

- **ВТБ** отразил нейтральные результаты
- Потенциальный эффект от **повышения НДС**
- **Индексы США** отступили от достигнутых максимумов
- Правительство ожидает **расширения дефицита бюджета в 2025–2026 годах**
- **Возможное расширение годовой программы заимствований** оказывает давление на ОФЗ
- **Дальнейшие шаги ФРС** по изменению ставки остаются неопределенными
- Рынок нефти в ожидании решения **ОПЕК+ об очередном шаге в наращивании добычи**
- **Ралли в драгоценных металлах** продолжается
- **Индийская рупия на историческом минимуме** к доллару США

Банк Швеции снизил ставку из-за слабого роста экономики

□

Риксбанк, центральный банк Швеции, снизил ключевую ставку на 25 б. п., до 1,75%, в целях поддержки экономического роста, несмотря на базовую инфляцию выше целевых 2%. Это третье снижение в этом году, которое вернуло ставку к самому низкому уровню с 2022 года, и может стать завершающим в текущем цикле смягчения ДКП.

Прогноз Риксбанка относительно траектории ставок не предполагает изменений до 2028 года, если ориентиры по инфляции и экономическому росту сохраняются. Регулятор понизил оценку роста ВВП на этот год до 0,9% с 1,2% в июньском обновлении, но улучшил прогноз на 2026 год с 2,4% до 2,7%.

Риксбанк занимает одну из самых мягких позиций среди мировых центральных банков и в последние месяцы был вынужден балансировать между поддержкой экономики и всплесками инфляции. С мая 2024 года шведский регулятор понизил ставку на 225 б. п. Но за счет ожиданий восстановления шведской экономики и устойчивых фискальных позиций шведская крона показала наиболее сильную динамику среди валют стран G-10, укрепившись на 18% к доллару США и 4% к евро.

Министерство финансов планирует более значительное, чем ожидалось ранее, увеличение расходов в следующем году для поддержки домохозяйств. При этом Риксбанк ожидает, что объявленное правительством снижение налогов не окажет существенного влияния на инфляционное давление.

□

## АКЦИИ

### Российский рынок

#### ВТБ отразил нейтральные результаты

ВТБ отчитался по МСФО за первые восемь месяцев 2025 года, результаты оказались неоднозначными. Банк поддерживает высокую рентабельность, но слабая динамика процентных доходов и снижение чистой процентной маржи подчеркивает чувствительность к ограниченному росту розничного кредитования и макросреде. Значительный объем резервов оказывает давление на рентабельность.

Чистые операционные доходы до резервов увеличились на 6% г/г, до 738,4 млрд руб. Процентные доходы снизились на 49,1%, до 146,8 млрд руб., комиссионные стали основным драйвером, увеличившись на 23,2%, до 197,1 млрд руб. Чистая процентная маржа по итогам отчетного периода снизилась на 1 п. п., до 1%. Чистая прибыль снизилась на 3,2% г/г, до 327,6 млрд руб., рентабельность по капиталу составила 18,1%.

Объем совокупного кредитного портфеля до вычета резервов вырос на 1,8% с начала года, до 24,2 трлн руб. Кредиты юридическим лицам с начала года увеличились на 4,8%, физическим лицам — снизились на 4,2%.

#### Потенциальный эффект от повышения НДС

Министерство финансов представило пакет законопроектов, предполагающий повышение с 1 января 2026 года основной ставки налога на добавленную стоимость с 20% до 22%. В условиях внешних ограничений дополнительные поступления предназначены в первую очередь для финансирования оборонных расходов.

Краткосрочно эта мера проинфляционна, особенно при все еще повышенных инфляционных ожиданиях населения. В 2019 году повышение НДС отразилось на ускорении инфляции на 0,6–0,7 п. п. В этом году вклад повышения НДС может быть более заметным, около 1 п. п. к темпам инфляции, поскольку из-за снижения прибылей бизнес имеет меньше пространства для сглаживания цен.

Банк России уже заявил, что если план вернуться к нулевому структурному дефициту останется в силе, то эта мера не окажет влияния на устойчивую инфляцию, но краткосрочное воздействие на инфляционные ожидания регулятор учтет в октябрьском обновленном прогнозе.

Меньше всего повышение НДС затронет продуктовых ретейлеров, поскольку льготная ставка 10% на продукты питания, лекарства, детские товары и другую социально значимую продукцию сохранится. Кроме того, они могут относительно безболезненно переложить НДС в цены за счет низкой эластичности спроса. Онлайн-ритейлеры также могут сохранить устойчивость.

