



Банк России



О ЧЕМ ГОВОРЯТ ТРЕНДЫ Макроэкономика и рынки

Бюллетень Департамента исследований и прогнозирования

Декабрь 2025

ОГЛАВЛЕНИЕ

Краткое содержание	3
1. Инфляция	4
1.1. Устойчивое инфляционное давление остается повышенным	4
2. Экономическая динамика	8
2.1. Экономическая активность сохраняется на уровнях середины года	9
2.2. Ускорение роста кредитования и денежных агрегатов в октябре	12
3. Финансовые рынки	14
3.1. Снижение доходностей гособлигаций	14
3.2. Смягчение торговых конфликтов привело к росту цен на сырье	16

Бюллетень подготовлен Департаментом исследований и прогнозирования по данным на 05.12.2025.
Выводы и рекомендации, содержащиеся в бюллетене, могут не совпадать с официальной позицией Банка России.
Замечания и предложения по содержанию просим отправлять по адресу: dip1@cbr.ru.

Фото на обложке: Shutterstock/FOTODOM
107016, Москва, ул. Неглинная, 12, к. В
Официальный сайт Банка России: www.cbr.ru

© Центральный банк Российской Федерации, 2025

Краткое содержание

Итоги

- Согласно опубликованной статистике и опросным данным, в октябре экономическая активность возросла. Оперативные данные за ноябрь указывают на более сдержанную картину по выпуску и спросу, чем в октябре. Сохраняется очень неоднородная картина по отраслям и секторам экономики. Улучшается ситуация в отраслях неэнергетического экспорта, части инвестиционных отраслей, потребительском секторе. В ряде других отраслей сохраняется снижающаяся динамика производства. В октябре рост потребительских цен с поправкой на сезонность ускорился. Большинство показателей, характеризующих устойчивую динамику потребительских цен, также несколько выросли. При этом в целом они по-прежнему остаются в диапазоне 4–6% в пересчете на год. Это означает, что устойчивое инфляционное давление в среднем за последние месяцы все еще оставалось повышенным. То же самое можно сказать и об инфляционных ожиданиях людей и бизнеса. Вместе с тем оперативные данные за ноябрь указывают на то, что в последние недели темп роста цен с учетом сезонности снизился по отношению к темпам сентября – октября.
- Конкуренция за работников на рынке труда постепенно ослабевает. Это транслируется в замедление роста заработных плат, который сокращает разрыв с темпами роста производительности. Если условия для сбережений останутся привлекательными, то потребительский спрос будет становиться более сдержанным. В результате рост потребительских цен замедлится. В конце 2025 – начале 2026 г. на динамику цен существенное влияние окажут разовые факторы, связанные с повышением налогов и сборов, а также регулируемых тарифов. Они, видимо, уже отразились на значимом увеличении краткосрочных инфляционных ожиданий населения и бизнеса в октябре – ноябре. Для решений по денежно-кредитной политике большое значение будет иметь то, насколько длительным и значительным это влияние разовых факторов на инфляционные ожидания станет в предстоящие месяцы.
- Смягчение ценовых денежно-кредитных условий из-за повышения инфляционных ожиданий и снижения процентных ставок денежного рынка способствует оживлению кредитования. При нормализации бюджетной политики, предусмотренной в трехлетнем бюджете, сократится вклад госсектора в совокупный спрос и прирост денежных агрегатов. В результате наблюдаемая в последние месяцы кредитная активность в целом согласуется с замедлением устойчивого роста цен в следующем году.
- На российском рынке облигаций доходности с конца октября в целом снизились под влиянием ожиданий постепенного смягчения ДКП и успешного размещения ОФЗ Минфином России. Рынок акций находился в поиске направления дальнейшего движения, в основном реагируя на геополитические новости. При этом под влиянием этих новостей рубль несколько укрепился.

1. Инфляция

Все устойчивые факторы говорят в пользу дальнейшего замедления годовой инфляции в 2026 г., даже с учетом разовых проинфляционных факторов, связанных с объявленным повышением сборов, налогов и тарифов на жилищно-коммунальные услуги. При этом устойчивые компоненты роста потребительских цен остаются повышенными и пока не показывают выраженной тенденции к снижению.

Поэтому замедление годовой инфляции до 4% требует сохранения жесткости ДКП в течение времени, необходимого для полноценного замедления устойчивых компонент роста цен и снижения инфляционных ожиданий. Наблюдаемое в последних данных некоторое увеличение и без того повышенных инфляционных ожиданий людей и бизнеса – вероятно, из-за налоговых новаций 2026 г. – дополнительно подчеркивает необходимость не спешить с выводами об исчерпании периода высокой инфляции.

1.1. Устойчивое инфляционное давление остается повышенным

- Ускорение месячного роста цен в октябре сменилось его замедлением в ноябре. В значительной степени такая динамика сложилась под влиянием временных факторов.
- Годовая инфляция продолжает замедляться по мере выхода из базы расчета высоких значений приростов цен в последние месяцы 2024 года. Устойчивое инфляционное давление пока остается выше целевого уровня.
- Инфляционные ожидания населения и бизнеса в последние месяцы вновь повысились и приблизились к уровню, который наблюдался в конце 2024 – начале 2025 года. Это, вероятно, связано с ожиданиями эффектов от налоговых инициатив. Насколько значимым и продолжительным будет этот эффект, можно будет оценить только в предстоящие месяцы.
- Для возвращения инфляции к цели требуется продолжительный период проведения жесткой ДКП.

Рост потребительских цен в октябре ускорился до 7,1 с 6,6% м/м SAAR в сентябре (Таблица 1, Рисунок 1, Рисунок 2). Повышение темпов роста цен было вызвано как действием временных факторов, так и увеличением устойчивого инфляционного давления.

Действие временных проинфляционных факторов в октябре в основном проявилось через цены на топливо и плодоовощную продукцию. Однако уже в ноябре динамика этих компонентов стала дезинфляционной. На протяжении октября рост цен на бензин и дизель оставался очень высоким. По мере восстановления производства нефтепродуктов и сезонного снижения спроса их оптовые цены начали снижаться, что привело к остановке роста цен на бензин на АЗС в ноябре. Отклонение роста цен на овощи и фрукты от сезонной нормы в октябре усилилось, компенсируя ускоренное удешевление в летние месяцы. В ноябре ценовая динамика этой компоненты вернулась к сезонной

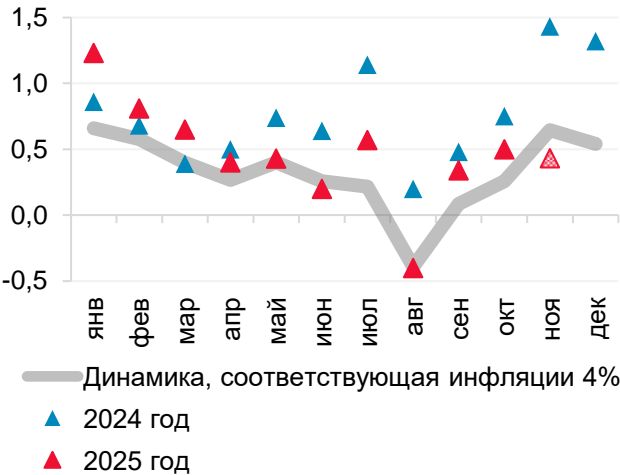
норме на фоне [более высокого урожая, чем в прошлом году](#). При этом влияние курса на динамику цен в октябре было скорее дезинфляционным: разница между ростом цен, слабо и сильно зависимых от динамики курса цен, опять увеличилась на фоне укрепления рубля (Рисунок 3). В ноябре картина предположительно оставалась схожей.

