

Ежемесячный обзор. Сентябрь. 2025

29.09.2025

Экономика

В конце сентября Интерфакс опубликовал ключевые уточненные параметры федерального бюджета на 2025 г. и 2026-28 гг. и макроэкономические условия. Среди наиболее важных моментов мы выделяем следующие:

- 1) Обновленный дефицит на 2025 г. почти полностью совпал с нашими ожиданиями, более значительного расширения не произошло. Расходы на 2025 г. не изменились от первоначального плана. Для нас это снимает вопрос реализации рисков дополнительного бюджетного стимула (экономика его фактически не получает). Дефицит остается управляемым, поэтому дальнейшее смягчение политики ЦБ в этом году остается высоковероятным. Кроме того, судя по заявлению в СМИ, регулятор оценивает бюджетный план как дезинфляционный, а повышение НДС в 2026 г. как временный фактор.
- 2) Уровень расходов и дефицита на 2026–2028 гг. полностью определен исходя из бюджетных правил (т.е. общий уровень расходов определяется как сумма базовых нефтегазовых доходов, ненефтегазовых доходов и расходов на обслуживание госдолга). Соответственно, расширение дефицита полностью обусловлено формулами бюджетного правила, а не какими-либо иными причинами. Это пока говорит как минимум о желании усилить контроль над бюджетной дисциплиной, которая особенно актуальна в условиях невысоких цен на нефть (их траектория снижена, хотя и осталась восходящей).
- 3) По дополнительным нефтегазовым доходам намечено улучшение. Отчасти это связано с восстановлением прогнозных цен на нефть, отчасти — с постепенным снижением базовой цены нефти (с текущих 60 долл./барр. до 55 долл./барр. к 2030 г.).
- 4) План по ненефтегазовым доходам остался практически неизменным, несмотря на повышение ставки НДС (это должно приносить по ~1,3 трлн руб. дополнительных поступлений в год). Без публикации деталей сложно выявить причины столь слабой динамики (с учетом того, что прогноз номинального ВВП, от которого зависят поступления оборотных налогов, даже был немного повышен).

Главный вывод, который пока можно сделать до публикации детальной информации, — отсутствие неуправляемого роста дефицита бюджета. При этом мы полагаем, что хотя ЦБ действительно будет крайне осторожно реализовывать смягчение денежно-кредитной политики, существенная часть рисков, которые могли бы реализоваться, снята с повестки.

Нефть

За месяц нефть марки Brent выросла на 3%, до 70,1 долл./барр. За последние недели было немало факторов как для роста (начало смягчения политики ФРС, геополитическая напряженность на Ближнем Востоке, ужесточение санкций против РФ со стороны ЕС, удары БПЛА по российской энергетической инфраструктуре и связанные с этим намерения России запретить экспорт дизтоплива), так и для падения (решение ОПЕК об увеличении добычи, возобновление экспорта нефти из Иракского Курдистана). Впрочем, мы полагаем, что в перспективе до конца года устойчивых перспектив для роста нефти нет.

Валюта

За месяц рубль ослаб к доллару на 4,1%, к юаню на 3%, и к евро на 3,9%. Тренд на ослабление, наметившийся с середины июля, сохранился. Падение курса рубля происходит на фоне постепенного роста спроса на валюту со стороны нефинансовых компаний (судя по комментариям ЦБ, в августе мог произойти рост импорта, который, в

частности, мог подтолкнуть компании к покупкам валюты), а также из-за смягчения денежно-кредитной политики ЦБ (из-за чего привлекательность рублевых активов для локальных инвесторов снижается). При этом, рубль по-прежнему остается избыточно крепким. К концу года мы ожидаем пару доллар/рубль на уровне 92 руб./долл. Помимо указанных факторов, как мы полагаем, на российскую валюту будут оказывать давление и отсутствие явных драйверов для роста цен на нефть, и охлаждение геополитических ожиданий и/или возможное ужесточение тарифов/санкций против России.

Облигации

За месяц доходности на коротком участке выросли на 18 б.п., в середине – на 76 б.п., в длине – на 96 б.п. После решения ЦБ, которое стало «холодным душем» для инвесторов, рынок продолжает находиться в сдержанном состоянии. Так, по нашим оценкам, на конец года участники денежного рынка ждут ставку на уровне 16,5%. Это фактически означает, что большая часть рынка вообще не ожидает продолжения смягчения в этом году (пока первое снижение ставки рынок предполагается лишь в марте). Впрочем, мы считаем, что это избыточно пессимистичный взгляд. С учетом достаточно управляемых параметров нового бюджета, смягчение политики до конца года может быть продолжено (соответственно, доходности имеют шансы скорректироваться вниз). Отметим, что, судя по комментариям регулятора, он оценивает новый бюджетный план как дезинфляционный, а повышение НДС в 2026 г. как временный фактор.