### Глобальные рынки

#### Индексы США отступили от достигнутых максимумов

Фондовые индексы США отступили от достигнутых максимумов, закрыв минувшую неделю в небольшом минусе: S&P 500 снизился на 0,31%, Nasdaq 100 потерял 0,5%, Dow Jones опустился на 0,15%. Потери первых дней были компенсированы пятничным ростом после выхода умеренных данных по инфляции и улучшенной оценки ВВП за II квартал.

Лидерами роста стали компании энергетического сектора и провайдеры коммунальных услуг на фоне роста цен на Brent и WTI. Среди аутсайдеров оказались сектор материалов и сектор потребительских товаров.

Торговая повестка обострилась вновь. Администрация президента США анонсировала введение импортных пошлин на фармацевтическую продукцию. С 1 октября на любой брендированный или запатентованный фармацевтический препарат устанавливается пошлина в размере 100%. Тариф не распространяется на дженерики. Сейчас фармацевтические товары освобождены от так называемых взаимных пошлин. Заявление уже ударило по акциям производителей лекарств в Австралии, Японии и Индии. Ввозная пошлина на фармпрепараты не будет распространяться на продукцию компаний, которые строят заводы для производства лекарств в США. Это может подтолкнуть ряд компаний, в том числе Eli Lilly, Johnson & Johnson, AbbVie, объявить о новых инвестиционных проектах в США.

## ОБЛИГАЦИИ

### Рублевые облигации

#### Правительство ожидает расширения дефицита бюджета в 2025–2026 годах

Правительство одобрило проект изменений в федеральный бюджет. Ожидается, что в 2025 году дефицит бюджета расширится до 2,6% ВВП (5,6 трлн руб.) против 1,7% ВВП (3,8 трлн руб.), ожидавшихся ранее, и 1,7% ВВП (3,3 трлн руб.) в 2024 году. Увеличение дефицита обусловлено снижением оценки доходов до 36,6 трлн руб. против 38,5 трлн руб., закладываемых ранее. При этом расходы ожидаются на прежнем уровне — 42,3 трлн руб.

Снижение ориентира по доходам не обусловлено динамикой цен на нефть — прогноз экспортной цены повышен до 58 долл. за баррель против 56 долл. в апрельском прогнозе. Ключевой фактор — укрепление рубля до 86,1 USD/RUB против 94,3 в апрельском обновлении, а также низкая себестоимость нефтяных поступлений из-за более низких оценок номинального роста ВВП (8% г/г против предыдущего ориентира в 10,3% г/г).

На 2026 год закладывается расширение дефицита бюджета до 1,6% ВВП (3,8 трлн руб.) с 0,9% ВВП (2,2 трлн руб.), ожидавшихся ранее. Снижение нефтегазовых и ненефтегазовых поступлений будет поддержано увеличением налоговой нагрузки. По оценкам Минфина, повышение ставки НДС дополнительно может принести 1,2 трлн руб. в 2026 году.

### Возможное расширение годовой программы заимствований оказывает давление на ОФЗ

Хотя Банк России оценил обновленный проект бюджета как дезинфляционный, настроения на рынке облигаций ухудшились. Индекс RGBI вернулся к уровням июля, достигнув 115 пунктов в этот понедельник. Давление на настроения оказывают сообщения СМИ об увеличении годовой программы заимствований на этот год с 4,8 трлн руб. до 6,98 трлн руб. в связи с ростом дефицита бюджета. Публикация плана заимствований на IV квартал 2025 года ожидается до конца месяца.

По итогам аукционов прошлой недели Минфину удалось выполнить годовой план размещений на 74%, квартальный — на 4%. Однако расширение программы заимствований означает исполнение годового плана лишь на 52%. Это предполагает, что средний недельный объем размещений составит около 265 млрд руб. до конца года. Это окажет заметно негативное влияние на кривую доходностей. С учетом низкого спроса на ОФЗ-ПД в IV квартале Минфин может сместить фокус на размещение флоатеров по аналогии с прошлым годом.

### Еврооблигации

#### Дальнейшие шаги ФРС по изменению ставки остаются неопределенными

Макроданные рисуют противоречивую картину для США, осложняя оценку дальнейших шагов ФРС. Финальная оценка ВВП за II квартал отразила резкий пересмотр темпов роста вверх, до 3,8%, против 3,3% в предыдущем релизе. Основной причиной пересмотра стали более сильные потребительские расходы.

Данные индекса PCE подтвердили уверенную динамику потребления: реальные расходы домохозяйств выросли в августе на 0,4% м/м, а норма сбережений снизилась до 4,6% против 5,1–5,2% в начале года. С другой стороны, личные располагаемые доходы увеличились скромнее — на 0,1% м/м, и это ограничивает потенциал роста расходов в ближайшие месяцы. Между тем данные индексов PMI от S&P Global сигнализируют о замедлении деловой активности в стране второй месяц подряд.

