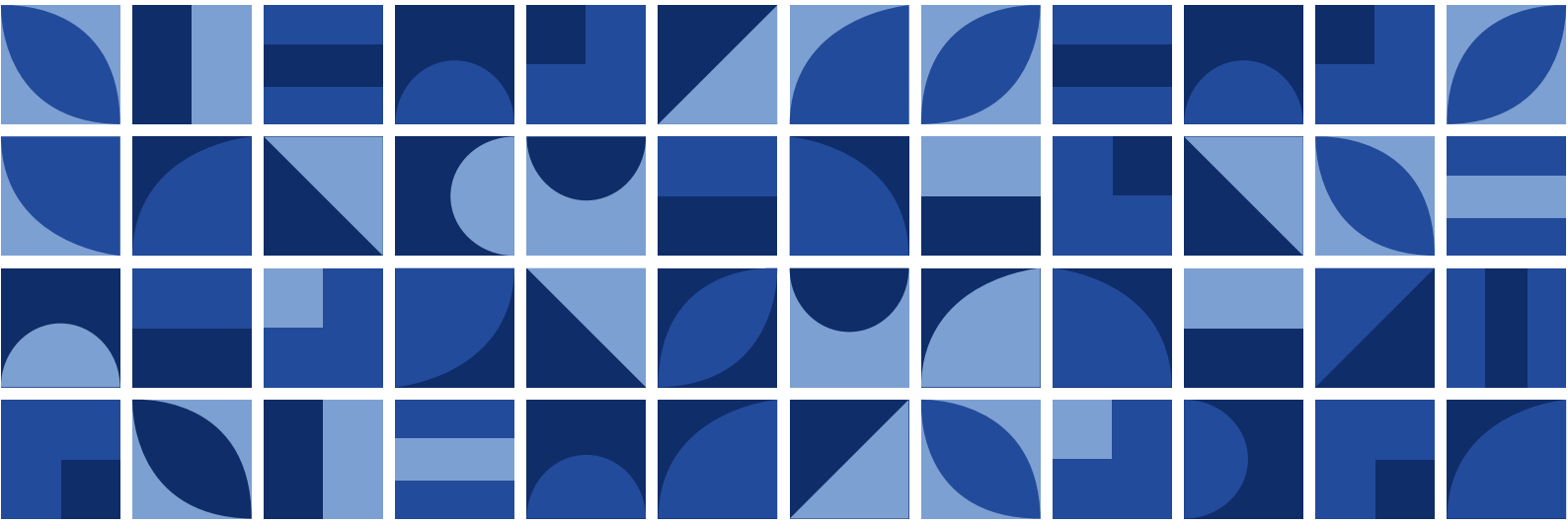
ВЫСШАЯ ШКОЛА ЭКОНОМИКИ
НАЦИОНАЛЬНЫЙ ИССЛЕДОВАТЕЛЬСКИЙ УНИВЕРСИТЕТ

Мониторинг БРИКС: макро и финансы

3 квартал 2025 года

Мониторинг подготовлен сектором структурных проблем мировой экономики Центра комплексных европейских и международных исследований (ЦКЕМИ)



Общий обзор

В 3КВ25 продолжается торговое сотрудничество стран БРИКС, где Китай выступает ключевым партнером, а Россия наращивает несырьевой экспорт. При этом объединение берет курс на «зеленую» трансформацию и развивает партнерство в финансовой сфере, сталкиваясь с внешними санкционными рисками

Торговля

На 2КВ25 и по доступным на середину ноября данным за 3КВ25 наибольшая доля БРИКС в торговле у Бразилии и Индонезии, она достигает 32-43% общего товарооборота (Табл. 1). Основной объем торговли обеспечивает Китай: на него приходится четверть импорта и треть экспорта Бразилии, а также треть импорта и четверть экспорта Индонезии.

Так, на август 2025 Китай стал топ-1 импортером и экспортером как минимум 4 стран БРИКС. В то же время торговые потоки Китая более диверсифицированы, и на страны БРИКС приходится лишь 14-16% общего внешнеторгового оборота. При этом из-за снижения спроса и угрозы санкций экспорт Китая в Россию упал на 22% г/г в октябре или на 11,9% за 10 месяцев 2025.

В нефтегазовой сфере «Газпром» наращивает объемы поставок в Китай и уже 6 раз за 2 месяца ставил новый рекорд суточных поставок газа. В сентябре Газпром и китайская CNPC подписали обязывающий меморандум о строительстве газопровода «Сила Сибири-2», что сделает газ более дешевым для Китая.

Для России экспорт несырьевых и неэнергетических товаров в страны БРИКС увеличился на 20% за 8м25, большинство товаров – промышленные (отрасли цветной металлургии, машиностроения и минеральных удобрений). Россия остается основным поставщиком удобрений для Бразилии: за 1п2025 экспорт вырос на 30%, а к сентябрю импорт Бразилии из России достиг максимума за 3 года ($3,1 млрд против $2,6 млрд годом ранее). Экспорт России в Индию увеличился на 8,4% г/г, в основном за счет товаров агро-промышленного комплекса.

	Доля БРИКС в импорте			Доля БРИКС в экспорте		
	1кв25	2кв25	3кв25	1кв25	2кв25	3кв25
Бразилия	36%	33%	31%	32%	37%	37%
Индия	40%	40%	-	18%	18%	-
Индонезия	41%	43%	43%	32%	34%	34%
Китай	15%	16%	16%	14%	14%	14%
ЮАР	35%	33%	34%	19%	19%	19%

Табл.1. Доля стран БРИКС в экспорте и импорте на 3кв25. Источник: TradeMap

Примечание: доля включает все 10 стран БРИКС, учитывая доступные данные на 02.12.2025

Валюты

- Доля юаня во внешней торговле Китая увеличилась до 52%, доля доллара упала до 43%.
- 40% внешнеторговых сделок российских компаний были совершены в юанях.
- В России в декабре Минфин выпустит ОФЗ, номинированные в юанях. Будет 2 выпуска объемом по 100 млрд в рублевом эквиваленте на 3,2 года с доходностью 6% и на 7,5 лет с доходностью 7% с полугодовыми купонными выплатами, номинал составит ¥10 тыс.
- Народный Банк Китая подписал соглашения о валютных свопах с банками Бразилии и Индонезии на 5 лет на суммы R$157 млрд и ¥400 млрд.

- Центральные банки Китая и Индонезии подписали меморандум о взаимопонимании в рамках сотрудничества в области расчетов в местной валюте в двусторонних транзакциях.
- НБК открыл центр в Шанхае для поддержки операций с цифровым юанем (E-CNY), где будет курироваться работа трансграничных платежных систем, цифровые активы, осуществляться поддержка торговли, инвестиций и инноваций в области цифровых финансов.

Финансы и инвестиции

На июнь 2025 года 99% выданных Новым Банком Развития займов и одобренных проектов приходилось на 5 основных членов БРИКС (Рис. 1), большинство займов было выдано в долларах (Рис. 2). При этом Индонезия выделит Банку $1 млрд для финансирования проектов по устойчивому развитию. Среди других новых стран-членов БРИКС акционерами стали лишь Египет (2,24%) и ОАЭ (1,04%). Помимо них и 5 основателей БРИКС, долю в НБР также держат Алжир (1,15%) и Бангладеш (1,77%), проявившие интерес к расширению НБР в 2021 г.

Фонд международных деловых коммуникаций при Правительстве Москвы 28 июля 2025 года подписал соглашение о партнерстве с платежной системой BRICS Pay.

Другая крупная инициатива стран БРИКС – Платформа энергетических исследований (ERCP). В 2025 г. министры энергетики стран утвердили новую дорожную карту по энергетическому сотрудничеству на 2025-2030 гг. В ее рамках планируется начать диалог между НБР и министерствами энергетики по вопросам инвестиций в энергопереход, подготовку ежегодных отчетов ERCP, сотрудничество по секторам (ВИЭ, передовые технологии, биоэнергия, водород, энергетические системы и др.).

В октябре участники круглого стола, прошедшего в Совете Федерации РФ, договорились о начале консультаций по созданию единой зерновой биржи БРИКС. Многосторонние встречи будут запланированы на 2026 г.

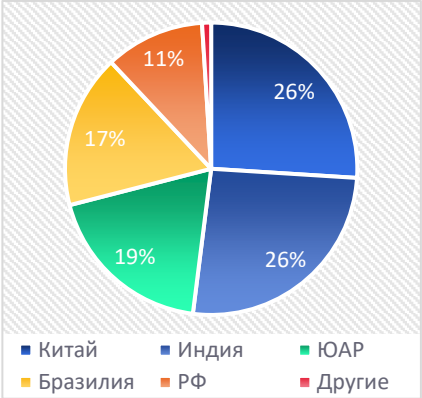


Рис. 1. Активный портфель НБР по странам (на конец июня 2025). Источник: New Development Bank

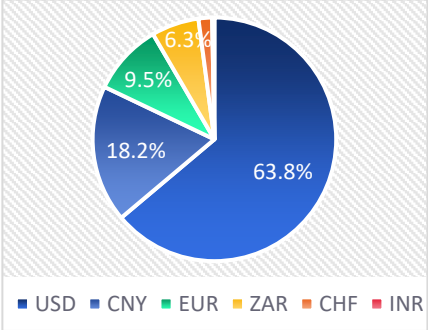


Рис. 2. Активный портфель НБР по валютам (на конец июня 2025). Источник: New Development Bank

XVII Саммит БРИКС

6-7 июля 2025 года прошел XVII саммит стран БРИКС. Одним из ключевых достижений стала Рамочная декларация лидеров стран БРИКС по климатическому финансированию. В декларации подчеркивается несколько пунктов:

- обязательство НБР в 2026 году направить 40% финансирования на проекты в области энергоперехода и выпустить устойчивые облигации в разных валютах;
- в целях привлечения финансирования среди частных инвесторов стран БРИКС Бразилия предложила создать Фонд «Тропические леса навсегда» (TFFF), запуск которого поддержали лидеры БРИКС, как инструмента смешанного финансирования;
- отмечается вклад Механизма межбанковского сотрудничества БРИКС в снижении издержек, связанных с трансграничным финансированием проектов в области изменения климата, продвижении инновационных финансовых практик и поиске механизмов финансирования проектов в национальных валютах.

Бразилия

В 3КВ2025 экономика Бразилии продолжала замедляться после роста ВВП на 2,9% г/г в 1КВ и 2,2% г/г во 2КВ. Минфин прогнозирует в 3КВ2025 около 1,9% г/г, при этом основной вклад обеспечит сельское хозяйство (+8,5% г/г), тогда как промышленность и услуги прибавят лишь 1,0% и 1,7% г/г. Спрос остается слабым на фоне высокой ставки SELIC 15% и инфляции свыше 5% г/г. Индекс BOVESPA показывал умеренный рост благодаря устойчивости сырьевого сектора.

Реальный сектор и экономическая активность

Экономическая активность и деловая активность в 3КВ2025 замедлилась под давлением жёсткой денежно-кредитной политики. Основной вклад в выпуск обеспечивало сельское хозяйство, тогда как промышленность и сектор услуг демонстрировали более слабую динамику на фоне сдержанного внутреннего спроса. Композитный индекс PMI и индексы для обрабатывающей промышленности и услуг стабильно оставались ниже отметки 50 пунктов. Сильнее всего пострадал промышленный сектор, где индекс PMI в сентябре опустился до 46,5 пункта - минимального уровня за 2,5 года, в том числе в связи с введением США повышенных тарифов. Впервые с конца 2023 года производители отметили снижение затрат на сырьё. В октябре наблюдалось частичное восстановление PMI, однако показатель по-прежнему оставался ниже 50 пунктов.

