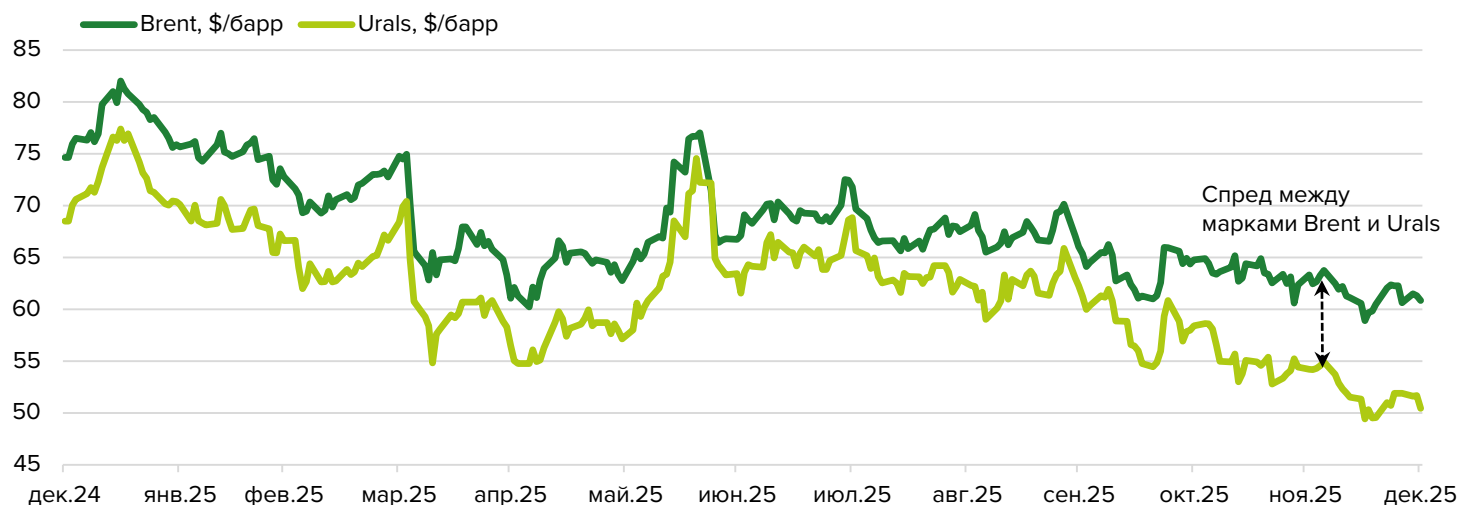
Совокупный спрос на валюту со стороны юридических лиц (без учета банков), преимущественно импортеров, в ноябре снизился по сравнению с октябрём с \$2,6 трлн до \$2,2 трлн (среднее значение за 2025 г. – \$2,4 трлн).

Нетто-покупки валюты физическими лицами немного сократились относительно предыдущего месяца и составили \$148,8 млрд (в октябре – \$158,6 млрд). Однако они остались выше средних значений 2025 г. (\$91,8 млрд) на фоне отдельных крупных покупок.

С начала года физические лица приобрели иностранной валюты на 1,07 трлн руб. (год назад – на 1,04 трлн руб.).

Нефтяной рынок

Рис. 27. Динамика спотовых цен на нефть марок Urals и Brent



Источник: Cbonds

Динамика спотовых цен нефти с начала 2025 г. на 31.12.2025

Brent, \$/барр.	60,9 (-18,4 %)
Urals, \$/барр.	50,4 (-26,4 %)
Спред, \$/барр. на 31.12.2025	-10,4 (-4,3 \$/барр.)

Котировки нефти продолжили снижение. Цена на нефть марки Brent за месяц снизилась на -2,26% м/м, марки Urals: -2,83% м/м. Спред на спотовом рынке расширился и на текущий момент составляет 10,4 \$/барр.

Страны ОПЕК в декабре добыли 26,741 млн баррелей в сутки, что на 26 тыс. б/с выше, чем в ноябре. Об этом говорится в ежемесячном отчете организации. Россия, по данным ОПЕК, в декабре снизила добычу нефти на 6 тыс. б/с до 8,985 млн б/с, но была на 7 тыс. б/с выше оговоренного уровня.

