



Банк России



О ЧЕМ ГОВОРЯТ ТРЕНДЫ Макроэкономика и рынки

Бюллетень Департамента исследований и прогнозирования

Июль 2025

ОГЛАВЛЕНИЕ

Краткое содержание	3
1. Инфляция	4
1.1. Дезинфляционный тренд сформировался	4
2. Экономическая динамика	8
2.1. Постепенное охлаждение внутреннего спроса	9
2.2. Рост кредитования остается умеренным	12
3. Финансовые рынки	14
3.1. Инвесторы ставят на снижение ключевой ставки	14
3.2. Сырьевые цены вернулись к майским уровням	16

Бюллетень подготовлен Департаментом исследований и прогнозирования по данным на 11.07.2025.
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 II квартал говорят о росте экономической активности по сравнению с предыдущим кварталом. Темпы этого роста были более умеренными, чем в 2024 г., при значительных различиях производства и спроса в отдельных секторах. Оперативные данные за июнь указывают на более сдержанную динамику по сравнению с апрелем – маем. Текущие месячные темпы роста потребительских цен в июне сложились вблизи 4% в пересчете на год. Они, в том числе, отражают влияние валютного канала денежно-кредитной политики (ДКП) в части эффекта переноса укрепления рубля. Закрепление текущих месячных темпов роста цен вблизи 4% в пересчете на год требует дополнительных подтверждений, особенно учитывая сохраняющееся отставание увеличения производительности труда от роста заработных плат. Денежно-кредитные условия (ДКУ) обеспечивают жесткость, которая одновременно способствует дальнейшему снижению инфляции к 4% и возвращению экономики к сбалансированным темпам роста. Траектория ключевой ставки будет определяться скоростью снижения инфляции и инфляционных ожиданий, балансом рисков для достижения цели по инфляции в 2026 году.
- В мае – июне наблюдался умеренный рост потребительских цен. В тех сегментах потребительской корзины, где высока импортная составляющая и (или) спрос в значительной мере финансируется розничными кредитами, рост цен был низким. В то же время в сегменте рыночных услуг, спрос на которые в основном определяется увеличением доходов, рост цен оставался высоким. Общий тренд на снижение инфляции сформировался. Важно, чтобы он сохранялся и не ослабевал даже в условиях большого разброса динамики цен на отдельные категории товаров и услуг. Для этого необходимо поддерживать жесткость ДКУ, которая соответствует устойчивому инфляционному давлению. При этом оценка устойчивого давления менее надежна при столь больших различиях в темпах роста цен по разным категориям.
- После снижения с пикового уровня IV квартала 2024 г. в I квартале 2025 г. показатели экономической активности в апреле – мае указывают на возобновление роста ВВП в II квартале. Статистика производственной и потребительской активности, кредитования, рынка труда, а также корпоративных дефолтов подтверждает данный вывод. Июньские опросные показатели указывают на сдержанную динамику спроса.
- На российском финансовом рынке снижались процентные ставки по срочным депозитам и доходности по гособлигациям с постоянным купоном. Кредитные ставки пока слабее реагируют на понижение ключевой ставки и сдвиг ожиданий по ее дальнейшей траектории. Рубль с середины мая остается на достигнутых уровнях на фоне стабилизации экспорта и импорта. Значительный вклад в стабильность курса по-прежнему вносит сохраняющаяся жесткость ДКП.

1. Инфляция

Текущие темпы роста потребительских цен в мае – июне находились вблизи 4%. Существенно замедлился рост цен производителей, а также рост издержек и отпускных цен по опросам предприятий (опросы Банка России, ИНП, PMI). Снизились с высоких уровней инфляционные ожидания предприятий и населения. При этом они остаются повышенными с точки зрения стабилизации инфляции вблизи 4%.

Два фактора усложняют ситуацию. Во-первых, в текущей динамике цен, включая устойчивые компоненты, по-прежнему отражается сдерживающий эффект переноса укрепления рубля. После стабилизации валютного курса этот эффект исчезнет.

Во-вторых, наблюдается высокая неоднородность в динамике цен. В частности, цены на рыночные услуги, спрос на которые слабо зависит от кредитования, все еще быстро растут. При этом оценка вклада факторов спроса в рост цен пока остается выше оценок I квартала. Закрепление роста потребительских цен на целевом уровне требует дополнительного подтверждения.

1.1. Дезинфляционный тренд сформировался

- В мае – июне месячный рост потребительских цен замедлился, оказавшись вблизи 4% в пересчете на год. Значительная часть снижения темпов роста цен объясняется охлаждением совокупного спроса под воздействием жесткой ДКП, которое транслируется в цены.
- При этом в динамике цен также сильно проявляется эффект переноса укрепления рубля и сезонное снижение цен на плодоовощную продукцию, которое происходит быстрее, чем обычно. Но даже без учета этих факторов устойчивое инфляционное давление снизилось. Для закрепления дезинфляционных тенденций, возврата инфляции к 4% и ее стабилизации возле цели по-прежнему требуется поддержание жестких ДКУ длительное время.

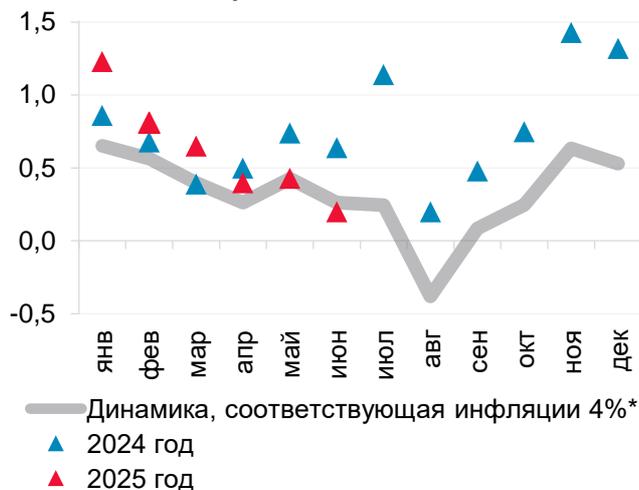
Рост цен в мае – июне шел очень близко к траектории 4% (Таблица 1, Рисунок 1). При этом динамика по сегментам потребительской корзины оставалась крайне неоднородной. Основной вклад в замедление месячного роста цен в последние месяцы внесли непродовольственные товары. В продовольственном сегменте и услугах рост цен замедлился, но держится на уровне заметно выше цели, если очистить его от влияния наиболее волатильных компонентов.