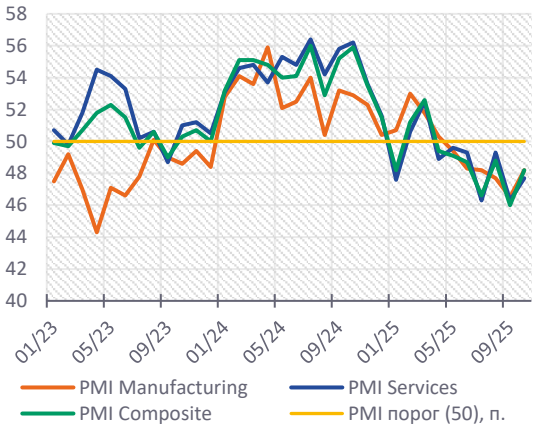


Рис. 1. Индексы PMI: промышленность, услуги и композитный индекс, п. Источник: Trading Economics

Инфляция и денежно-кредитная политика

В 3КВ2025 инфляция оставалась выше целевого диапазона Центрального банка (3% ±1,5 п.п.), удерживаясь вблизи 5% г/г. После небольшого снижения в августе до 5,13% сентябрьский показатель вновь ускорился до 5,17% г/г. Рост показателя был обусловлен увеличением цен на продукты питания и напитки (6,61% г/г) и расходы на жильё (+6,24% г/г). В ответ на сохраняющееся инфляционное давление Центральный банк Бразилии на заседаниях в сентябре и октябре сохранил ключевую ставку SELIC на уровне 15%, обеспечивая одну из самых высоких реальных процентных ставок в мире. Дополнительным инфляционным фактором и ограничением для манёвра ЦБ является рекордно низкий уровень безработицы, достигший в 3КВ2025 исторического минимума в 5,6%, что указывает на признаки перегрева экономики. В этих условиях ожидается, что ставка сохранится на текущем уровне как минимум до конца 2025 года.

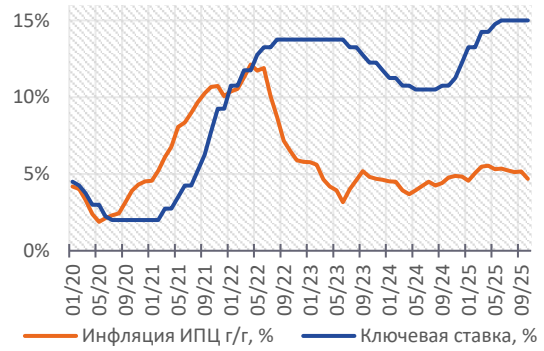


Рис. 2. Инфляция и ключевая ставка SELIC, %. Источник: Central bank of Brazil

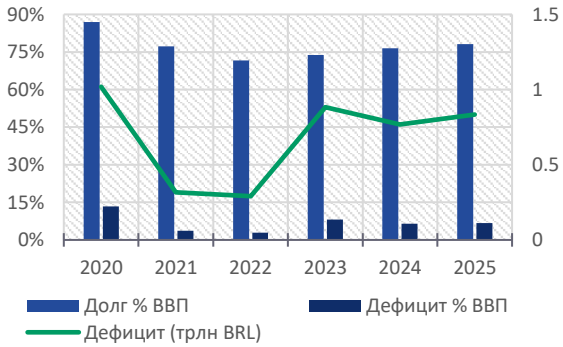


Рис. 3. Государственный долг и дефицит бюджета, % ВВП и трлн BRL. Источник: Central bank of Brazil

Бюджетно-налоговая политика

Государственный долг продолжил рост, увеличившись с 77,4% ВВП в июле до 78,1% ВВП в сентябре 2025 года. По оценкам Всемирного банка, эта тенденция сохранится, с прогнозом роста до 81,4% ВВП в 2026 году при дефиците бюджета около 8,5% ВВП. Основными причинами роста долговой нагрузки являются высокие процентные выплаты на фоне сохранения жесткой монетарной политики, а также расширение социальных расходов по программам администрации Лулы да Силвы. В проекте бюджета на 2026 год запланирован значительный рост социальных обязательств: расходы на пенсионную систему +11,4%, здравоохранение +5,6% и программы занятости +11,6%.

Валютный рынок и платежный баланс

Бразильский реал в 3КВ2025 укрепился с 5,6 до 5,3 BRL/USD на фоне значительного притока капитала: чистый приток ПИИ составил $10,8 млрд в сентябре и $27 млрд за квартал (против $12 млрд во 2КВ2025), чему способствовал высокий уровень процентных ставок. Профицит торгового баланса сократился до $3 млрд в сентябре из-за введения США 50% тарифов на сталь, алюминий и ключевые сельскохозяйственные товары, что затронуло около 35% бразильского экспорта в США. В октябре профицит восстановился до $7 млрд, что указывает на адаптацию экспортеров. Счёт текущих операций оставался дефицитным: -$7,5 млрд в июле, -$5 млрд в августе и -$10 млрд в сентябре (3,61% ВВП против 2,23% годом ранее**),** главным образом за счёт дефицита услуг и увеличения выплат процентов и дивидендов.

Фондовый и долговой рынки

В 3КВ2025 индекс BOVESPA продемонстрировал умеренный рост, поднявшись с 138,9 тыс. пунктов на конец июня до 146,2 тыс. пунктов на конец сентября (+5,3% кв/кв; +10,9% г/г). Динамику поддерживали экспортно-ориентированные компании сырьевого сектора (Vale, Petrobras), а также металлургия на фоне высоких мировых цен. Позитивный вклад внесли и акции банков, выигравшие от ожиданий смягчения денежно-кредитной политики в 2026 г. Доходности госбумаг двигались разнонаправленно: ставка по двухлетним облигациям снизилась с 13,92% до 13,64%, тогда как доходность десятилетних выросла с 13,48% до 13,73%, отражая сохранение долгосрочной премии за риск. Суверенные рейтинги оставались на спекулятивном уровне: Moody's (Ba1), S&P Global (BB) и Fitch (BB) подтвердили оценки со стабильным прогнозом, отметив замедление фискальных реформ и структурные ограничения экономики.

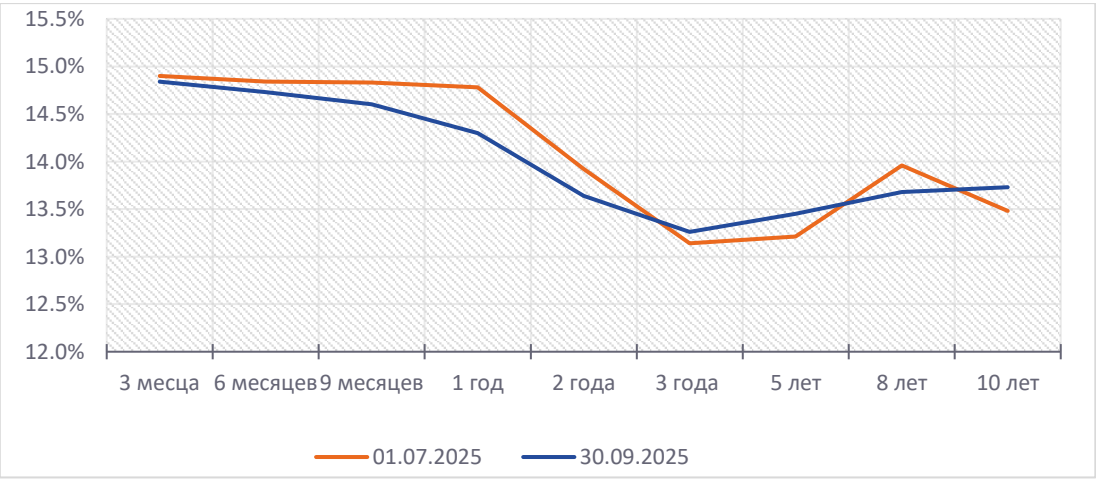


Рис. 4. Кривая доходности государственных облигаций. Источник: CBonds

Россия

Экономика России в 3КВ2025 демонстрировала замедление роста на фоне ослабления внешнего и внутреннего спроса. Банк России продолжил цикл смягчения денежно-кредитной политики, однако сохранил осторожный подход из-за всё ещё высокой инфляции и инфляционных ожиданий. Бюджетная политика оставалась стимулирующей, что привело к значительному дефициту и планам по наращиванию госдолга.

Реальный сектор и экономическая активность

Рост ВВП в 3КВ2025 составил +0,6% г/г. по предварительной оценке Росстата. Банк России при этом более консервативен и прогнозирует рост 0,4% в 3КВ2025 (против 1,1% в 2КВ2025) на фоне снижения уровня экспорта (нефтегазового вследствие ухудшения конъюнктуры рынка и ненефтегазового вследствие высокой базы 2024 г. экспорта с/х продукции) и снижения спроса на импорт из-за жестких монетарных условий. По данным ФТС, снижение происходило в двух значимых отраслях – машины, оборудование и ТС (-7% г/г), вследствие повышения утилизационного сбора в сентябре 2025, а также в отрасли минеральных продуктов (-14,5% г/г).

В 3КВ2025 индексы PMI (производство, услуги, композитный) сигнализировали о сокращении деловой активности ниже 50 п., с резким падением в сентябре до минимумов за 2–3 года (композитный индекс в сентябре упал до 46,6 п.). Причинами стали ускоренное снижение производства и новых заказов (самые быстрые темпы за 3+ года), слабый внешний спрос, а также рост затрат на персонал и сырье. В октябре PMI в сфере услуг увеличился до 51,7 п., а композитный индекс – до 50,2 п.

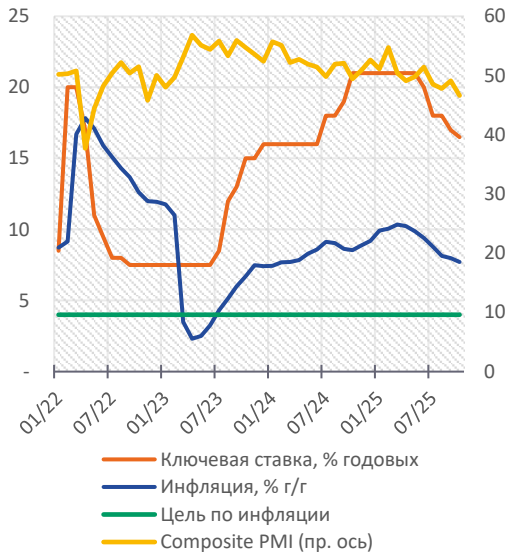


Рис. 1 Инфляция, ключевая ставка и Composite PMI; Источники: Банк России, S&P Global

Инфляция и денежно-кредитная политика

Годовая инфляция в сентябре составила 7,98% г/г, а в октябре – 7,7% г/г, продолжив нисходящий тренд, начавшийся в марте 2025 г. (10,3%), на фоне сокращения приростов цен на услуги и ряд продовольственных товаров. Инфляционные ожидания населения остаются повышенными, хотя и начали постепенно снижаться (13,0% в июле против 12,6% в сентябре и октябре) на фоне высоких цен на продовольствие, роста цен на бензин, строительные материалы и розничных товаров.

В сентябре 2025 года темп роста кредита экономике замедлился до 9,3% г/г в сентябре (против 10,2% в августе и 10,1% в июле). В 3КВ2025 Банк России снижал ключевую ставку трижды с 20% до 16,5%. Согласно среднесрочному прогнозу Банка России в 2026 году ставка ожидается на уровне 13-15%.

Рис. 2. Обменный курс USD/RUB и индекс DXY. Источник: Банк России

Бюджетно-налоговая политика

Дефицит федерального бюджета в 3КВ2025 составил 3 470,6 млрд руб.: доходы составили 26 954 млрд руб. (+3% г/г), расходы 30 424 млрд руб. (+18% г/г). При этом снизилась доля нефтегазовых доходов (32% в 3КВ2025 против 25% в 3КВ2024) за счет сокращения нефтегазовых доходов на 21% г/г и роста ненефтегазовых на 13% г/г. Дефицит федерального бюджета составит 5,74 трлн рублей (2,6% от ВВП). Дефицит консолидированного бюджета за 3КВ2025 составил 3,8 трлн рублей. В 3КВ2024 консолидированный бюджет был исполнен с профицитом в 2,2 трлн рублей, во многом за счет лучшей динамики нефтегазовых доходов. К концу 2025 г. общий объем доходов федерального бюджета прогнозируется в сумме 36,56 трлн рублей, а расходов — 42,29 трлн.