Таблица 1. Инфляция и ее компоненты

	Окт.	Окт.	Авг.	Сент.	Окт.
	2023	2024		2025	
% г/г					
Все товары и услуги	6,7	8,5	8,1	8,0	7,7
Базовая инфляция	5,5	8,2	8,0	7,7	6,9
Продовольственные товары	6,0	9,0	9,8	9,5	9,3
Непродовольственные товары	5,1	5,7	3,9	3,8	3,8
Услуги	9,9	11,3	11,1	11,1	10,4
% м/м SAAR					
Все товары и услуги	10,1	10,3	3,9	6,6	7,1
Базовая инфляция	13,3	13,4	4,0	4,6	5,0
Продовольственные товары	12,3	10,8	2,9	5,4	8,7
– без плодоовощей	14,0	13,1	5,1	5,3	6,5
Непродовольственные товары	5,4	7,0	4,5	6,1	6,9
– без нефтепродуктов	9,5	7,0	1,7	1,9	2,5
Услуги	13,2	13,7	4,8	8,6	5,3
– без ЖКУ	16,0	17,7	5,0	11,1	5,8

Источники: Росстат, расчеты ДИП.

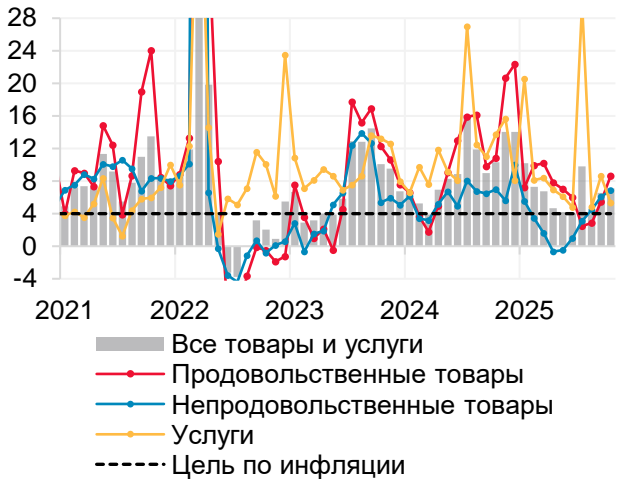
Рисунок 1. Рост цен, соответствующий инфляции 4%, % м/м



Примечание. Ноябрь 2025 г. – предварительная оценка по недельным данным; сезонность оценена для 2024 года.

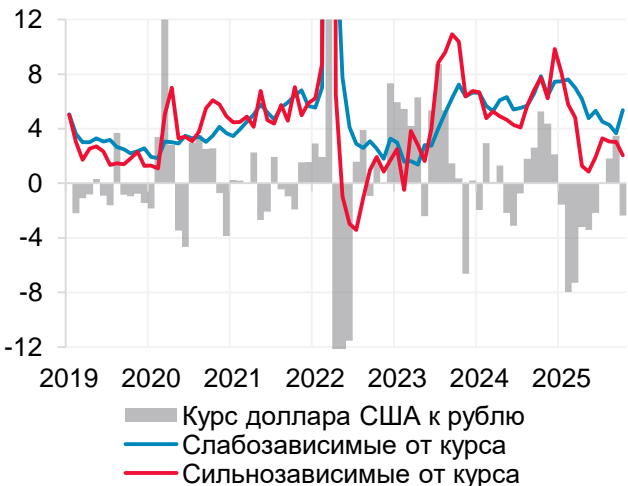
Источники: Росстат, расчеты ДИП.

Рисунок 2. Сезонно сглаженный рост цен, % м/м SAAR



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

Рисунок 3. Медианные значения ИПЦ в зависимости от чувствительности к динамике курса (% м/м SAAR) и курс доллара (%)

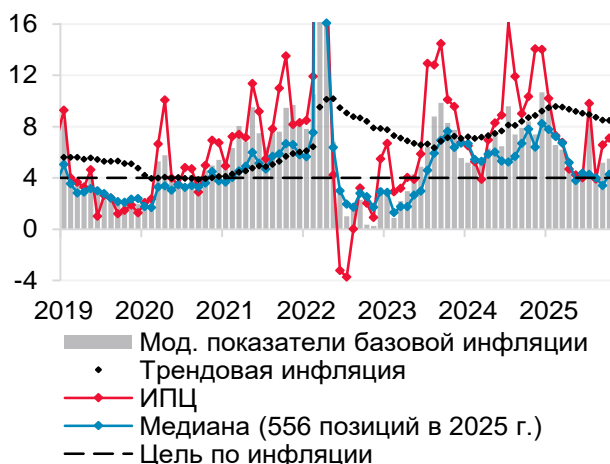


Источники: Росстат, расчеты ДИП.

На повышение роста цен в октябре в устойчивых компонентах по сравнению с сентябрем указывают большинство аналитических показателей (Рисунок 4, Рисунок 5). В некоторых нерегулируемых компонентах услуг (бытовых и медицинских) рост цен также повысился и оставался почти в 3 раза выше цели. Декомпозиция роста цен на шоки

спроса и предложения¹ говорит о росте вклада факторов спроса в октябре после заметного снижения в III квартале² (Рисунок 6). Их вклад немного превысил 4% SAAR при сохранении существенного проинфляционного вклада шоков предложения.

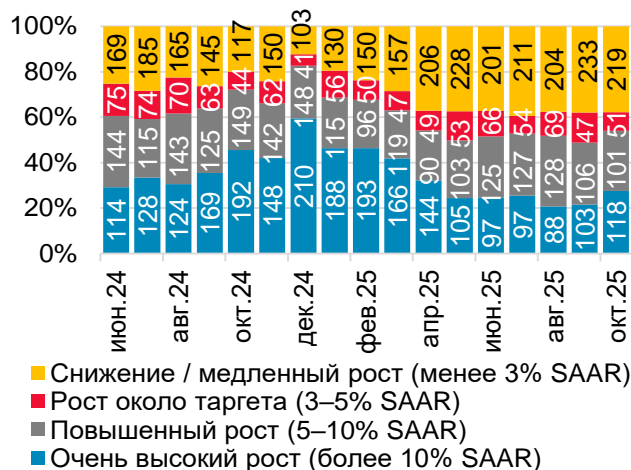
Рисунок 4. Показатели* базовой инфляции, медиана (% в годовом выражении) и оценка трендовой инфляции (% г/г)



* Показатели рассчитаны методом исключения наиболее волатильных компонентов и методом усечения.

Источники: Росстат, расчеты ДИП.

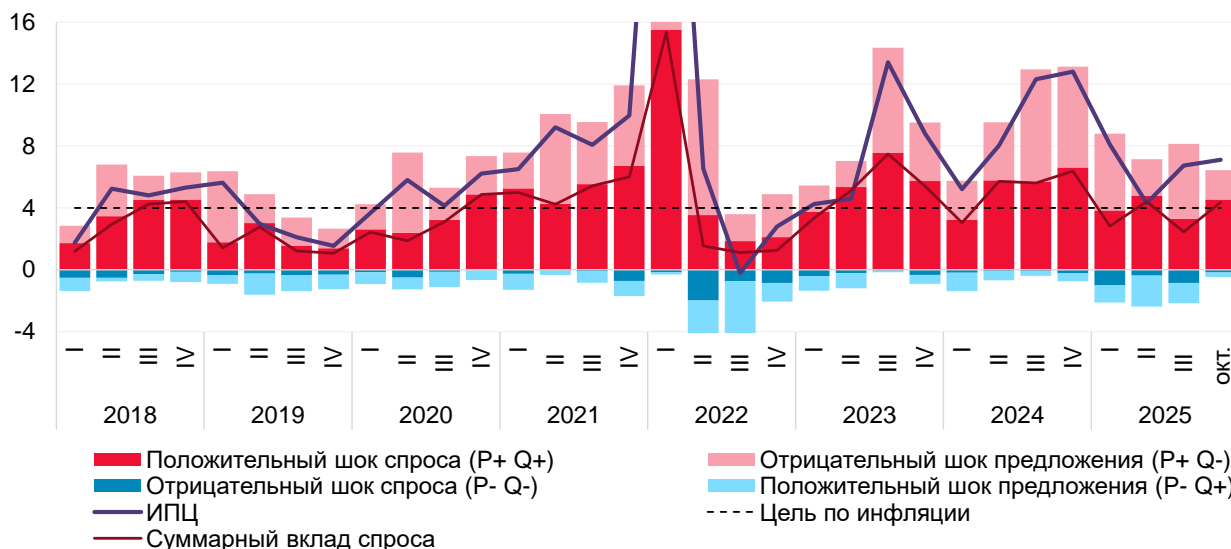
Рисунок 5. Суммарный вес товаров и услуг*, распределенный на основе сезонно сглаженных темпов роста цен



* Без плодоовощной продукции и регулируемых услуг. Примечание. Числа – количество позиций.

