



Банк России



О ЧЕМ ГОВОРЯТ ТРЕНДЫ Макроэкономика и рынки

Бюллетень Департамента исследований и прогнозирования

Сентябрь 2025

ОГЛАВЛЕНИЕ

Краткое содержание	3
1. Инфляция	4
1.1. Временное ускорение роста цен из-за индексации тарифов ЖКУ	4
2. Экономическая динамика	9
2.1. Замедление роста совокупного спроса	10
2.2. Снижение кредитного импульса замедляется	12
3. Финансовые рынки	14
3.1. Рынки ожидают дальнейшего снижения ключевой ставки	15
3.2. Рост предложения нефти опережает увеличение спроса	17

Бюллетень подготовлен Департаментом исследований и прогнозирования по данным на 29.08.2025. 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

- Макроэкономическая статистика и опросные данные за июль – август указывают на замедление экономической активности. Вместе с тем постепенно увеличивается кредитная активность в корпоративном сегменте. Наряду с сохранением высокого бюджетного стимула, это несколько повысило текущие темпы роста денежной массы, но в целом траектория денежных агрегатов остается в рамках диапазонов периода низкой инфляции 2016–2019 годов. Немного увеличились инфляционные ожидания людей и бизнеса. Динамика общего индекса потребительских цен (ИПЦ) последние месяцы сдерживалась волатильными компонентами. В части показателей устойчивой инфляции замедление текущего роста цен носит менее выраженный характер. Это требует поддержания такой жесткости денежно-кредитных условий (ДКУ), которая обеспечит последующее уменьшение инфляционного давления в 2025 г. для снижения годовой инфляции к целевому уровню в 2026 г. и ее сохранение вблизи 4% в дальнейшем.
- За исключением тарифов на коммунальные услуги, потребительские цены в июле – августе с учетом сезонности росли умеренно. При этом на их динамику сильнее, чем обычно, влияло удешевление плодоовощной продукции под влиянием поступления в продажу продукции нового урожая. На цены также благоприятно влияло произошедшее ранее укрепление рубля, хотя это влияние уменьшилось по сравнению с II кварталом. В то же время в сегменте рыночных услуг, спрос на которые в основном определяется увеличением доходов, рост цен по-прежнему оставался высоким. Требуются более убедительные подтверждения закрепления роста потребительских цен вблизи 4% на устойчивой основе.
- Большинство опросов в июле – августе указывает на замедление внешнего и внутреннего спроса. Потребительская активность продолжает увеличиваться, хотя и сдержаным темпом. Сберегательная активность, остающаяся высокой, в большей степени направляет прирост доходов в сбережения, чем в потребление, а розничный кредитный портфель не растет. Ценовые составляющие ДКУ смягчились как из-за снижения процентных ставок, так и в связи с некоторым повышением инфляционных ожиданий. Происходящее оживление корпоративного кредитования и высокие объемы привлечения финансовых средств на облигационном рынке поддержат деловую активность в конце III квартала – IV квартале этого года.
- Снижение ключевой ставки до 18% и рыночные ожидания по ее дальнейшей траектории, подкрепленные обновленным в июле прогнозом Банка России, привели к продолжению снижения процентных ставок в экономике. Обменный курс рубля немного скорректировался после его значительного укрепления в первой половине года, что в том числе отражает ожидаемый эффект постепенного смягчения денежно-кредитной политики (ДКП).

1. Инфляция

Замедление роста общего индекса потребительских цен в этом году происходило быстрее, чем ожидалось. Укрепление рубля, во многом отражающее действие валютного канала жесткой ДКП, внесло существенный вклад в наблюдавшуюся дезинфляцию. Также значительным дополнительным разовым фактором стало большее, чем обычно, сезонное летнее снижение цен на фрукты и овощи нового урожая. Но даже с поправкой на это, а также на повышенную индексацию в июле тарифов на основные коммунальные услуги инфляционное давление (повышение потребительских цен в его устойчивых составляющих), по нашей оценке, существенно понизилось. Однако оно по-прежнему заметно превышает уровень 4%. Нужно добиться его дальнейшего снижения, своевременно реагируя на проинфляционные риски, чтобы обеспечить устойчивое замедление инфляции до 4% в 2026 году.

Важную роль в этом должна сыграть ожидаемая в 2025 г. нормализация бюджетной политики с возвратом к параметрам бюджетного правила. В результате этого бюджетный импульс превратится из проинфляционного в дезинфляционный фактор.

Инфляционные ожидания предприятий и населения остаются повышенными и не-заякоренными. В августе они даже несколько подросли, что смягчает ДКУ дополнительно к снижению номинальных процентных ставок. Это указывает на риск сохранения значительной инерции в инфляционных процессах, что требует поддержания достаточной жесткости ДКУ с учетом такой инерции и осторожности при принятии решений по ДКП.

1.1. Временное ускорение роста цен из-за индексации тарифов ЖКУ

- В июле рост потребительских цен ускорился до 8,5 с 4,1% м/м SAAR в июне. Основной вклад внесла индексация тарифов ЖКУ. Без ее учета рост цен замедлился до уровня около 2% м/м SAAR. Сдерживающее влияние оказалось большее, чем обычно в это время, снижение цен на фрукты и овощи после поступления на прилавки продукции нового урожая. В то же время рост цен на большинство категорий непродовольственного сегмента, зависимых от валютного курса, ускорился.
- Аналитические показатели ценовой динамики изменились разнонаправленно. Среднее из оценок модифицированных показателей базовой инфляции повысилось под влиянием индексации ЖКУ. Остальные показатели (медианный рост цен; суммарный вес позиций, дорожающих повышенными темпами; трендовая инфляция) остались на июньских уровнях или немного снизились. В целом, по нашему мнению, устойчивое инфляционное давление в июле сохранялось на уровнях мая – июня.
- Проинфляционные риски по-прежнему преобладают. Дезинфляционный эффект со стороны более быстрого снижения цен на плодовоовощную продукцию, чем предпо-

лагает обычная сезонность, носит временный характер. Рост цен на нерегулируемые услуги остается значительным на фоне высокого роста доходов населения. Вычет из общего роста цен за счет переноса укрепления рубля в цены постепенно уменьшается. Для продолжения процесса замедления устойчивого роста цен необходимо сохранение дезинфляционного влияния других каналов трансмиссии ДКП, действие которых разворачивается с большими лагами, чем валютного канала. Соответственно, устойчивое снижение инфляции до 4% в 2026 г. по-прежнему требует поддержания жестких ДКУ продолжительное время.

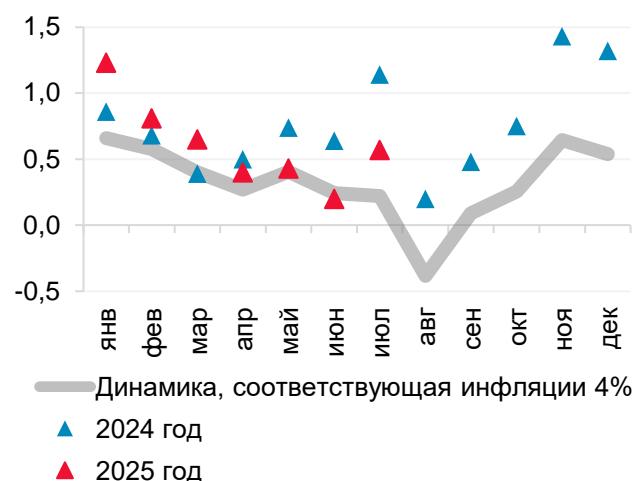
В июле рост потребительских цен ускорился до 8,5 с 4,1% м/м SAAR в июне. На динамику общего ИПЦ ожидаемо повлияла индексация ЖКУ – без учета этого компонента рост цен был около 2% м/м SAAR. Годовая инфляция снизилась до 8,79 с 9,40% в июне (Таблица 1). Рост цен на базовую корзину Росстата (БИПЦ) ускорился до 4,2 с 3,9% м/м SAAR. В целом устойчивое инфляционное давление мало изменилось в июле.