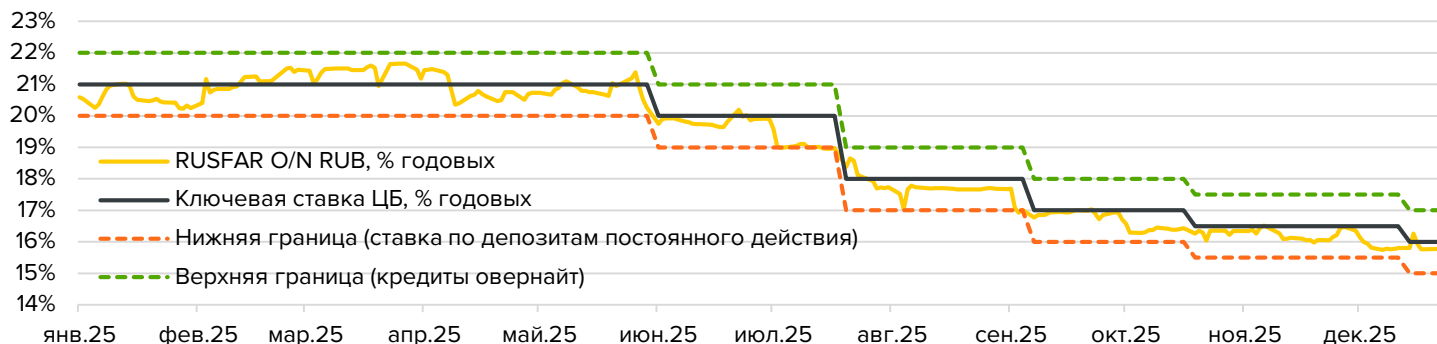
Геополитический фактор продолжает играть не последнюю роль в определении цен на нефть. Великобритания ввела санкции против ряда нефтегазовых компаний, одними из них оказались ПАО «Татнефть», ПАО «Руснефть», АО «ННК-Ойл» и АО «Руснефтегаз». Из-за действующих санкций против «Роснефти» и «Лукойла» и правил, запрещающих продажу в Европу продуктов, произведенных из российской нефти, некоторые индийские НПЗ сократили закупки российской нефти. Напомним, что ЕС и Великобритания снизили предельный уровень цен на российскую нефть с \$60 до \$47,6 за баррель.

Все вышеизложенное продолжает смещать торговый баланс российской нефти в сторону избытка предложения. На текущий момент, по данным Минэкономразвития, средняя цена нефти, используемая при определении налогов, находится на уровне \$41,3 за баррель (-17,8% м/м). В условиях ограничения сбыта Россия наращивает экспорт в Китай, который с 2022 г., наряду с Индией, остается ключевым покупателем. Китай импортирует примерно 1,4 млн б/с российской нефти по морю и около 900 тыс. б/с по трубопроводам.

Несмотря на тарифные войны, глобально спрос на нефть продолжает увеличиваться. Согласно оценкам ОПЕК, по итогам 2025 г. мировой спрос на нефть вырастет на 1,3 млн б/с г/г (среди стран ОЭСР на 0,13 млн б/с, среди стран не входящих в ОЭСР на 1,17 млн б/с). В 2026 г. картель прогнозирует прирост мирового спроса еще на 1,4 млн б/с из которых спрос среди стран ОЭСР вырастет на 0,1 млн б/с, а среди стран не входящих в ОЭСР на 1,2 млн б/с. В октябре 2025 г. ОПЕК приступила к смягчению ограничений на добычу общим объемом в 1,6 млн б/с. Из них на Россию приходится 0,5 млн б/с.