Источники: Росстат, расчеты ДИП.

Рисунок 6. Декомпозиция роста цен*, % к/к SAAR



* Используются данные Росстата по ИПЦ и физическим объемам розничных продаж по 45 категориям товаров и услуг с суммарным весом более 80% потребительской корзины. Идея метода основана на базовой модели совокупного спроса и предложения: если изменение цены (P) и объема потребления (Q) происходит разнонаправленно, преимущественно причиной этих изменений считается сдвиг кривой предложения, при сонаправленной динамике – кривой спроса. В отличие от основного метода исходной статьи, удаление тренда не производится.

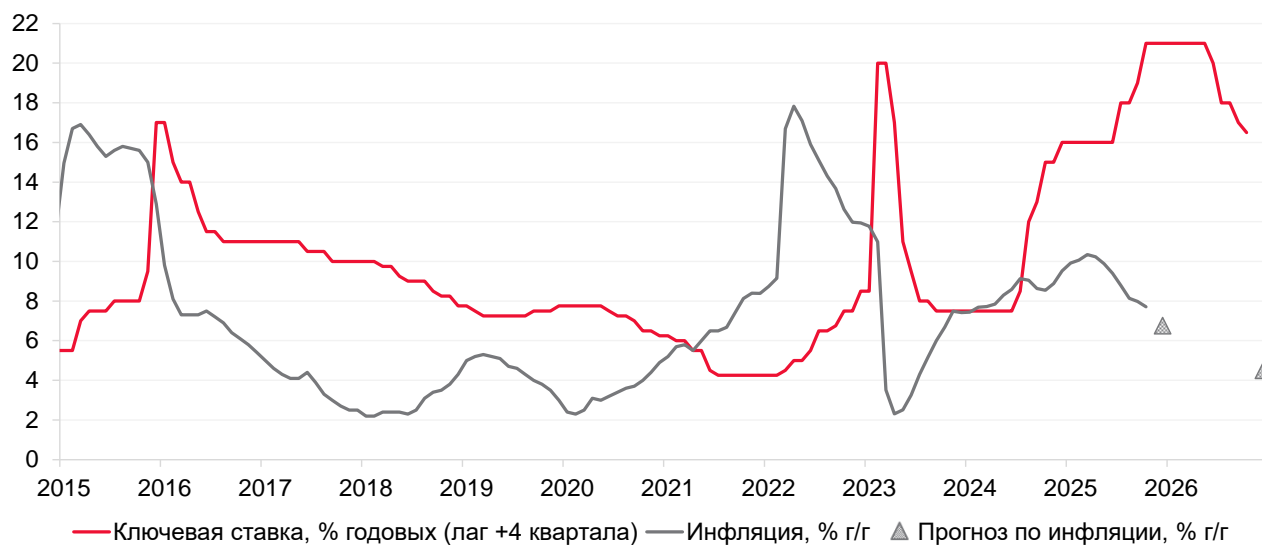
Источники: Росстат, расчеты ДИП.

¹ Sheremirov V. (2022). Are the Demand and Supply Channels of Inflation Persistent? Evidence from a Novel Decomposition of PCE Inflation. Federal Reserve Bank of Boston Current Policy Perspectives. November 4, 2022.

² На динамике III квартала в основном сказалась динамика сентября, когда заметно снизились продажи имеющих большой вес категорий продовольствия, на которые наблюдался ускоренный рост цен (овощи и фрукты, продукты животноводства).

В ноябре месячный рост цен с коррекцией на сезонность существенно замедлился (Рисунок 1). Исходя из недельных данных он сложился ниже траектории 4% и темпов, наблюдаемых в сентябре – октябре, с поправкой на сезонность. Однако полноценную оценку, в том числе устойчивых показателей роста цен, можно будет сделать после получения полной статистики по инфляции за ноябрь, которая будет опубликована 10 декабря.

Рисунок 7. Ключевая ставка Банка России и инфляция



Источники: Росстат, Банк России.

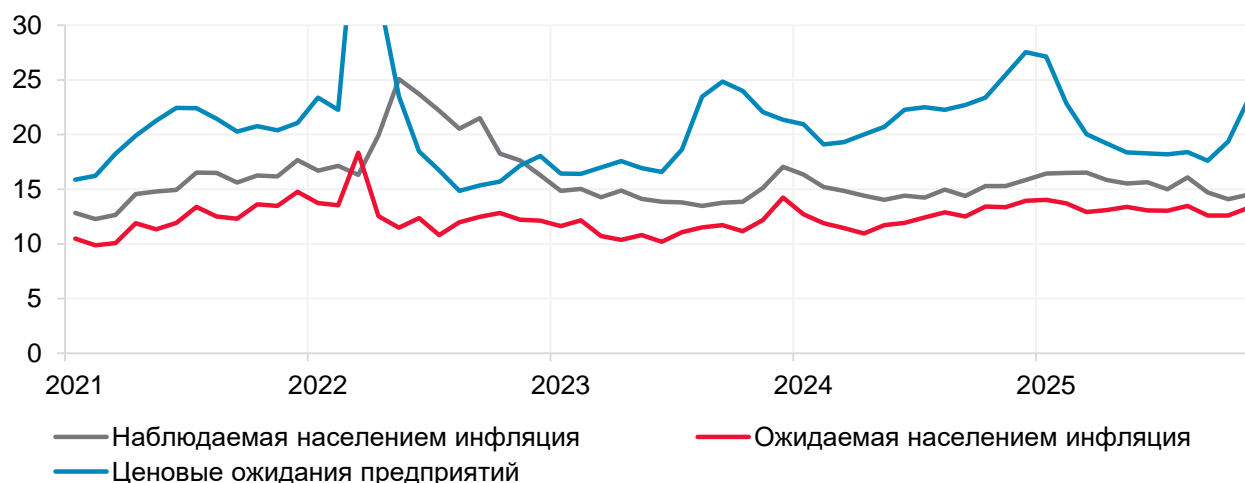
В целом дезинфляционные процессы к началу IV квартала замедлились. Перенос решений по ДКП в ИПЦ, [по оценкам Банка России, происходит постепенно в течение 3–6 кварталов](#). Поэтому значительная часть эффекта от ужесточения ДКП во второй половине 2024 г. уже нашла отражение в динамике инфляции (Рисунок 7). С учетом временных лагов трансмиссионного механизма в ближайшие кварталы сдерживающее влияние на динамику цен должно продолжиться. Однако для возврата инфляции к 4% и ее закрепления на этом уровне траектория ключевой ставки (жесткость ДКП) должна оставаться высокой.

На необходимость поддержания жестких ДКУ продолжительный период времени указывает и рост инфляционных ожиданий. Ценовые [ожидания предприятий](#) в ноябре достигли максимума с января 2025 г. (Рисунок 8). В частности, продолжился рост ценовых ожиданий производителей потребительских товаров. Выросли и остались на повышенном уровне инфляционные ожидания населения. Уровень инфляционных ожиданий близок к значениям начала года, характеризовавшегося значительно более высокими темпами роста цен.

В целом баланс рисков остается смещенным в сторону проинфляционных. В начале 2026 г. в динамике цен проявится эффект от увеличения ставки НДС и других налоговых новаций. Прямой эффект на цены от изменения налога является разовым. Однако высока вероятность проявления значимых вторичных эффектов на динамику

цен через повышение инфляционных ожиданий. Судя по последним опросным данным, этот эффект уже начал проявляться среди предприятий.