Таблица 1. Инфляция и ее компоненты

	Июнь	Июнь	Апр.	Май	Июнь
	2023	2024	2025		
% г/г					
Все товары и услуги	3,3	8,6	10,2	9,9	9,4
Базовая инфляция	2,4	8,7	9,2	8,9	8,7
Продовольственные					
товары	0,2	9,8	12,7	12,5	11,9
Непродовольственные					
товары	1,0	7,0	5,4	4,8	4,5
Услуги	11,0	8,8	12,8	12,6	12,0
% м/м SAAR					
Все товары и услуги	5,9	9,1	5,9	4,5	4,0
Базовая инфляция	5,6	6,5	4,4	5,2	3,9
Продовольственные					
товары	4,7	13,1	8,0	7,2	6,2
– без плодоовощей	6,6	8,1	8,0	10,1	7,7
Непродовольственные					
товары	6,6	5,0	-0,7	-0,5	1,0
– без нефтепродук-					
тов	4,7	3,6	-1,9	-1,2	0,0
Услуги	6,8	8,6	11,3	7,0	4,5
– без ЖКУ	7,5	9,2	14,6	7,2	4,2

Источники: Росстат, расчеты ДИП.

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



* Оценки сезонности – для 2024 года.

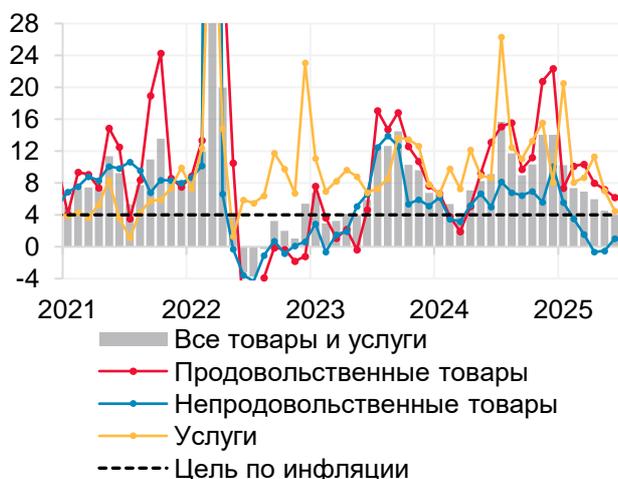
Источники: Росстат, расчеты ДИП.

Рост цен на продовольственные товары в июне замедлился до 6,2 с 7,2% м/м SAAR в мае и 8,0% м/м SAAR в апреле (Рисунок 2). Снижение цен на фрукты и овощи несколько превышало привычную сезонность. Темп роста цен на прочее продовольствие в среднем за май – июнь был близок к апрельским 8,0% м/м SAAR: 10,1 и 7,7% м/м SAAR в мае и июне. Рост цен на мясо и рыбу в июне замедлился, но остался высоким, на молочные продукты, хлебобулочные и кондитерские изделия, напротив, несколько вырос.

В непродовольственном сегменте в июне цены немного выросли (на 1,0% м/м SAAR) после 2 месяцев снижения (на 0,7 и 0,5% м/м SAAR в апреле и мае). Динамика внутри сегмента также была неоднородной и в существенной мере определялась влиянием эффекта переноса укрепления рубля в цены. В то время как товары, сильно зависимые от импорта (в первую очередь электроника), продолжили дешеветь, в прочих категориях (товары повседневного спроса, топливо, стройматериалы) рост цен в июне ускорился.

Медиана роста цен на товары и услуги с высокой чувствительностью к динамике валютного курса в июне немного повысилась после околонулевых уровней в мае, но оставалась заметно ниже медианы роста цен товаров и услуг с низкой чувствительностью к курсовой динамике (Рисунок 3). Данные о продажах говорят о постепенном восстановлении спроса на электротовары, учитываемые Росстатом в потребительской корзине (Рисунок 5). Однако по большинству таких товаров объемы продаж остаются ниже, чем в 2024 году.

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 курс доллара США (%)



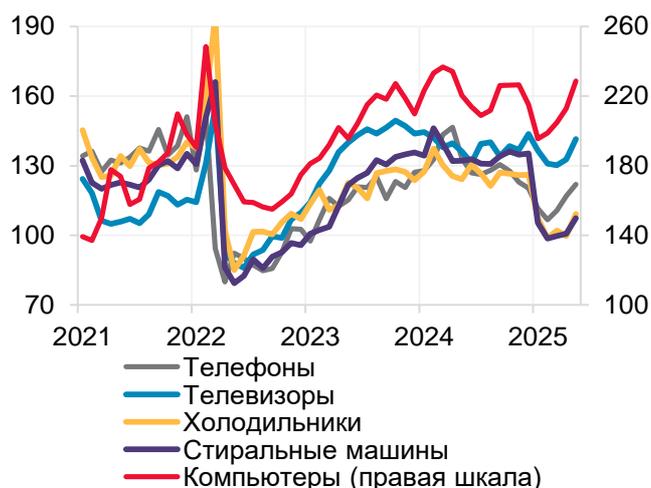
Источники: Банк России, Росстат, расчеты ДИП.

Рисунок 4. Рост цен, очищенный от влияния динамики курса, % м/м SAAR



Источники: Росстат, Банк России, расчеты ДИП.

Рисунок 5. Продажи отдельных электротоваров, SA, декабрь 2019 г. = 100



Источники: Росстат, Банк России.

Рост цен в услугах замедлился до 4,5 с 7,0% м/м SAAR, в основном за счет волатильности стоимости туристических услуг, где рост цен оказался меньше предполагаемого сезонностью. В транспортных услугах наблюдалось ускорение роста цен за счет точечных индексаций цен на проезд в общественном транспорте в регионах. Рост стоимости более устойчивых и нерегулируемых видов услуг немного замедлился, но остается очень высоким: в бытовых услугах – 10,5% после 12,1% м/м SAAR в мае, в медицинских – 9,1% после 11,8% м/м SAAR. В июле значимым разовым фактором ускорения роста цен в этом сегменте станет индексация тарифов ЖКУ, большая часть которой отразилась в ценах уже в начале месяца.

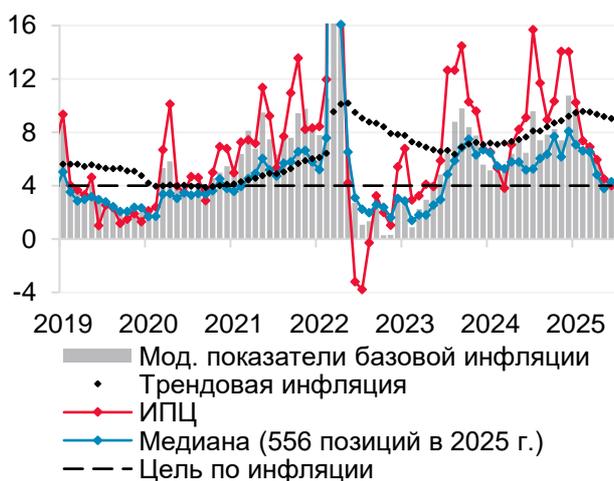
В целом можно констатировать постепенное снижение устойчивого инфляционного давления в мае – июне. Аналитические показатели давления преимущественно снижались и приблизились к цели по инфляции. Среднее из оценок модифицированных показателей

базовой инфляции понизилось до 4,1% в годовом выражении в июне. Медианный рост цен немного ускорился, до 4,3% в годовом выражении, на чем сказался разворот в динамике цен на непродовольственные товары (Рисунок 6). Суммарный вес ускоренно дорожающих позиций постепенно снижался в мае – июне (Рисунок 7). Оценка трендовой инфляции также уменьшилась.