В ноябре был утвержден проект федерального бюджета на 2026 г., прогнозируемый дефицит составит 1,6% ВВП (3 786 млрд руб.), который будет финансироваться главным образом за счет наращивания государственных заимствований (3 980 млрд руб.). Также в бюджет заложено повышение НДС на 2 п.п. до 22% с 2026 г.

Валютный рынок и платежный баланс

Несмотря на отмену в августе 2025 г. требования об обязательной продаже валютной выручки экспортерами, курс рубля оставался крепким на протяжении 3КВ2025 и колебался в диапазоне 78-84 рубля за доллар США, на конец ноября снова снизившись до 78,6 рублей за доллар на фоне i) увеличения предложения валюты от экспортёров после сезонного спада и ввиду потребности оплаты налогов и дивидендов, ii) жесткой ДКП. Валютные резервы оставались практически на одном уровне в 3КВ2025 — в среднем $686,6 млрд, увеличившись в октябре до $713,3 млрд.

Профицит счёта текущих операций (СТО) РФ в 3КВ2025 по предварительной оценке Банка России составил $8 млрд, увеличившись после значительного сокращения до $4 млрд в 2КВ2025 (против $16,8 млрд в 2КВ2024 и $7,8 млрд в 3КВ2024), вызванного уменьшением профицита торгового баланса на фоне сокращения экспорта минеральных продуктов и увеличением дефицита баланса услуг за счет роста импорта поездок и строительных услуг. Рост профицита СТО в 3КВ2025 вызван в первую очередь ростом профицита торгового баланса ($33,8 млрд в 3КВ2025 против 25,1 млрд в 2КВ2025).

Фондовый и долговой рынки

Общий объём торгов на рынках Московской биржи за 3КВ2025 составил 455,2 трлн руб. (рост 22% г/г, и 17,7% кв/кв), на фондовом рынке 19,8 трлн руб. (+16% г/г, +6% кв/кв). Индекс IMOEX снизился на 7,6% кв/кв и 1,3% г/г. В целом, в 3КВ2025 индекс был достаточно волатилен на фоне введения 18 пакета санкций ЕС, в рамках которого, помимо прочего, были расширены ограничения на «теневой флот», а также наложены вторичные санкции на ряд компаний из дружественных стран. В октябре был введен 19 пакет санкций, который включает в себя полный запрет на импорт российского СПГ с 2027 г. и серьезные ограничения на финансовый сектор, США также ввели санкции на ряд российских энергетических компаний на фоне чего индекс Мосбиржи упал до минимальных с начала 2025 г. значений.

За 3КВ2025 Минфин России совокупно разместил ОФЗ на сумму 1 521,3 млрд руб., выполнив квартальный план заимствований на 105%. Кривая бескупонной доходности, инвертированная в начале квартала на сроке до 3 лет на фоне ожидания снижения ключевой ставки, изменила наклон в конце квартала: кривая растет на сроке до 5 лет и становится инвертированной на сроках 5-30 лет. сменилась с резко нисходящей в июне, выравниваясь в конце сентября 2025 г. В конце июня 2-летние ОФЗ колебались около 14,62%, а 10-летние – 14,97%; в сентябре 2-летние ОФЗ – 14,42%, срок 10 лет – 14,93%.

Внешний долг по состоянию на 1 июля 2025 г. составил $320,8 млрд (14,0% к ВВП г/г). По сравнению с началом 2КВ2025 задолженность выросла на $8,1 млрд на фоне укрепления российского рубля, которое привело к увеличению долларового эквивалента существующих обязательств.

Индия

В Индии сохраняется умеренный экономический рост (8,8% г/г) на фоне удержания ставок и относительно низкой безработицы. Инфляция снижается (1,44% г/г в сентябре) за счет дефляционных тенденций в продовольствии. Дефицит бюджета остается существенным (4,8% ВВП в FY2024-25), однако долговой рынок обеспечивает стабильный источник финансирования бюджета. Кредитный рейтинг по версии S&P Global был повышен с BBB- до BBB.

Реальный сектор и экономическая активность

В 3КВ2025 реальный ВВП Индии вырос на 7,2% кв/кв и 8,8% г/г. Экономическая активность остается высокой и стабильной, общий PMI в 3КВ2025 – 61 (+0% кв/кв), однако PMI в сфере услуг умеренно растет – 60,9 (+0,8% кв/кв), а в производственной отрасли снизился до 57,7 п. (-1,2% кв/кв). Рост поддерживается экспортом услуг и сильным внутренним спросом. Снижение производственного индекса обусловлено удорожанием импорта сырья и промежуточных товаров, от которых существенно зависит производство. При этом уровень безработицы остается низким (5,2%). В 4КВ2025 по оценкам Reuters ожидается умеренное снижение деловой активности в силу ослабления рупии и замедления новых зарубежных заказов на индийские услуги.

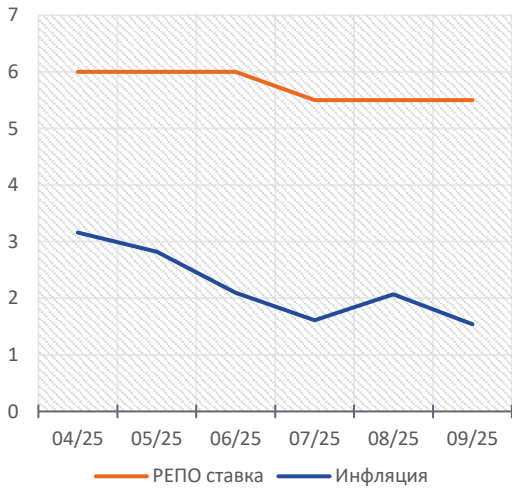


Рис. 1 Динамика инфляции, ставки РЕПО, %. Источники: MOSPI, RBI.

Инфляция и денежно-кредитная политика

Снижение инфляции в 3КВ2025 (1,44% г/г в сентябре против 2,1% г/г в июне) отчасти обусловлено дефляцией в продовольственной отрасли, начавшись в июне 2025, она достигла -2,28% в сентябре. По оценкам Государственного Банка Индии и Центрального Банка Индии в течение FY2025-26 ожидается умеренный рост инфляции до 2,2-2,6% в силу сезонного удорожания продовольствия. Индекс цен производителей на конец 3КВ2025 составил 0,13% (+0,32 п. п. кв/кв и -1,71 п. п. г/г), что обычно предшествует росту потребительских цен, но в силу небольших значений инфляционное давление остается слабым. Объемы кредитования в июле и августе +9,9% г/г и в сентябре +10,2% г/г что отражает восстановление внутреннего спроса и умеренное усиление инвестиционной активности. Инфляционные ожидания на 3КВ2025 – 8,3% (-6,7% кв/кв), в то время как ожидания на 4КВ2025 – 8,1% (-2,4% кв/кв). В условиях умеренной инфляции вероятно дальнейшее удержание ставок в 4КВ2025, так как необходимости в дополнительной поддержке экономики нет.

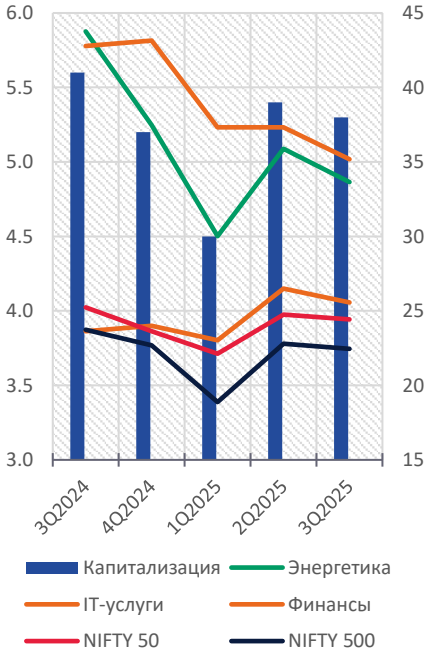


Рис. 2. Динамика капитализации фондового рынка, ключевых и отраслевых индексов Индии, $ млрд и индексные пункты. Источник: NSE Indices

Бюджетно-налоговая политика

Государственные расходы продолжают расти, дефицит бюджета остается существенным, несмотря на положительную динамику доходов (+10,7% г/г). Рост обязательных расходов обусловлен увеличением трансфертов населению, вложений в инфраструктуру и объема государственного долга, а следовательно, ростом процентных выплат. На доходы давит реформа GST, из-за которой были снижены налоговые ставки на некоторые товары и услуги. В 4КВ2025 ожидается умеренное улучшение. Правительство нацелено на снижение дефицита с 4,8% ВВП в FY2024-25 до 4,4% ВВП в течение FY2025-26.

В перспективе 4КВ2025 умеренный рост долговой нагрузки сохранится в силу необходимости финансирования дефицита, однако риски остаются контролируемыми в том числе благодаря значительной доле долгосрочных облигаций в структуре государственного долга (~71%). Выпадающие доходы бюджета, связанные со снижением налоговых ставок в рамках сентябрьской реформы, были частично замещены займами в размере ~$32 млрд в августе и сентябре. В 4КВ2025 вероятно умеренное снижение доходностей среднесрочных выпусков, если инфляция продолжит замедляться.

Фондовый и долговой рынки

В 3КВ2025 капитализация индийского рынка составила около $5,3 трлн. Рост индекса Nifty Financial Services в финансовом секторе (+2,3% кв/кв) поддерживался стабильным расширением кредитования. Энергетический сектор скорректировался на -6,2% кв/кв вслед за снижением мировых цен на нефть и сезонным снижением внутреннего спроса. Индекс IT-услуг – изменение -5,7% кв/кв из-за ослабления внешнего спроса и волатильности рупии. По оценкам JP Morgan в 4КВ2025 ожидается постепенная стабилизация рынка акций на фоне сохранения ключевой ставки RBI. Рынок государственных облигаций Индии демонстрирует стабильное распределение доходностей с выраженной концентрацией бумаг с дюрацией менее одного года в диапазоне 5,45-5,65%, что отражает устойчивую ликвидность денежного рынка и пониженную премию за краткосрочный риск. При этом доходность долгосрочных облигаций остается повышенной (7-7,4%). На 4КВ2025 ожидается сохранение ключевой ставки RBI, что предполагает удержание краткосрочных доходностей в текущем диапазоне.

В августе долгосрочный кредитный рейтинг Индии был повышен S&P Global с BBB- до BBB, а краткосрочный – с A2 до A3, что обусловлено стабильным ростом ВВП и сильной внешнеэкономической позицией. Это улучшило рыночные ожидания по доходностям государственных облигаций и повысило привлекательность страны для иностранных инвесторов. Однако Moody's и Fitch сохранили прежние рейтинги (Baa3 и BBB-) со стабильным прогнозом, указывая на высокий дефицит бюджета и значительный объем государственного долга.

