



Банк России

№ 6

О ЧЕМ ГОВОРЯТ ТРЕНДЫ
Макроэкономика и рынки

Бюллетень Департамента исследований и прогнозирования

Сентябрь 2026

ОГЛАВЛЕНИЕ

Краткое содержание	3
1. Инфляция	4
1.1. Проинфляционные риски остаются высокими	4
2. Экономическая динамика	10
2.1. Шоки предложения временно снижают рост ВВП	11
2.2. Высокая кредитная активность сохраняется	13
3. Финансовые рынки	15
3.1. Ключевая ставка – вниз, доходности облигаций – вверх	16
3.2. Геополитический фактор вызвал рост сырьевых цен	18

Бюллетень подготовлен Департаментом исследований и прогнозирования по данным на 28.08.2026.
Выводы и рекомендации, содержащиеся в бюллетене, могут не совпадать с официальной позицией Банка России.
Замечания и предложения по содержанию просим направлять по адресу: dip1@cbr.ru.

107016, Москва, ул. Неглинная, 12, к. В
Официальный сайт Банка России: www.cbr.ru

© Центральный банк Российской Федерации, 2026

Краткое содержание

Итоги

- В июле – августе высокие темпы роста цен с поправкой на сезонность сохранились. Во многом за этим по-прежнему стоят разовые проинфляционные факторы на стороне предложения (топливо, плодоовощная продукция). Тем не менее произошло и повышение общего инфляционного фона, судя по увеличению показателей устойчивого роста цен. Инфляционные ожидания населения и бизнеса после значительного скачка в июле скорректировались вниз в августе, но остаются выше средних значений первого полугодия. За исключением отраслей, в которых были повреждены производство и инфраструктура, в экономике продолжился небольшой рост. Он по-прежнему смещен в пользу производств, работающих на госзаказ, но заметная повышательная динамика наблюдается и в некоторых отраслях инвестиционного и потребительского сегментов. Предварительная оценка прироста ВВП за первое полугодие составила 0,6% г/г. Возвращение инфляции к цели 4% в 2027 г. требует выверенных решений по денежно-кредитной политике (ДКП) с учетом как фактических текущих условий, так и баланса рисков для будущей инфляции.
- Повышение показателей устойчивого роста цен в значительной степени связано с вторичными эффектами от роста цен на топливо и снижения его доступности. Также на ускорение роста цен оказывает влияние ослабление обменного курса рубля, после того как в весенние месяцы укрепление рубля временно вычитало из общего роста цен.
- Продолжающаяся постепенная нормализация на рынке труда привела к замедлению роста номинальных и реальных зарплат и сокращению их разрыва с ростом производительности труда. При этом потребление домохозяйств уверенно растет, что косвенно указывает на постепенное снижение нормы сбережений. Частично это может отражать увеличение уровня неопределенности и временное увеличение закупок впрок ряда товаров длительного пользования. Но отчасти снижение нормы сбережений отражает и устойчивые накопленные эффекты смягчения денежно-кредитных условий (ДКУ) – накопленное за последние 6–12 месяцев снижение процентных ставок вкупе с повторным повышением уровня инфляционных ожиданий в июле – августе.
- В июле – августе российские финансовые рынки находились преимущественно под давлением из-за негативного новостного фона при значительной волатильности на фондовом рынке. Обменный курс рубля в июле – августе полностью отыграл укрепление апреля – июня, оставаясь вблизи средних значений 2025 года.

1. Инфляция

В первой половине 2026 г. нисходящий тренд годовой инфляции прервался, а во второй половине года ожидается некоторое ускорение годового роста потребительских цен (до 6–7% согласно июльскому прогнозу Банка России). За этим стоят два процесса. Во-первых, реализация значительных разовых шоков на стороне предложения: новой ставки налогов и расширения налоговой базы с начала года, а также роста цен и ограничения доступности топлива, которые стали проявляться с конца весны. Во-вторых, стабилизация большинства показателей устойчивого роста цен в диапазоне 4–5% в пересчете на год, которая длится уже несколько кварталов. Для достижения цели по инфляции необходимо возобновление процесса снижения устойчивого роста цен.

Ситуация на топливном рынке и в складском хозяйстве не только влияет на цены на топливо для населения, но и изменяет всю структуру логистических издержек (через удорожание транспортных, страховых и прочих издержек). При прочих равных это усложняет задачу замедления как общей динамики потребительских цен, так и их устойчивой составляющей. Вместе с тем стабилизация уровня цен на топливо и повышение его доступности по мере восстановления работы производственных мощностей ограничат масштаб и продолжительность опосредованных, косвенных эффектов на потребительские цены от ситуации на топливном рынке.

1.1. Проинфляционные риски остаются высокими

- В июле рост потребительских цен остался высоким, годовая инфляция сохранилась на уровне 6,0% из-за переноса регулярной индексации регулируемых тарифов с июля на октябрь, что занижает показатель годовой инфляции в июле – сентябре. Если бы этого переноса не было, годовая инфляция в июле составила бы 6,7%. Существенный вклад в ускорение роста цен внесли временные факторы, в том числе удорожание моторного топлива.
- Показатели устойчивой инфляции в июле выросли, что отчасти указывает на проявление вторичных эффектов от действия временных проинфляционных факторов. Влияние ослабления рубля на цены пока остается ограниченным.

В июле рост потребительских цен составил 11,6% м/м после 11,4% м/м SAAR в июне (Таблица 1, Рисунок 1). Ускорение наблюдалось в товарном сегменте, тогда как в сфере услуг темпы роста, напротив, несколько замедлились (Рисунок 2). Годовая инфляция сохранилась на уровне 6,0%. При этом с учетом отложенного на 1 октября повышения тарифов годовая инфляция составила бы 6,7%. Темпы роста цен в августе с учетом сезонности, по предварительным данным, замедлились с очень высоких уровней июня – июля. Вместе с тем они остались значительно выше 4% в пересчете на год.

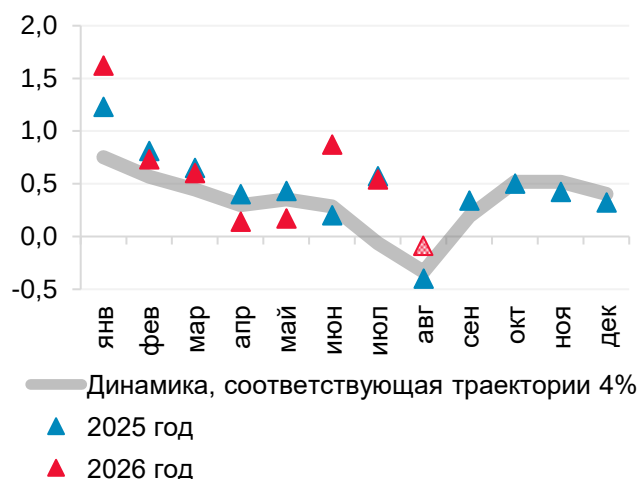
Рост потребительских цен в июне – июле по большей части был обусловлен действием временных проинфляционных факторов: удорожанием моторного топлива и ряда наиболее волатильных компонентов, включая отдельные продовольственные товары. Вместе с тем усиление ценового давления наблюдалось и в устойчивой части потребительской корзины.