Важно подчеркнуть, что и в динамике устойчивых показателей инфляции проявляется влияние укрепления рубля. По нашим оценкам, рост цен, очищенный от влияния эффекта переноса, в июне продолжил снижаться, но находился выше 4% (Рисунок 4). После стабилизации валютного курса дезинфляционное действие эффекта переноса постепенно исчерпывается. На это, в частности, указывает декомпозиция¹ роста цен: вклад факторов спроса в общую динамику цен в мае хотя и снизился по сравнению с апрелем, но оставался чуть выше оценок за I квартал (Рисунок 8).

Конъюнктурные опросы сигнализируют о снижении инфляционных рисков на фоне постепенного охлаждения экономики. Индикатор бизнес-климата Банка России показал, что в июне ценовые ожидания предприятий продолжили снижаться на фоне уменьшения оценок издержек, текущего и ожидаемого спроса. Существенно снизились подындексы издержек и отпускных цен PMI в обрабатывающей промышленности и услугах. [Инфляционные ожидания населения](#) возобновили снижение. Для закрепления наблюдающихся дезинфляционных тенденций и снижения устойчивого инфляционного давления, очищенного от влияния временных и разовых факторов, по-прежнему требуется поддержание жестких ДКУ продолжительное время.

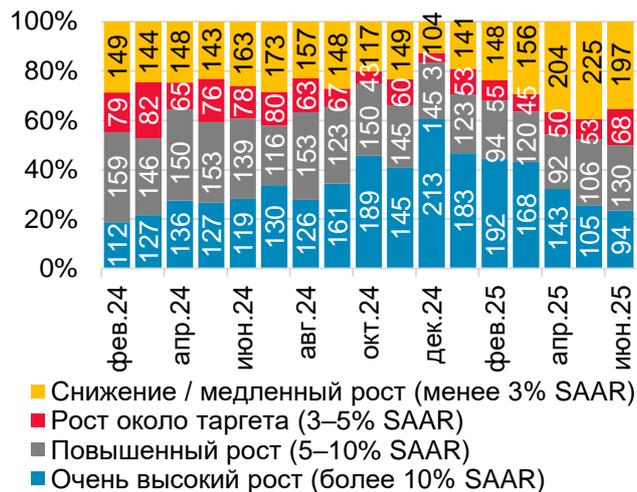
Рисунок 6. Показатели* базовой инфляции, медиана (% в годовом выражении) и оценка трендовой инфляции (% г/г)



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

Источники: Росстат, расчеты ДИП.

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



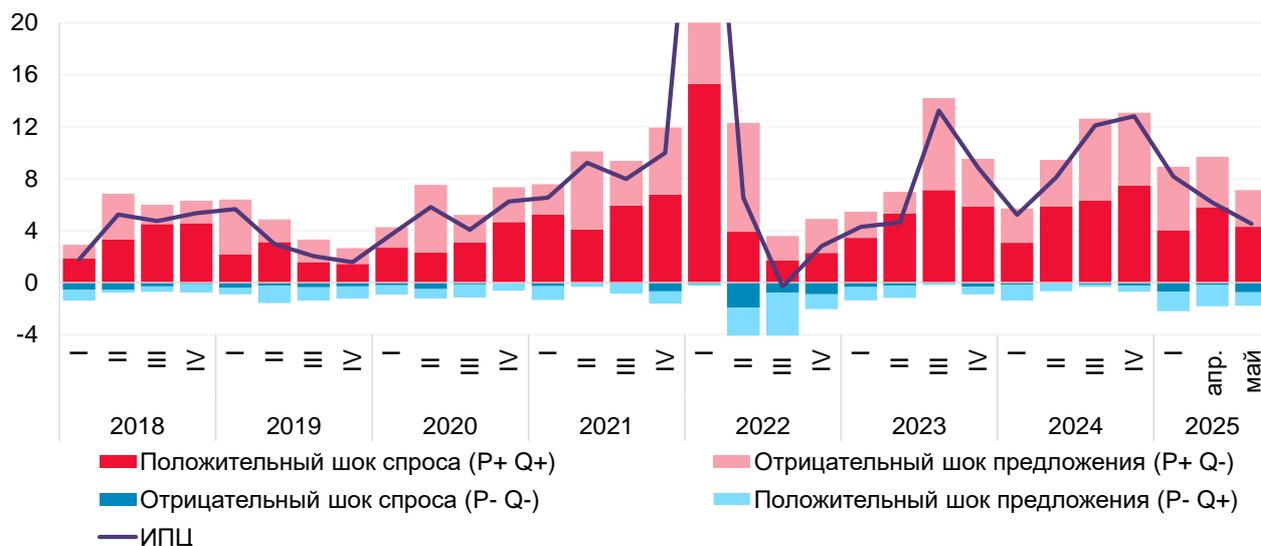
* Без плодоовощной продукции и регулируемых услуг.

Примечание. Числа – количество позиций.

Источники: Росстат, расчеты ДИП.

¹ 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 8. Декомпозиция роста цен*, % к/к (м/м) 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 разнонаправленно, преимущественно причиной этих изменений считается сдвиг кривой предложения, при сонаправленной динамике – кривой спроса. В отличие от основного метода исходной статьи, удаление тренда не производится.

Источники: Росстат, расчеты ДИП.

2. Экономическая динамика

Статистика базовых отраслей экономики за апрель – май указывает на увеличение экономической активности в этот период. Вместе с тем опросные показатели за июнь предполагают слабые производственные результаты. Скорее всего, II квартал в целом покажет положительную квартальную динамику (к/к SA).

Перегрев в экономике (то есть уровень спроса, опережающий производственные возможности экономики), который сформировался в 2023–2024 гг., продолжил уменьшаться в II квартале. При этом данный процесс происходит постепенно. Так, продолжился рост рублевых требований (кредитов и иных требований) банков к предприятиям и населению. С учетом сезонных факторов динамика требований соответствует прогнозной траектории их умеренного роста в этом году.

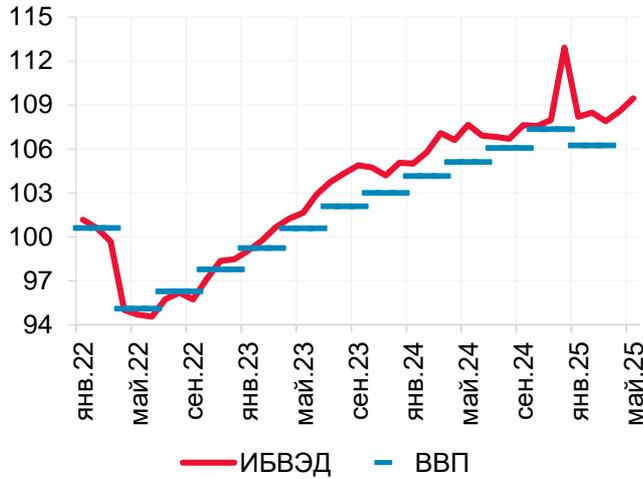
Напряженность на рынке труда понемногу спадает, судя по опросным данным, а также по динамике вакансий и резюме. Однако динамика производительности труда по-прежнему значительно отстает от темпов роста зарплат. Это создает финансовый ресурс для увеличения потребления. При этом снижение ставок по депозитам с начала года понизило сберегательную активность населения, хотя она остается выше, чем в предыдущие годы (за исключением 2024 г.).