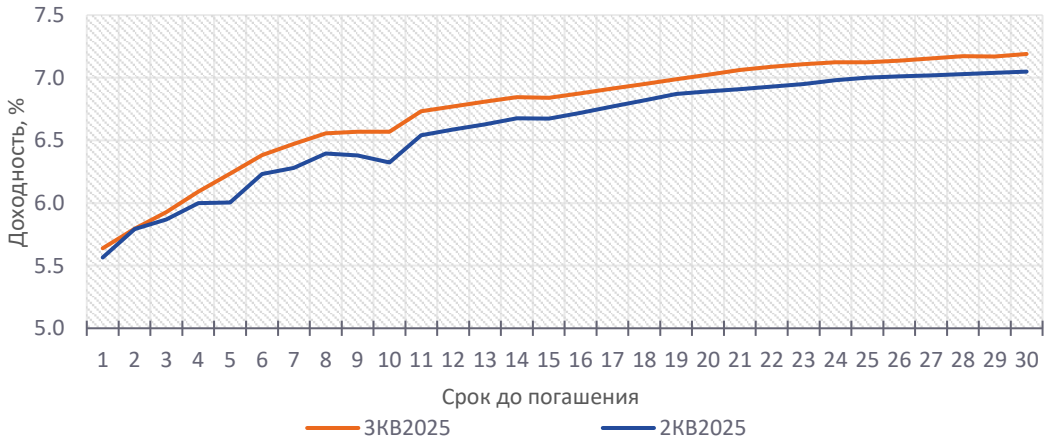


Рис. 3 Кривая доходности государственных облигаций Индии, 30.09.2025. Источник RBI

Китай

В 1-3КВ2025 ВВП Китая вырос на 5,2% г/г, индекс PMI оставались на уровне 50-51. Дефляционная тенденция продолжается. Доходности китайских государственных облигаций находятся на исторически низких уровнях, отражая низкую инфляцию и мягкий режим ДКП. Кривая доходности не инвертирована и сдвинулась за квартал вверх. Кредитные рейтинги КНР продолжают удерживать высокие позиции - S&P/Moody's/Fitch: A+/A1(negative)/A.

Реальный сектор и экономическая активность

В 1-3КВ2025 ВВП Китая вырос на 5,2% г/г, поквартально составив 5,4%, 5,2% и 4,8% соответственно. Высокотехнологичные отрасли и сфера услуг внесли наиболее значительный вклад в этот рост, в особенности ИТ и программное обеспечение, лизинг и бизнес-услуги.

Индекс PMI вне промышленности оставался стабильным за счет сферы услуг, тогда как сектор недвижимости продолжил снижаться на фоне продолжающегося кризиса в отрасли, оставаясь основным источником кредитных рисков в Азии. Праздник середины осени и «Золотая неделя» простимулировали туризм, транспорт и общепит, с ожидаемым замедлением в 4КВ2025 до Праздника весны. Промышленный сектор оставался более волатильным в связи с изменениями торговой политики США. Сектор услуг, с большой вероятностью, будет дальше поддерживать внутренний контур (увеличение внутреннего потребления и внутреннего рынка), обозначенный в плановых документах 14-й пятилетки, тогда как промышленность стабилизируется при условии сохранения частичного снятия тарифов. Существенного ускорения деловой активности не ожидается до 4КВ2026.

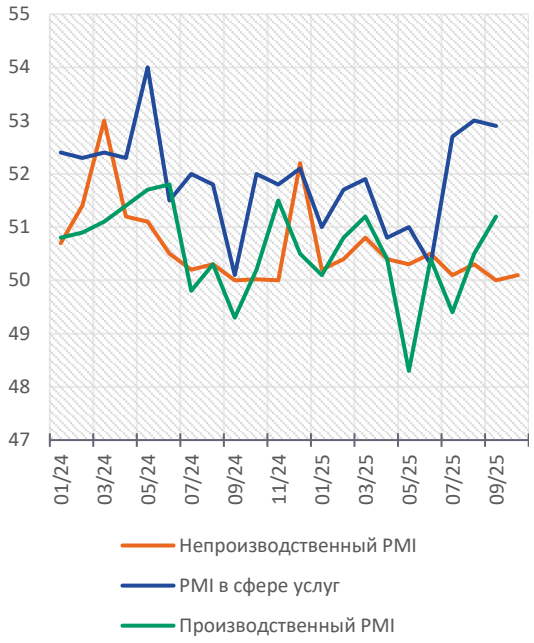


Рис. 1. Индекс деловой активности Китая. Источник: Trading Economics

Инфляция и денежно-кредитная политика

В сентябре 2025 г. в Китае зафиксирована дефляция на уровне 0,3% г/г. В сравнении с прошлым годом отмечается небольшое восстановление инвестиционного спроса, при сохранении структурных проблем рынка недвижимости - инфляция арендной платы оставалась на нулевом уровне. Исходя из совокупной динамики CPI и PPI, Китай находится в фазе мягкой дефляции, и конечный, и производственный спрос остаются слабыми, несмотря на стимулирующую монетарную политику. Норма обязательных резервов была снижена с 8,0% до 7,5% в мае и с тех пор оставалась неизменной. Ставка LPR, последний раз снизившись в мае 2025 г. на 0,1%, зафиксирована на исторических минимумах.

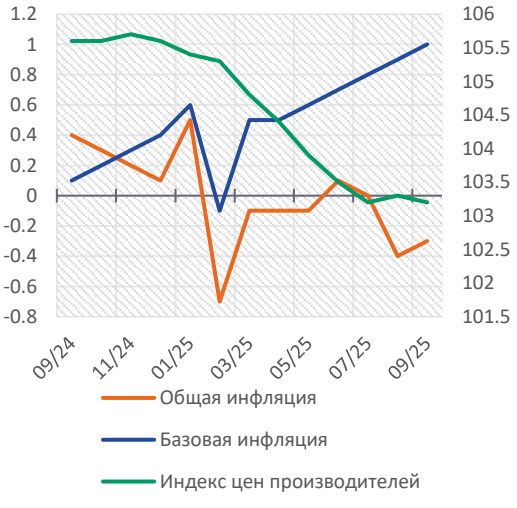


Рис. 2. Инфляция в Китае (%) и индекс цен производителей. Источник: Trading Economics

Бюджетно-налоговая политика

Дефицит бюджета в 2025 году заложен в размере 4% от ВВП, причем это значение по оценкам Reuters сохранится и в следующем году, однако такая бюджетно-налоговая политика может оказаться недостаточно мягкой для преодоления кризиса.

По состоянию на октябрь 2025г. объем долга расширенного правительства Китая (general government) достиг 96,3% от ВВП. Совокупный государственный долг с учетом скрытых обязательств местных правительств оценивался в 124% от ВВП в 2024 году. Так, за 1-3КВ2025 правительство привлекло около $614,7 млрд через выпуск сверхдлинных и специальных облигаций местных властей.

Платежный баланс и валютный рынок

В 3КВ2025 курс юаня колебался в диапазоне 7,21-7,10 USD/CNY. Платежный баланс Китая характеризуется устойчивым профицитом текущего счета, что обусловлено активным экспортом и диверсификацией рынков сбыта. СТО в 3КВ2025 вырос до рекордных $195,6 млрд с профицитом по торговле товарами ($269,5 млрд) и дефицитом в торговле услугами ($49,4 млрд). Финансовый счет и счет операций с капиталом достигли рекордного значения (-$195,6 млрд). Валютные резервы по итогам 3КВ2025 увеличились на $20 млрд кв/кв, составив $3,34 трлн. (23% ВВП за 3 квартала).

Фондовый и долговой рынки

В 3КВ2025 индекс Shanghai Composite вырос на 12,7% от показателей июня, а уже в октябре достиг рекордного значения за последние 10 лет - 4016 пункта. Это можно объяснить прорывами в области искусственного интеллекта, активным импортозамещением в производстве чипов, и ожиданиями инвесторов новых мер промышленной политики в рамках 15-го пятилетнего плана (2026-2030). SZSE Component (Шэньчжэнь), в свою очередь, вырос на 29,25% кв/кв, а HSI – а 11,6% кв/кв.

Доходности китайских государственных облигаций находятся на исторически низких уровнях, отражая низкую инфляцию и мягкий режим ДКП. Кривая доходности не инвертирована и сдвинулась за квартал вверх. Этот рост был вызван ожиданиями фискального стимулирования и оттоком капитала в акции (рефляционная торговля).

Кредитные рейтинги Китая продолжают удерживать высокие позиции - S&P/Moody's/Fitch: A+/A1(negative)/A. Последнее рейтинговое действие было в апреле 2025 г. когда Fitch снизили рейтинг с A+, до A, комментируя это быстрым ростом госдолга, но сохранив при этом стабильный прогноз.

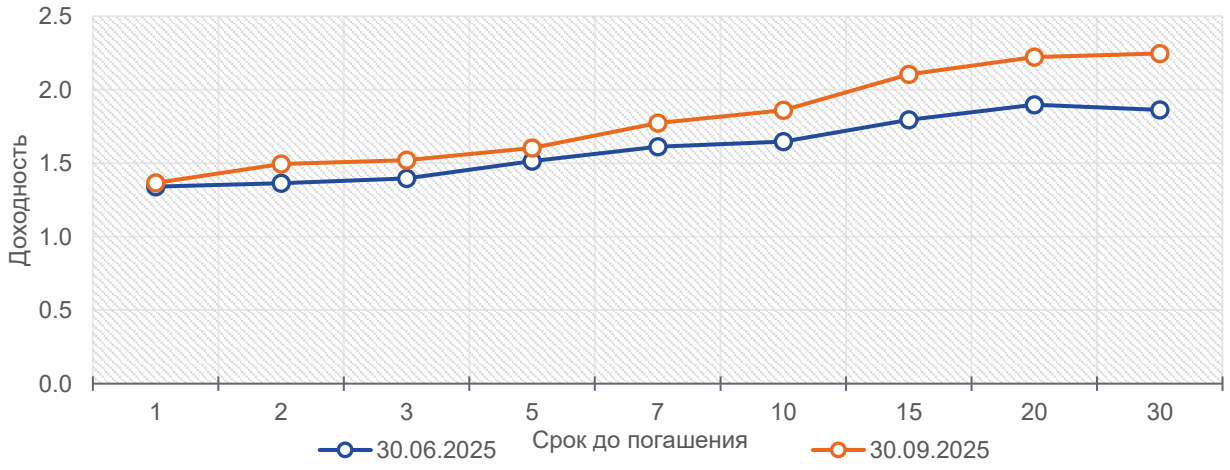


Рис. 3. Сдвиг кривой бескупонной доходности китайских государственных облигаций за 3КВ2025

ЮАР

Деловая активность в ЮАР продолжает улучшаться: индекс PMI приблизился к 51 пункту, достигнув максимальных значений с начала 2025г. Инфляция оставалась в рамках целевого диапазона (3,4% г/г), что позволило ЦБ продолжить смягчение монетарной политики, снизив ставку-репо до 7%. Также отмечается положительная динамика на долговом рынке со снижением доходностей облигаций и сокращением бюджетного дефицита до 4,7% от ВВП.

Экономический рост и активность

В 1КВ2025 и 2КВ2025 прирост ВВП составил 0,1% кв/кв (0,8% г/г) и 0,8% кв/кв (0,6% г/г) соответственно, а индекс деловой активности (PMI) в течение 3КВ2025 принимал значения близкие к 50 пунктам, колеблясь в диапазоне 49,5–50,8 пункта. Это самые высокие показатели с начала года, свидетельствующие о восстановлении промышленного производства после спада, вызванного снижением внутреннего спроса и высокими издержками на электричество и логистику. Динамика показывает умеренное оживление экономики на фоне постепенного улучшения спроса и стабилизации энергетической ситуации, но активность все еще колеблется вблизи нейтральной зоны, что в целом характерно для ЮАР. В последний раз веерные отключения производились 15 мая 2025г.