Рисунок 8. Инфляционные ожидания населения (% г/г) и предприятий (баланс ответов, % SA)



Источники: Банк России, ООО «инФОМ».

2. Экономическая динамика

Экономическая активность в российской экономике в осенние месяцы сохранялась вблизи уровней, достигнутых в летние месяцы. При этом по-прежнему наблюдается неоднородная ситуация в разных сегментах. Так, в потребительском сегменте сохраняется рост, подпитываемый увеличением доходов населения и потребительского спроса. Также увеличиваются отдельные компоненты ненефтегазового экспорта. Снижение спроса и выпуска наблюдается в ряде гражданских отраслей обрабатывающей промышленности.

Постепенное уменьшение напряжения на рынке труда стало более заметно сказываться на динамике заработных плат, рост которых замедлился. Сближение роста зарплат с ростом производительности труда приведет к снижению устойчивого инфляционного давления.

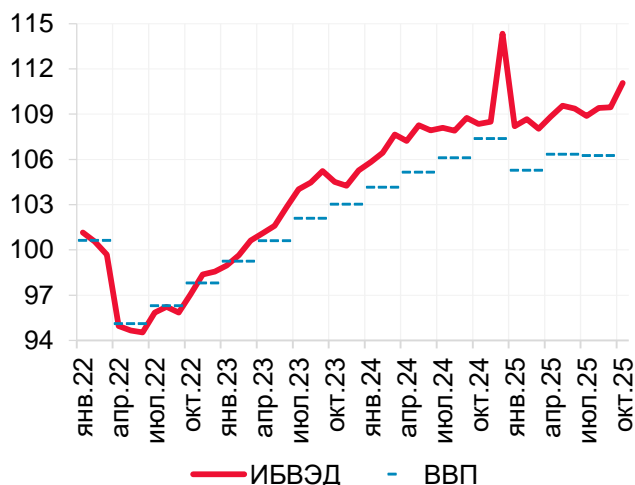
Корпоративное и обеспеченное розничное кредитование оживилось вслед за снижением ключевой и других процентных ставок. Возможно, этому способствовал и рост инфляционных ожиданий. Рост денежной массы также несколько ускорился. Дальнейшее быстрое смягчение денежно-кредитных условий, которое было бы способно подстегнуть ускорение роста кредита и денежных агрегатов, может создать риски для устойчивого замедления роста цен к 4% в следующем году. Это необходимо учитывать при выборе траектории ключевой ставки в предстоящие месяцы.

2.1. Экономическая активность сохраняется на уровнях середины года

- Постепенное замедление роста российской экономики до 0,6% г/г в III квартале (1,6% г/г в II квартале) способствовало уменьшению отклонения от траектории сбалансированного роста (Рисунок 9).
- Замедление было преимущественно сосредоточено в отраслях, ориентированных на внутренний спрос. Прежде всего оно коснулось инвестиционного спроса и в меньшей степени – потребительского. Ненефтегазовая часть экспортных отраслей в этом году растет, частично компенсируя ослабление внутреннего спроса. Замедление роста спроса в экономике способствовало снижению устойчивых показателей инфляции в течение первой половины 2025 года.
- В начале IV квартала экономическая активность оживилась, оставаясь неравномерной по отраслям. Об этом сигнализировали данные оперативных опросов за октябрь – ноябрь (Рисунок 10, Рисунок 11): слабая динамика в обрабатывающих отраслях при оживлении в секторе услуг.
- Данные Росстата за октябрь подтвердили тенденцию к оживлению активности. Промышленное производство существенно выросло за счет добычи (увеличение добычи нефти в рамках сделки ОПЕК+) и инвестиционных отраслей в обработке, ориентированных на государственный спрос, для которых характерна повышенная волатильность. Также после летнего снижения из-за проблем на стороне предложения восстанавливались промежуточные отрасли (прежде всего нефтепереработка). При этом производство в отраслях, ориентированных на негосударственный внутренний спрос, осталось близким к уровню III квартала (Рисунок 12, Рисунок 13).
- Постепенное охлаждение внутреннего спроса, в том числе за счет поддержания жесткой ДКП Банка России, способствует постепенному снижению напряженности на рынке труда. Оперативные данные по рекрутингу (Рисунок 15) и результаты опросов подтверждают тренд на дальнейшее смягчение дефицита кадров (ИНП РАН, Банк России). Более умеренными становятся ожидания компаний по найму и оценки соискателей относительно легкости поиска новой работы. Уровень остается вблизи исторического минимума (Рисунок 17), хотя показатели неполной занятости несколько выросли (Рисунок 18).
- Постепенная нормализация ситуации на рынке труда начинает сказываться и на динамике заработных плат. Замедление роста трудовых доходов в свою очередь оказывает сдерживающее влияние на потребительский спрос (Рисунок 14). В октябре рост потребления домохозяйств ускорился во многом из-за временного всплеска продаж автомобилей в преддверии повышения утильсбора и НДС. Жесткая ДКП поддерживает норму сбережений на повышенном уровне, требуемом для постепенного охлаждения динамики потребительской активности до более устойчивых темпов (Рисунок 16). При этом постепенно происходит переключение притока сбережений в пользу ценных бумаг и недвижимости.

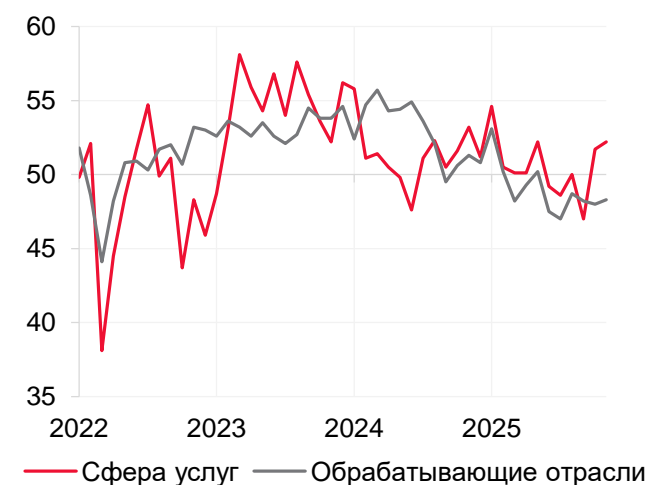
- Для закрепления текущих трендов, включая поддержание высокого уровня сбережений населения в условиях повышенных инфляционных ожиданий, необходимо сохранять сдерживающее влияние на спрос со стороны ДКП и рынка труда.

Рисунок 9. Выпуск базовых видов экономической деятельности и ВВП, IV квартал 2021 г. = 100



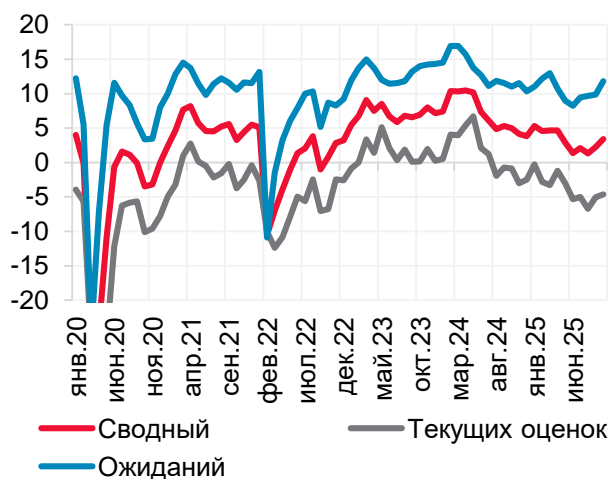
Источники: Росстат, расчеты ДИП.

Рисунок 10. PMI в обрабатывающей промышленности и услугах, п.