Таблица 1. Инфляция и ее компоненты

	Июл.	Июл.	Май	Июн.	Июл.
	2024	2025	2026		
% г/г					
Все товары и услуги	9,1	8,8	5,3	6,0	6,0
Базовая инфляция	8,6	8,5	4,9	5,0	5,2
Продовольственные товары	9,7	10,8	2,9	3,4	4,4
Непродовольственные товары	6,7	4,1	4,2	5,3	6,4
Услуги	11,4	11,9	10,1	10,6	7,8
% м/м SAAR					
Все товары и услуги	15,4	9,0	2,3	11,4	11,6
Базовая инфляция	5,9	4,1	4,9	5,3	7,0
Продовольственные товары	14,6	1,2	-5,1	10,9	13,2
– без плодоовощей	6,8	5,2	1,3	4,2	9,8
Непродовольственные товары	6,4	1,5	3,7	13,7	15,1
– без нефтепродуктов	4,1	0,9	2,1	1,3	3,5
Услуги	28,5	31,2	11,6	9,2	5,9
– без ЖКУ	10,1	5,7	15,4	11,6	6,8

Источники: Росстат, расчеты ДИП.

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

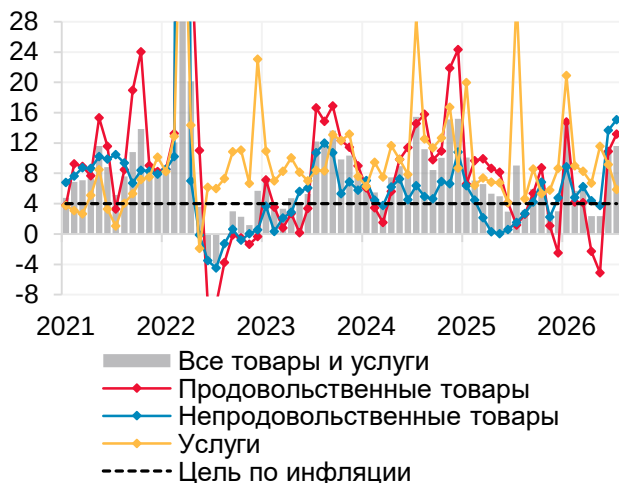


Примечание. Август 2026 г. – оценка по недельным данным, сезонность оценена для 2025 г., с поправкой на индексацию в октябре 2026 года.

Источники: Росстат, расчеты ДИП.

Значимым фактором высокого роста цен в июле оставалось удорожание топлива: рост цен на нефтепродукты составил 5,9% м/м SA, что, как и в июне, внесло прямой вклад в общий рост цен в размере 0,3 п.п. (около трети всего роста цен). В конце июля ситуация на топливном рынке начала улучшаться на фоне снижения ажиотажного спроса, увеличения импорта, постепенного восстановления перерабатывающих мощностей и регуляторных мер, что привело к небольшому снижению цен на топливо. Но по состоянию на конец августа ситуация во многих регионах остается напряженной. Продолжительность и масштабы действия как прямых, так и косвенных эффектов удорожания топлива остаются фактором неопределенности.

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



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

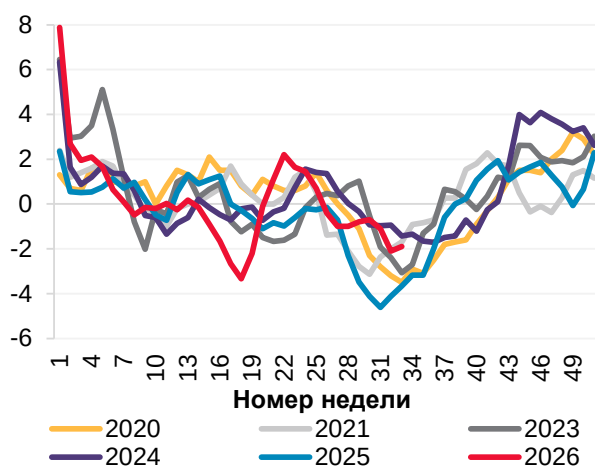
Рисунок 3. Медианные значения ИПЦ в зависимости от чувствительности к динамике курса (% м/м SAAR) и изменение курса доллара США к рублю (%)



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

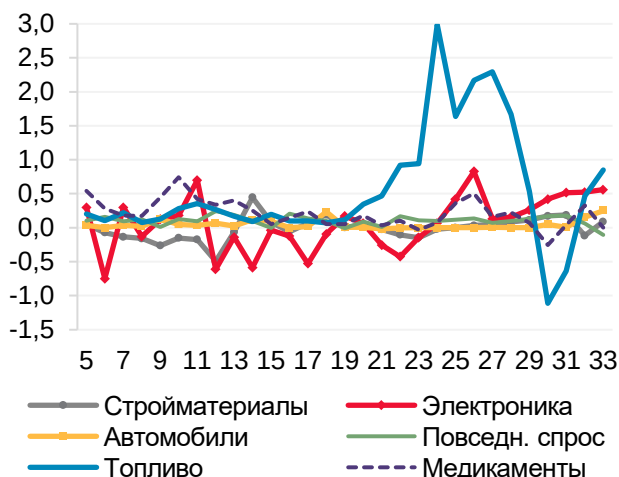
Темпы роста стоимости плодоовощной продукции несколько замедлились, но остались высокими и выше обычной сезонности. В целом удорожание овощей и фруктов в июне – июле было сопоставимо со снижением цен на них в апреле – мае. Согласно недельным данным, по итогам августа снижение цен на фрукты и овощи окажется менее выраженным, чем предполагает сезонная динамика (Рисунок 4). Среди прочих продовольственных товаров высокими темпами росли цены на мясо¹ и сахар².

Рисунок 4. Темп роста цен на плодоовощную продукцию, % н/н



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

Рисунок 5. Темп роста стоимости отдельных непродовольственных товаров, % н/н



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

¹ В сегменте мяса птицы давление оказывает [снижение рентабельности производства](#). В сегменте говядины рост цен [носит преимущественно структурный характер на фоне сокращения поголовья крупного рогатого скота и ограниченных возможностей быстрого наращивания предложения](#). Высокими темпами росли цены на сахар и кондитерские изделия.

² Начало переработки сахарной свеклы в конце июля создает предпосылки для нормализации предложения и замедления роста цен в дальнейшем.

Потенциальный дезинфляционный эффект на продовольственный сегмент в ближайшие месяцы могут оказать трудности с вывозом зерна и ряда других сельхозкультур на экспорт. Собранный урожай при снижении экспортного потенциала увеличивает внутреннее предложение. Это уже привело к снижению внутренних цен на зерновые к середине августа, что дальше по цепочке может оказать дезинфляционное влияние на достаточно широкий круг продовольственных товаров. Однако в следующем сельскохозяйственном сезоне может возникнуть обратный эффект, особенно в случае, если решение проблемы с экспортом затянется. Низкие цены на зерно негативно влияют на финансовое положение аграриев. Это может неблагоприятно сказаться на урожае в следующем сельскохозяйственном году, если им придется экономить на удобрениях, топливе, закупках средств защиты растений и прочем.

Среди волатильных категорий основное сдерживающее влияние на рост цен оказал туристический сегмент. Снижение цен на услуги внутреннего туризма может продолжиться в ближайшие месяцы по мере ослабления спроса. В начале августа бронирование объектов размещения на бархатный сезон в России были в среднем ниже прошлогодних на 18%, а на организованные туры по России спрос снизился еще сильнее. Отели уже начали снижать цены и предлагать значительные скидки на конец лета и сентябрь.