2.1. Постепенное охлаждение внутреннего спроса

- Перегрев экономики в I квартале уменьшился (Рисунок 9). Значительно замедлился рост потребления домашних хозяйств² по мере проявления эффектов от ужесточения ДКП в конце прошлого года. При этом высокий рост показали инвестиции в основной капитал, однако они были сосредоточены в узком кругу отраслей.
- Оперативные данные говорят о том, что в II квартале экономика может немного вырасти относительно I квартала. Расширение выпуска в промышленности (+1,0% SA в апреле – мае к I кварталу) в основном было обеспечено ускорением роста в обрабатывающей промышленности при умеренных темпах роста в добыче на фоне постепенного смягчения добровольных ограничений странами ОПЕК+ (Рисунок 10). В обрабатывающей промышленности опережающая динамика по-прежнему была сосредоточена в сегменте инвестиционных отраслей, ориентированных на государственный спрос, а также на импортозамещение.
- Выпуск продукции прочих групп отраслей показал неустойчивую, слабо выраженную динамику (Рисунок 11). Исключением стали сегменты, поддержанные внешним спросом, такие как цветная металлургия и нефтепереработка.
- Судя по оперативной статистике, замедление темпов роста расходов домохозяйств в II квартале продолжилось (Рисунок 12, Рисунок 13). Июньские опросы предприятий показали снижение удовлетворенности спросом и сокращение планов по выпуску продукции (Рисунок 14). Тем самым частный внутренний спрос стал ближе к траектории сбалансированного роста. Такая динамика находит отражение в замедлении роста издержек и отпускных цен.
- Вместе с тем баланс рисков со стороны рынка труда по-прежнему смещен в сторону проинфляционных. В мае безработица обновила исторический минимум (2,2% SA, Рисунок 15), а занятость вернулась к своему пику (Рисунок 16). Темп роста реальных зарплат (+0,5% м/м SA в апреле) и склонность к осуществлению крупных покупок остаются высокими (Рисунок 17). В пользу постепенной стабилизации ситуации говорят некоторые опросы и оперативные показатели, указывающие на сокращение рекрутинговой активности и смещение баланса ожиданий в сторону сокращения штата (Рисунок 18). Жесткие ДКУ должны способствовать формированию устойчивой тенденции на охлаждение перегретого рынка труда и снижение проинфляционных рисков.

² По оценке ДИП, расходы домохозяйств на конечное потребление в I квартале увеличились на 0,3% к/к SA после +0,9% в IV квартале 2025 года.

Рисунок 9. Выпуск базовых видов экономической деятельности и ВВП, IV квартал 2021 г. = 100



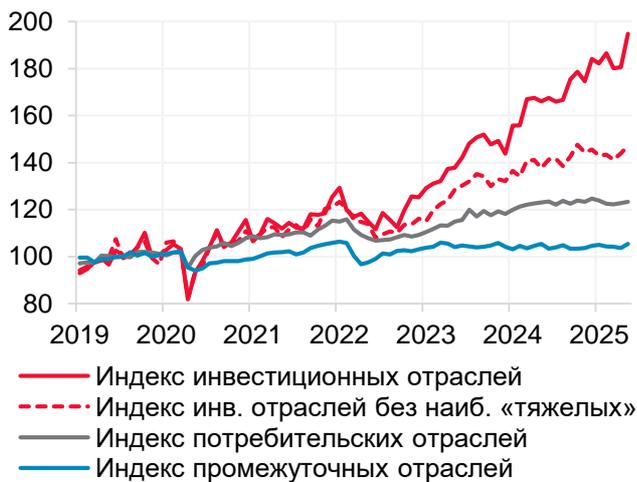
Источники: Росстат, расчеты ДИП.

Рисунок 10. Добыча полезных ископаемых и обрабатывающее производство, 2019 г. = 100, SA, %



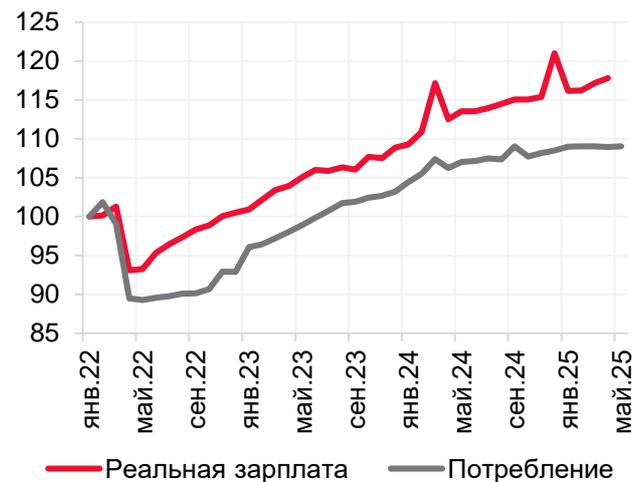
Источники: Росстат, расчеты ДИП.

Рисунок 11. Выпуск групп отраслей обрабатывающей промышленности, 2019 г. = 100, SA, %³



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

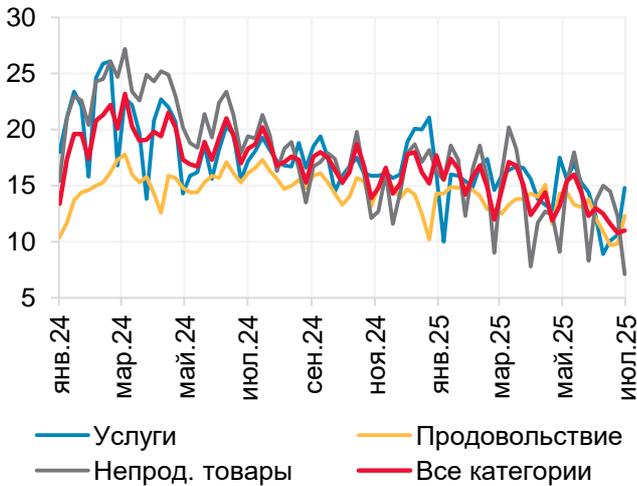
Рисунок 12. Прокси-показатель потребления (сумма оборота розницы, услуг и общепита) и реальной зарплаты, январь 2022 г. = 100, SA, %