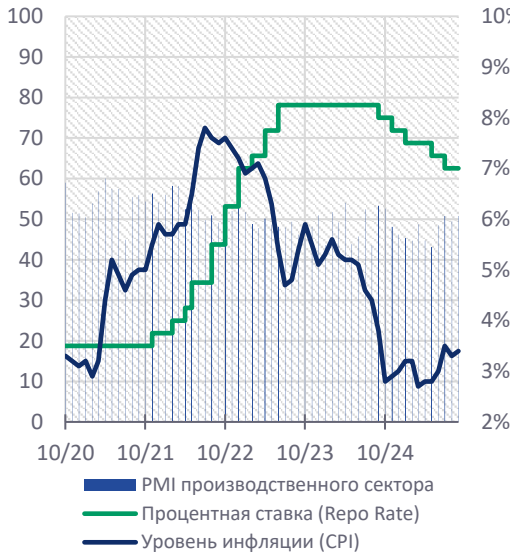


Рис. 1 Динамика PMI, инфляции и процентной ставки (пункты, %). Источники: Trading Economics, South African Reserve Bank

Инфляция и денежно-кредитная политика

Инфляция в 3 квартале ускорилась по сравнению с предыдущим периодом (3,4% г/г в сентябре против 3,0% г/г в июне), однако остается близкой к нижней границе целевого диапазона SARB (South African Reserve Bank, Южно-Африканского резервного банка) (3–6%) при предпочитаемом уровне в 3%. Небольшое повышение уровня инфляции обусловлено в значительной степени ростом цен на продукты питания и более медленными темпами снижения цен на топливо по сравнению с предыдущим периодом. Базовая инфляция демонстрирует плавный рост с 2,4 в июне до 3,0% в сентябре. В области монетарной политики продолжаются тенденции к смягчению, начавшиеся в сентябре 2024г. Ставка-репо центрального банка был снижена на 25 п.п. 31 июля 2025 года до 7%. Такое небольшое снижение и сохранение достаточно высоких реальных процентных ставок обусловлено стремлением SARB избежать ослабления национальной валюты и предотвратить отток капитала. На рынке ожидают, что при сохранении текущей динамики инфляции SARB в 4КВ2025 с большой вероятностью может снизить ставку на 25 б.п., до 6,75%, на следующем заседании 20 ноября 2025г.

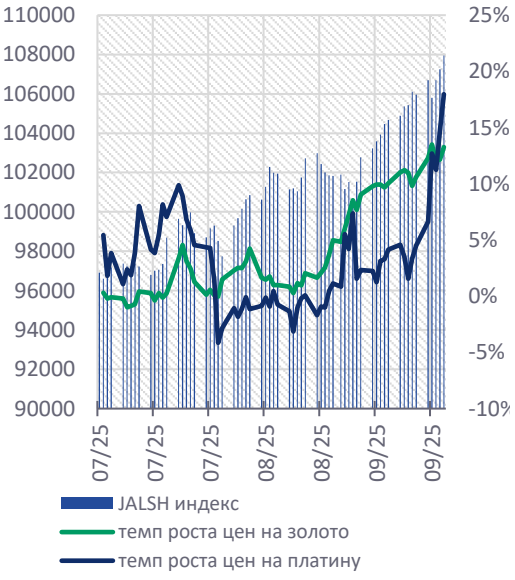


Рис. 2 Сводный фондовый индекс FTSE/JSE All Share и темпы роста цен на драгоценные металлы (пункты, %). Источник: investing.com

Бюджетно-налоговая политика

Бюджет ЮАР остается дефицитным, на 2025 год запланирован дефицит в размере 4,8% от ВВП. Для сокращения дефицита и обслуживания государственного долга с 1 мая 2025 года был повышен налог на добавленную стоимость на 0,5 процентных пункта до 15,5%. При этом расходы на обслуживание госдолга в будущем планируется сдерживать за счет его сокращения. Однако в 2025/2026 ЮАР планирует направлять на обслуживание долга рекордные 21,9% от доходов, поэтапно уменьшая это значение в последующие годы. Ранее обслуживание долга составляло 20,7% и 21,7% от доходов госбюджета ЮАР в 2023/2024 и в 2024/2025 соответственно.

При этом государственный долг ЮАР составляет примерно 77% от ВВП с внешней составляющей около 10% от общей суммы долга. В недавнем докладе министра финансов ЮАР было заявлено о стабилизации долга на уровне 77,4% ВВП в 2025/2026 финансовом году и ожидании снижения долговой нагрузки.

Валютный рынок и платежный баланс

В первом полугодии 2025г. платежный баланс ЮАР продемонстрировал ухудшение: дефицит текущего счета увеличился с -0,6% от ВВП в 1КВ2025 до -1,1% от ВВП во 2КВ2025, на что повлияли рост импорта и одновременное снижение экспортных доходов обрабатывающей промышленности и услуг, несмотря на рост сырьевого экспорта, а также рост дефицита счета услуг, доходов и текущих трансфертов. Южноафриканский рэнд демонстрирует небольшую волатильность в пределе 17,21–18,01 USD/ZAR с общим трендом к укреплению, связанному с ослаблением доллара и более высокими ценами на золото. Валютные резервы остаются неизменными в третьем квартале – около $69 млрд. Незначительные колебания указывают на отсутствие активных валютных интервенций и устойчивость внешнего баланса.

Фондовый и долговой рынки

В течение 3 квартала 2025 года главный индекс FTSE/JSE All Share (JALSH), на основе рыночной капитализации оценивающий динамику крупнейших южноафриканских компаний, продемонстрировал значительный рост в 12,8% кв/кв и установил новый рекорд. Однако такой рост был обусловлен результатами узкой группы компаний, находящейся в сырьевом секторе: их акции выросли на 47% кв/кв, во многом благодаря росту цен на драгоценные металлы.

На долговых рынках в течение 3КВ2025 по государственным облигациям наблюдается снижение доходности в среднем на 0,3 п.п. на коротком конце и на 0,7 п.п. на длинном на фоне снижения инфляции и недавнего укрепления валюты, а также на фоне роста доверия к потенциальной энергетической и производственной стабильности ЮАР. 10- и 2-летние CDS ЮАР также снизились с 391 б.п. и 171 б.п. в апреле 2025г. до около 266 б.п. и 69 б.п. к концу сентября 2025г. соответственно.

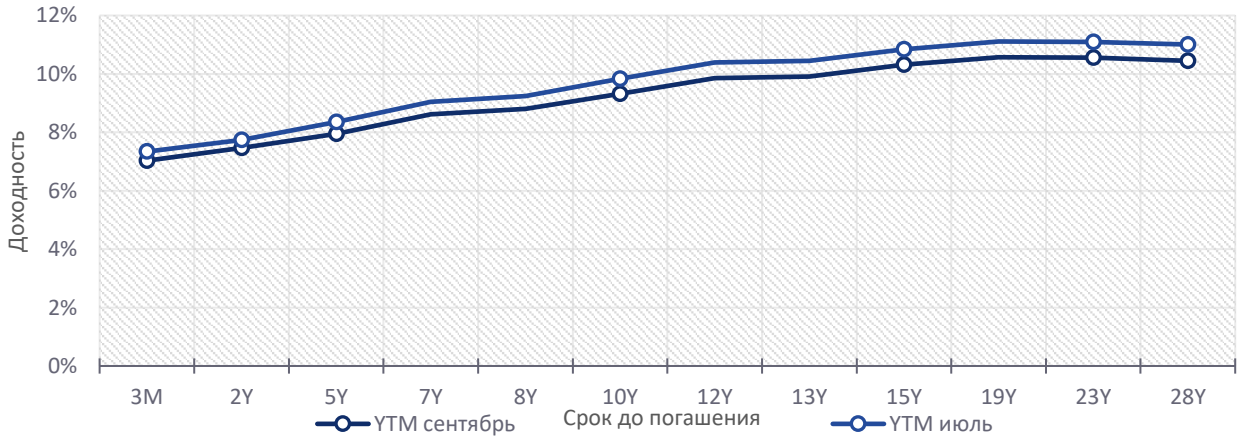


Рис. 3 Кривая доходности по гособлигациям ЮАР. Источник: rbond.co.za

Египет

Экономика Египта показывала смешанную динамику: при росте реального ВВП (+3% кв/кв) и снижении инфляции до 11,7% г/г деловая активность оставалась слабой, однако в октябре появились признаки стабилизации PMI. На фоне укрепления египетского фунта и замедления инфляции ЦБ продолжил цикл снижения ставок, тогда как фискальная позиция ухудшилась: госдолг вырос до 94% ВВП, а дефицит – до 6,8% ВВП.

Реальный сектор и экономическая активность

Во 2КВ2025 реальный ВВП (цены 2021/2022FY) увеличился на 3% кв/кв и на 5% г/г на фоне увеличения покупательной способности населения: потребление домохозяйств во 2КВ2025 выросло на 18% г/г.

В 3КВ2025 индекс PMI в ненефтяном секторе падал каждый месяц, суммарно потеряв 0,7 пунктов. Начиная с марта 2025 г. индекс был ниже 50 пунктов, что связано со снижением спроса на фоне ухудшения экономических условий, ростом цен и заработных плат. В дальнейшем ожидается постепенная стабилизация экономической активности, о чем уже говорит рост индекса в октябре до 49,2 п. (против 48,8 в сентябре), который был вызван снижением ставки ЦБ на фоне замедления инфляции.

Инфляция и денежно-кредитная политика

В 3КВ2025 ЦБ Египта единожды снизил ставку по депозитам овернайт и ставку по кредитам овернайт на 2% (до 22% и до 23% соответственно), продолжив цикл снижения ставок, начатый в апреле. Уровень инфляции г/г продолжил снижение (с 14,9% г/г в июне до 11,7% г/г в сентябре) на фоне снижения цен на фрукты и овощи г/г. Однако месячный рост цен на фрукты и овощи в сентябре составил 11%, что повысило ИПЦ м/м на 1,8% (на 4,6 п.п.) в сентябре. Уровень базовой инфляции на протяжении всего 3 квартала оставался ниже 12%, стабилизировавшись после скачка цен из-за девальвации в 2024 г. и вернувшись на уровень 2022 г. Сильно вырос ИПЦ на жилье и цены на ЖКХ из-за роста арендных ставок и повышения тарифов на коммунальные услуги. В 4КВ2025 ожидается дальнейшее снижение инфляции и продолжение цикла снижения ставки.

Рис. 1 Динамика инфляции, ставки по депозитам «овернайт» (ось слева) и курс USD/EGP (ось справа). Источники: CAPMAS, Central Bank of Egypt

Рис. 2. Доходности государственных облигаций Египта, %, Источник: Cbonds

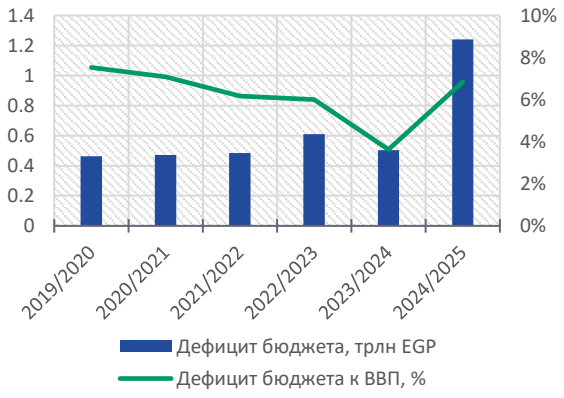


Рис. 3. Дефицит гос. бюджета, трлн EGP и % ВВП. Источник: Egypt Ministry of Finance

Бюджетно-налоговая политика

В июне 2025 г. уровень госдолга к ВВП составил 94%, увеличившись с 90% в июне 2024 г. за счет роста стоимости обслуживания из-за высоких ставок и роста дефицита бюджета. В 2025/2026FY правительство планирует снизить его до уровня 90% ВВП.

Дефицит государственного бюджета в 2024/2025FY составил 6,8% ВВП (против 3,6% ВВП в 2023/2024FY). Рост дефицита связан с ростом расходов на социальную сферу и на обслуживание госдолга. В 2025/2026FY планируется увеличение дефицита до 7,3% от ВВП на фоне увеличения процентных платежей с 1,8 трлн EGP до 2,3 трлн EGP. В 2025/2026FY планируется незначительное увеличение расходов на субсидии на 15%. Финансировать государственные расходы в 2025/2026FY планируется в основном за счет долговых рынков (53% планируемых расходов) и налогов (39%).