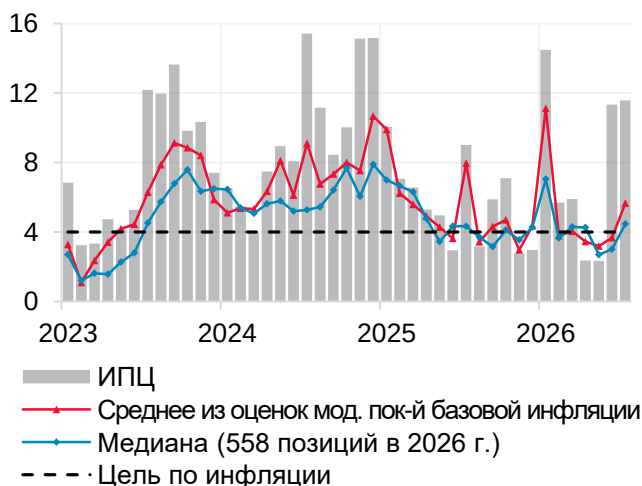
Дезинфляционное влияние произошедшего в первой половине года укрепления рубля, что вычитало из показателей устойчивого роста цен в весенние месяцы, исчерпалось. Медианный рост цен на товары с высокой чувствительностью к курсовой динамике вновь повысился и второй месяц подряд совпадал с медианным ростом цен на товары с низкой чувствительностью к изменениям обменного курса (Рисунок 3). Ослабление рубля в последние недели пока проявляется лишь в динамике цен отдельных компонентов потребительской корзины (в основном в ценах на электронику), однако его влияние в дальнейшем может расшириться и на более широкий круг товаров и услуг (Рисунок 5).

Возникшие перебои в работе крупнейших маркетплейсов создают риски локального повышения цен на отдельные непродовольственные товары из-за сокращения предложения, отмены скидок и удорожания логистики. При этом развитая инфраструктура рынка электронной торговли и [меры поддержки продавцов](#) позволяют частично компенсировать возникшие логистические ограничения. Повышение цен на затронутые товары будет иметь ограниченное влияние на общий рост цен вследствие неоднородности ценовой реакции по категориям и частичного поглощения дополнительных издержек продавцами и торговыми площадками.

Показатели устойчивой инфляции в июле заметно выросли (Рисунок 6). Среднее из оценок модифицированных показателей базовой инфляции составило 5,7% г/г, а медианный рост цен (без учета весов отдельных компонентов корзины ИПЦ) – 4,5% г/г. С одной стороны, повышение оценок устойчивой инфляции указывает на проявление вторичных эффектов от действия временных проинфляционных факторов на более широкий круг товаров и услуг (Рисунок 7). С другой стороны, статистические методы не поз-

воляют полностью очистить влияние временных факторов на показатели базовой инфляции. Поэтому их рост в июле не стоит полностью относить на увеличение устойчивого инфляционного давления.

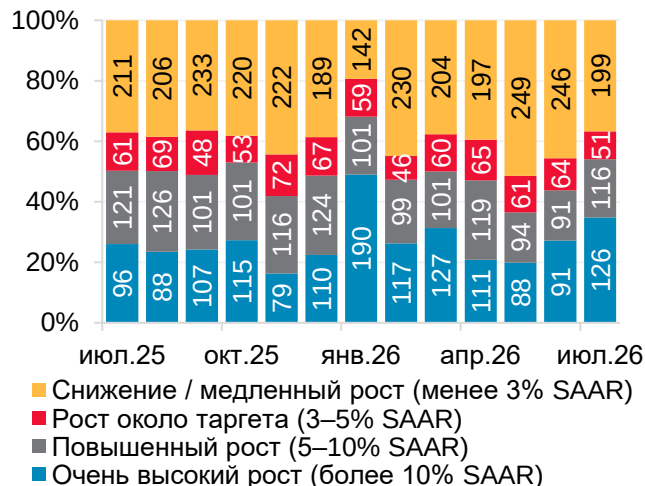
Рисунок 6. Показатели* базовой инфляции и медиана, % в годовом выражении



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

Источники: Росстат, расчеты ДИП.

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

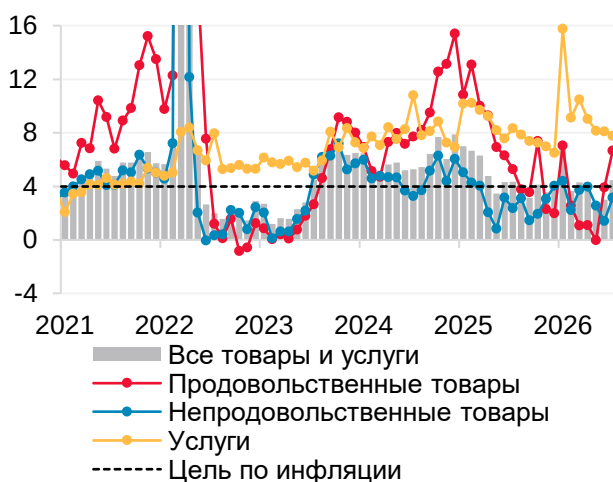


Примечание. Без плодоовощной продукции и регулируемых услуг. Числа – количество позиций.

Источники: Росстат, расчеты ДИП.

Медианный рост стоимости услуг остается высоким (заметно выше уровня второго полугодия 2025 г., Рисунок 8). Рост цен на нерегулируемые услуги (бытовые и медицинские) по-прежнему превышает 10% в пересчете на год (Рисунок 9). Это косвенно свидетельствует о высокой инерционности повышенных темпов устойчивого роста цен.

Рисунок 8. Медиана роста цен (558 позиций в 2026 г.), % в годовом выражении



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

Рисунок 9. Рост стоимости отдельных категорий услуг, % м/м SAAR

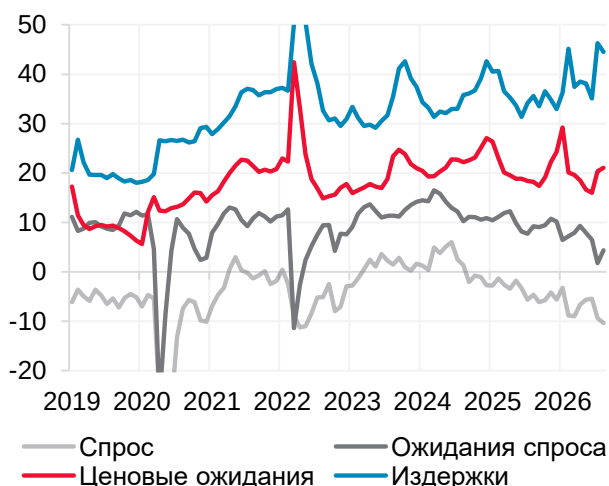


* Прочие услуги – ветеринарные, правовые, услуги банков, страхования, физкультуры и спорта, посреднические услуги.

Источники: Росстат, расчеты ДИП.

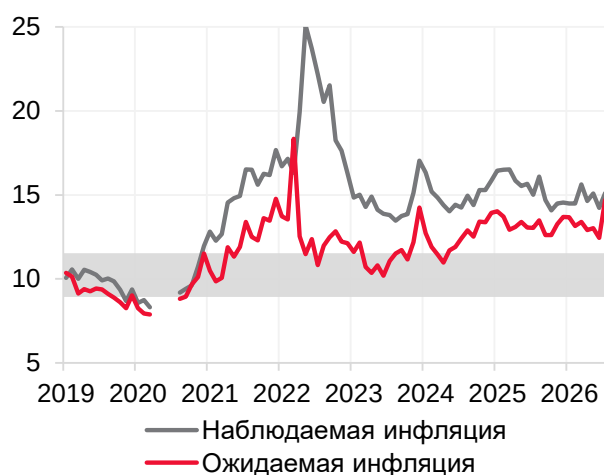
Опросы свидетельствуют о сохранении повышенного инфляционного давления в производственном секторе. Согласно результатам [мониторинга предприятий Банка России](#), в августе ценовые ожидания предприятий повысились одновременно с улучшением краткосрочных ожиданий по спросу и выпуску (Рисунок 10). Рост издержек при этом несколько замедлился после достижения в июле максимума с мая 2022 года. Динамика цен производителей остается неоднородной: ускорение их снижения в июле было обусловлено преимущественно удешевлением продукции добывающего сектора, тогда как в обрабатывающих производствах цены продолжили расти, с тенденцией к ускорению в потребительском сегменте (Рисунок 12, Рисунок 13). Инфляционные [ожидания населения в августе](#) скорректировались вниз вслед за уменьшением наблюдаемой инфляции, однако остались на высоком уровне (Рисунок 11).