Таблица 1. Инфляция и ее компоненты

	Июл. 2023	Июл. 2024	Май 2025	Июн. 2025	Июл. 2025
% г/г					
Все товары и услуги	4,3	9,1	9,9	9,4	8,8
Базовая инфляция	3,2	8,6	8,9	8,7	8,5
Продовольственные товары	2,2	9,7	12,5	11,9	10,8
Непродовольственные товары	2,4	6,7	4,8	4,5	4,1
Услуги	10,0	11,4	12,6	12,0	11,9
% м/м SAAR					
Все товары и услуги	12,9	16,1	4,4	4,1	8,5
Базовая инфляция	8,0	6,0	5,1	3,9	4,2
Продовольственные товары	17,8	16,0	7,1	6,0	2,6
– без плодовоощей	5,7	7,4	10,1	7,6	6,0
Непродовольственные товары	12,4	8,1	-0,5	1,1	3,2
– без нефтепродуктов	10,1	4,3	-1,1	0,0	1,1
Услуги	7,3	26,5	6,9	5,0	24,2
– без ЖКУ	9,3	9,1	6,8	4,9	-1,2

Источники: Росстат, расчеты ДИП.

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



Примечание. Сезонность оценена для 2024 года.

Источники: Росстат, расчеты ДИП.

Рост цен на продовольственные товары в июле замедлился до 2,6 с 6,0% м/м SAAR в июне (Рисунок 2). Это произошло за счет более быстрого, чем предполагается сезонностью, удешевления фруктов и овощей. Темп роста цен на прочее продовольствие снизился до 6,0 с 7,6% м/м SAAR за счет более сдержаных темпов роста цен или их снижения на большинство укрупненных категорий. Так, продолжилось снижение цен на сахар и яйца, рост цен на мясо- и рыбопродукты, молочную продукцию замедлился, цены на масла почти не изменились.

В непродовольственном сегменте рост цен ускорился до 3,2 с 1,1% м/м SAAR. Основной вклад внесло повышение темпа роста цен на топливо. Ускорился рост цен на большинство прочих категорий сегмента, в той или иной степени зависимых от валютного курса. Вместе с тем в сегменте автомобилей произошло снижение цен¹, которое усилилось из-за [расширения скидок на иностранные автомобили](#) на стыке месяцев вследствие сохраняющегося затоваривания складов. Медиана роста цен на товары и услуги с высокой чувствительностью к динамике валютного курса выросла относительно июня до 3,4 с 2,0% м/м SAAR, и разрыв в динамике цен с товарами, относительно слабо зависящими от динамики обменного курса рубля, сократился (Рисунок 4). Вычет из общего роста цен за счет переноса укрепления рубля в цены постепенно уменьшается (Рисунок 5).

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

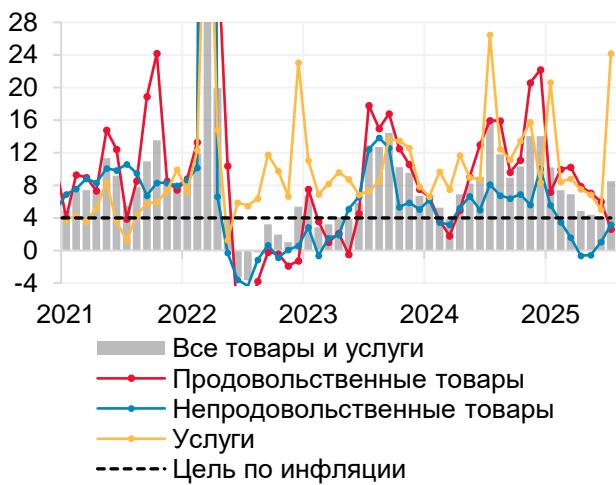
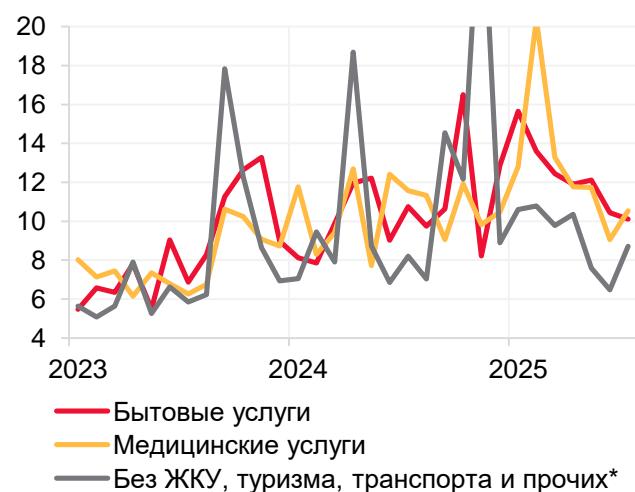


Рисунок 3. Рост цен на некоторые виды услуг, % м/м SAAR



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

* Ветеринарные, правовые, услуги банков и страхования, физкультуры и спорта, посреднические и прочие услуги.

Источники: Росстат, расчеты ДИП.

Рост цен в сегменте услуг ускорился до 24,2 с 5,0% м/м SAAR в июне. Однако основной вклад внесла индексация тарифов ЖКУ, без учета которой цены в сегменте уменьшились на 1,2% SAAR. Это объясняется снижением цен на услуги пассажирского транспорта за счет наиболее волатильных позиций. Для менее волатильных и нерегулируемых компонентов рост цен остается устойчиво высоким: в бытовых услугах – 10,1% после 10,4%, в медицинских услугах – 10,5% после 9,1% м/м SAAR в июне (Рисунок 3).

¹ Росстат фиксирует базовые цены на автомобили, то есть без учета специальных скидок (например, за участие в программе трейд-ин). Наблюдаемое снижение цен может объясняться в том числе тем, что ряд дилеров отменил такие скидки, но частично перенес их в базовую цену.

Рисунок 4. Медианные значения ИПЦ в зависимости от чувствительности к динамике курса (% м/м SAAR) и курса доллара (%)

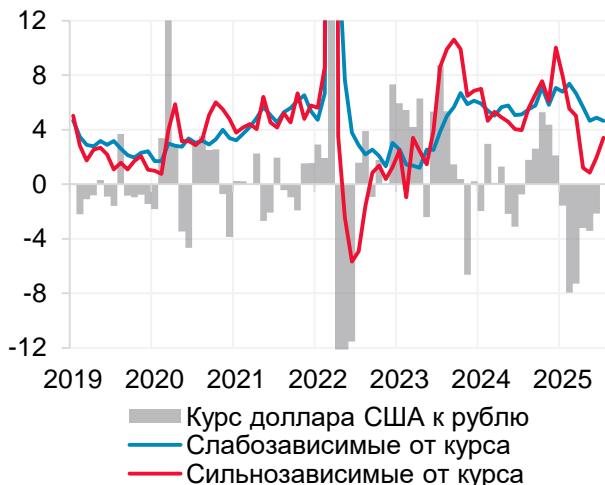
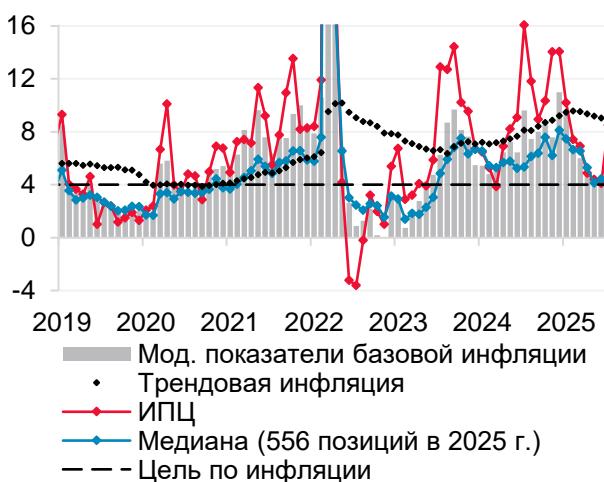