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

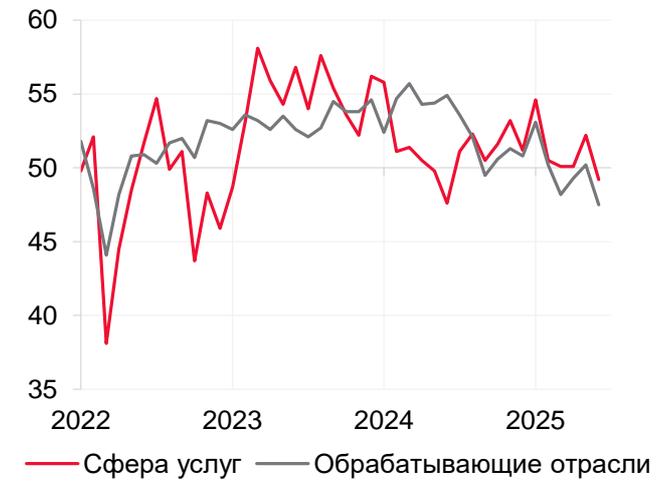
³ Под наиболее «тяжелыми» в группе инвестиционных отраслей подразумеваются производства «готовых металлических изделий, кроме машин и оборудования» и «прочих транспортных средств и оборудования».

Рисунок 13. Рост номинальных расходов на товары и услуги, % г/г



Источник: СберИндекс.

Рисунок 14. PMI в обрабатывающей промышленности и услугах, п.



Источник: S&P Global.

Рисунок 15. Уровень безработицы, %



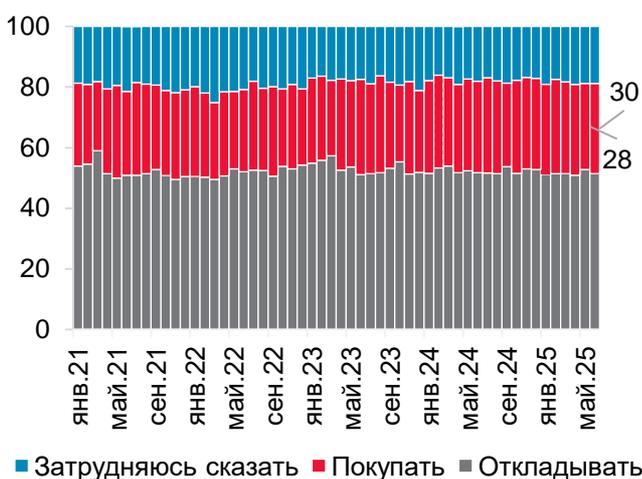
Источник: Росстат, расчеты ДИП.

Рисунок 16. Уровень занятости, %



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

Рисунок 17. «Как вы думаете, в настоящее время лучше распоряжаться свободными деньгами?», %



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

Рисунок 18. Количество резюме, вакансий (% г/г) и индекс HeadHunter



Источники: HeadHunter, Росстат, расчеты ДИП.

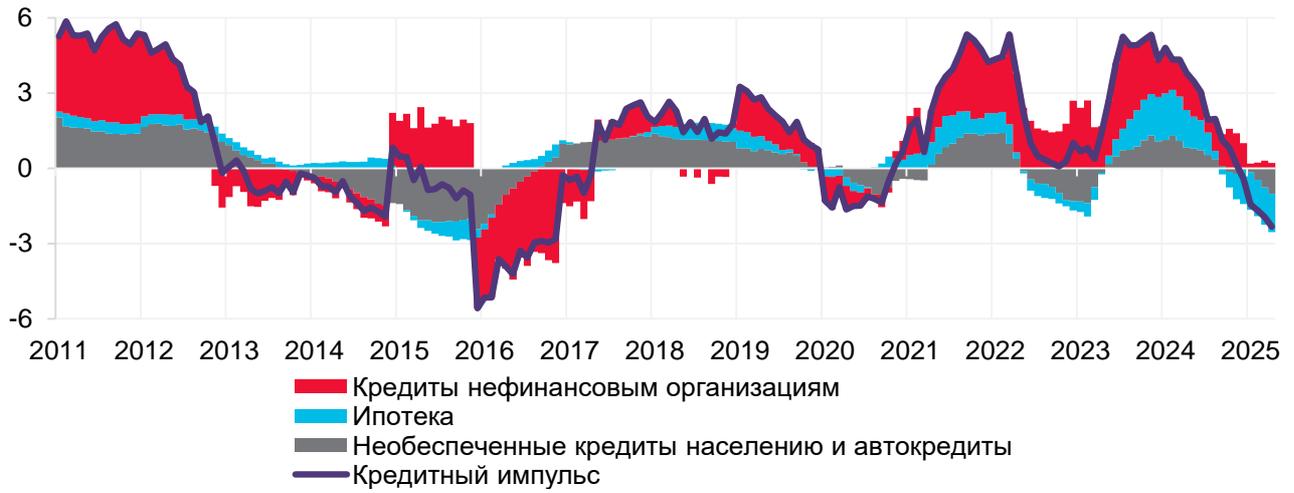
2.2. Рост кредитования остается умеренным

- Вклад кредитования в охлаждение совокупного спроса растет: в мае кредитный импульс снизился (Рисунок 19). Жесткие ДКУ продолжают сдерживать спрос на кредиты. Текущая динамика требований банков к компаниям и населению, по нашей оценке, согласуется с постепенным снижением инфляции до 4%.
- В мае рост требований к юридическим лицам незначительно замедлился. При этом в рублевой части портфеля рост немного ускорился до 0,9 с 0,8% м/м SA в апреле. Это произошло за счет повышения темпов роста рублевых требований к нефинансовым организациям до 1,3 с 1,0% м/м SA (Рисунок 20). В условиях жесткой ДКП, ввода антициклической надбавки и постепенного охлаждения экономической активности рост корпоративного кредитования остается близким к среднему уровню 2016–2019 гг. (0,8% м/м SA), когда инфляция находилась около цели. При этом важным источником привлечения заемных средств для предприятий по-прежнему выступает размещение облигаций, которое частично компенсирует охлаждение банковского кредитования (Рисунок 21).
- Рост требований к домашним хозяйствам в мае немного увеличился по сравнению с апрелем: +0,3% м/м SA. В разрезе сегментов ускорился рост ипотечного портфеля (0,8% против 0,4% м/м SA⁴ в апреле) при замедлении роста портфеля автокредитов (0,4% против 0,5% м/м SA) и продолжающемся снижении объема портфеля необеспеченных кредитов⁵.
- Ипотека по-прежнему поддерживается льготными программами. В мае объем выданных по ипотеке практически не изменился по сравнению с апрелем (Рисунок 22). При этом объем погашений снизился. С учетом разницы в ставках по депозитам и льготным кредитам заемщики предпочитают размещать средства на депозитах под более высокие процентные ставки, а не ускоренно погашать льготные кредиты. В портфеле ипотечных кредитов продолжается смещение в сторону льготных кредитов.
- В мае денежная масса M2 выросла на 2,0% м/м SA после снижения в апреле на 0,2% м/м SA, а рост денежной массы M2X без валютной переоценки ускорился до 2,0 с -0,1% м/м SA (Рисунок 23). Ускорение сопровождалось снижением вклада кредитования в рост денежной массы при увеличении вклада бюджета. При этом темпы роста денежной массы с начала 2025 г. близки к средним уровням 2016–2019 гг., что дает основания полагать, что наблюдаемая динамика денежных агрегатов согласуется с задачей возвращения к целевой инфляции вблизи 4%.