Рисунок 10. Оценки и ожидания предприятий на 3 месяца вперед, баланс ответов, % SA



Источник: Банк России.

Рисунок 11. Инфляционные ожидания населения и наблюдаемая инфляция, % г/г



Примечание. Серой областью выделен 25-75 процентиль ожидаемой инфляции 2016-2020 годов.

Источник: ООО «инФОМ».

Рисунок 12. Рост цен производителей промышленных товаров, % м/м



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

Рисунок 13. Динамика цен производителей и потребительских цен, % 3М AR



* По сопоставимому набору товаров.

Источники: Росстат, расчеты ДИП.

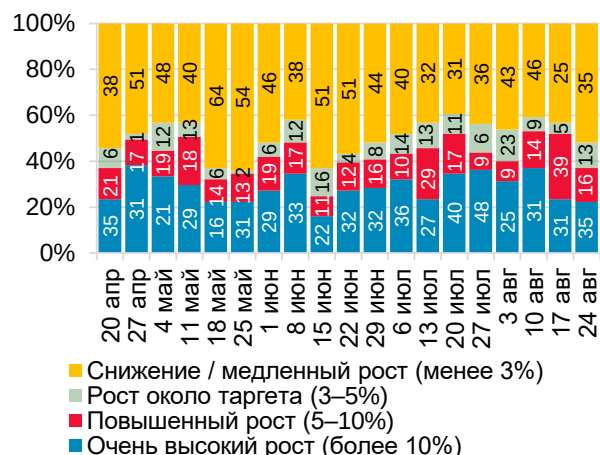
Рисунок 14. Скользящий за 4 недели темп роста стоимости и медиана распределения, % в годовом выражении



Примечание. Без овощей, фруктов, регулируемых услуг и авиабилетов.

Источники: Росстат, расчеты ДИП.

Рисунок 15. Распределение индексов цен, наблюдаемых на недельной основе категорий, % в годовом выражении



Примечание. Столбцы — доля позиций, числа — вес; без овощей, фруктов, регулируемых услуг и авиабилетов.

Источники: Росстат, расчеты ДИП.

2. Экономическая динамика

После роста в II квартале, превысившего ожидания, ВВП вернулся на высокий уровень IV квартала 2025 года. В III квартале возможно замедление роста российской экономики. Оно может возникнуть в первую очередь из-за временного выбытия мощностей в производстве и логистике (то есть предложения товаров и услуг), а не как результат торможения спроса. Повышенная активность в сегменте корпоративного кредитования и потребления домохозяйств в июле – августе подкрепляет вывод о том, что внутренний спрос в российской экономике продолжает расти. Результаты августовских опросов бизнеса указывают на улучшение оценок экономической динамики в целом, что дает основания рассчитывать на дальнейший рост спроса и ВВП в III квартале.

Потребительский сектор, наряду с частью обрабатывающих отраслей, ориентированных на госзаказ, продолжает оставаться ключевым фактором роста российской экономики. Вместе с тем замедление динамики зарплат вслед за постепенной нормализацией на рынке труда создает условия для более плавного, но более устойчивого роста потребления населения в дальнейшем.

2.1. Шоки предложения временно снижают рост ВВП

- Несмотря на временное выбытие части производственных и инфраструктурных мощностей, рост экономической активности [в II квартале](#)³ сложился выше ожиданий: ВВП вернулся к уровню конца прошлого года (Рисунок 16). Небольшое улучшение настроений предприятий и повышение ожиданий в части будущего спроса⁴ (Рисунок 17, Рисунок 18) указывают на продолжение расширения активности в III квартале.
- Сдерживающее влияние на рост экономики по-прежнему оказывают разовые шоки предложения. Так, в II квартале динамика в добыче (-1,4% к/к SA, Рисунок 19) и промежуточных отраслях обработки (-3,5% к/к SA) ухудшилась из-за простоя части НПЗ и экспортных терминалов, а сегменты платных услуг и пассажирского транспорта перестали расти по мере ухудшения доступности топлива и безопасности в ряде регионов. В III квартале временное выбытие мощностей может оказать сдерживающий эффект на рост экономики.
- Расширение активности продолжается за счет отраслей, ориентированных на потребительский и государственный спрос. Расходы домохозяйств в товарном сегменте, ускорившиеся в II квартале на фоне устойчивой динамики зарплат и смягчения ДКУ, в июле сохранили восходящий тренд (Рисунок 21). При этом в июне на фоне роста неопределенности был зафиксирован всплеск спроса на продукты с длительным сроком хранения (Рисунок 22). Бюджетные расходы, сохраняющие в течение года высокую динамику относительно годовых ассигнований, продолжают поддерживать выпуск наиболее «тяжелых»⁵ групп инвестиционных отраслей (Рисунок 20). Инвестиционная активность в II квартале выросла после спада в предыдущие кварталы, судя по динамике строительства (+5,0% к/к SA) и смежных отраслей⁶. При этом возросшая потребность в ремонте и защите критической инфраструктуры может поддержать дальнейшее расширение инвестиционного спроса в III квартале.
- Напряженность на рынке труда постепенно снижается. Уменьшение дефицита кадров, уже продолжительное время отмечаемое в опросах, получает все больше подтверждений в статистических данных. Так, показатель безработицы оттолкнулся от исторических минимумов (Рисунок 23), уровень участия в рабочей силе с II квартала опустился ниже траектории 2024–2025 годов. При этом основная подстройка происходит за счет зарплат. Их годовой рост устойчиво замедляется по широкому

³ Исходя из предварительной оценки Росстата ВВП в II квартале (+1,3% г/г), в секвенциальном выражении рост составил 1,6% к/к SA после снижения на 1,7% к/к SA в I квартале 2026 г. (оценки ДИП).

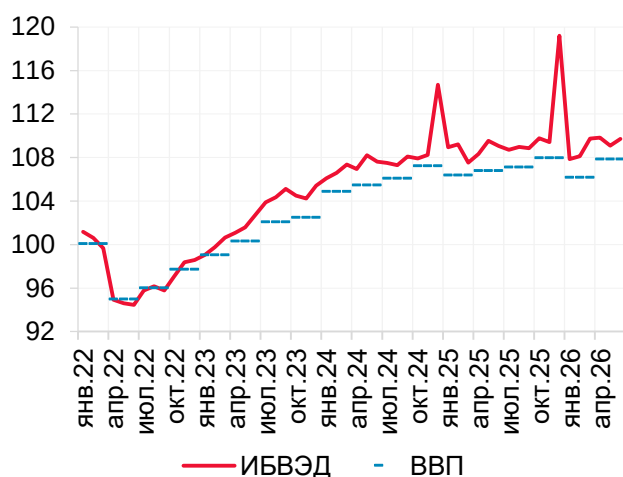
⁴ Опрос PMI демонстрирует продолжение восстановительной динамики в июле (50,7 п.), опрос ИНП РАН – снижение пессимизма промышленных предприятий. Оценки делового климата в августовском опросе Банка России также повысились, преимущественно за счет улучшения краткосрочных ожиданий.

⁵ Под наиболее «тяжелыми» в группе инвестиционных отраслей подразумеваются производства готовых металлических изделий, кроме машин и оборудования и прочих транспортных средств и оборудования.

⁶ Производство прочей неметаллической минеральной продукции в II квартале выросло на 1,3% SA.