Рисунок 5. Рост цен за вычетом влияния динамики курса рубля, % м/м SAAR



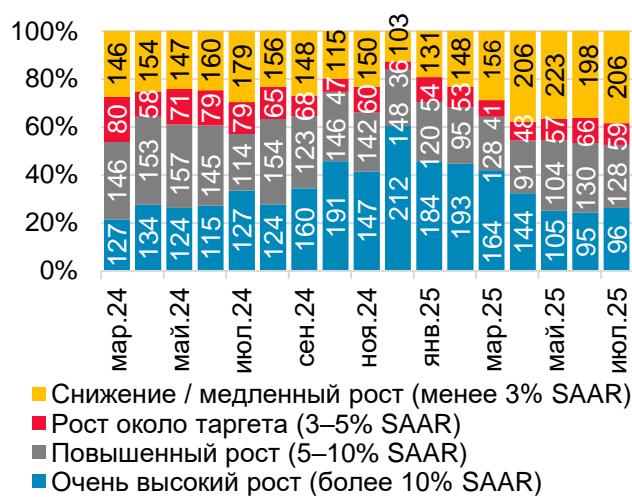
Аналитические показатели устойчивого инфляционного давления в июле изменились разнонаправленно. Среднее из оценок модифицированных показателей базовой инфляции повысилось до 8,1 с 4,0% в годовом выражении. В значительной степени это связано с влиянием индексации ЖКУ. Медианный рост цен практически стабилизовался (4,42% после 4,45% в годовом выражении в июне) (Рисунок 6). То же самое можно сказать о суммарном весе позиций, дорожающих повышенными темпами (Рисунок 7). Оценка трендовой инфляции снизилась до 8,93 с 9,04% г/г в июне.

Рисунок 6. Показатели* базовой инфляции, медиана (% в годовом выражении) и оценка трендовой инфляции (% г/г)



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

Рисунок 7. Суммарный вес товаров и услуг*, распределенный на основе сезонно сглаженных темпов роста цен

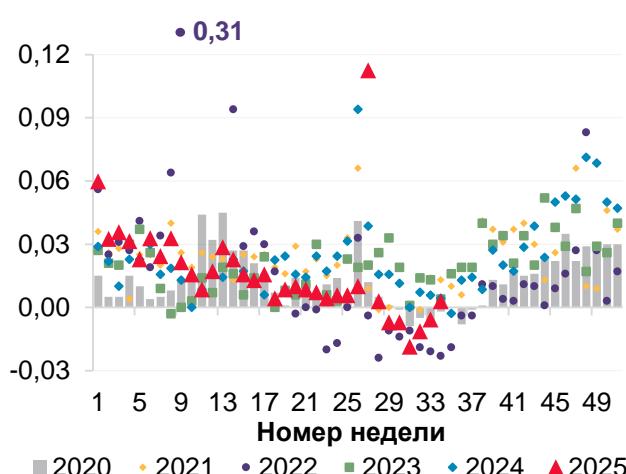


* Без плодоовощной продукции и регулируемых услуг.
Примечание. Числа – количество позиций.

Оперативные данные за август показывают сезонное снижение общего ИПЦ. По оценкам Росстата, с 1 по 25 августа снижение составило 0,17% (Рисунок 8). Сезонное удешевление фруктов и овощей, которое происходит быстрее, чем обычно. Соответственно, по оценкам из недельных данных по усеченной потребительской корзине, рост цен с поправкой на сезонность в августе, вероятно, сложится выше 4% в пересчете на год из-за ускорения роста цен в товарном сегменте, в частности на [топливо](#).

В начале III квартала устойчивое инфляционное давление сохранилось на уровне июня. Потребительский спрос остается повышенным. Декомпозиция² роста цен на данных за полный II квартал продемонстрировала по сравнению с I кварталом небольшое увеличение вклада факторов на стороне спроса при ослаблении проинфляционного влияния со стороны факторов предложения (Рисунок 10). В июле снижение цен производителей в обрабатывающей промышленности остановилось. [Опрос Банка России](#) выявил рост ценовых ожиданий предприятий на фоне ускорения роста издержек в августе. [Инфляционные ожидания населения](#) также повысились (Рисунок 9). С большой долей вероятности это является реакцией на индексацию тарифов ЖКХ, которая замедляет процесс снижения инфляционных ожиданий, но все же выступает разовым и времененным сдерживающим фактором для него. В этих условиях устойчивое снижение инфляции до 4% в 2026 г. по-прежнему требует поддержания жестких ДКУ продолжительное время.

Рисунок 8. Среднесуточный прирост цен, %



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

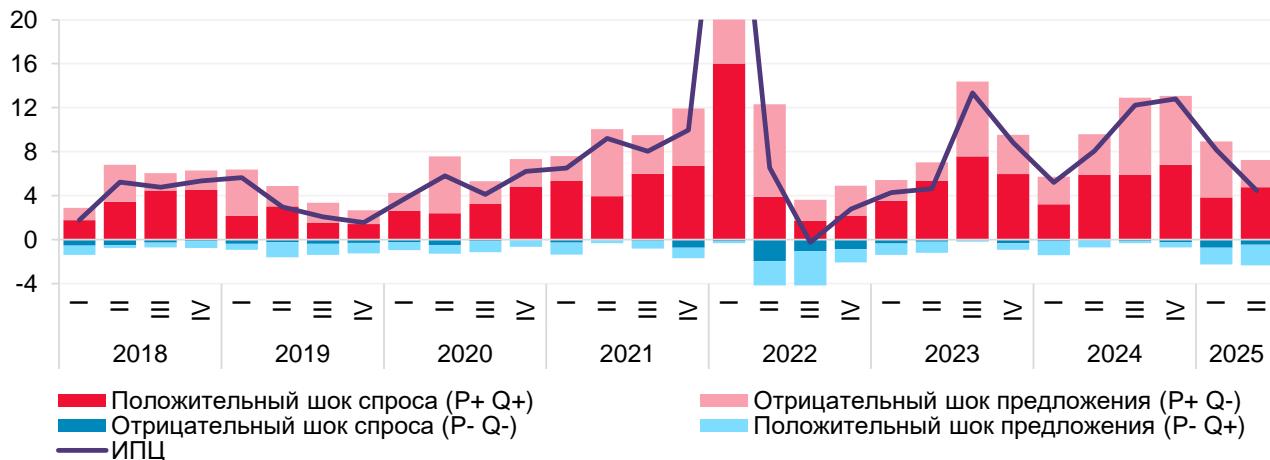
Рисунок 9. Инфляционные ожидания населения (% г/г) и предприятий (баланс ответов, % SA)



Источники: Банк России, ООО «инфоМ».

² 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.

Рисунок 10. 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 разнородно, преимущественно причиной этих изменений считается сдвиг кривой предложения, при соправленной динамике — кривой спроса. В отличие от основного метода исходной статьи, удаление тренда не производится.

Источники: Росстат, расчеты ДИП.