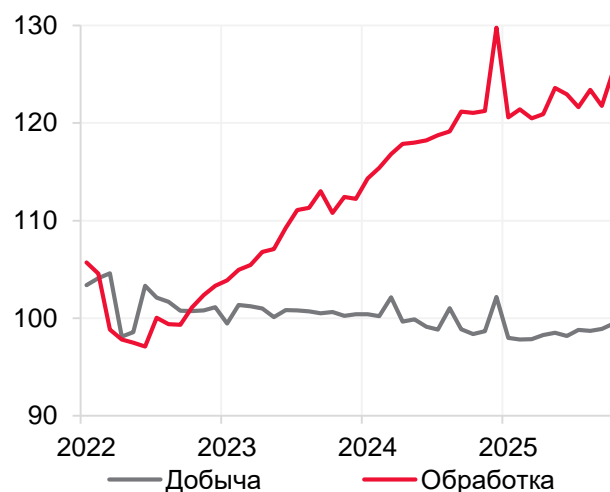
Источник: S&P Global.

Рисунок 11. Индикатор бизнес-климата Банка России, SA, п.



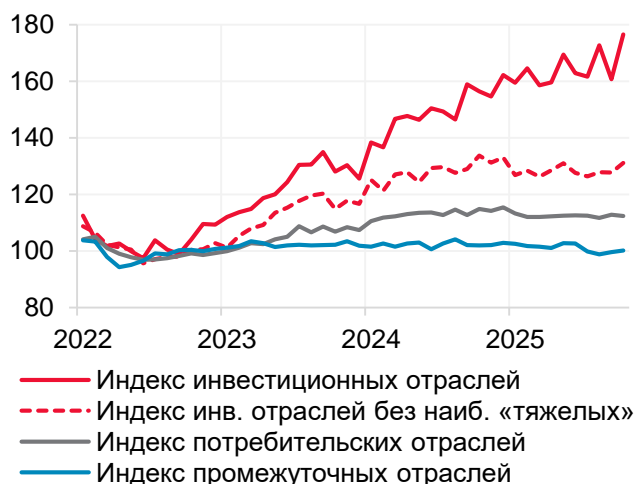
Источник: Банк России.

Рисунок 12. Добыча полезных ископаемых и обрабатывающее производство, 2021 г. = 100, SA, %



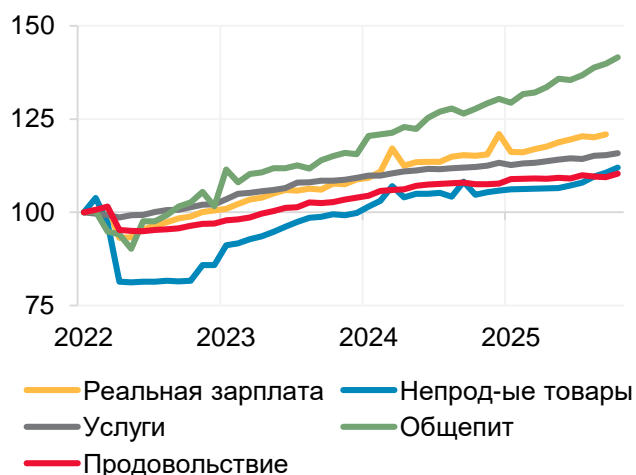
Источники: Росстат, расчеты ДИП.

Рисунок 13. Выпуск групп отраслей обрабатывающей промышленности, 2021 г. = 100, SA, %³



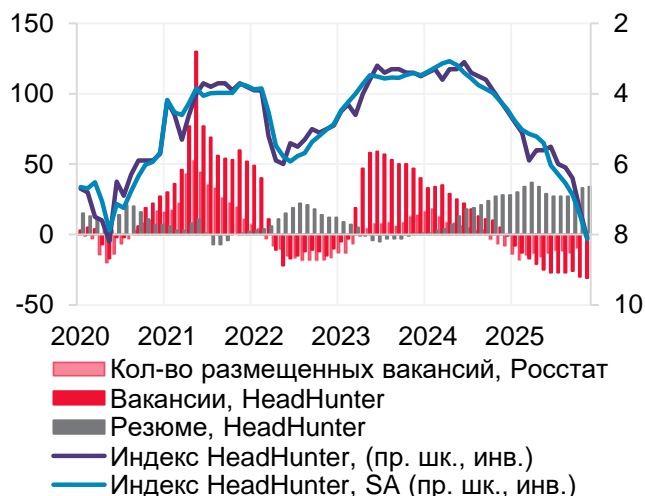
Источники: Росстат, расчеты ДИП.

Рисунок 14. Динамика оборота розничной торговли, сегментов услуг и общепита и реальной зарплаты, январь 2022 г. = 100, SA, %



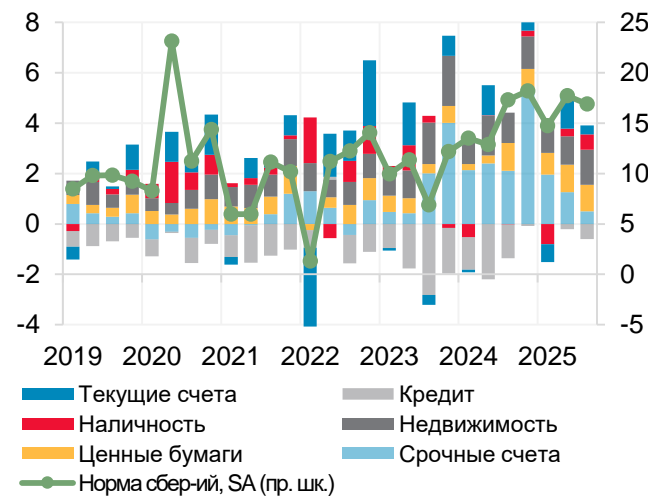
Источники: Росстат, расчеты ДИП.

Рисунок 15. Количество резюме, вакансий (% г/г) и индекс HeadHunter, %



Источники: Росстат, HeadHunter, расчеты ДИП.

Рисунок 16. Компоненты сбережений (трлн руб.) и норма сбережений (% SA, пр. шк.)



Источники: Росстат, Банк России, расчеты ДИП.

³ Под наиболее тяжелыми в группе инвестиционных отраслей подразумеваются производства готовых металлических изделий, кроме машин и оборудования и прочих транспортных средств и оборудования.

Рисунок 17. Уровень безработицы, %



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

Рисунок 18. Численность занятых неполное рабочее время, тыс.чел.



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

2.2. Ускорение роста кредитования и денежных агрегатов в октябре

- Октябрьская динамика кредитования в целом соотносилась с траекторией возвращения инфляции к 4%. Кредитный импульс остался в отрицательной зоне: в этом году динамика банковского кредитования вносит гораздо меньший вклад в расширение совокупного спроса, чем в прошлом (Рисунок 19). Однако кредитный импульс в октябре несколько увеличился, в том числе под влиянием ускорения роста розничного и корпоративного кредитования (соответственно до 0,7 и 1,4 с 0,1 и 0,6% м/м SA⁴ в сентябре).
- Динамика кредитования обеспечила ускорение темпов роста денежных агрегатов: широкая денежная масса с исключением валютной переоценки выросла на 2,0 после 0,6% м/м SA в сентябре, денежная масса – 1,9 после -0,2% м/м SA. Накопленный с начала года рост денежной массы M2 составил 5,0%.⁵ Обычно в последние 2 месяца года происходит сезонный скачок денежных агрегатов. Однако в этом году он будет меньше из-за перераспределения значительной части бюджетных ассигнований внутри года на его начало. Поэтому рост денежной массы может вписаться в прогнозный диапазон Банка России на конец 2025 г. (7–10%).
- Отчасти ускорение кредитования было связано с рядом разовых факторов. В розничном кредитовании рост ипотечного портфеля (Рисунок 21) мог быть связан с активизацией спроса в преддверии ужесточения условий по «Семейной ипотеке» с 01.02.2026⁶, в автокредитовании (Рисунок 22) – с временным всплеском спроса перед повышением утильсбора. Влияние перечисленных факторов должно быть исчерпано до конца года.