В то же время инфляция демонстрирует умеренную динамику: в августе базовый PCE вырос на 0,2% м/м и сохранил годовые темпы на уровне 2,9%. «Заголовочная» инфляция также была на уровне консенсуса: 0,3% м/м и 2,7% г/г.

Глава ФРС Джером Пауэлл подтвердил возможность дальнейшего снижения ставки, но отметил, что этот путь не лишен препятствий. Экономика находится в «сложной ситуации» из-за краткосрочных рисков ускорения инфляции и снижения занятости. Президент ФРБ Сент-Луиса Альберто Мусалем (голосующий член FOMC) и глава ФРБ Атланты Рафаэль Бостик (не голосующий) выразили обеспокоенность по поводу инфляционных рисков, ограничивающих потенциал дальнейшего смягчения монетарных условий.

## СЫРЬЕ И ВАЛЮТЫ

### Сырьевые активы

#### Рынок нефти в ожидании решения ОПЕК+ об очередном наращивании добычи

Нефть марки Brent показала самый большой недельный прирост в цене фьючерсов за последние три месяца — на 5,2%, до 70 долл. за баррель. WTI подорожала на 4,9%, до 65,7 долл. за баррель. Котировки выросли на фоне повышения рисков перебоев в поставках из-за жесткой риторики Дональда Трампа в отношении РФ и призывов к ЕС и Турции прекратить закупки российской нефти.

Поддержку ценам оказал и резкий пересмотр ВВП США за II квартал в сторону более сильного роста. Неожиданное сокращение коммерческих запасов нефти в США также смягчило опасения в отношении краткосрочного спроса на топливо. Росту цен способствовали ослабление доллара и повышение интереса к рискованным активам в целом.

Однако новую неделю нефтяные котировки открывают в красной зоне после сообщений Reuters о планах ОПЕК+ продолжить увеличение добычи нефти в ноябре на очередные 137 тыс. баррелей в сутки по итогам заседания 5 октября.

Риски формирования профицита нефти повышаются и с возобновлением поставок нефти из Курдистана после 2,5 лет простоя трубопровода Ирак-Турция. Министерство нефти Ирака ожидает, что первоначально объемы прокачки до Турции составят 180–190 тыс. баррелей в сутки. За счет этого совокупный экспорт может вырасти до 3,6 млн баррелей в сутки, хотя страна придерживается своей квоты в рамках сделки ОПЕК+ в размере 4,2 млн баррелей в сутки.

#### Ралли в драгоценных металлах продолжается

Золото продолжило дорожать, прибавив в цене 2% за неделю и преодолев в моменте отметку в 3 800 долл. за тройскую унцию на спотовом рынке. Цена на серебро достигла 47 долл. за унцию, вернувшись к максимумам мая 2011 года. Рынок продолжает реагировать на снижение процентных ставок Федеральным резервом США, тем более что сдержанные данные потребительской инфляции открывают дверь для дальнейшего смягчения монетарных условий.

Усиление спроса на драгоценные металлы со стороны биржевых фондов остаются драйвером роста котировок: общий объем вложений ETF в золото в этом году вырос более чем на 12,8 млн унций и достиг 96,2 млн — максимум с октября 2022 года.

### Валюты

#### Индийская рупия на историческом минимуме к доллару США

Индийская рупия ослабла до исторического минимума по отношению к доллару США, до 88,8 в середине прошлой недели. Причиной стало решение Дональда Трампа повысить визовые сборы. Президент США решил ввести обязательный сбор за рабочую визу H-1B в размере 100 тыс. долл. с целью борьбы со злоупотреблениями и для защиты рабочих мест в США.

H-1B — это неиммиграционная виза для специалистов, которые приезжают в Соединенные Штаты для временной работы. Обладатели такой визы трудоустроены в крупнейших технологических компаниях, включая Google, Amazon, Apple и другие. Подавляющее большинство получателей визы H-1B за 2024 год — из Индии, 71% общего числа. На втором месте Китай, на него пришлось 12% полученных документов. Поэтому сообщения об увеличении визовых сборов спровоцировали опасения сокращения прибыльности IT-компаний в Индии и падения объемов денежных переводов.

Обзор подготовлен аналитиками УК «Альфа-Капитал» на основе данных из открытых источников, бирж, данных статистических агентств, монетарных регуляторов.

«Альфа-Капитал» — лидер\* в сфере доверительного управления, строящий долгосрочные отношения с каждым клиентом