2. Экономическая динамика

Макроэкономическая статистика за июнь – июль показала, что экономическая активность в базовых отраслях замедлилась относительно очередного циклического пика, достигнутого в мае. Это также подтверждается результатами ряда опросов предприятий. Вместе с тем в потребительском сегменте в этот период наблюдалось оживление. Оно поддерживалось продолжающимся быстрым ростом номинальных и реальных зарплат и доходов, судя по статистике за май – июнь. В такой ситуации отсутствие роста розничного кредитного портфеля лишь частично сдерживает потребление домохозяйств и локализовано в товарных категориях, в которых высока доля покупок в кредит. Это прежде всего товары длительного пользования.

Динамика по отдельным сферам деятельности остается весьма разнородной, сокращение положительного разрыва выпуска, уменьшение перегрева спроса проявляются в большей мере в сферах, где наблюдался их наиболее резкий скачок на исторически рекордные уровни в 2023-2024 годах. При этом состояние рынка труда, как в части широкого круга индикаторов занятости, так и в части темпов роста заработных плат, показывает, что в целом по экономике текущий уровень спроса поддерживает занятость вблизи предельных уровней (при некотором снижении загрузки трудовых ресурсов в отдельных отраслях).

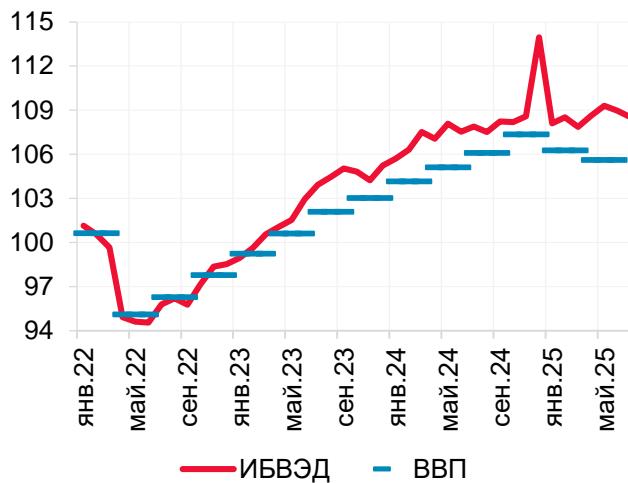
Оживление корпоративного кредитования и активное привлечение средств на финансовом рынке вследствие произошедшего заметного снижения стоимости заемных средств и ожиданий ее дальнейшего снижения поддержит деловую активность, обеспечивая плавный выход экономики на траекторию сбалансированного роста в предстоящие кварталы.

2.1. Замедление роста совокупного спроса

- По оценкам Департамента исследований и прогнозирования (ДИП) на [предварительных данных Росстата](#), в II квартале экономическая активность замедлилась. Вместе с тем, по данным оперативной статистики, динамика остается разнородной и даже разнонаправленной в разрезе отраслей. Выпуск базовых видов экономической деятельности в II квартале увеличился на 0,7% к/к SA (Рисунок 11), а снижение главным образом было сосредоточено в экспортно- и импортоориентированных отраслях (оптовая торговля, грузооборот транспорта, добыча) (Рисунок 12).
- В структуре отраслей наиболее активный рост в середине II квартала показали инвестиционные отрасли с высоким весом в обрабатывающей промышленности (Рисунок 13), но к началу III квартала выпуск скорректировался вниз. Без их учета восходящий тренд 2023–2024 гг. в первом полугодии сменился стабилизацией выпуска на достигнутых уровнях. Это происходило на фоне торможения потребительской активности, несмотря на сохранение повышенных темпов роста трудовых доходов (Рисунок 14). Охлаждение частного спроса и закрытие положительного разрыва выпуска по экономике в целом (который является источником усиления инфляции в условиях ограниченных возможностей по дальнейшему наращиванию выпуска) происходит во многом благодаря ужесточению ДКП, предпринятым в 2024 г. и проявляющееся с присущими трансмиссии ДКП лагами. При этом существенный вклад в совокупный спрос продолжает вносить государственный сектор через продолжающийся рост бюджетных расходов в реальном выражении, а также через инвестирование средств ФНБ.
- Июльская статистика Росстата зафиксировала торможение экономической активности, при этом картина была неоднородной. Негативная динамика наблюдалась в промышленности и грузообороте. При этом отрасли потребительского спроса выросли. В целом это соотносится с неоднозначной картиной конъюнктурных опросов. На фоне более сильного сокращения новых заказов PMI в обрабатывающей промышленности опустился до 3-летнего минимума (Рисунок 16), а позитив в ожиданиях предприятий продолжил убывать, как и в опросах ИНП РАН. Наши расчеты также показывают снижение объема входящих платежей в [платежной системе Банка России](#). В то же время [опрос предприятий Банка России](#), проведенный в начале августа, показал некоторое улучшение оценок текущей ситуации и даже более заметное – краткосрочных ожиданий компаний.
- В динамике потребительской активности отмечено некоторое оживление (Рисунок 15). Поддержку ей, несмотря на замедление экономической активности, оказывает прежде всего сохранение жесткой ситуации на рынке труда: безработица продолжает находиться на минимальных уровнях (Рисунок 17), а занятость – на максимальных (Рисунок 18). Это поддерживает по-прежнему высокие темпы роста заработных плат (около 4,5% г/г в реальном выражении в II квартале). Доля предприятий, [отмечавших проблему масштабного дефицита кадров как один из главных](#)

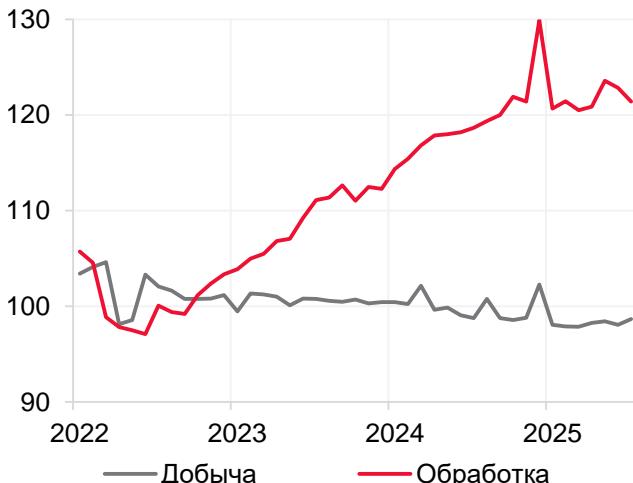
рисков, остается высокой. В текущих условиях работодатели стараются избегать увольнений, увеличивая число работников, занятых неполный день и находящихся в простое, что растягивает реакцию рынка труда на более умеренную динамику конечного спроса.

Рисунок 11. Выпуск базовых видов экономической деятельности и ВВП, IV квартал 2021 г. = 100



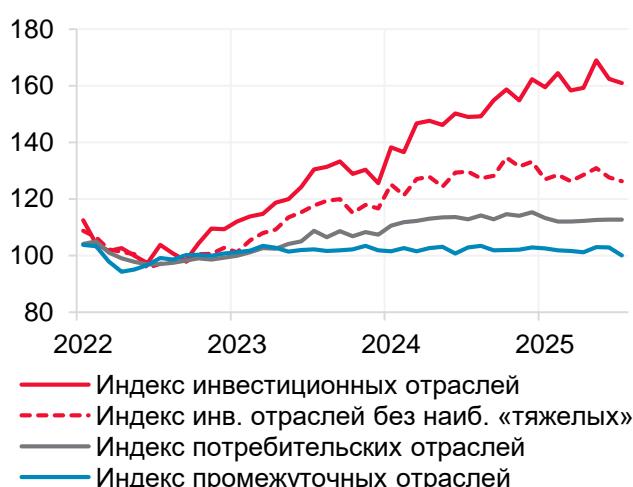
Источники: *Росстат, расчеты ДИП*.