Валютный рынок и платежный баланс

В 3КВ2025 египетский фунт укрепился: курс USD к EGP упал за 3КВ2025 с 49,5 до 47,9. Курс укреплялся с начала 2025 г. (с 50,8 USD/EGP), в связи с i) восстановлением доходов от эксплуатации Суэцкого канала на фоне возобновления движения после перебоев, ii) увеличением доходов от экспорта нефти на 20% кв/кв на фоне роста мировых цен на нефть, iii) ростом доходов от туризма на 10% кв/кв по причине сезонности (для сравнения, рост в 3КВ2024 составил 14% кв/кв, в 3КВ2023 – 11%), iv) ростом денежных переводов на 32% г/г. Укрепление фунта снизило импортные цены и инфляционное давление, что позволило ЦБ начать цикл снижения ставок.

Дефицит СТО в 2КВ2025 составил $2,2 млрд (2,3% ВВП), с 3КВ2024 сокращаясь каждый квартал, в связи с ростом экспортных поступлений и увеличением денежных переводов. Дефицит торгового баланса в августе 2025 г. составил $4,7 млрд, снизившись на 4,6% г/г, на фоне роста экспорта готовой одежды, пищевых продуктов и сырой нефти.

Фондовый и долговой рынки

Индексы EGX 30 и EGX 70 в 3КВ2025 росли из-за снижения ставки и укрепления валюты, что привело к притоку капитала и укреплению банковского сектора. Лидерами роста стали компании U Consumer Finance (финансы), ODIN Investments in Egyptian Equities – Kasb (инвестиции), Egypt Fertilizers (удобрения), Upper Egypt Flour Mills (пищевая промышленность).

После достижения локального максимума в марте-апреле 2024 г. доходности по 10- и 2-летним государственным облигациям Египта снизились с 29,6% и 30% до 21,8% и 24% соответственно. В течение 2025 года инверсия кривой доходности колебалась на уровне от (-1%) до (-2%). Доходности еврооблигаций Египта (с датой погашения в 2029 г.) после достижения локального максимума в апреле снизились с 11,8% до 6% на фоне снижения ставок, укрепления египетского фунта и повышения доверия инвесторов (повышение кредитного рейтинга агентством Fitch с B- до B в ноябре 2024 г.), что также отражается в снижении 10- и 2-летних CDS с 71% и 17% в апреле 2025 г. до 50% и 8% в конце сентября соответственно (в то же время снизилась вероятность дефолта 1Y (на основе CDS) с 8,1% до 2,5%). Кредитные рейтинги Египта в 3КВ2025 не менялись: Moody’s Investors Service – Caa1 с позитивным прогнозом (19.02.2025), S&P – B- со стабильным прогнозом (11.04.2025), Fitch – B со стабильным прогнозом (11.04.2025).

Индонезия

Экономика Индонезии в 3КВ25 ускорилась: ВВП вырос на 5,04% г/г благодаря промышленности и строительству, а PMI вернулся в зону роста. Для поддержки активности Банк Индонезии трижды снизил ставку до 4,75%, что привело к умеренному росту инфляции (до 2,86%) и потребовало валютных интервенций для стабилизации рупии. Прогноз бюджетного дефицита на 2025 год ухудшился до 2,78% ВВП. Фондовый рынок вырос до рекордов, а долговая нагрузка осталась стабильной (~30,5% ВВП) при снижении доходностей гособлигаций.

Реальный сектор и экономическая активность

В 3КВ25 реальный ВВП Индонезии вырос на 5,04% г/г, рост по сравнению с 2КВ25 составил 1,43%. Наибольший вклад в ускорение экономического роста внесли электроэнергетика и газовая промышленность (+5,42% кв/кв; +2,86 г/г), строительство (+5,28% кв/кв; +4,21 г/г), и обрабатывающая промышленность (+ 4,09 кв/кв; +5,54 г/г). Индекс деловой активности (PMI) в обрабатывающей промышленности рос на протяжении 3КВ2025 и к октябрю достиг показателя в 51,2 п. после сжатия во 2КВ2025 на фоне снижение экспорта и роста издержек, в т.ч. на фоне высокой реальной ставки. Расширение производственного сектора обусловлено ростом внутреннего спроса, при этом сохраняется снижение числа новых экспортных заказов, а также рост издержек.

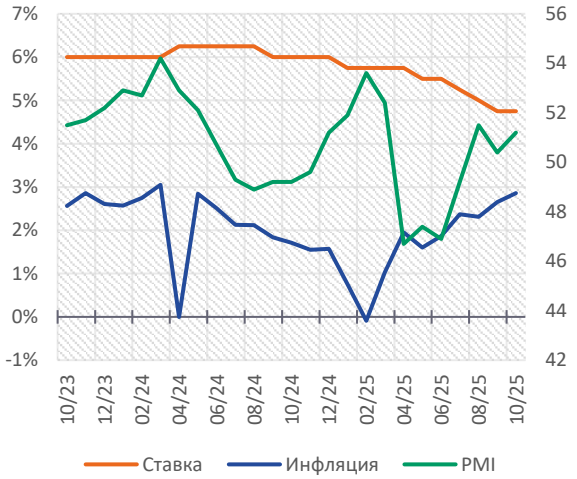


Рис. 1 Базовая процентная ставка, инфляция, индекс PMI. Источники: Bank Indonesia, CBonds

Инфляция и денежно-кредитная политика

В целях поддержания экономического роста, а также на фоне снижения инфляции до уровней ниже таргета в 2,5±1% Банк Индонезии в 3КВ25 3 раза снижал базовую процентную ставку (ставка по 7-дневному обратному РЕПО) (июль — 5,25%, август — 5,00%, сентябрь — 4,75%), оставив при этом ее на заседаниях в октябре и ноябре на уровне 4,75%. На фоне снижения ставки инфляция в 3КВ2025 начала расти (2,86% в октябре против 1,87% в июне), а экономическая активность увеличилась. В целях поддержания стабильности индонезийской рупии Банк Индонезии в 3КВ2025 проводил валютные интервенции. Рупию также поддерживало требование об обязательном репатриации 100% валютной выручки экспортерами натуральных ресурсов, введенном 1 марта 2025 г. (до этого требование составляло 30%). Такая политика помогла стабилизировать курс после локального минимума в сентябре (16 766 рупий за доллар), и в ноябре курс колебался в диапазоне 16 600–16 690 рупий за доллар.

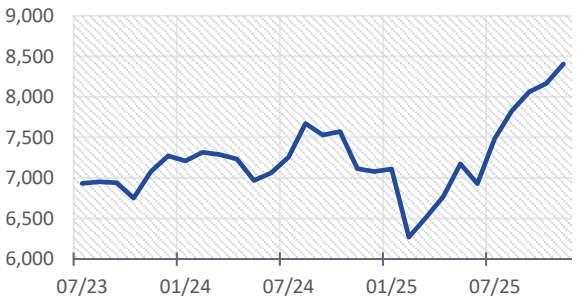


Рис. 2. Динамика индекса JKSE. Источники: Investing.com

Бюджетно-налоговая политика

В соответствии с бюджетным планом, дефицит госбюджета Индонезии в 2025 г., планировался на уровне 2,53% (против 2,29% в 2024 г.), однако по состоянию на 30 сентября, прогнозируемый дефицит бюджета на конец года увеличился до 2,78% ВВП на фоне снижения доходов. Дефицит планируется финансировать без дополнительной эмиссии государственных облигаций.

В проекте бюджета на 2026 год заложен дефицит в размере 2,68% ВВП, основным источником покрытия будут внутренние заимствования. Также в бюджете предусмотрены меры по повышению фискальной эффективности, включая модернизацию систем налогового администрирования, расширение базы акцизов на табачную продукцию и увеличение экспортных пошлин на сырьевые товары.

Фондовый и долговой рынки

В 3КВ2025 фондовый рынок Индонезии демонстрировал плавный рост. Индекс Jakarta Composite достиг 8 061 п. в конце 3КВ2025 (+16% кв/кв, +7% г/г), чему способствовал рост в первую очередь в секторах технологий, производства и добычи энергетических минералов. В ноябре индекс достиг своих рекордных значений (8 600 п.) на фоне общего оптимизма инвесторов и перспектив роста индонезийской экономики, а также снижения уровня реальных ставок.

Общий внешний долг Индонезии в августе 2025 г. составил $431,9 млрд (29,5% от ВВП), при этом годовой прирост замедлился до 2,0% с 4,2% в июле. Замедление произошло за счет снижения темпов роста государственного внешнего долга до 6,7% г/г ($213,9 млрд) и сокращения частного внешнего долга на 1,1% г/г ($194,2 млрд). Основными факторами стали замедление притока иностранного капитала в гособлигации и сокращение задолженности нефинансовых корпораций на 1,6% г/г. На фоне замедления долговой динамики кредитные рейтинги Индонезии сохраняют статус «investment grade»: Moody's – Baa2, Fitch – BBB и S&P – BBB со «стабильным» прогнозом.

Доходности гособлигаций Индонезии за 3КВ25 равномерно снизились как на коротком, так и на длинном конце. Доходность 1-годичных бумаг упала с 5,91% (01.07.25) до 4,7% (15.11.25), 3-летних с 6,12% (01.07.25) до 5,1% (15.11.25), а 10-летних — с 6,58% (01.07.25) до 6,12% (15.11.25) на фоне снижения ключевой ставки Банком Индонезии.

В 3КВ25 Индонезия успешно разместила суверенные облигации на сумму свыше $5,4 млрд, сделав акцент на среднесрочные бумаги со сроками погашения 2031-2036 гг.

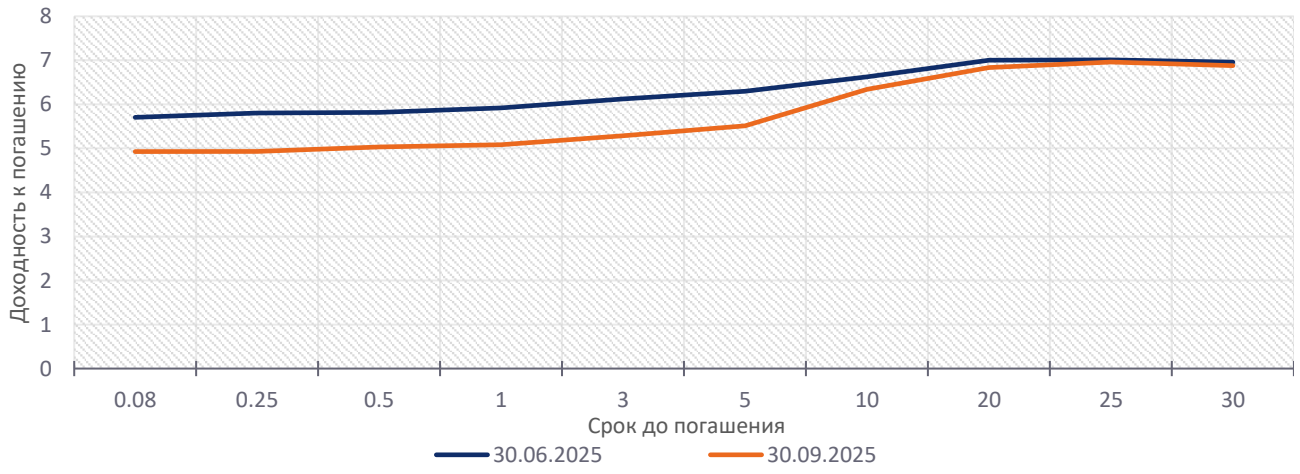


Рис. 4 Кривая доходности государственных облигаций. Источник: Cbonds

Иран

Экономика Ирана в 2025 году находится под сильным давлением: ожидается замедление роста ВВП до 3,7% с последующим спадом в 2026 году на фоне санкционных ограничений на экспорт энергоносителей и внутреннего энергокризиса. Инфляция сохраняется на крайне высоком уровне (45,3% г/г) при отрицательной реальной ставке. Давление на риал продолжается из-за девальвации и ограниченного доступа к иностранной валюте, несмотря на рекордный экспорт нефти.