⁴ С учетом приобретенных прав требования (ППТ) и секьюритизации.

⁵ Портфель снижается восьмой месяц подряд в терминах SA (с начала года средний темп составил около -1% м/м SA).

Рисунок 19. Кредитный импульс, % от ВВП



Источники: Банк России, расчеты ДИП.

Рисунок 20. Динамика требований банков в рублях, % м/м SA



Источники: Банк России, расчеты ДИП.

Рисунок 21. Прирост кредитования и нетто-размещения облигаций⁶, трлн руб.



Источники: Sbonds, Банк России, расчеты ДИП.

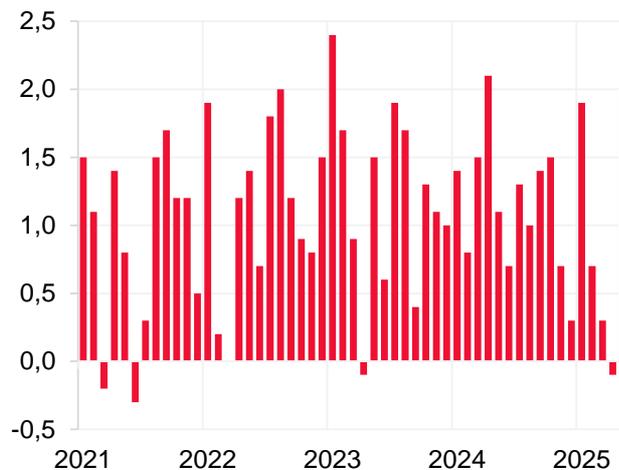
⁶ Без учета банковских облигаций и секьюритизации.

Рисунок 22. Объем выдач в рамках льготных программ и рыночной ипотеки, млрд руб.



Источники: Банк России, дом.рф, расчеты ДИП.

Рисунок 23. Денежный агрегат M2X (с исключением валютной переоценки), % м/м SA



Источники: Банк России, расчеты ДИП.

3. Финансовые рынки

Основное движение на российских финансовых рынках в июне – начале июля происходило в сегменте рублевых облигаций. Низкие показатели текущего роста потребительских цен усилили рыночные ожидания того, что Банк России будет более активно снижать ключевую ставку. В результате на всех сроках до погашения происходили рост цен и снижение доходностей облигаций с фиксированным купоном.

3.1. Инвесторы ставят на снижение ключевой ставки

- Июньское решение Банка России понизить ключевую ставку с 21 до 20% не стало сюрпризом для рынков. В условиях снижения текущих темпов роста цен до уровня, близкого к 4% в пересчете на год, инвесторы стали ожидать более быстрого снижения ключевой ставки, чем закладывалось до июньского решения. В то же время рынки по-прежнему ожидают, что период жестких ДКУ будет продолжительным, что согласуется с коммуникацией Банка России.
- После июньского решения по ключевой ставке кривая доходностей ОФЗ опустилась на 53–181 б.п., при этом она стала практически пологой (Рисунок 24). Стоимость процентных инструментов также заметно сократилась: на горизонте 3 месяцев инвесторы ожидают среднюю ключевую ставку ниже 18,0%, а к концу года – около 15,0-15,5%⁷, в то время как непосредственно после июньского заседания ожидания составляли 19,5 и 17,0% соответственно (Рисунок 25).

⁷ Рассчитано из процентных свопов на ключевую ставку с очисткой от капитализации процентов и без очистки от премии за срок.

- Минфин России досрочно выполнил план по заимствованиям в II квартале, разместив ОФЗ с фиксированным купоном почти на 1,5 трлн руб. (по номиналу). По состоянию на середину июля годовой план выполнен на 50,6%⁸. Инвесторы понизили оценку процентного риска по долгосрочным ОФЗ, в связи с чем требуемая премия к доходностям на вторичном рынке значительно сократилась.
- Активность компаний на рынке публичного долга остается высокой на фоне снижения стоимости заимствований. В мае и июне размещенный объем корпоративных облигаций и цифровых финансовых активов (ЦФА) составил примерно по 0,9 трлн руб. (нетто-размещения за вычетом погашений – около 0,4 и 0,5 трлн руб. соответственно)⁹. При этом в июне компании активнее размещали рублевые флоатеры в ожидании снижения ключевой ставки: их доля выросла до 24%, однако это по-прежнему ниже показателей марта – апреля. Кроме того, около трети от всего размещенного объема пришлось на квазивалютные облигации¹⁰.
- Рубль продолжил укрепляться, но меньшими темпами, чем в предыдущие месяцы (Рисунок 27). В июне средний курс доллара США опустился до 78,72 руб., а юаня – до 10,93 руб. (в мае – 80,46 и 11,13 руб. соответственно). Поддержку рублю оказывает сдержанный спрос на валюту со стороны импортеров, в то время как продажи валютной выручки со стороны экспортеров немного снизились. Кроме того, выпуск квазивалютных облигаций частично удовлетворил спрос на валюту в качестве защитного инструмента от волатильности валютного курса. Это также уменьшило спрос на валюту как таковую.
- На мировых финансовых рынках волатильность оставалась повышенной. Инвесторы обеспокоены ростом бюджетных расходов в США и сохраняющейся неопределенностью относительно результатов внешнеторговых переговоров. Отсрочка по импортным тарифам со стороны США была продлена до 1 августа, а некоторые крупные торговые партнеры США получили уведомления о вступлении в силу тарифов в размере от 25% с начала следующего месяца. На этом фоне доходности 10-летних государственных облигаций США вернулись к росту и достигли 4,4%, в то время как индекс доллара DXY достиг минимума с начала 2022 года. При этом инфляция в США остается на повышенном уровне, в связи с чем рынки по-прежнему закладывают только два снижения ставки ФРС по 25 б.п., до 3,75–4,00%¹¹.
- Ослабление доллара США выступает при прочих равных дезинфляционным фактором для стран с формирующимися рынками. В результате доходности 10-летних государственных облигаций Бразилии опустились до 13,8%, а Мексики – до 9,2% (в начале июня они составляли 14,0 и 9,3% соответственно). Доходности государственных облигаций Китая за этот период почти не изменились и остались на уровне 1,7%, при этом юань продолжил укрепляться на фоне торговых договоренностей с США.