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



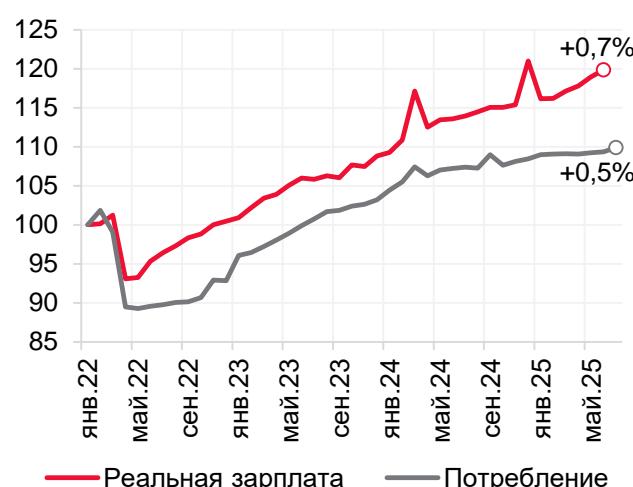
Источники: *Росстат, расчеты ДИП*.

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



Источники: *Росстат, расчеты ДИП*.

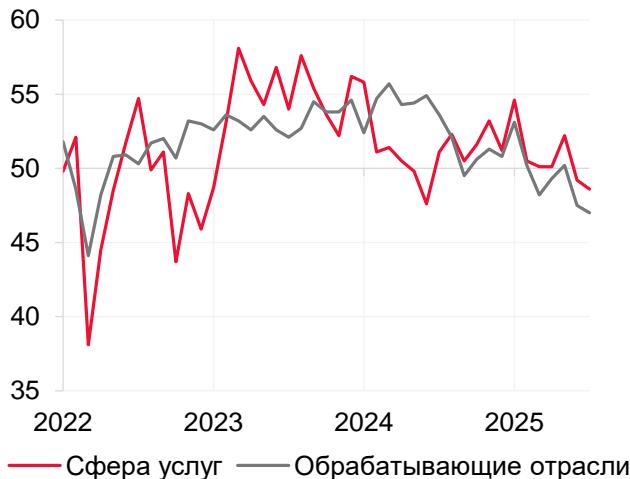
Рисунок 14. Прокси-показатель потребления (сумма оборота розницы, услуг и общепита) и реальной зарплаты, январь 2022 г. = 100, SA, %



Источники: *Росстат, расчеты ДИП*.

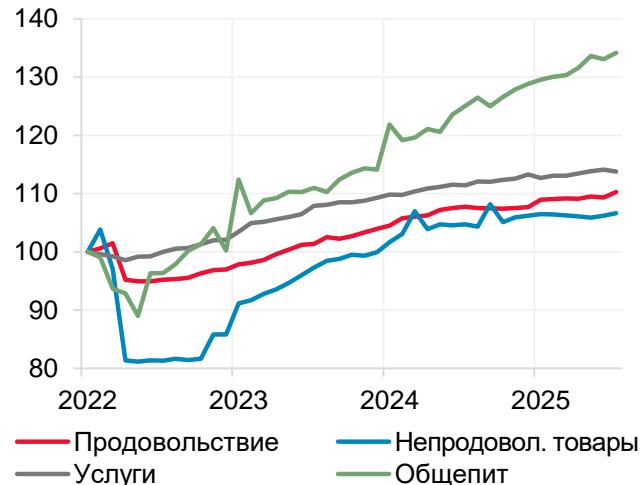
³ Под наиболее «тяжелыми» в группе инвестиционных отраслей подразумеваются производства «готовых металлических изделий, кроме машин и оборудования» и «прочих транспортных средств и оборудования».

Рисунок 15. PMI в обрабатывающей промышленности и услугах, п.



Источник: S&P Global.

Рисунок 16. Обороты сегментов розницы, общепита и сферы услуг, январь 2022 г. = 100, SA, %



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

Рисунок 17. Уровень безработицы, %



Источник: Росстат, расчеты ДИП.

Рисунок 18. Уровень занятости, %



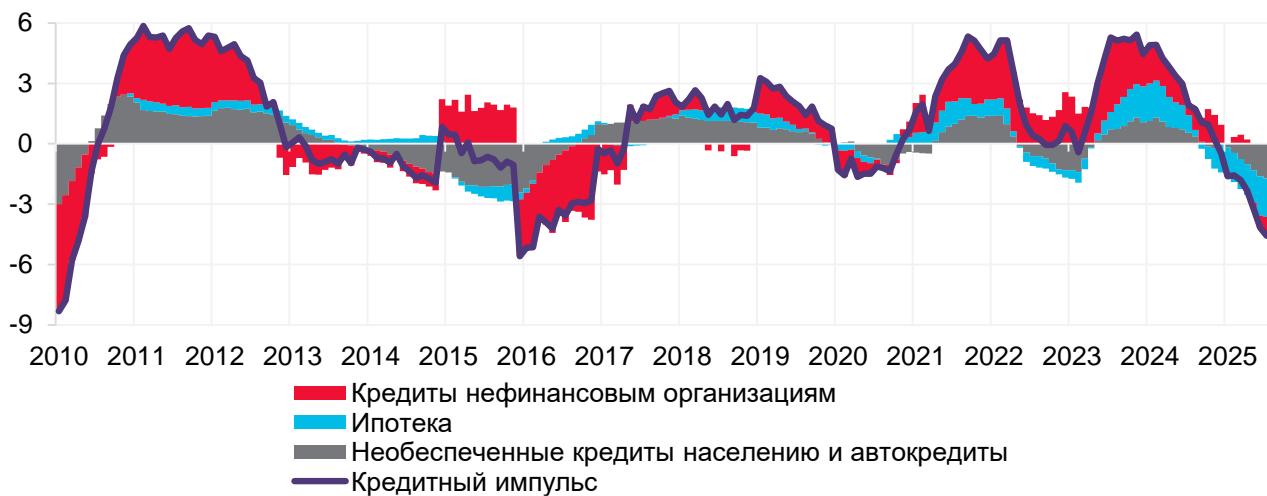
Источники: Росстат, расчеты ДИП.

2.2. Снижение кредитного импульса замедляется

- В июле вклад кредитования в охлаждение совокупного спроса повысился, при этом динамика кредитного импульса замедлилась. Кредитный импульс продолжил снижаться в корпоративном сегменте и вне ипотечной розницы, а в ипотеке – незначительно вырос (Рисунок 19). Несмотря на произошедшее снижение процентных ставок, ДКУ остаются жесткими.
- Рост требований к организациям с исключением валютной переоценки ускорился в июле до 1,4 с 1,1% м/м SA. Рост рублевых требований остался на уровне около 1,0% м/м SA, что несколько выше темпов 2016–2019 гг. (Рисунок 20). При этом ускорился рост требований в валюте. Значимым источником привлечения средств на стороне заемщиков по-прежнему выступают облигации.