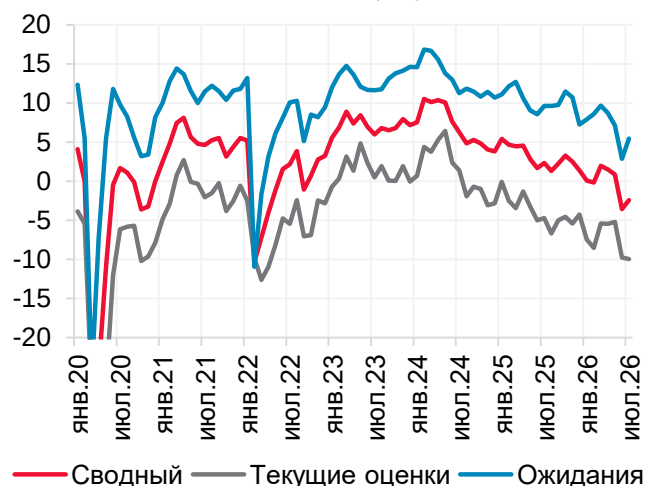
кругу отраслей, но пока остается выше роста производительности труда. Данные опросов, фиксирующие дальнейший [рост обеспеченности предприятий кадрами и снижение планов по найму](#), позволяют ожидать развития этих тенденций. Ожидаемое дальнейшее замедление роста зарплат до более устойчивых уровней будет постепенно транслироваться в охлаждение потребительской активности и, как следствие, снижение устойчивого инфляционного давления.

Рисунок 16. Выпуск базовых видов экономической деятельности и ВВП, IV квартал 2021 г. = 100



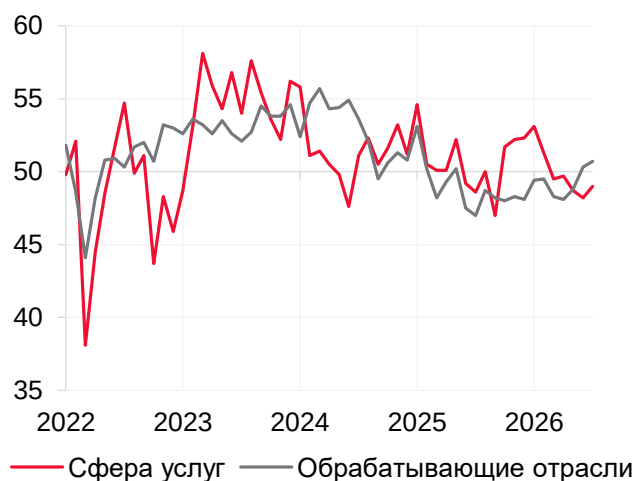
Источники: Росстат, расчеты ДИП.

Рисунок 17. Индикатор бизнес-климата Банка России, п., SA



Источник: Банк России.

Рисунок 18. PMI в обрабатывающей промышленности и услугах, п.



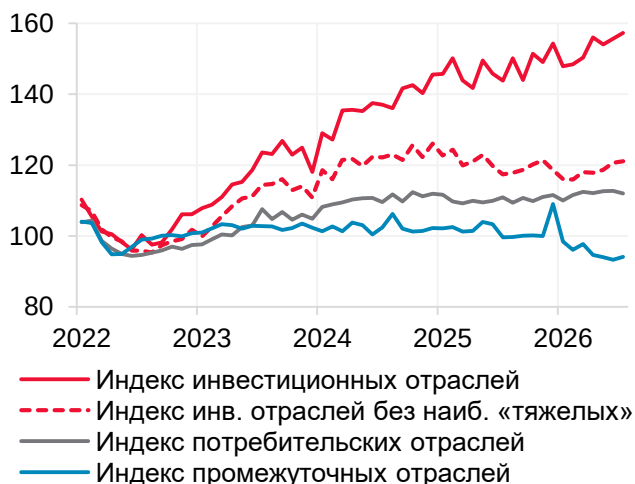
Источник: S&P Global.

Рисунок 19. Добыча полезных ископаемых и обрабатывающее производство, 2021 г. = 100, %, SA



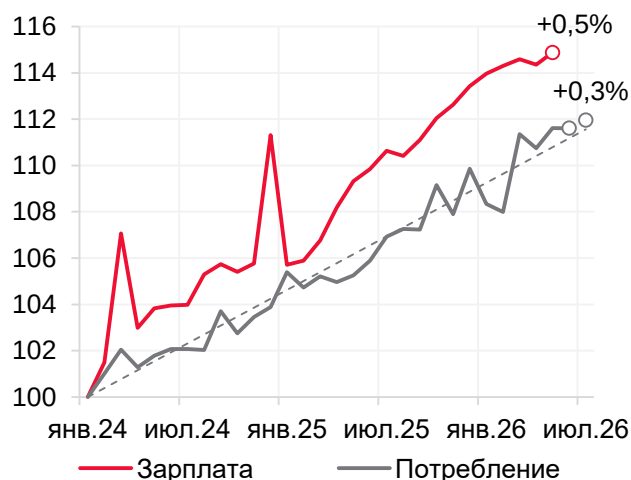
Источники: Росстат, расчеты ДИП.

Рисунок 20. Выпуск групп отраслей обрабатывающей промышленности, 2021 г. = 100, %, SA



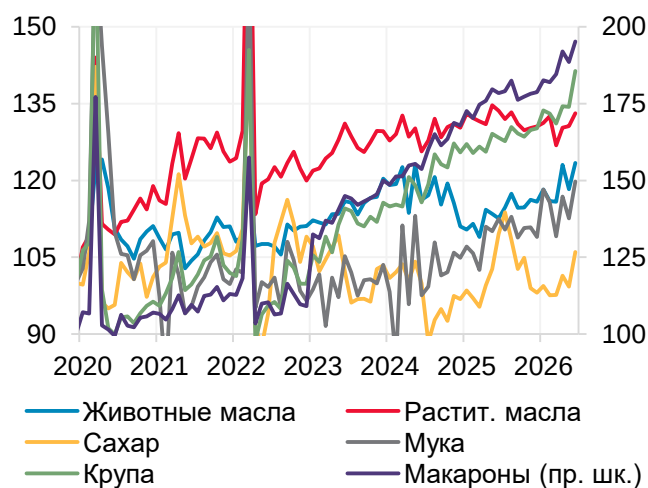
Источники: Росстат, расчеты ДИП.

Рисунок 21. Реальные заработные платы и потребление⁷ домохозяйств, 01.2024 = 100, п., SA



Источники: Росстат, Сбер, расчеты ДИП.

Рисунок 22. Розничные продажи отдельных товаров, декабрь 2019 г. = 100%, SA



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

Рисунок 23. Уровень безработицы, %



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

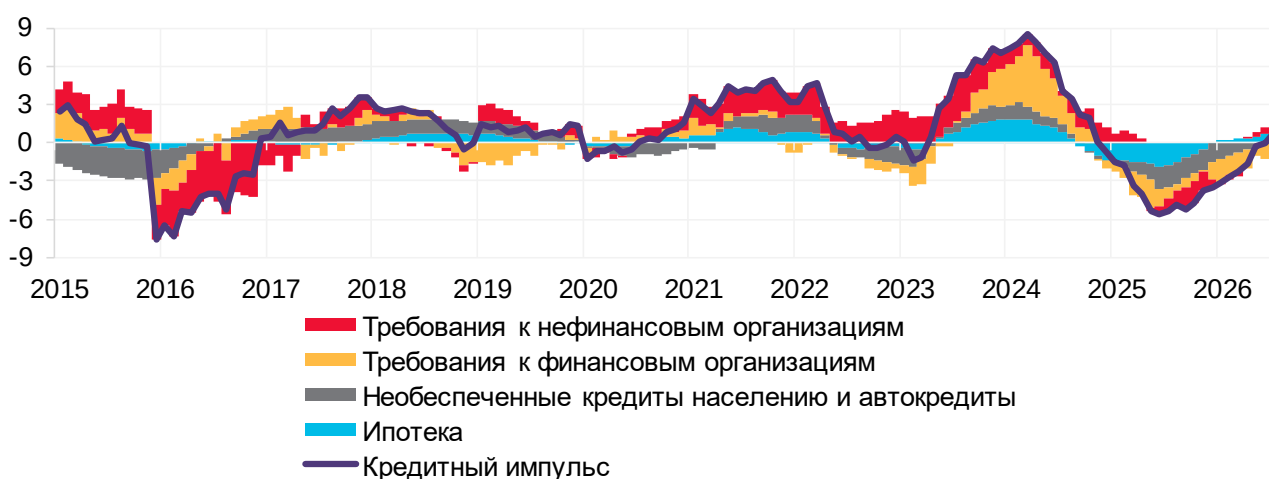
2.2. Высокая кредитная активность сохраняется