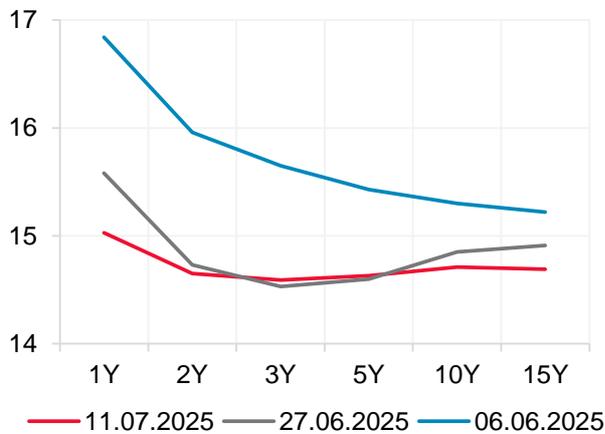
⁸ Выручка от размещений ОФЗ без учета накопленного купонного дохода.

⁹ 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.

¹⁰ Инвестирование и выплаты по бумагам производятся в рублях, но в привязке к курсу иностранной валюты.

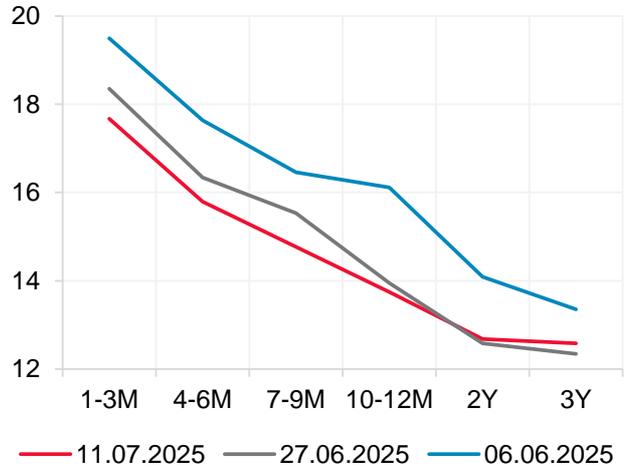
¹¹ CME FedWatch.

Рисунок 24. Кривая бескупонной доходности ОФЗ, % годовых



Источник: ПАО Московская Биржа.

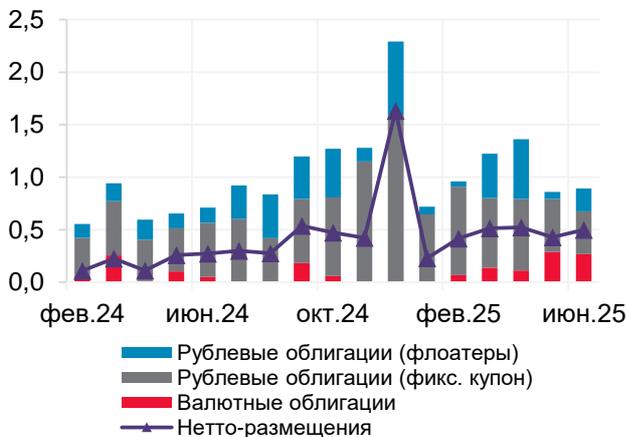
Рисунок 25. Ожидания по ключевой ставке из процентных свопов, % годовых



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.

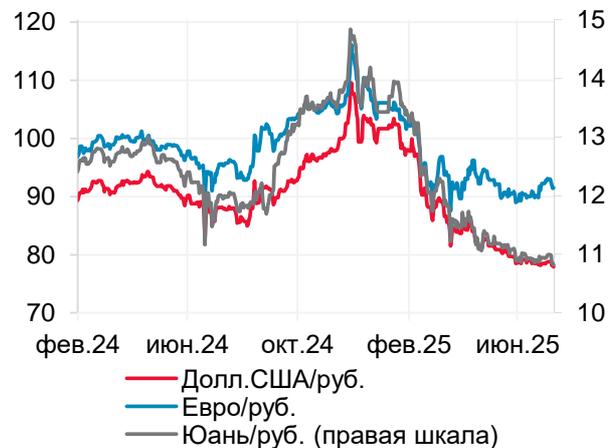
Рисунок 26. Объем первичных размещений корпоративных облигаций, трлн руб.



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

Источники: Cbonds, расчеты ДИП.

Рисунок 27. Динамика валютных курсов, руб.



Источник: Банк России.

3.2. Сырьевые цены вернулись к майским уровням

- За период с 26 мая по 11 июля цены большинства сырьевых товаров выросли в условиях ослабления доллара США (индекс DXY: -1%). Индекс цен сырьевых товаров Bloomberg прибавил 1% за счет роста цен драгоценных металлов, энергетических товаров и промышленных металлов на 2, 4 и 7% соответственно при снижении

котировок сельскохозяйственных товаров на 6% на фоне улучшения погодных условий (Рисунок 28).

- По оценкам Центра ценовых индексов Газпромбанка, композитный индекс цен на товары российского сырьевого экспорта¹² показал сопоставимую динамику с мировыми котировками. Поддержку индексу оказало увеличение цен на российские сорта нефти, нефтепродуктов, удобрения при сдерживающем влиянии снижения цен на природный газ и подсолнечное масло (Рисунок 29).
- Военные действия на Ближнем Востоке вызвали временный всплеск цен большинства сырьевых товаров, в особенности нефти, из-за угрозы нарушения поставок через Ормузский пролив¹³ (Рисунок 30). Индекс цен сырьевых товаров Bloomberg на конец второй декады июня показывал рост на 4%. Однако разрядка ситуации после прекращения обмена ударами между Израилем и Ираном способствовала уходу значительной части геополитической риск-премии из цен и возврату цен большинства сырьевых товаров к уровням вблизи конца мая – начала июня.
- Страны ОПЕК+ продолжают ускоренное возвращение нефти на рынок. На заседании 5 июля они решили повысить добычу в августе на 0,5 млн б/с¹⁴ в рамках постепенной отмены дополнительных добровольных ограничений, действующих с конца 2023 г. (2,2 млн б/с, в том числе Россией – 0,471 млн б/с) (Рисунок 31). Решение ОПЕК+ превзошло ожидания большинства участников рынка, прогнозировавших сохранение июльских темпов наращивания добычи (0,4 млн б/с). При сохранении текущих темпов наращивания добычи и в последующие месяцы члены альянса смогут закончить процесс восстановления добычи уже к сентябрю 2025 г.¹⁵ (Рисунок 32). Если после августа страны ОПЕК+ вернуться к более умеренной динамике роста производства, то восстановление займет больше времени (при возврате к темпам, согласованным в декабрьском плане ОПЕК+, восстановление добычи произойдет в декабре 2025 г.). Изначальный план предполагал возврат на рынок этого объема предложения только к сентябрю 2026 года.
- Фундаментальные факторы указывают на опережающий рост предложения жидкого топлива относительно спроса. По данным Международного энергетического агентства (МЭА), в июне мировые запасы нефти выросли пятый месяц подряд, в основном в результате перемещения ближневосточных сортов нефти в хранилища в других регионах (Рисунок 33). Китай продолжил наращивать нефтяные запасы, стремясь обезопасить себя от перебоев поставок с Ближнего Востока¹⁶. Минэнерго

¹² Взвешен по стоимостным объемам экспорта.