- Снижение объема требований к домашним хозяйствам в июле осталось умеренным – 0,4% после 0,2% м/м SA в июне без корректировки на секьюритизацию⁴. Снижение процентных ставок и расширение программы «Семейная ипотека» на вторичное жилье в ряде городов⁵ способствовали оживлению роста ипотечного портфеля (1,1% против 0,7% м/м SA в июне) (Рисунок 21). Выдачи выросли как в льготном, так и в рыночном сегментах, что, вероятно, отражает ожидания дальнейшего снижения ключевой и ипотечных ставок. На фоне ввода макропруденциальных лимитов на автокредиты в III квартале прирост портфеля автокредитов замедлился, хотя и остался высоким (1,5% после 1,8% м/м SA в июне). Портфель потребительских кредитов снизился на 0,5% м/м NSA. В частности, динамика портфеля кредитных карт заметно отставала от паттернов прошлых лет из-за активного погашения выданных ранее кредитов.
- Рост рублевых депозитов физических лиц в июле ускорился до 1,7 с 1,3% м/м SA после последовательного замедления в течение 2025 г. (Рисунок 22). Это ускорение, вероятно, временное и объясняется стремлением зафиксировать текущую доходность вкладов на фоне ожидания дальнейшего снижения процентных ставок.
- Рост денежной массы и широкой денежной массы несколько ускорился (M2 в июле – до 1,35 с 1,27% м/м SA в июне) (Рисунок 23), а показатели накопленного прироста с начала года сдвинулись в верхнюю часть диапазонов 2016–2019 годов, но остаются внутри них. Вклад кредитования в динамику денежной массы снизился на фоне сдержанной активности в рознице. Одновременно увеличился вклад бюджета, который и определил общее ускорение роста денежной массы.

Рисунок 19. Кредитный импульс, % от ВВП



Источники: Банк России, расчеты ДИП.

⁴ С корректировкой на секьюритизацию рост составил 0,1% м/м SA.

⁵ Крупный банк расширил список городов для «Семейной ипотеки».

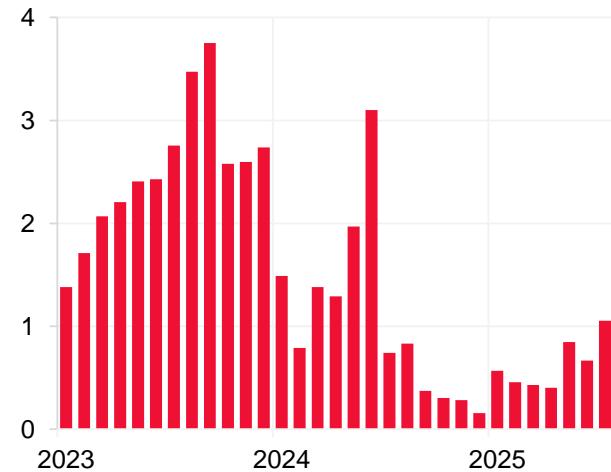
Рисунок 20. Требования к домашним хозяйствам и организациям, % м/м SA



* ИВП – исключение валютной переоценки.

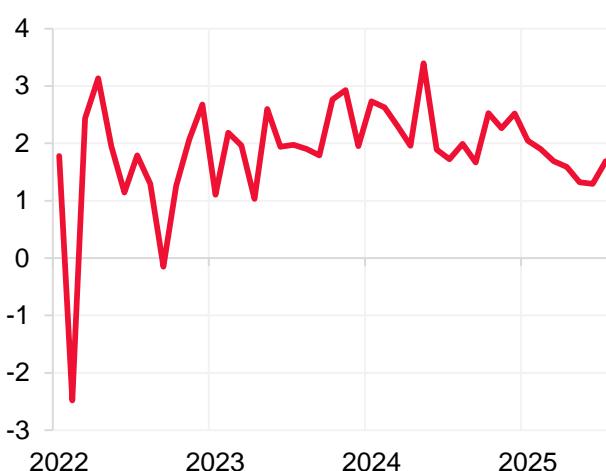
Источники: Банк России, расчеты ДИП.

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



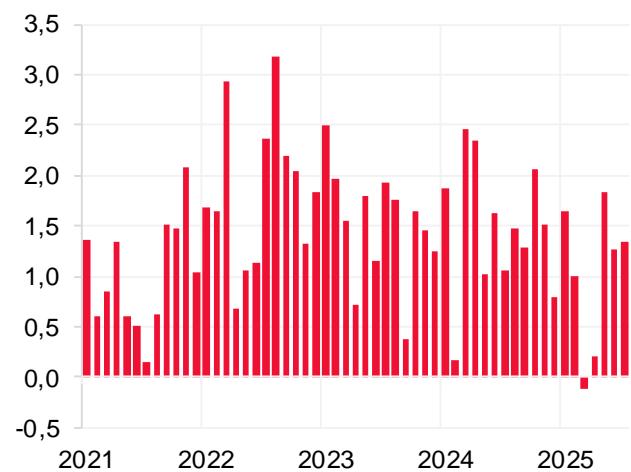
Источники: Банк России, расчеты ДИП.

Рисунок 22. Прирост рублевых депозитов физических лиц, % м/м SA



Источники: Банк России, расчеты ДИП.

Рисунок 23. Денежный агрегат М2, % м/м SA



Источники: Банк России, расчеты ДИП.

3. Финансовые рынки

Динамика российских финансовых рынков в конце июня и в августе определялась ожиданиями дальнейших снижений ключевой ставки и быстро меняющимся геополитическим фоном. Российские акции подорожали, доходности средне- и долгосрочных ОФЗ с фиксированным купоном снизились, корпоративные спреды сузились. Обменный курс рубля немного скорректировался после его значительного укрепления в первой половине года, что в том числе отражает ожидаемый эффект постепенного смягчения ДКП.

3.1. Рынки ожидают дальнейшего снижения ключевой ставки

- Июльское решение Банка России в целом совпало с ожиданиями рынков. На фоне выходивших с конца июля недельных данных, показавших сезонное снижение потребительских цен, инвесторы ожидают продолжения цикла снижения ключевой ставки. При этом рынки исходят из того, что с учетом снижения инфляции ДКУ будут оставаться жесткими даже в случае дальнейшего понижения ключевой ставки.
- Кривая доходностей ОФЗ на участке свыше 2 лет лежит на 7–14 б.п. ниже уровней, достигнутых после июльского решения по ключевой ставке. При этом ее наклон стал положительным (Рисунок 24). В то же время в середине августа доходности ОФЗ опускались еще ниже на фоне благоприятных геополитических новостей, однако во второй половине месяца этот эффект был почти полностью нивелирован. Номинальные доходности ОФЗ опустились преимущественно за счет снижения вмененных инфляционных ожиданий, в то время как реальные доходности наиболее длинных ОФЗ-ИН за этот период почти не изменились.
- Рынки по-прежнему закладывают снижение ключевой ставки, но ее ожидаемая траектория на ближайших заседаниях сдвинулась вверх по сравнению с концом июля. Средняя ключевая ставка в течение следующих 3 месяцев составляет около 16,5%⁶, а к концу года инвесторы ждут ее вблизи 14% (Рисунок 25).
- Ожидания постепенного смягчения ДКП способствовали устойчивому спросу на аукционах Минфина России. С начала III квартала размещенный объем ОФЗ составил 1,133 трлн руб., что составляет около 76% от квартального плана Минфина России. Основная часть размещений прошла с умеренной премией относительно доходностей вторичного рынка.
- Снижение стоимости заимствований и спредов к ОФЗ поддержало интерес компаний к рынку публичного долга. В июле эмитенты разместили облигации и цифровые финансовые активы (ЦФА) на 1,2 трлн руб., а в августе – на 1,0 трлн руб. (нетто-размещения за вычетом погашений составили около 0,5 трлн и 0,7 трлн руб. соответственно)⁷. Компании размещали преимущественно рублевые выпуски с фиксированным купоном, доля которых в августе выросла до 80% (Рисунок 26). В то же время размещения флоатеров существенно снизились ввиду ослабления интереса со стороны инвесторов из-за ожиданий дальнейшего снижения ставок. Отдельные экспортёры продолжили размещать квазивалютные облигации⁸, среди которых преобладают выпуски с привязкой к курсу доллара США.