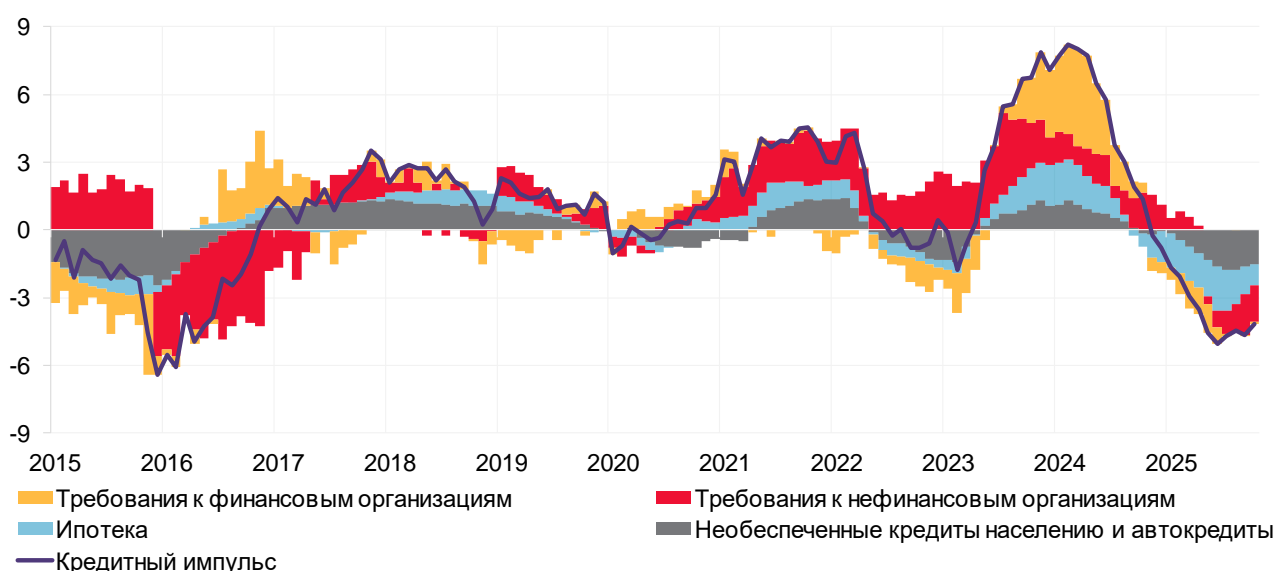
⁴ Показатель по корпоративному кредитованию с исключением валютной переоценки.

⁵ По предварительным данным, на 01.12. рост денежной массы M2 составил 6,5%.

⁶ Одна семья – один кредит.

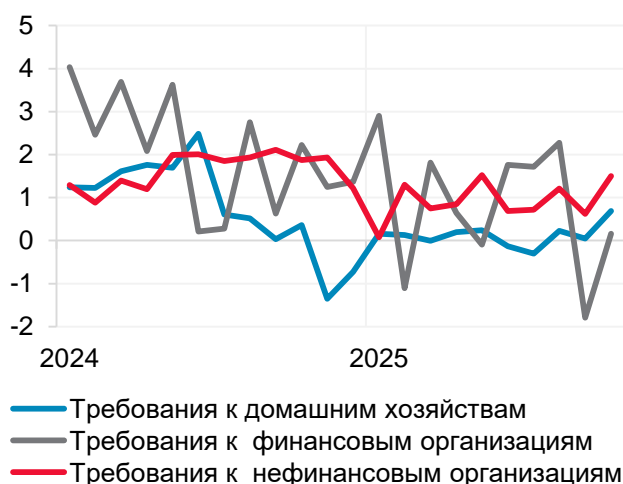
- Снижение банковских ставок вслед за ключевой ставкой способствовало активизации рыночной ипотеки – объем выдач в октябре оказался выше среднего за второе полугодие предыдущего года. Вложения в недвижимость остаются для населения привлекательным направлением сбережений.
- Рост корпоративного кредитования на протяжении всего года держится на достаточно высоком уровне, хотя и несколько ниже средних темпов 2024 года. Значительный вклад в рост вносит кредитование заемщиков, менее чувствительных к жесткой ДКП. Например, это застройщики жилья. Ставки кредитования у них ниже средних по корпоративному портфелю, поскольку зависят от наполнения эскроу-счетов. Источником замедления этой части корпоративного портфеля в ближайшие кварталы может стать [снижение объемов запуска новых проектов](#).

Рисунок 19. Кредитный импульс, % от ВВП



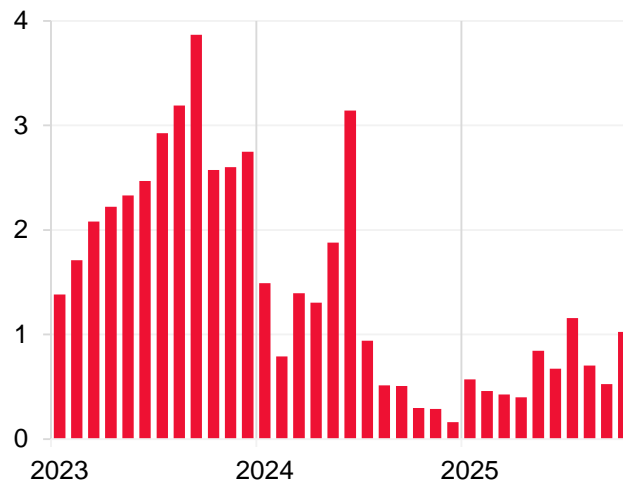
Источники: Банк России, расчеты ДИП.

Рисунок 20. Требования к домашним хозяйствам и организациям в рублях, % м/м SA



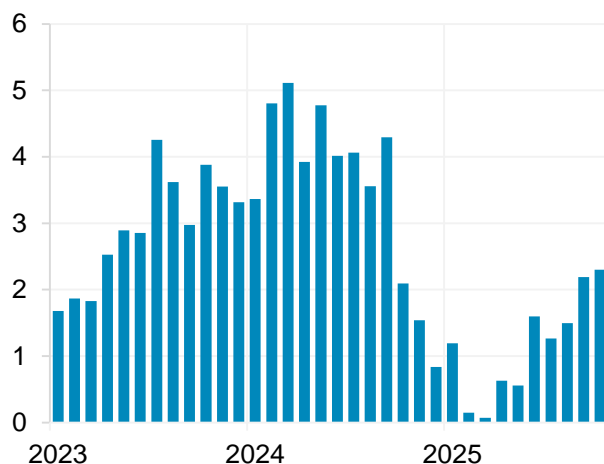
Источники: Банк России, расчеты ДИП.

Рисунок 21. Прирост ипотечного портфеля с корректировкой на секьюритизацию, % м/м SA



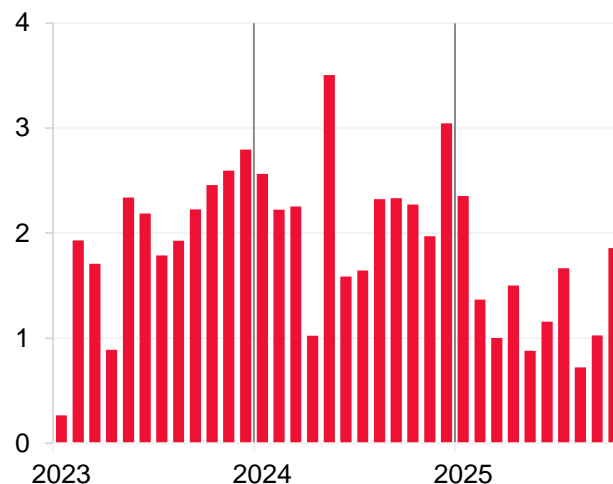
Источники: Банк России, расчеты ДИП.