Приложение 1. Денежный рынок

Рис. 28. Динамика ставок денежного рынка RUSFAR в рублях



Источник: Мосбиржа

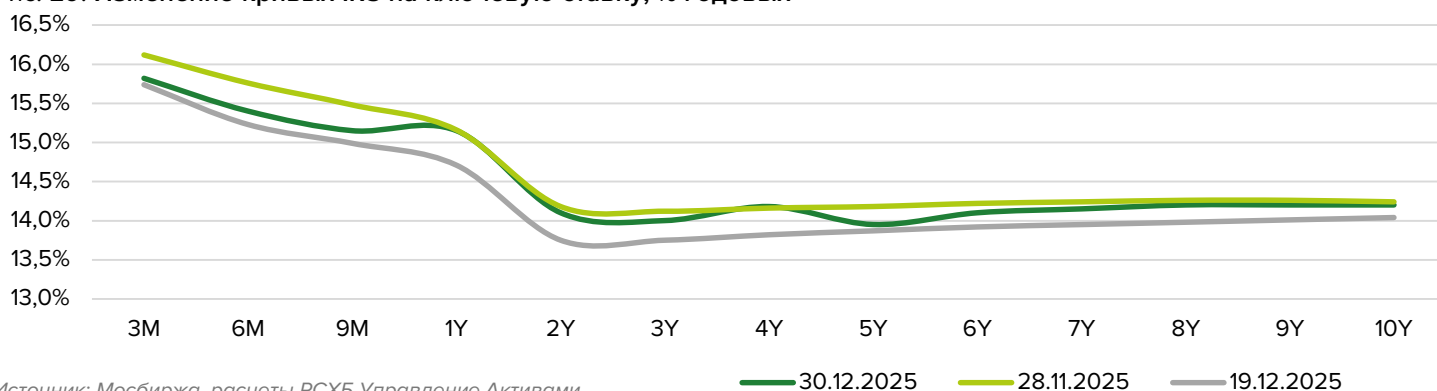
Динамика денежного индекса

Динамика	RUSFAR O/N RUB
Тек. значение, %	15,77%
Изм. н/н, б.п.	-49
Изм. м/м, б.п.	-29
Изм. YtD, б.п.	-482

Ставка RUSFAR O/N RUB служит важным индикатором, отражающим консенсусные ожидания участников денежного рынка в отношении будущей динамики ключевой ставки Банка России. Так, за неделю до декабрьского заседания, на котором ЦБ снизил ставку с 16,5% до 16,0%, значение RUSFAR составляло ровно 16,0% годовых, что предвосхитило решение регулятора.

На конец декабря ставка RUSFAR O/N находится на уровне 15,77% годовых. Это позволяет сделать вывод, что рынок закладывает некоторую вероятность снижения ключевой ставки на 50 б.п. — до 15,5% — на предстоящем заседании Совета директоров Банка России 13 февраля 2026 г.

Рис. 29. Изменение кривых IRS на ключевую ставку, % годовых



Источник: Мосбиржа, расчеты РСХБ Управление Активами

Значение свопов на ставку (IRS) на соответствующем сроке

Динамика	1Y	3Y	5Y	10Y
Тек. значение, %	15,15%	14,00%	13,95%	14,20%
Изм. м/м, б.п.	-1	-12	-23	-4
С пред. решения	44	25	8	16
Изм. YtD, б.п.	-668	-501	-	-179

Свопы на ключевую ставку достаточно сильно скорректировались вверх с предыдущего решения ЦБ. Например, годовой своп вырос на +44 б.п. до 15,15%, трёхлетний — на +25 б.п., а пятилетний — на +8 б.п. Это является отражением более сдержанной оценки следующего решения по ставке и дальнейшей динамики.

Отметим, что самый короткий 3-месячный своп прибавил с предыдущего решения 8 б.п. и на текущий момент составляет 15,82%, что отражает усиление рыночных ожиданий по сохранению КС на ближайшем заседании ЦБ.

По нашей оценке, Банк России, вероятно, возьмет паузу на следующем заседании по ставке.

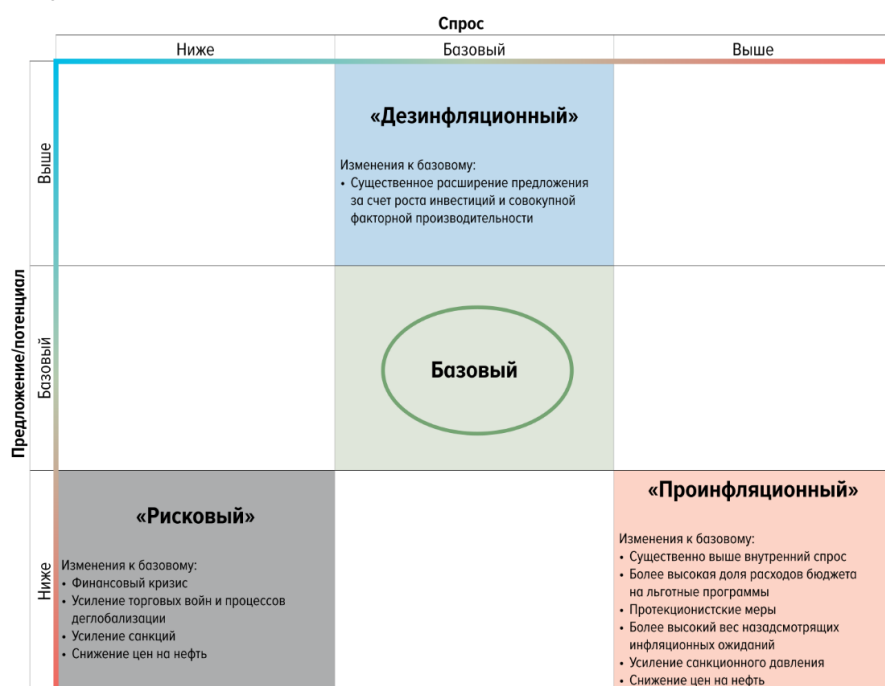
Приложение 2: актуальный среднесрочный прогноз ЦБ