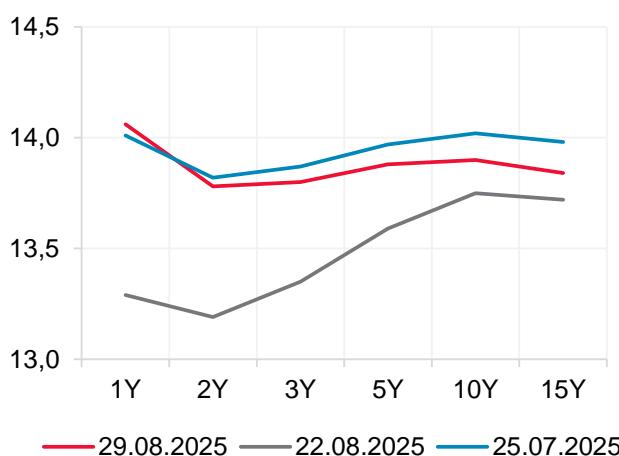
⁶ Рассчитано из процентных спотов на ключевую ставку с очисткой от капитализации процентов и без очистки от премии за срок.

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.

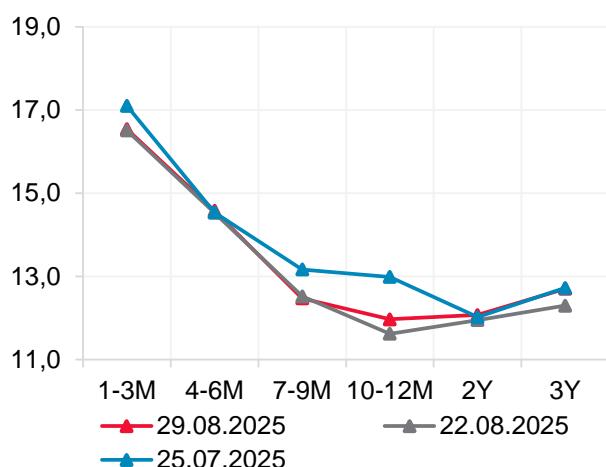
- Рубль немного ослаб, однако его волатильность остается низкой (Рисунок 27). В августе средний курс доллара США вырос с 78,73 до 80,16 руб., а юаня – с 10,96 до 11,13 рубля.
- В начале августа волатильность на мировых финансовых рынках резко усилилась после выхода слабой макроэкономической статистики в США. Инвесторы считают, что признаки охлаждения на рынке труда США потребуют от ФРС снижения ставки с текущих 4,25–4,50 до 3,75–4,00% к концу года⁹, несмотря на сохранение годовой инфляции на повышенном уровне (в июле она составила 2,7%). На этом фоне доходности 10-летних государственных облигаций США с конца июля уменьшились с 4,36 до 4,24%, а индекс доллара DXY остался вблизи минимумов с начала 2022 года.
- ЕЦБ сигнализирует о небольшом пространстве для снижения процентных ставок в условиях стабилизации годовой инфляции вблизи 2%. Инвесторы ожидают, что в сентябре ставки вновь останутся неизменными и будут снижены только в конце года. В то же время опасения относительно увеличения бюджетных расходов привели к росту доходностей 10-летних государственных облигаций европейских стран. В Германии с конца июля они выросли с 2,69 до 2,75%, во Франции – с 3,34 до 3,53%.
- Ситуация на финансовых рынках развивающихся стран поменялась несущественно. Доходности 10-летних государственных облигаций несколько понизились в Бразилии (13,9%) и Мексике (8,9%) (в конце июля они составляли 14,1 и 9,4% соответственно). Доходности государственных бумаг Китая остались вблизи 1,7%, а юань укрепился до уровней ноября 2024 г. на фоне продления тарифного перемирия с США.

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.

⁹ Данные СМЕ FedWatch.

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

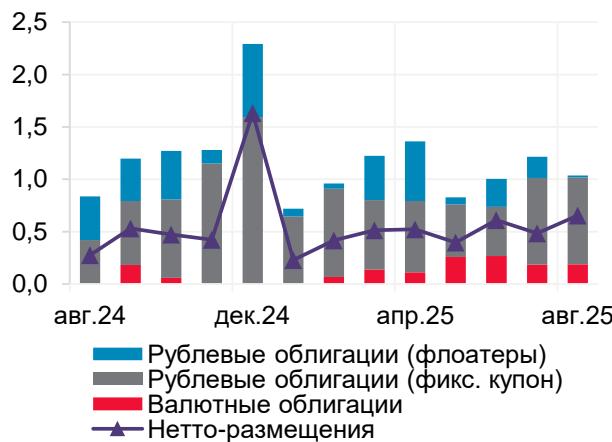
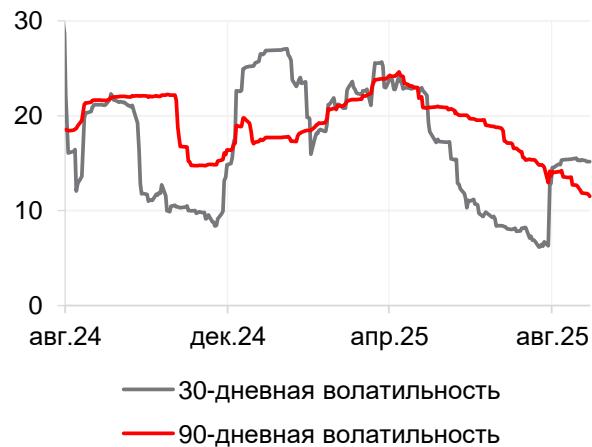


Рисунок 27. Волатильность официального курса доллара США, %



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

Источник: Банк России.

Источники: Cbonds, расчеты ДИП.

3.2. Рост предложения нефти опережает увеличение спроса

- За период с середины июля по конец августа цены сырьевых товаров изменились разнонаправленно. Индекс цен сырьевых товаров Bloomberg сократился на 1%: цены на энергетические товары и промышленные металлы снизились на 7% при росте котировок драгоценных металлов и сельскохозяйственных товаров на 3% (Рисунок 28). Цена на нефть марки Urals¹⁰ уменьшилась на 4%, до 63 долл. США / барр., а природный газ на крупном европейском хабе – на 11%, до 32 евро / МВт·ч (Рисунок 29).
- По оценкам Центра ценовых индексов Газпромбанка, композитный индекс цен на товары российского сырьевого экспорта¹¹ показал динамику, сопоставимую с мировыми котировками. Понижательный вклад в изменение индекса оказало уменьшение цен на российские сорта нефти, нефтепродуктов, трубопроводный и сжиженный природный газ. Сдержало сокращение композитного индекса повышение цен на уголь, пшеницу, удобрения и подсолнечное масло.
- Нефтяные котировки снизились в условиях возросшего излишка жидкого топлива на рынке и увеличения мировых нефтяных запасов. Опережающий рост предложения обусловлен ускоренным восстановлением добычи нефти в странах ОПЕК+. На заседании 3 августа участники картеля решили увеличить добычу в сентябре еще на 0,5 млн б/с, завершив цикл возвращения на рынок 2,2 млн б/с (в том числе Россией – 0,471 млн б/с) на год раньше, чем предполагал изначальный план. Добыча

¹⁰ На базисе CIF в порту Аугуста.

¹¹ Взвешен по стоимостным объемам экспорта.

нефти странами ОПЕК+ может несколько вырасти и после сентября 2025 г. по мере выполнения компенсаций¹².