Рисунок 22. Прирост портфеля автокредитов, % м/м SA



Источники: Банк России, расчеты ДИП.

Рисунок 23. Прирост средств физических лиц в банках, % м/м SA



Источники: Банк России, расчеты ДИП.

3. Финансовые рынки

Ситуацию на российских финансовых рынках с конца октября определяли ожидания дальнейшего постепенного снижения ключевой ставки и смешанные геополитические новости. Доходности средне- и долгосрочных ОФЗ и корпоративных облигаций немного снизились. Рубль поддерживали геополитические новости и пониженный спрос на валюту со стороны импортеров и населения.

3.1. Снижение доходностей гособлигаций

- Инвесторы пересмотрели свои ожидания в сторону более медленного смягчения ДКП после того, как в октябре Банк России повысил прогноз по инфляции и ключевой ставке на 2026 год. Однако к началу декабря траектория ожидаемой ключевой ставки снова скорректировалась вниз на фоне замедления роста цен в ноябре. Рынки ожидают, что ключевая ставка не опустится ниже 16% в 2025 г., допуская при этом ее снижение до 14% к середине 2026 г. (Рисунок 25).
- После октябрьского решения по ключевой ставке доходности ОФЗ на участке свыше 2 лет снизились на 30–84 б.п. (Рисунок 24). Наиболее заметно скорректировались доходности долгосрочных ОФЗ, так как масштабное успешное размещение флоатеров (ОФЗ-ПК) на аукционах Минфина России снизило риск формирования навеса первичного предложения бумаг с фиксированным купоном. При этом реальные доходности ОФЗ-ИН оставались стабильно высокими.

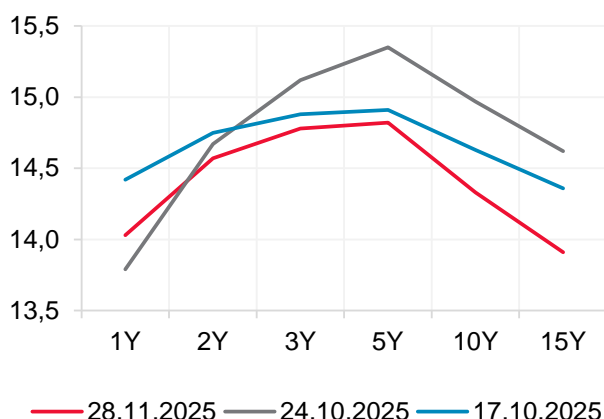
- Активность корпоративных эмитентов на рынке публичного долга постепенно снижается. В октябре и ноябре компании разместили облигации и цифровые финансовые активы (ЦФА) на 1,0 и 0,9 трлн руб. соответственно⁷, что ниже среднемесячного размещенного объема в III квартале (Рисунок 26). При этом в ноябре нетто-размещения (за вычетом погашений) были отрицательными впервые с начала 2024 г., что связано с погашением нескольких крупных валютных выпусков. Компании по-прежнему размещают преимущественно рублевые бумаги с фиксированным купоном, однако доля флоатеров постепенно увеличивается. В ноябре на них пришлось 35% от размещенного объема, премия относительно ключевой ставки осталась вблизи минимальных уровней с начала года. В то же время объемы размещения квазивалютных облигаций⁸ заметно снизились, что может быть связано с пересмотром ожиданий инвесторов в пользу более крепкого рубля, чем ожидалось ранее.
- В ноябре рубль немного укрепился к ключевым валютам ввиду сдержанного спроса на валюту со стороны импортеров и населения и в целом позитивных геополитических новостей. Средний курс доллара США снизился с 81,00 до 80,34 руб., а юаня – с 11,32 до 11,25 рубля. Волатильность обменного курса рубля была умеренной, хотя и несколько увеличилась после летних минимумов из-за резких изменений геополитического фона (Рисунок 27).
- На мировых финансовых рынках в целом наблюдалось небольшое снижение ставок. Для инвесторов не стало сюрпризом октябрьское снижение ставки ФРС на 25 б.п., до 3,75–4,00%. При этом рынки позитивно встретили решение ФРС прекратить «количественное ужесточение» (сокращение активов на балансе) с начала декабря и допускают возвращение к покупкам государственных облигаций уже в начале 2026 года. Ожидается, что в декабре ставка будет снижена до 3,50–3,75% и останется на этом уровне в I квартале 2026 года⁹. Доходности 10-летних государственных облигаций США остались вблизи 4,1%, индекс доллара DXY также существенно не изменился.
- Ожидания дальнейшего снижения ставки ФРС поддержали спрос на рискованные активы. Наиболее заметно снизилась стоимость государственных заимствований Бразилии – с 13,8 до 13,6%. Также продолжилось укрепление юаня: с начала ноября курс доллара США снизился с 7,12 до 7,07 юаня.

⁷ Расчеты на основе данных Cbonds без учета замещающих облигаций и выпусков со сроком до погашения менее 1 месяца. Валютные выпуски конвертированы с использованием официального курса Банка России на дату размещения и погашения.

⁸ Инвестирование и выплаты по бумагам производятся в рублях, но в привязке к курсу иностранной валюты.

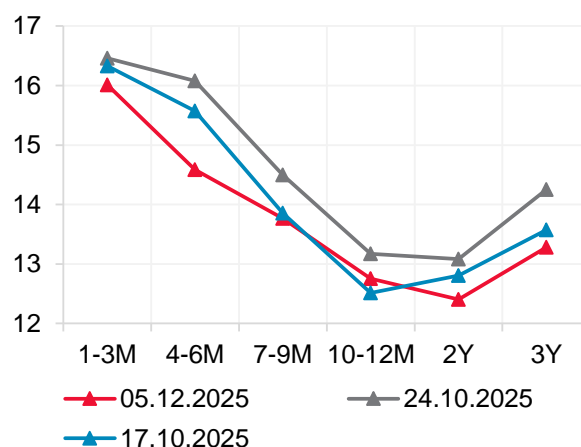
⁹ Данные CME FedWatch.

**Рисунок 24. Кривая бескупонной доходности
ОФЗ, % годовых**



Источник: ПАО Московская Биржа.

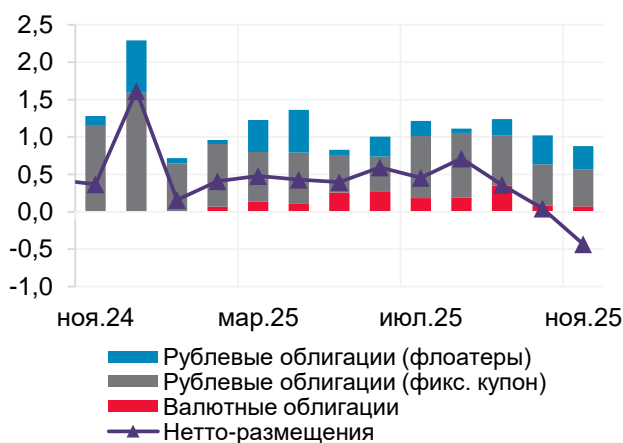
Рисунок 25. Ожидания по ключевой ставке из процентных свопов, % годовых



Примечание. Рассчитано по фиксированным ставкам процентных свопов IRS RUB против RUB KEYRATE (МБ СПФИ) с очисткой от капитализации процентов и без очистки от премии за срок.

Источники: Банк России, Cbonds.

Рисунок 26. Объем первичных размещений корпоративных облигаций, трлн руб.



Примечание. Учитывались бумаги со сроком до погашения/оферты более 1 месяца.

Источники: Cbonds, расчеты ДИП.

Рисунок 27. Волатильность официального курса доллара США к рублю, %



Источник: Банк России.