Акции

В сентябре в США фондовые индексы обновляли рекорды по стоимости, S&P 500 прибавлял около 2,3%, а NASDAQ 100 показывал рост на 3,6%. Ключевым событием сентября стало решение ФРС понизить процентную ставку на 25 б.п. до диапазона в 4% - 4,25%. Американский регулятор также дал сигнал о возможности понизить её ещё 2 раза до конца 2025 г., что стало позитивным фактором для динамики фондового рынка и цены золота. Основной рост в течение месяца демонстрировали акции технологических компаний на фоне увеличения расходов на искусственный интеллект: резкоросли котировки Oracle, Intel, Nebius, Micron Technology. К концу месяца сильно упали котировки добывающей меди Freeport-McMoRan, у компании произошла авария на медном руднике, который является вторым по размеру в мире. Президент Д. Трамп анонсировал новые пошлины на импорт в США фармацевтических препаратов, тяжелых грузовиков и кухонной мебели с октября.

В Китае фондовые индексы в сентябре обновляли десятилетние максимумы. Индекс CSI 300 вырос на 2,2%. В авангарде были акции технологических китайских компаний, занимающихся поставками для данных центров и разработками чипов для искусственного интеллекта. Китайские производители полупроводников резкоросли после выхода новостей о запрете со стороны государства на закупки процессоров NVIDIA китайскими интернет-компаниями, что должно подстегнуть импортозамещение американских технологий в стране. Сильная динамика также наблюдалась в акциях производителей золота и меди в связи с глобальным ростом цен на эти металлы. КНР и США провели раунд торговых переговоров в Мадриде. Д. Трамп после этого провел звонок с председателем Си, и они договорились встретиться на полях саммита АТЭС в конце октября. Тема торговой войны практически ушла из новостной повестки, а между США и Китаем наблюдалось прагматичное и постепенное решение торговых вопросов.

В сентябре индекс Московской Биржи демонстрировал отрицательную динамику относительно уровня августа. Ключевым фактором, определяющим тенденцию российского рынка акций, оставались макроэкономические условия. До заседания Центрального Банка по ключевой ставке индекс российских акций находился выше отметки 2 900 пунктов, однако часть инвесторов ожидала более существенное снижение процентных ставок в этом году, что вызвало эмоциональную реакцию участников рынка, и индекс начал снижаться до уровня около 2 700 пунктов. Дополнительная неопределенность была связана с ожиданиями относительно нового проекта федерального бюджета. После объявления его ключевых параметров глава Банка России Э. Набиуллина охарактеризовала его как дезинфляционный и отметила, что повышение НДС окажет лишь краткосрочное влияние на инфляцию. На геополитическом фоне отсутствовали значимые положительные события, при этом рынок оставался чувствительным к новостям. Таким образом, индекс МосБиржи находится на уровнях, сопоставимых с весной этого года, несмотря на снижение ключевой ставки на 4 п.п. до 17%, что позитивно влияет на фундаментальную стоимость российских акций, а также на ослабление рубля, которое оказывает положительный эффект на финансовые результаты экспортёров. Мы полагаем, что текущие уровни являются привлекательными для формирования долгосрочных позиций на рынке акций.

Компании продолжают редомицилироваться в российскую юрисдикцию. Так, были приостановлены торги по бумагам компании OZON, которая подала документы для государственной регистрации как Международная компания публичного акционерного общества (МКПАО) в САР на острове Октябрьский. Кипрский регулятор выдал официальное разрешение CIAN PLC на редомициляцию в Россию, что является необходимым условием для выплаты ранее объявленного специального дивиденда в размере не менее 100 рублей. ВТБ провел дополнительное размещение акций по цене 67 руб. за акцию. В рамках размещения банку удалось привлечь 85 млрд руб., из которых 59% пришлось на институциональных инвесторов и 41% - на розничных. Кроме того, ВТБ сообщил о намерении выплатить дивиденды по итогам 2025 г., при этом окончательный размер выплаты будет определен в 2026 г., заявил первый зампред правления Д. Пьянов.