Реальный сектор и экономическая активность

По итогам 2025 г. ожидается замедление темпов роста реального ВВП до 3,7% (против 5,3% в 2024 г.), а по итогам 2026 г. сокращение ВВП на 1,7% ввиду снижения импорта нефти со стороны Китая из-за исчерпания квот независимыми НПЗ Китая, а также введенных в 2025 г. дополнительных санкций США против иранских танкеров и портовых терминалов и вторичных санкций для покупателей иранской нефти.

Индекс деловой активности (PMI) с начала года колебался, но оставался в коридоре от 43 до 51 пунктов, на конец сентября 2025 г. составлял 47,4 пункта. Основная причина – ограниченный доступ к электроэнергии, вызванный атаками на топливно-энергетический комплекс Ирана, что приводит к увеличению числа производственных простоев и снижению выпуска продукции. Ограничен импорт промышленного оборудования и запчастей ввиду ухудшения доступа к иностранной валюте из-за ужесточения санкций, направленных на блокировку расчетов Ирана с зарубежными банковскими системами.

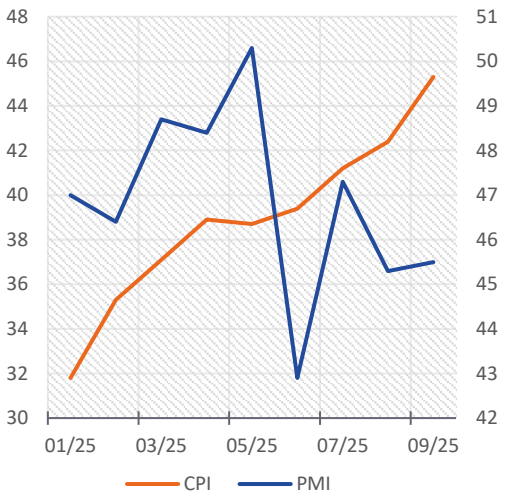


Рис. 1 Динамика PMI (ось слева) и CPI (ось справа). Источники: Iran Chamber of Commerce, Trading Economics

Инфляция и денежно-кредитная политика

Инфляция (CPI) с начала 2025 г. демонстрировала уверенный рост, и на конец сентября 2025 года составляла 45,3% г/г. Основные причины – девальвация риала, а также повышенные государственные расходы, часть из которых направлена на проекты, ориентированные скорее на политические приоритеты, нежели на повышение конкурентоспособности экономики. В 2025 г. обсуждается деноминация риала с удалением нескольких нулей, чтобы упростить расчёты и повысить доверие к национальной валюте. Ключевая ставка центрального банка страны пересматривается крайне редко и установлена на уровне, значительно ниже темпов инфляции: с 2023 г. она сохраняется на уровне 23%.

Рис. 2. Динамика TEDPIX (тыс.). Источники: Cbonds

Бюджетно-налоговая политика

Доходы бюджета в 2025 г. прогнозируются на уровне 9,8% от ВВП (против 9,9% в 2024 г.), однако в 2026 ожидается снижение до 8% от ВВП, снижения экспорта и сокращения внутреннего производства. Дефицит бюджета увеличился с -3,8% ВВП в 2023 г. до -4,1% в 2024 г., одним из драйверов является рост расходов на ВПК в 3 раза. На фоне большого дефицита бюджета Иран продолжает наращивать госдолг: за 2025 г. правительство планирует выпустить государственные облигации на $160 млрд. Согласно прогнозам IMF, валовый государственный долг Ирана таким образом вырастет с 36,8% до 39.9% ВВП на конец 2025 г. Долг правительства перед ЦБ за период с марта по июнь (первый квартал по календарю Ирана) вырос до 5 747,7 трлн риалов (+19,1 % относительно 4КВ2024) в контексте прямого финансирования, а долг перед коммерческими банками до 13 130 трлн риалов (+3,6% относительно 4КВ2024).

Платежный баланс и валютный рынок

Рыночный курс национальной валюты на август 2025 г. девальвировался до 920 тыс. риалов за доллар, из-за снижения экспортной выручки и оттока капитала, а в конце сентября ЦБ Ирана заявлял о намерении проведения интервенции для укрепления национальной валюты, мероприятии, которое он проводит регулярно для поддержания курса.

По итогам 2025 г. ожидается положительный СТО в размере $3 млрд (~0,17% от ВВП). Однако, в 3 квартале 2025 г. произошли изменения, ЕС и Великобритания ввели «snap-back» санкции против Ирана, по сути отменили санкционные послабления 2015 г., так они включили заморозку активов центрального банка, и ввели новые механизмы обязательной конвертации экспортной выручки через официальные каналы, что ограничило доступ к иностранной валюте для экспортёров и усилило девальвацию национальной валюты. Тем не менее, это не оказало значительного влияния на объемы экспорта: в сентябре был зафиксирован рекордный за год уровень экспорта нефти (по оценкам выручка за месяц достигла примерно $3,9-4,2 млрд).

Фондовый и долговой рынки

На 19 ноября годовой прирост индекса TEDPIX составил около 41%, хотя этот результат маскирует глубокие внутригодовые колебания. При этом за 3КВ2025 индекс упал на 6% кв/кв, продолжив тренд падения, начавшийся в июне на фоне серьезной геополитической эскалации между Израилем и Ираном. После критических условий летнего периода индекс начал постепенное восстановление в августе-сентябре. Решающей точкой поворота стали события октября-ноября 2025 года, когда TEDPIX вновь начал демонстрировать рост на фоне стабилизации геополитической ситуации между Израилем и Ираном, при этом новости о введении новых санкций против Ирана США в сентябре и ноябре значительного влияния на индекс не оказали.

На фоне дефицита бюджета Иран продолжает наращивать госдолг: в 2025 г. государство планировало разместить облигации на сумму в 80 квадрлн риалов (~$160 млрд), но в конце июня 2025 г. общая эмиссия составила около $74,8 млрд, после чего до 25.11.2025 выпусков не было. На фоне высокого дохода по безрисковым гособлигациям инвесторы перетекали из акций в облигации, сдерживая развитие рынка акций. Кредитные рейтинги Ирана в 3КВ2025 не менялись: Fitch — B+ со стабильным прогнозом, Moody's — B2 с позитивным прогнозом.

ОАЭ

В 3КВ2025 экономика ОАЭ продолжила рост за счет расширения несырьевого сектора и высокой деловой активности. Инфляция ускорилась, а фискальная и монетарная политика остаются стимулирующими: ЦБ ОАЭ снизил ставку вслед за ФРС США, а профицит бюджета растет (+73% кв/кв). Фондовые индексы Дубая и Абу-Даби показали умеренный рост, а долговой рынок демонстрирует снижение доходности суверенных облигаций.

Реальный сектор и экономическая активность

В 1КВ2025 реальный ВВП ОАЭ вырос на 4% г/г. Министр экономики и туризма ОАЭ Абдулла бен Тук Аль Марри заявил о достижении рекордного вклада несырьевого сектора в ВВП ОАЭ в 77,3%, при этом темп прироста несырьевого ВВП составил 5,3% г/г ($96 против $91 млрд). По итогам пересмотра прогнозов в октябре МВФ ожидает общий рост реального ВВП ОАЭ в 2025 г. в 4,8% г/г.

Отчет S&P Global демонстрирует усиление деловой активности несырьевого сектора ОАЭ в 3КВ2025. При этом наблюдаются разнонаправленные тренды в деловой активности ОАЭ и эмирата Дубай в начале 4КВ2025: PMI ОАЭ сократился (53,8 п.), в то время как Дубай обновил девятимесячный максимум в октябре (54,5 п.).

Инфляция и денежно-кредитная политика

Инфляция в 3КВ2025 продолжила ускоряться после замедления в феврале-апреле 2025 г. и составила 0,6% г/г в июне и 1,17% г/г в июле. Ключевая компонента – ЖКХ – ускорилась в июле до 4% г/г, динамика компенсировалась замедлением транспортного сектора (в июле: -4,5% г/г, доля сектора в общей инфляции – 15%).

В 3КВ2025 ЦБ ОАЭ, принимающий решения зеркально действиям ФРС США, продолжил цикл смягчения ДКП. Удерживающаяся с декабря 2024 г. на уровне 4,4%, ключевая ставка была снижена дважды в сентябре и октябре до уровня 3,9%. С учетом повторного снижения ставки ФРС 29 октября, ожидается два сценария в 4КВ2025: минимальное снижение ключевой ставки (25 б.п.) или удержание на текущем уровне при сохранении тренда роста цен.

ЦБ ОАЭ продолжил наращивать золотовалютные резервы: на конец 3КВ2025 стоимость ЗВР впервые превысила $10 млрд, а величина совокупных иностранных резервов ЦБ достигла $265 млрд в авг. 25 г. (против $220 млрд в авг.24 г.).

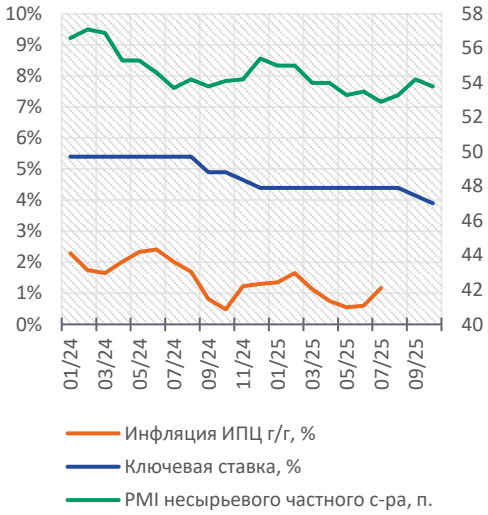


Рис.1. Динамика инфляции (г/г), ключевой ставки процента, PMI несырьевого частного сектора ОАЭ. Источники: Federal Competitiveness and Statistics Centre, Central Bank of UAE, S&P Global.

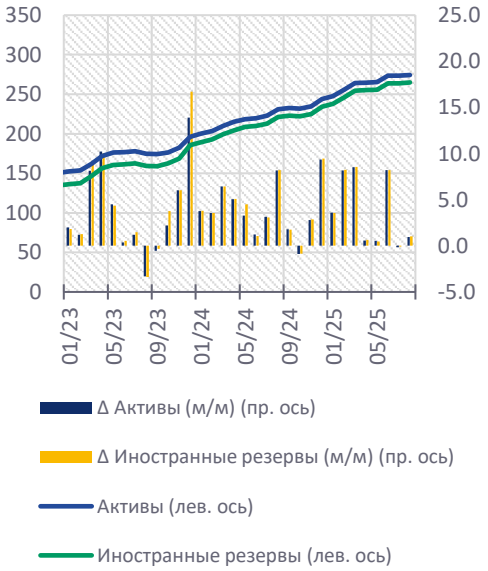


Рис. 2. Динамика объемов совокупных активов и иностранных резервов ЦБ ОАЭ, млрд долл. США. Источник: Central Bank of UAE

Бюджетно-налоговая политика

Прирост профицита консолидированного бюджета ОАЭ (федеральный бюджет и бюджеты Эмиратов) в 2КВ2025 составил 73% кв/кв ($6,4 в 1КВ2025 против $11,1 в 2КВ2025 млрд), что связано с большим увеличением налоговых доходов: во 2КВ2025 они увеличились на 17% кв/кв и составили около $24 млрд при совокупных $39 млрд. Также наблюдается рост неналоговых доходов ($14 млрд в 2КВ2025, +12% кв/кв), в т.ч. от активно развивающихся секторов экономики ОАЭ (туризм, ВИЭ). В октябре 2025 г. Министерство финансов ОАЭ одобрило проект федерального сбалансированного бюджета на 2026 г. (доходы и расходы в размере $25,2 млрд, +29% г/г). В основном расходы будут направлены на развитие социальных программ (программы общего и университетского образования, пенсионное обеспечение, здравоохранение и социальные услуги) и для реализации финансовых инвестиций (создание программы поддержки для обеспечения устойчивости финансовых институтов и поддержка ПИИ)

Фондовый и долговой рынки

В 3КВ2025 индекс DFM (Дубай) вырос на 2,3% кв/кв, что связано с ростом акций компаний в банковской отрасли (Emirates NBD, Dubai Islamic Bank, Mashreqbank), в логистике (Talabat, Gulf Navigation Holding) и в сфере недвижимости (Emaar Properties, Emaar Development, Union Properties, Deyaar Development). ADX (Абу-Даби) показал рост 0,6% кв/кв, во многом за счет высоких показателей «голубых фишек» в области энергетики (ADNOC Logistics & Services, NMDC Energy) и с ростом акций в промышленном (Abu Dhabi Ports Company) и финансовом (First Abu Dhabi Bank, Abu Dhabi Islamic Bank) секторах. Ожидается, что позитивный рост сохранится в 4КВ2025 благодаря общему повышению деловой активности несырьевого частного сектора при стимулирующей ДКП.