3.2. Смягчение торговых конфликтов привело к росту цен на сырье

- За период с 13 октября по 5 декабря индекс цен сырьевых товаров Bloomberg вырос на 6% за счет роста котировок энергетических и сельскохозяйственных товаров на 12 и 4%, драгоценных и промышленных металлов – на 5 и 3% соответственно (Рисунок 28). Основное позитивное влияние на перспективы роста мировой экономики

и цены сырьевых товаров оказало заключение временного торгового соглашения между США и Китаем и взаимное снижение части импортных пошлин.

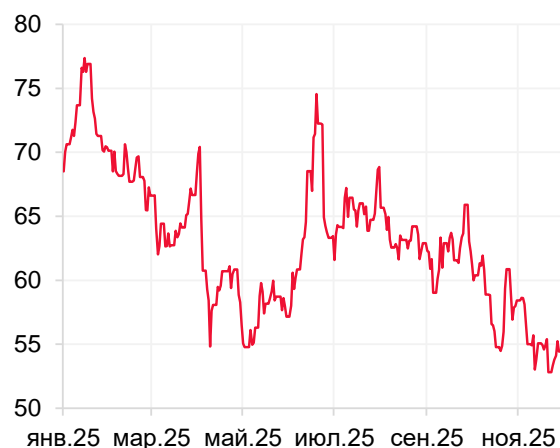
- Композитный индекс цен на товары российского сырьевого экспорта, рассчитываемый Центром ценовых индексов Газпромбанка¹⁰, снизился на 11% из-за расширения дисконтов на российские сорта нефти к мировым бенчмаркам, а также снижения цен на нефтепродукты, пшеницу, удобрения и природный газ. Цена на нефть марки Urals¹¹ уменьшилась на 7%, до 55 долл. США / барр. (Рисунок 29). Сдержал сокращение композитного индекса рост цен на уголь и подсолнечное масло.
- Ведущие энергетические агентства вновь повысили прогнозы излишка нефти и роста мировых запасов в IV квартале 2025 г. и в 2026 г. на фоне опережающего роста предложения (Рисунок 30–Рисунок 32). Страны ОПЕК+ договорились нарастить добычу в декабре тем же темпом, что и в октябре – ноябре (+0,137 млн б/с). В I квартале 2026 г. фактическая добыча ОПЕК+ может немного снизиться: участники сделки договорились о приостановке роста добычи из-за сезонного снижения спроса, при этом Казахстан должен компенсировать перепроизводство в предыдущие периоды (Рисунок 33). Прогнозы роста мирового спроса также повысились из-за более активного, чем ожидали ранее, пополнения запасов нефти Китаем.
- Рост цен на сельскохозяйственные товары произошел по широкому перечню, в частности, выросли цены на соевые бобы (+8%), американские пшеницу и кукурузу (+5%), кофе (+3%). Помимо решения Китая о возобновлении поставок из США в рамках нормализации двусторонних торговых взаимоотношений этому способствовало выведение президентом США Д. Трампом широкого перечня сельскохозяйственных товаров из-под действия импортных пошлин для всех стран. Это вызвало улучшение ожиданий по спросу на продовольствие в мире.

Рисунок 28. Индексы Bloomberg цен товаров и металлов (01.01.2025 = 100)



Источники: Investing.com, Bloomberg, расчеты ДИП.

Рисунок 29. Цена на нефть марки Urals, долл. США / баррель

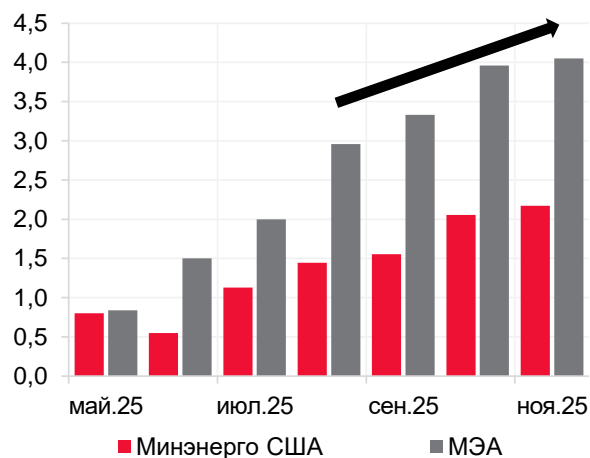


Источники: Investing.com, расчеты ДИП.

¹⁰ Взвешен по стоимостным объемам экспорта.

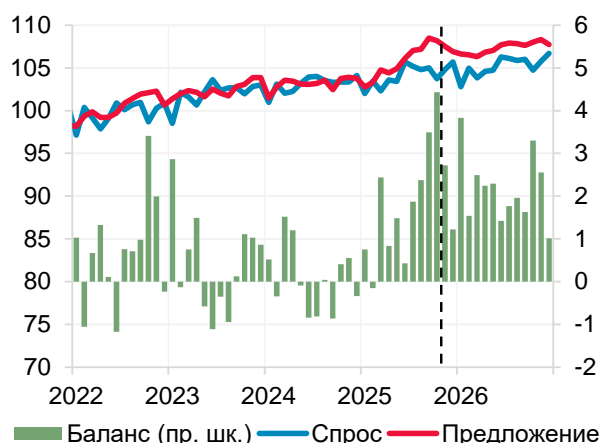
¹¹ На базисе CIF в порту Аугуста.

Рисунок 30. Оценки баланса жидких углеводородов на 2026 год, млн б/с



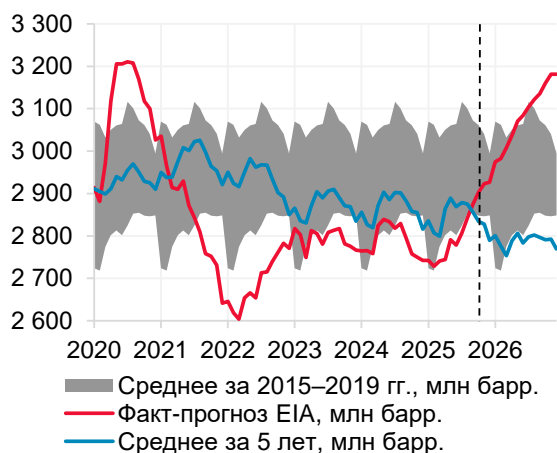
Источники: Минэнерго США, МЭА, расчеты ДИП.

Рисунок 31. Основные показатели мирового рынка жидких углеводородов, млн б/с



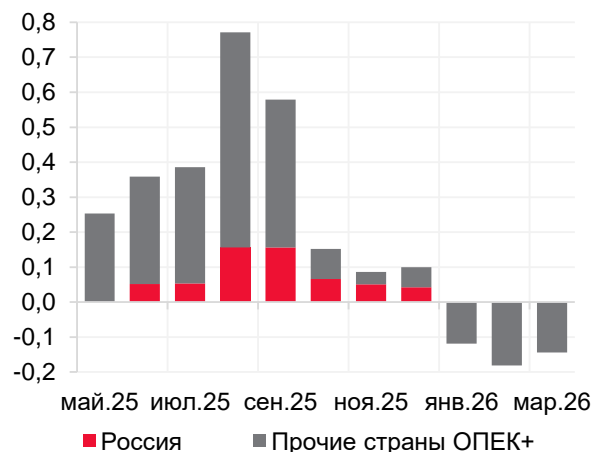
Источники: Минэнерго США, расчеты ДИП.

Рисунок 32. Коммерческие запасы нефти и нефтепродуктов в странах ОЭСР



Источники: Минэнерго США, расчеты ДИП.

Рисунок 33. План ОПЕК+ по увеличению добычи нефти*, млн б/с м/м



* С учетом компенсаций перепроизводства.
Источники: ОПЕК, расчеты ДИП.

Александр Морозов, директор

Артур Ахметов

Кристина Вировец

Сергей Власов

Яна Коваленко

Татьяна Кузьмина

Оскар Мухаметов

Софья Мякишева

Максим Неваленный

Екатерина Петренева

Алексей Поршаков

Белла Рабинович

Марина Стародубцева

Анастасия Хажгериева

Мария Харламова

Дмитрий Чернядьев