- Кредитование начало ускорять динамику спроса. Об этом свидетельствует кредитный импульс, который вернулся в положительную область (Рисунок 24). Небольшие положительные значения кредитного импульса в целом не противоречат снижению инфляции к цели: в 2017–2019 гг. средний уровень кредитного импульса составил 1,5% от ВВП при происходившей тогда бюджетной консолидации. Однако в сочетании со стимулирующей бюджетной политикой при текущих повышенных темпах роста цен и инфляции такой кредитный импульс может оказаться чрезмерным.

⁷ В качестве данных за июль 2026 г. взяты оценки Сбера (м/м SA).

- Рост требований к экономике⁸, накопленный с начала года, продолжает отдаляться вверх от траектории 2025 г. и приближаться к верхней границе диапазона 2016–2019 гг. (Рисунок 25). За январь – июль 2026 г. прирост требований к экономике составил 5,0% с исключением влияния валютной переоценки (ИВП).
- Основной вклад в ускорение роста внесли рублевые корпоративные требования, главным образом кредиты нефинансовым организациям (Рисунок 26). Июльское ускорение роста с поправкой на сезонность в этой категории объясняется прежде всего разовым эффектом, не связанным с реальным кредитованием. Однако и без этого фактора рост рублевых корпоративных требований остается повышенным.
- Рост розничного кредитования в июле замедлился до 0,5 с 0,8% м/м SA в июне. Это объясняется возвратом объемов выдач льготных ипотечных кредитов примерно к уровням февраля – мая после разового июньского всплеска в льготном сегменте. Спрос в рыночном ипотечном сегменте продолжил расширяться (доля в выдачах приблизилась к 50% впервые за 3 года), несмотря на сохранение относительно высокого уровня ставок⁹. Динамика неипотечной части портфеля остается умеренной.
- В условиях дальнейшего оживления кредитования и сохранения активного роста бюджетных расходов динамика денежных агрегатов оставалась выше прошлогодней траектории и стала превышать диапазон 2016–2019 гг. (Рисунок 28). Годовой рост денежной массы в июле остался близким к июньскому (13,0% против 13,2%), так же как и рост широкой денежной массы (12,6% с ИВП после 12,9% с ИВП). Это говорит о наличии значимых проинфляционных рисков и указывает на произошедшее ослабление жесткости денежно-кредитных условий.

Рисунок 24. Кредитный импульс, % от ВВП

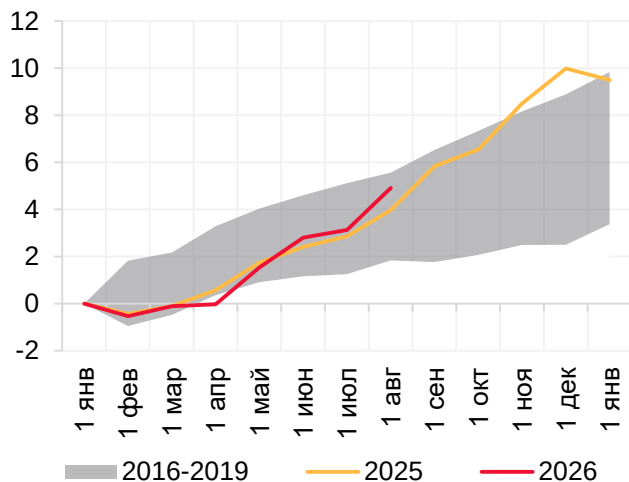


Источники: Банк России, расчеты ДИП.

⁸ Рассматриваются все требования банковской системы (кредиты, облигации, векселя и прочее) к российским компаниям (финансовым и нефинансовым) и населению (физическим лицам и индивидуальным предпринимателям).

⁹ Средние ставки предложений по рыночной ипотеке составляют около 18%.

Рисунок 25. Требования к экономике, % с начала года с ИВП



Источники: Банк России, расчеты ДИП.

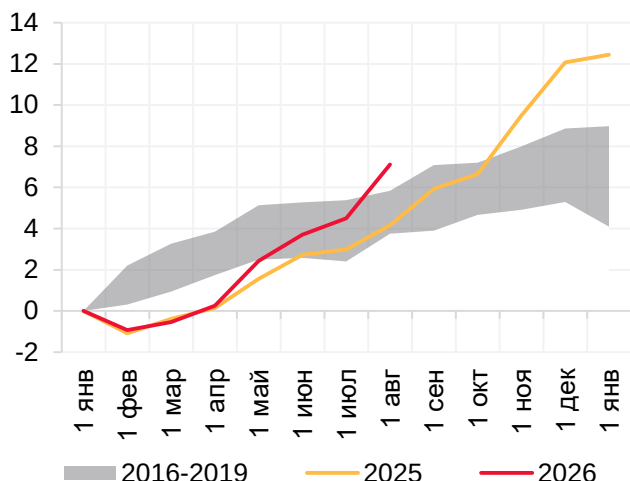
Рисунок 26. Рост рублевых кредитов, % м/м SA



Примечание. Без корректировки на секьюритизацию.

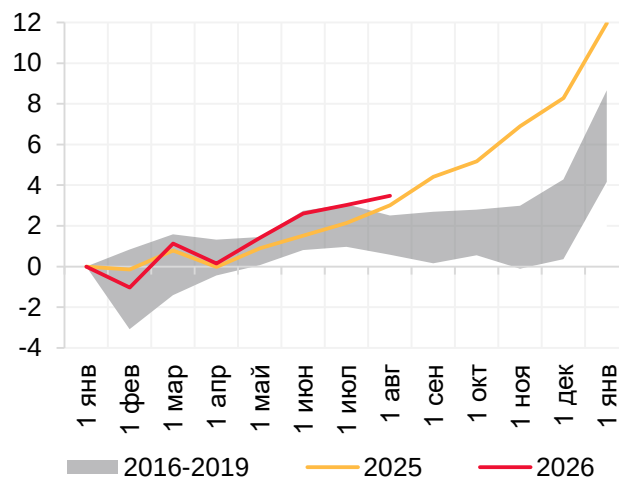
Источники: Банк России, расчеты ДИП.

Рисунок 27. Рост рублевых кредитов нефинансовым организациям, % с начала года



Источники: Банк России, расчеты ДИП.

Рисунок 28. Рост широкой денежной массы M2X с ИВП, % с начала года



Источники: Банк России, расчеты ДИП.

3. Финансовые рынки

Во второй половине июля – начале августа на российском фондовом рынке произошел переход от нарастающего пессимизма и снижения цен к умеренному оптимизму и повышению цен. При этом на рынке акций восстановление было особенно заметным. Поводом для восстановления стало снижение ключевой ставки на июльском заседании, что разошлось с преобладающими ожиданиями рынка о неизменности ставки. Вместе с тем повышение Банком России прогнозных значений ключевой ставки в 2026–2028 гг. ограничило рыночный оптимизм, а ухудшение новостного фона с середины августа вновь вернуло пессимизм на российские финансовые рынки.