В 1-2КВ2025 крупнейшие рейтинговые агентства подтвердили высокие суверенные рейтинги ОАЭ в национальной и иностранной валютах (M/S&P/F: AA2/AA/AA-).

На конец 3КВ2025 госдолг ОАЭ составляет 20,6% ВВП ($30,7 млрд). Несмотря на небольшие объемы долгового рынка (облигационные займы на внутреннем рынке составляют 21,6% гос. долга – $6,6 млрд), на данный момент в обращении находится 6 выпусков облигаций, номинированных в дирхамах, 5 из которых – T-Sukuk (облигации в исламских финансах), оставшийся – T-Bonds (Treasury bonds). На 31.10.2025 г. доходность к погашению (YTM) T-Bonds составляет 3,7%, в то время как у наиболее длинной T-Sukuk (погашение – сентябрь 2029 г.) YTM – 3,71% годовых. В 4ВК2025 ожидается размещение 2 дополнительных траншей T-Susuk в объемах 2,75 и 1,1 млрд. дирхамов соответственно (сроки погашения – 22 мая 2030 г. и 30 октября 2027 г.). Купоны фиксированные (выплата 2 раза в год), 4,06% для первого транша и 3,49% годовых для второго.

На международном рынке в обращении находится 7 суверенных выпусков еврооблигаций ОАЭ на общую сумму $10,3 млрд. В 3КВ2025 индекс доходности суверенных еврооблигаций ОАЭ снизился с 5,03% до 4,65% (на 38 б.п.), при этом YTM 10-летних еврооблигаций сократилась с 4,5% до 4,15%. Такая динамика не только подтверждает проведение в стране стимулирующей ДКП, но и подчеркивает рост интереса в ОАЭ со стороны инвесторов (наибольший спрос на еврооблигации у стран MENA, США и Великобритании, основными держателями выступают банки и фин. институты).

Эфиопия

В 3КВ2025 Эфиопия продолжила реализацию экономических реформ в рамках программы IMF ECF. Девальвация эфиопского быра усиливается, дефицит счета текущих операций сократился за счет рекордного расширения экспортных доходов. Золотовалютные резервы Национального банка Эфиопии сокращались. Министерство финансов и экономического развития Эфиопии продолжили привлекать средства через выпуски суверенных облигаций.

Реальный сектор и экономическая активность

По предварительным оценкам МВФ рост реального ВВП Эфиопии в 2025 год составит 7,2%. Президент Эфиопии Тайе Ацке-Селассие и Премьер-министр Абий Ахмед заявили, что 2024/25 финансовый год будет закрыт выше прогнозных значений – рост номинального ВВП составит 8,8% г/г, за счет рекордного расширения экспортных доходов (+116% г/г, 8,3 млрд долл. США, в т.ч. торговля кофейными зернами и золотом – 22% против 45% экспорта Эфиопии), развития ключевых секторов экономики: сельского хозяйства (доля в ВВП – 31,8 %), горнодобывающей промышленности и строительства (вклад в ВВП – 29,1%), либерализации экономики. Производительность промышленности в 3КВ2024-2КВ2025 выросла с 59% до 65% г/г.

По итогам пересмотра прогнозов темпов роста мировой экономики МВФ оценивает общий рост реального ВВП Эфиопии в 2025 г. в 7,2% г/г, что на 1,3 п.п. выше оценки общего темпа прироста стран с низким уровнем дохода (5,9% г/г).

Инфляция и денежно-кредитная политика

Инфляция в 3КВ2025 продолжила замедляться, и в октябре составила 11,7% г/г, что на 1,9 п.п. ниже начала 3КВ2025 и на 7,6 п.п. ниже октября 2024 г. Повышенная инфляция сохраняется после девальвация национальной валюты в связи с переходом на плавающий валютный курс. Национальный банк Эфиопии (НБЭ) ставит перед собой цель снизить показатель инфляции до уровня менее 10% к 2026 г.

На сентябрьском заседании НБЭ принял решение сохранить ключевую ставку на уровне 15%, которую он установил в июле 2024 г. При условии приверженности выбранному курсу, наиболее вероятно сохранение ключевой ставки на уровне 15% в 4КВ2025.

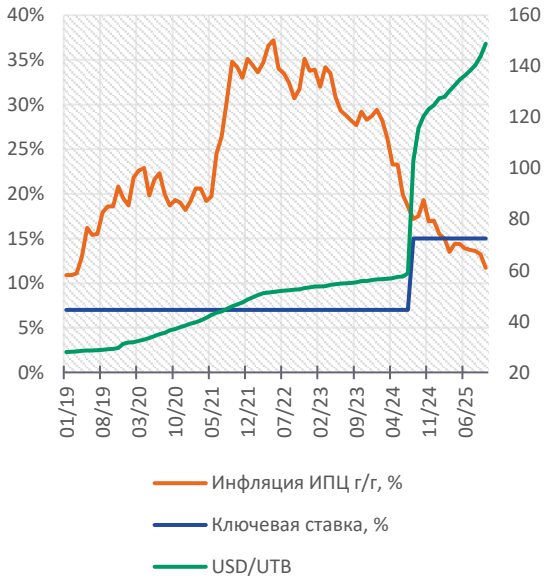


Рис.1. Динамика инфляции (ИПЦ, г/г), ключевой ставки процента (левая ось), %, среднемесячный курса доллара (правая ось), эфиопский быр. Источники: Ethiopian Statistical Service, National Bank of Ethiopia

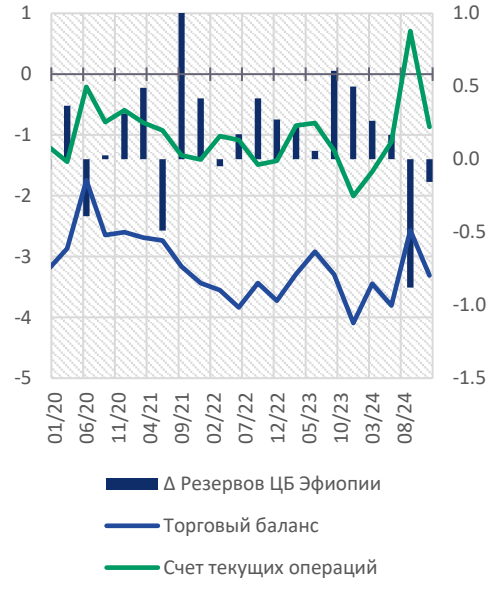


Рис. 2. Счет текущих операций, торговый баланс (левая ось) и изменения резервов (правая ось), 2019-2025 гг. (по кварталам), млрд. долл. США. Источник: National Bank of Ethiopia

Бюджетно-налоговая политика

Финансовый бюджет Эфиопии на 2025 финансовый год предусматривает расходы в размере $13,4 млрд, доходы – $11,5 млрд и дефицит – (-$1,9) млрд. Значительная доля бюджета идёт на обслуживание госдолга и субсидии регионам – 24% и 16,3% соответственно, на образование и здравоохранение выделено 6% и 3% соответственно. Доля внешних источников финансирования составляет 25,6%, а основной источник бюджета (66,6%) – налоговые поступления. В июле 2024 г. был принят новый закон о сокращении налоговых льгот, а также ужесточены меры по контролю за сбором НДС.

Валютный рынок и платежный баланс

29 июля 2024 г. НБЭ объявил о введении плавающего режима валютного курса как исполнения требования для продолжения финансирования проводимой реформы экономики за счет средств МВФ. С 30 июля 2024 г. курс взлетел с 57,8 до 110,2 USD/ETB за 30 дней и актуальный курс на октябрь 2025 года держится в диапазоне 1USD=152,6-154,3ETB, продолжая рост. Препятствуя девальвации эфиопского быра, НБЭ продавал валюту в 1КВ2024 и 2КВ2024 на $879,9 и $155,6 млн. При этом в предыдущие периоды, до объявления плавающего курса, изменения резервов НБЭ было преимущественно положительным – НБЭ покупал иностранную валюту, увеличивая золотовалютные резервы.

Дефицит СТО в 2КВ2024 снизился на 57% г/г и составил $864,4 млн долл. За счет сокращения дефицита торгового баланса на 22,7% (рост спроса на золото и его цены на мировых рынках), роста частных переводов и чистых услуг на 12,5 % и 63,9 % соответственно. Несмотря на экспортные возможности, торговый баланс Эфиопии хронически дефицитен (-$3,3 против -$2,6 млрд в 2КВ2024 против 1КВ2024).

Фондовый и долговой рынки

На конец 3КВ2025 на фондовой бирже ESX, открытой в начале года, зарегистрировались 3 компании. В декабре 2023 года Эфиопия заявила о дефолте по своим единственным выпущенным еврооблигациям. По словам официальных лиц, внутренние финансовые трудности усугубились пандемией COVID-19 и последствиями внутреннего вооруженного конфликта. На текущий момент страна продолжает находиться в состоянии ограниченного дефолта и активно участвует в процессе реструктуризации внешнего государственного долга в рамках Общей программы G20.

На 4КВ2024 г. госдолг составил 32% ВВП, снизившись на 6 п.п. г/г. В сентябре 2025 г. правительство привлекло $370,5 млн через аукционы T-Bills (краткосрочные казначейские векселя) с переподпиской 105,8% на общую сумму заявок $392 млн.. Наибольший спрос наблюдался на краткосрочные инструменты: 28-дневные векселя подписаны на 596%, 91-дневные – на 250%, в то время как 364-дневные – лишь на 36%. Доходность по 364-дневным векселям выросла с 15,0% до 20,0% за июль-сентябрь, тогда как по коротким срокам снизилась с 15,8% до 12,6%, таким образом изменив наклон кривой доходности. Пенсионные фонды и Коммерческий банк Эфиопии стали основными держателями T-bills (по 38,5% и 38,4% соответственно). Общий внутренний долг составляет $17,8 млн., из которых T-Bonds – 79% (долгосрочные казначейские облигации), а T-Bills – 11,3%.

В 2025 г. российские инвесторы стали активнее вкладывать капитал в эфиопский рынок. Так, в 3КВ2025 холдинг Wildberries & Russ объявил о выходе на рынок Эфиопии и заключил соглашение с Ethiopian Investment Holdings (EIH), а Русал и EIH заключили меморандум о взаимопонимании с целью строительства крупного алюминиевого завода на территории Эфиопии.

Авторский коллектив

Анастасия Подругина
Руководитель проекта

Алина Семенова
Соруководитель проекта

Амина Васильева
Старший аналитик

Станислав Радионов
Рецензент

Экономический блок

Варвара Неверова	Общий обзор
Молина Альфредо	Бразилия
Ксения Ракитина	Египет
Анастасия Ремизова	Индия
Екатерина Красуцкая	Индонезия
Илья Моисеенко	Иран
Екатерина Курбатова	Китай
Николай Кондратенко	ОАЭ
Елена Бойко	Россия
Данил Иванов	Эфиопия
Ирина Колижук	ЮАР

Мониторинг подготовлен сектором структурных проблем мировой экономики Центра комплексных европейских и международных исследований (ЦКЕМИ) в целях реализации совместного фундаментального научного проекта «Международное академическое сотрудничество НИУ ВШЭ» «Подходы к альтернативной международной финансовой системе».