Таб. 1. Обновленный среднесрочный прогноз Банка России в рамках базового сценария (сравнение актуального октябрьского прогноза от 24.10.25 с июльской версией)

Показатель	2025		2026		2027		2028	
	июль	октябрь	июль	октябрь	июль	октябрь	июль	октябрь
Инфляция, % дек/дек	6,0–7,0	6,5–7,0	4,0	4,0–5,0	4,0	4,0	4,0	4,0
Инфляция, в среднем за год, %	8,6–9,2	8,8–8,9	4,6–5,1	5,3–6,3	4,0	4,0	4,0	4,0
Ключевая ставка, в среднем за год, в % годовых	18,8–19,6	19,2	12,0–13,0	13,0–15,0	7,5–8,5	7,5–8,5	7,5–8,5	7,5–8,5
ВВП, % г/г	1,0–2,0	0,5–1,0	0,5–1,5	0,5–1,5	1,5–2,5	1,5–2,5	1,5–2,5	1,5–2,5
Денежная масса M2, % г/г	6–9	7–10	5–10	5–10	7–12	7–12	7–12	7–12
Торговый баланс, \$ млрд	104	116	102	104	111	112	110	112
Экспорт, \$ млрд	410	414	419	416	443	440	458	454
Импорт, \$ млрд	306	298	317	312	332	327	348	343

Источник: Банк России

Рис. 30. Матрица сценариев развития экономики Российской Федерации в рамках Основных направлений единой государственной денежно-кредитной политики на 2026 г. и период 2027 и 2028 гг.



Базовый сценарий развития экономической ситуации в мире и в России

На опорном октябрьском заседании Банк России опубликовал обновленный среднесрочный прогноз. Согласно базовому сценарию прогноза, достижение цели по инфляции вновь откладывается, теперь на 2027 г. Несмотря на то, что КС была снижена, среднесрочная траектория была пересмотрена в сторону более жесткой ДКП. Прогноз по ключевой ставке на 2026 заметно пересмотрен вверх – до 13–15% в среднем по году. До конца года, согласно прогнозу ЦБ, ключевая ставка может остаться на текущем уровне, либо быть снижена дополнительно на 50 б.п. Прогнозы по росту денежной массы и кредитования на текущий год повышены на 1 п.п. Торговый баланс пересмотрен в сторону повышения, в среднем на \$1-2 млрд с 2026 до 2028 гг., а по итогам 2025 г. сложится на \$12 млрд выше июльской оценки.

Источник: Банк России

Предпосылки Банка России в рамках базового сценария прогноза сформулированы следующим образом:

Внутренние условия:

- Российская экономика будет ориентироваться преимущественно на внутренний спрос.
- Рост ВВП в 2025–2026 гг. замедлится. В 2027 г. и далее экономика будет расти сбалансированными темпами.
- Вклад потребительского спроса в динамику ВВП в 2026–2027 гг. увеличится по мере снижения % ставок.
- Нормализация бюджетной политики с возвратом к формированию расходов в соответствии с долгосрочными параметрами бюджетного правила с 2026 г. будет иметь дезинфляционное влияние на прогнозном горизонте.
- Повышение ставки НДС в 2026 г., иные налоговые и тарифные изменения разово увеличат инфляцию, а также могут негативно отразиться на инфляционных ожиданиях. В среднесрочной перспективе влияние повышения налогов, способствующего сбалансированности бюджета, будет дезинфляционным.