3.1. Ключевая ставка – вниз, доходности облигаций – вверх

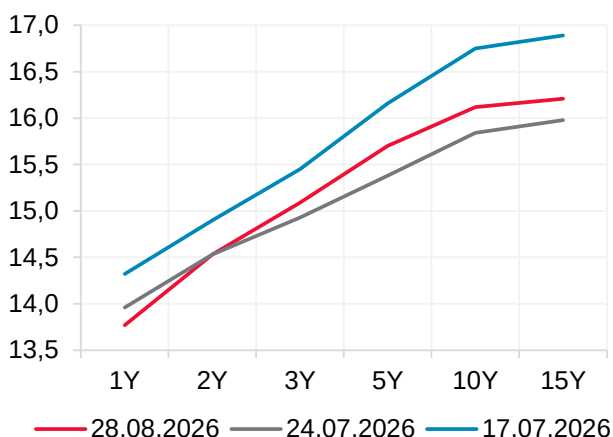
- Июльское решение Банка России снизить ключевую ставку до 14% годовых оказалось мягче рыночных прогнозов – большинство инвесторов ожидали паузу в смягчении ДКП и более жесткий сигнал. Однако снижение доходностей ОФЗ после решения было кратковременным. С начала августа они развернулись вверх на фоне пессимизма инвесторов из-за обострения геополитической ситуации, напряженности на топливном рынке и неопределенности относительно параметров бюджета на среднесрочном горизонте.
- Наиболее заметно увеличились доходности средне- и долгосрочных бумаг, несмотря на паузу в размещениях Минфина России. Доходности среднесрочных и долгосрочных ОФЗ повысились на 16–32 б.п. относительно уровней после июльского решения по ключевой ставке. Так, доходности 10-летних ОФЗ вновь превысили 16% годовых, а их спред к доходности 2-летних бумаг расширился до 159 б.п. (Рисунок 29).
- Доходности ОФЗ-ПД выросли на фоне снижения реальных доходностей ОФЗ-ИН, то есть инфляционные ожидания участников рынка продолжились повышаться. На двух-летнем горизонте инвесторы ожидают годовой рост потребительских цен около 5%.
- Инвесторы рассчитывают на дальнейшее снижение ключевой ставки в оставшиеся месяцы 2026 г. и в следующем году (Рисунок 30). К концу 2026 г. рынок процентных свопов ожидает ключевую ставку около 13,5% годовых.
- Размещения корпоративных облигаций в июле и августе отставали от траектории прошлого года. В августе размещенный объем корпоративных облигаций и цифровых финансовых активов увеличился до 1,1 трлн с 1,0 трлн руб. в июле¹⁰, нетто-размещения по итогам августа составили 0,3 трлн руб. (Рисунок 31). Около 90% валового объема разместили эмитенты с наивысшим кредитным рейтингом, которые в основном привлекали финансирование в рублях с фиксированным купоном. Интерес инвесторов к облигациям менее надежных компаний снижается ввиду усиления кредитных рисков. Количество дефолтов¹¹ в этом году увеличилось. Вместе с тем объем неисполненных обязательств остается невысоким и приходится на сегмент эмитентов с низким кредитным качеством и повышенным риском. Основная часть неплатежей сконцентрирована в нескольких отраслях: строительстве, лизинге и торговле.
- Сокращение предложения валюты со стороны экспортеров и увеличение покупок в рамках бюджетного правила действовали в сторону ослабления рубля, при этом спрос импортеров и населения на валюту оказался сезонно высоким. В августе средний курс доллара США вырос до 83,1 руб., юаня – до 12,3 руб. (в июле – 77,8 и 11,5 руб. соответственно). Валюты прочих СФР и развитых стран за этот период укрепились относительно доллара США (Рисунок 32).

¹⁰ 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.

¹¹ С учетом технических дефолтов.

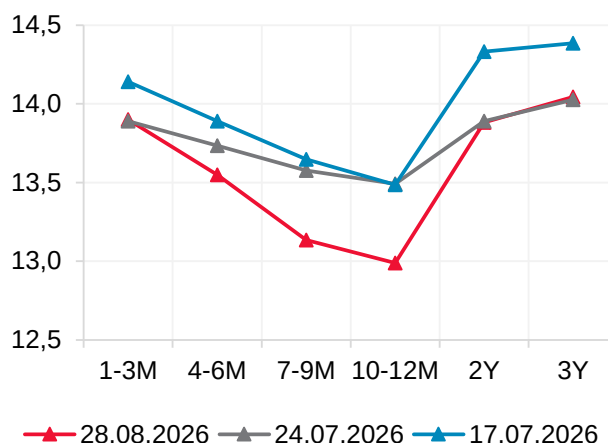
- Инвесторы ожидают ужесточения ДКП в развитых странах из-за сохранения инфляции на повышенных уровнях, в том числе ввиду перебоев поставок энергоресурсов. В июле годовая инфляция в США опустилась до 3,4%, но остается существенно выше уровней 2024–2025 годов. Инвесторы ожидают повышения ставки ФРС США к концу 2026 г. до 3,75–4,00 с 3,50–3,75% с поддержанием на этом уровне в первой половине 2027 г. (CME FedWatch). Также инвесторы рассчитывают на повышение ставки ЕЦБ на 50 б.п., до 2,75% (ECB Watch), в условиях разворота инфляции к росту (2,9% в июле).
- Увеличение бюджетных дефицитов и рост объемов заимствований высокотехнологичных компаний привели к росту долгосрочных доходностей развитых стран. Доходности 10-летних гособлигаций США выросли с 10 июля на 17 б.п., превысив 4,7% годовых. При этом Минфин США объявил об увеличении объема обратного выкупа долгосрочных бумаг до конца 2026 г., а ФРС США продолжает покупки краткосрочных гособлигаций. В еврозоне наиболее заметно выросли доходности госбумаг Франции из-за переноса мер по сокращению расходов бюджета, дефицит которого в этом году снова прогнозируется выше 5% ВВП. С 10 июля доходности 10-летних гособлигаций Франции увеличились на 31 б.п., до 4,1% годовых.
- Доходности гособлигаций СФР также преимущественно повысились. Как и в случае с развитыми странами, опасения инвесторов связаны с увеличением бюджетных расходов на фоне ужесточения ДКП. Наиболее заметно подросли доходности 10-летних бумаг Бразилии, которые с 10 июля прибавили 17 б.п. и достигли 14,6% годовых. Исключением из тренда стал Китай, где доходности 10-летних госбумаг немного снизились. На фоне слабой макроэкономической статистики за II квартал, а также с учетом замедления годовой инфляции в июле до 0,5% инвесторы ожидают новых стимулирующих мер со стороны бюджета и ДКП.

Рисунок 29. Кривая бескупонной доходности ОФЗ, % годовых



Источник: ПАО Московская Биржа.

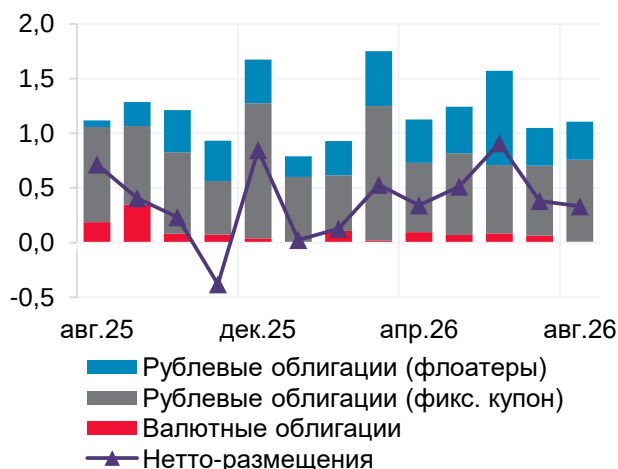
Рисунок 30. Ожидания по ключевой ставке Банка России из процентных свопов, % годовых



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

Источники: Банк России, Cbonds.