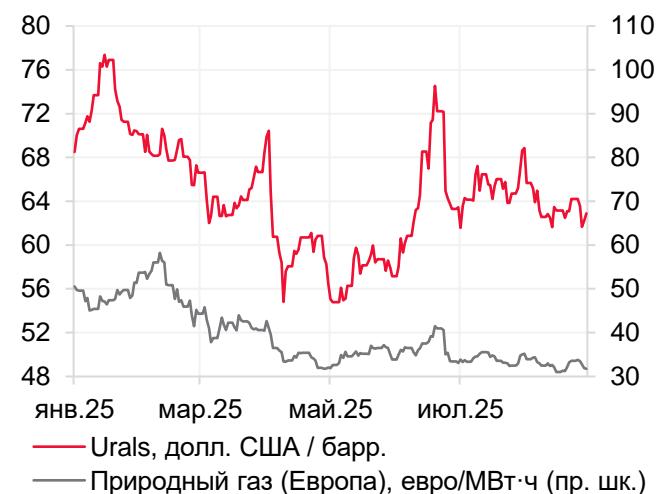
- Ведущие энергетические агентства повысили прогноз излишка нефти на рынке в среднесрочном периоде, пересмотрев в меньшую сторону ожидания по нефтяным ценам. Минэнерго США и Международное энергетическое агентство (МЭА) ожидают профицита 1,6-3,0 млн б/с в 2025–2026 гг. (Рисунок 30), что вызовет ускоренный рост нефтяных запасов (Рисунок 31).
- Сдержать расширение излишка нефти на рынке может более активный рост мирового потребления, чем ожидалось ранее. Аналитики улучшили прогнозы роста спроса в развитых странах (США, странах Европы) и Китае. Положительный вклад в увеличение потребления в Китае в 2025 г. внесла нефтехимическая отрасль (категория «Прочее», Рисунок 32), а также оживление внутреннего и внешнего туризма (керосин). Выпуск дизельного топлива и бензина отставал от прошлогодних показателей в первой половине года, но вернулся к росту в июле. Сохранение устойчиво высоких темпов роста потребления в Китае поможет поддержать мировые цены на нефть (Рисунок 33).
- Индекс цен цветных металлов вернулся к майским уровням после непродолжительного роста, вызванного опасениями перебоев в поставках меди и алюминия после повышения импортных пошлин США на медь и алюминий с 10 до 50%. Однако эффект от пошлин оказался меньшим, чем ожидалось, благодаря выводу ряда крупных позиций из-под действия пошлин.
- Рост котировок сельскохозяйственных товаров произошел из-за дефицита предложения кофе и соевых бобов, вызванного пониженным урожаем в крупных странах-производителях.

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



Источники: *Investing.com*, *Bloomberg*, расчеты ДИП.

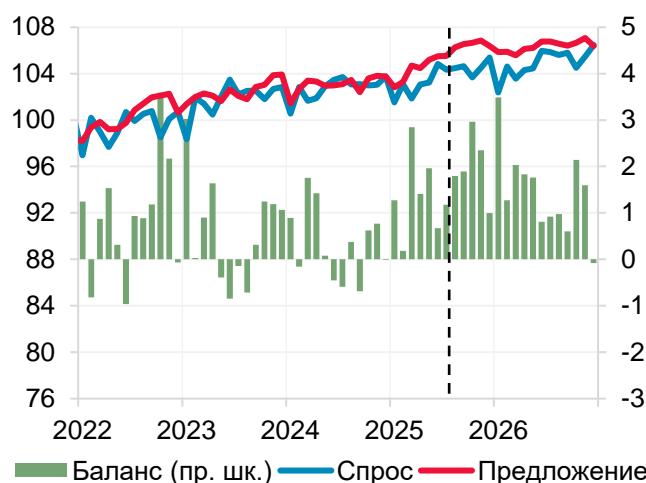
Рисунок 29. Цена на нефть марки Urals и природный газ в Европе



Источники: *Investing.com*, расчеты ДИП.

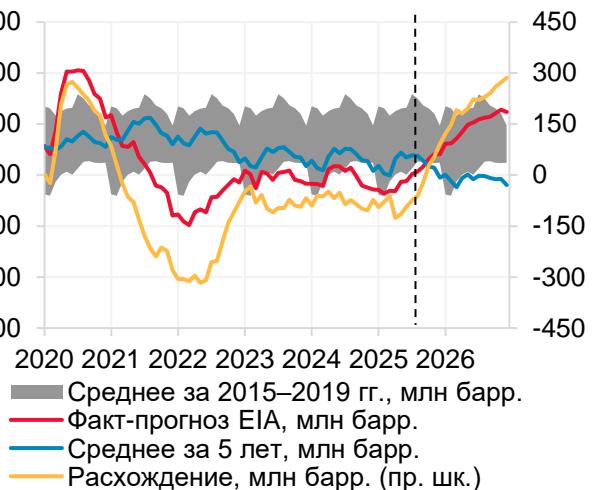
¹² За превышение фактической добычи над целевыми уровнями в прошлые месяцы.

Рисунок 30. Основные показатели мирового рынка жидкого топлива, млн б/с



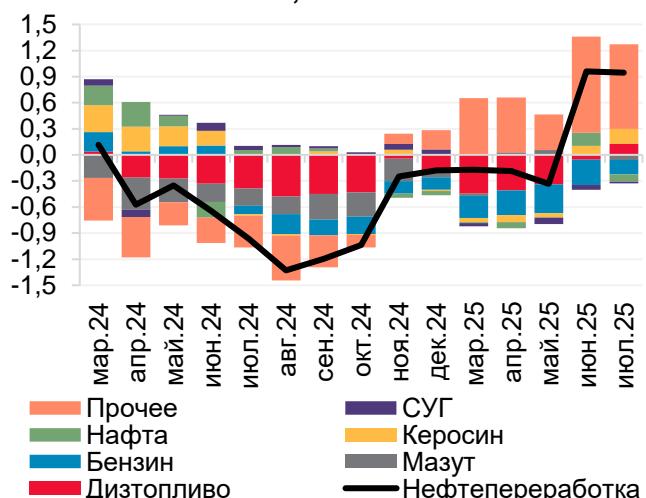
Источники: Минэнерго США, расчеты ДИП.

Рисунок 31. Коммерческие запасы нефти и нефтепродуктов в странах ОЭСР



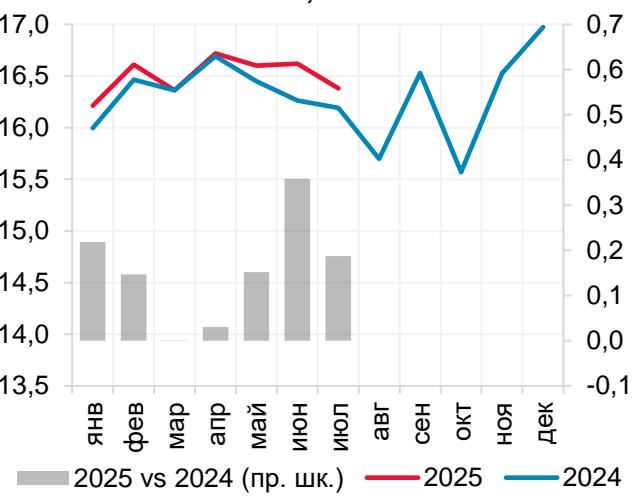
Источники: Минэнерго США, расчеты ДИП.

Рисунок 32. Изменение выпуска нефтепродуктов в Китае, млн б/с г/г



Источники: National Bureau of Statistics, расчеты ДИП.

Рисунок 33. Потребление нефти в Китае в 2024 и 2025 гг., млн б/с



Источники: Минэнерго США, расчеты ДИП.

Александр Морозов, директор

Артур Ахметов

Кристина Вировец

Сергей Власов

Яна Коваленко

Татьяна Кузьмина

Александра Москалева

Оскар Мухаметов

Софья Мякишева

Максим Неваленный

Екатерина Петренева

Алексей Поршаков

Белла Рабинович

Марина Стародубцева

Юлия Ушакова

Анастасия Хажгериева

Мария Харламова

Дмитрий Черняев