Внешние условия:

- Внешнеторговые противоречия между странами окажут сдерживающее влияние на рост выпуска в мировой экономике и объемы международной торговли. В 2025–2028 гг. мировая экономика будет в среднем расти темпами ниже тех, что наблюдались в 2000–2019 гг.
- В сценарии предполагается, что мировые цены на нефть на прогнозном горизонте будут ниже уровней предыдущих лет.
- Важным фактором для мирового спроса останется внешнеторговая политика США: после резкого повышения в 2025 г. импортных пошлин предполагается их постепенное снижение на среднесрочном горизонте.
- Сохранение санкционных ограничений для российской экономики продолжит несколько сдерживать рост экспорта и импорта.

Команда инвестиционного департамента

Аналитический департамент



**Павел
Паевский**

Начальник
департамента



**Александр
Морозов**

Ведущий
инвестиционный
аналитик



**Алиев
Иса**

Младший
аналитик

Ограничение ответственности

Данный аналитический материал подготовлен аналитиками и управляющими ООО «РСКХБ Управление Активами» (далее – Общество), содержит субъективные оценки (прогнозы) сотрудников и расчеты экспертов ООО «РСКХБ Управление Активами», не предназначен для широкого распространения, не является рекламой ценных бумаг или соответствующих финансовых инструментов, а также не является индивидуальной инвестиционной рекомендацией. Информация, содержащаяся в этом материале, не является исчерпывающим изложением актуальных событий финансового или коммерческого характера и не может быть использована в таком качестве.

Общество с ограниченной ответственностью «РСКХБ Управление Активами». Лицензия на осуществление деятельности по управлению инвестиционными фондами, паевыми инвестиционными фондами и негосударственными пенсионными фондами № 21-000-1-00943 от 22 ноября 2012 г., выдана ФСФР России, без ограничения срока действия. Лицензия профессионального участника рынка ценных бумаг на осуществление деятельности по управлению ценными бумагами № 045-13714-001000 от 22 ноября 2012 г., выдана ФСФР России, без ограничения срока действия.

ООО «РСКХБ Управление Активами» не осуществляет деятельность по инвестиционному консультированию, не является инвестиционным советником и не предоставляет индивидуальных инвестиционных рекомендаций. Информация, размещенная в данном материале, не должна рассматриваться как предложение по покупке или продаже финансовых инструментов или оказание услуг какому-либо лицу. Финансовые инструменты, продукты и услуги, описанные в данном материале, могут не соответствовать инвестиционному профилю клиента и его инвестиционным целям и ожиданиям. Вы должны самостоятельно определить соответствует ли финансовый инструмент, продукт или услуга вашим инвестиционным целям, инвестиционному горизонту и уровню допустимого риска. ООО «РСКХБ Управление Активами» не несет ответственности за финансовые или иные последствия, которые могут возникнуть в результате принятия вами решений в отношении финансовых инструментов, продуктов и услуг, представленных в информационных материалах.

ООО «РСКХБ Управление Активами» уведомляет клиентов и иных заинтересованных лиц о том, что, инвестирование в финансовые инструменты, представленные в данном материале, сопряжено с принятием рисков. Результаты инвестирования в прошлом не определяют доходы в будущем, Государство и ООО «РСКХБ Управление Активами» не гарантируют доходность инвестиций и достижения ожидаемой доходности. Услуги, предоставляемые ООО «РСКХБ Управление Активами», не являются услугами по открытию банковских счетов и приему вкладов. Денежные средства, передаваемые по договору доверительного управления, не подлежат страхованию в соответствии с Федеральным законом от 23 декабря 2003 г. N 177-ФЗ «О страховании вкладов в банках Российской Федерации».

Следует учитывать, что после подготовки настоящего материала могут происходить события, которые способны повлиять на рыночную ситуацию, предвидеть которые в настоящее время невозможно или затруднительно, вследствие чего оценки и прогнозы, которые содержит настоящий материал, сформированы исходя из известных на дату подготовки материала фактов.

Получить более подробную информацию об услугах по доверительному управлению, конкретных стратегиях доверительного управления и ознакомиться с иными документами, можно по адресу Общества с ограниченной ответственностью «РСКХБ Управление Активами»: 123112, г. Москва, 1-й Красногвардейский проезд, дом 19, тел. +7 (495) 660-47-65; адрес страницы в сети Интернет: <https://rshb-am.ru>.