Рисунок 31. Объем первичных размещений корпоративных облигаций, трлн руб.



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

Источники: Cbonds, расчеты ДИП.

Рисунок 32. Динамика валютных курсов, индекс (31.12.2025=100)



Примечание. Индекс валют развитых стран рассчитан как обратный индекс доллара США DXY (1/индекс DXY), рост индексов свидетельствует об укреплении соответствующих валют, снижение – об ослаблении.

Источники: Investing.com, расчеты ДИП.

3.2. Геополитический фактор вызвал рост сырьевых цен

- За период с 13 июля по 28 августа цены на большинство сырьевых товаров выросли на фоне ухудшения перспектив восстановления торговых потоков через Ормузский пролив и ослабления доллара США (индекс DXY: -2%). США пригрозили Ирану экономической изоляцией, а торговым партнерам Ирана – санкциями, после того как стороны не смогли урегулировать разногласия в сроки, установленные меморандумом о прекращении боевых действий. Индекс цен на сырьевые товары Bloomberg вырос на 9%: цены на драгоценные металлы и сельскохозяйственные товары увеличились на 12%, энергетические товары и промышленные металлы – на 9 и 4% соответственно (Рисунок 33).
- Композитный индекс цен на товары российского сырьевого экспорта, рассчитываемый Центром ценовых индексов Газпромбанка¹², вырос сопоставимым темпом относительно мировых котировок. Дисконты российских сортов нефти к бенчмаркам сузились из-за глобальных перебоев поставок нефти соответствующего качества при расширении дисконта на российскую пшеницу. Цена на нефть марки Urals¹³ выросла на 26%, до 78 долл. США / барр. (Рисунок 34). Поддержку композитному индексу также оказал рост цен на природный газ, СПГ, уголь, драгоценные¹⁴ и цветные металлы¹⁵ при снижении котировок пшеницы и удобрений.

¹² Взвешен по стоимостным объемам экспорта.

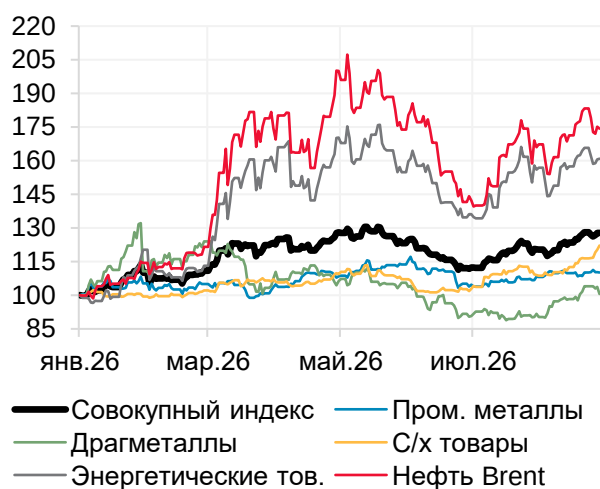
¹³ На базисе CIF в порту Аугуста.

¹⁴ Котировки золота и серебра выросли на 11 и 20%, платины и палладия – на 15%.

¹⁵ Цены на свинец и алюминий выросли на 2 и 3%, медь и олово – на 5%, цинк – на 8% соответственно.

- В июле существенно снизились мировые запасы нефти и нефтепродуктов (по оценкам МЭА, на 2,2 млн б/с) из-за уменьшения объемов нефти на танкерах в странах Персидского залива. Это может указывать на оживление поставок топлива из этого региона опережающими темпами относительно восстановления добычи нефти. Рост предложения нефти из стран Ближнего Востока сдерживает нефтяные цены. Решение стран ОПЕК+ увеличить квоты на сентябрь на 0,2 млн б/с, завершив цикл снятия добровольных ограничений, действовавших с 2023 г., может способствовать более быстрому переходу нефтяного рынка от дефицита к излишку.
- Ведущие энергетические агентства повысили прогнозы дефицита нефти на рынке в 2026 г. с 0,9 млн до 1,3–1,9 млн б/с, ожидая перехода к накоплению коммерческих запасов в странах ОЭСР не ранее начала 2027 г. (Рисунок 35, Рисунок 36). В этих условиях Минэнерго США повысило прогноз цены на нефть марки Brent на 2026 и 2027 гг. на 5 долл. США, до 87 и 70 долл. США / барр. соответственно.
- Мировые цены на пшеницу выросли в условиях сокращения предложения из Причерноморья и усиления рисков для урожая в Европе и США из-за жары и засухи. В то же время цены на российское зерно снизились.

Рисунок 33. Индексы Bloomberg цен товаров и металлов (01.01.2026 = 100)



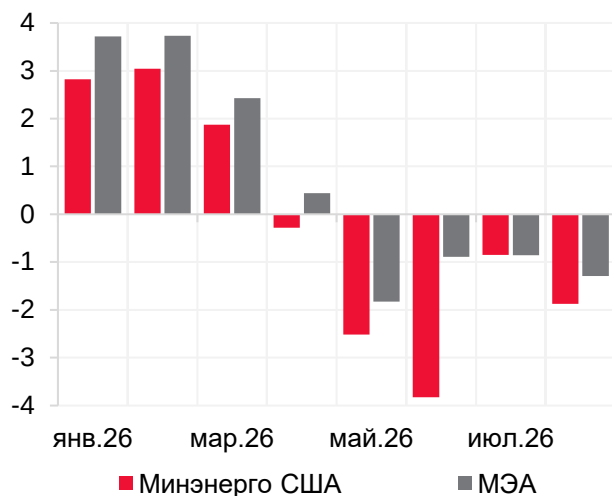
Источники: Investing.com, Bloomberg, расчеты ДИП.

Рисунок 34. Цена на нефть марки Urals, долл. США / барр.



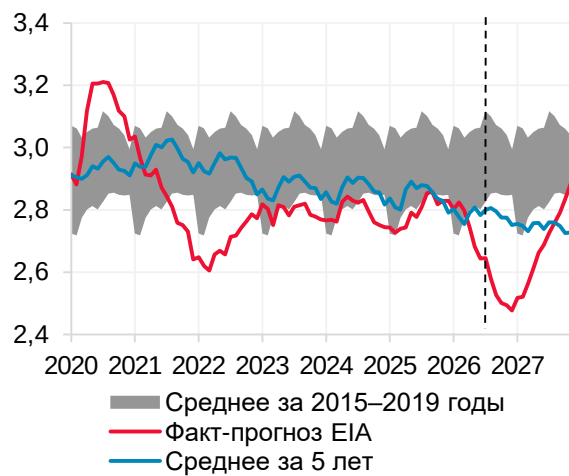
Источники: Investing.com, расчеты ДИП.

Рисунок 35. Оценки баланса жидких углеводородов на 2026 г., млн б/с



Источники: Минэнерго США, МЭА, расчеты ДИП.

Рисунок 36. Коммерческие запасы нефти и нефтепродуктов в странах ОЭСР, млрд барр.



Источники: Минэнерго США, расчеты ДИП.

Александр Морозов, директор

Артур Ахметов

Кристина Вировец

Сергей Власов

Яна Коваленко

Татьяна Кузьмина

Оскар Мухаметов

Софья Мякишева

Максим Неваленный

Екатерина Петренева

Алексей Поршаков

Белла Рабинович

Арина Сапова

Марина Стародубцева

Александра Стерхова

Юлия Ушакова

Анастасия Хажгериева

Мария Харламова

Дмитрий Чернядьев