¹³ Узкий пролив, соединяющий Персидский и Оманский заливы с Индийским океаном. Северное побережье принадлежит Ирану, южное – ОАЭ и Оману. Через Ормузский пролив ежедневно проходит около 27% мировых потоков нефти и около 20% СПГ, и даже краткосрочные нарушения экспортных потоков могут существенно разбалансировать рынки нефти и газа.

¹⁴ В 4 раза быстрее, чем в изначальном плане.

¹⁵ Фактическая добыча нефти стран ОПЕК+ может продолжить расти и после сентября 2025 г. по мере выполнения планов компенсаций за превышение фактической добычи над целевыми уровнями.

¹⁶ По оценке Bloomberg, в июне суммарные запасы нефти Китая (коммерческие и стратегические) достигли рекордных для этого месяца 1,2 млрд баррелей.

США и МЭА пересмотрели прогнозы нефтяного баланса в пользу большего излишка (1,1–1,4 млн б/с в 2025 г., 1,1–2,0 млн б/с в 2026 г.) (Рисунок 34). Рост нефтяных запасов будет оказывать понижающее давление на нефтяные цены (Рисунок 35).

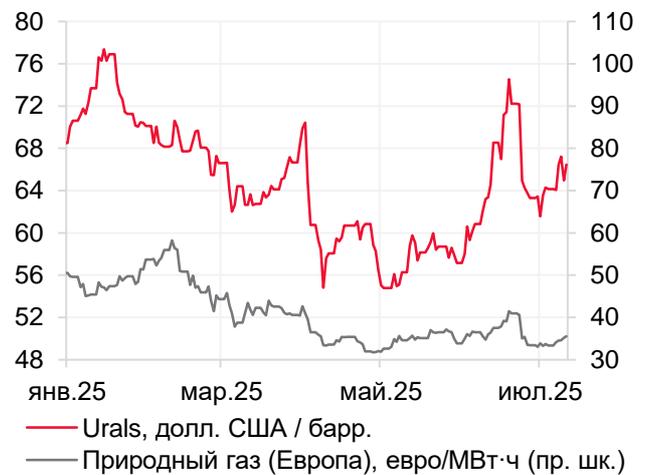
- Повышательный импульс котировкам цветных металлов придали позитивные данные по промышленному производству в Китае. Заключение соглашения между США и Китаем по возобновлению торговли редкоземельными металлами также позитивно отразилось на дальнейших перспективах нормализации торговых отношений между странами.

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



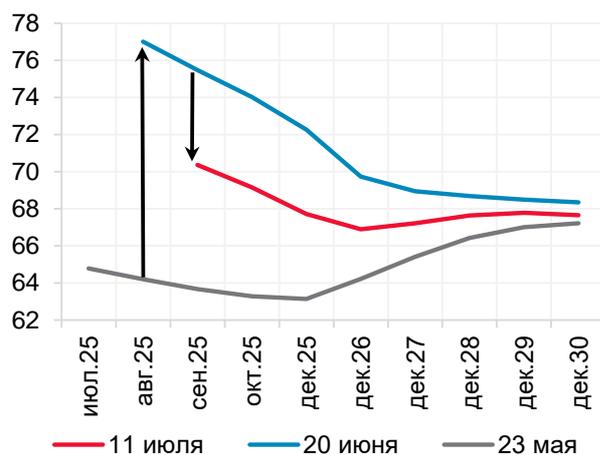
Источники: Investing.com, Bloomberg, расчеты ДИП.

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



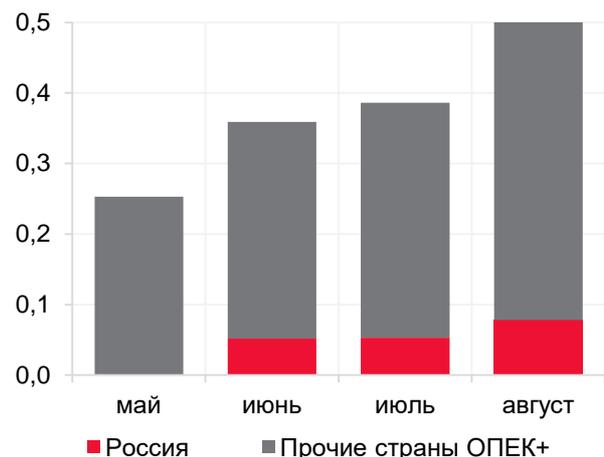
Источники: Investing.com, расчеты ДИП.

Рисунок 30. Фьючерсная кривая нефти (Brent)



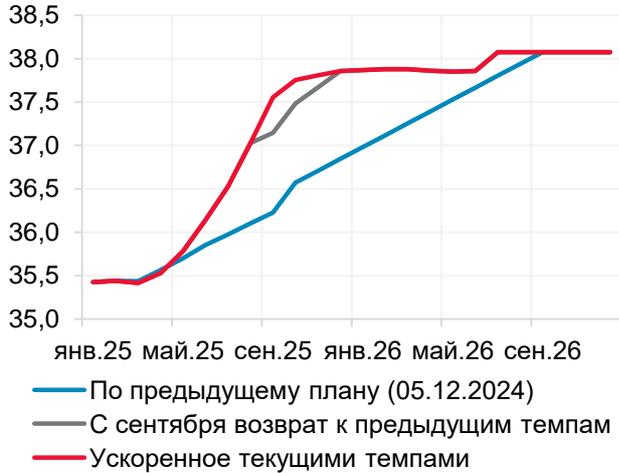
Источник: ICE.

Рисунок 31. План ОПЕК+ по увеличению добычи нефти*, млн б/с/м



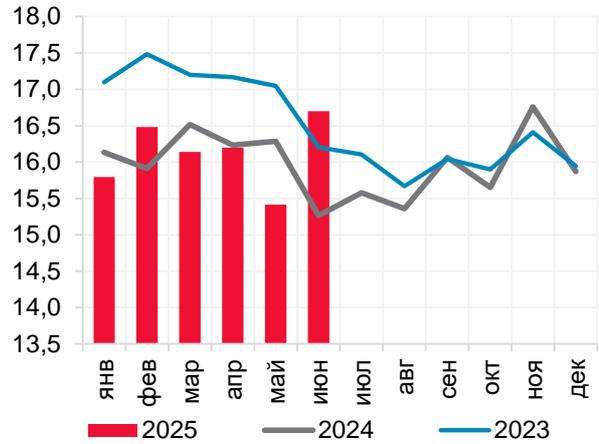
* С учетом компенсаций перепроизводства за превышение фактической добычи над целевыми уровнями.
Источники: ОПЕК, Bloomberg, расчеты ДИП.

Рисунок 32. Возможные траектории восстановления добычи нефти ОПЕК+, млн б/с



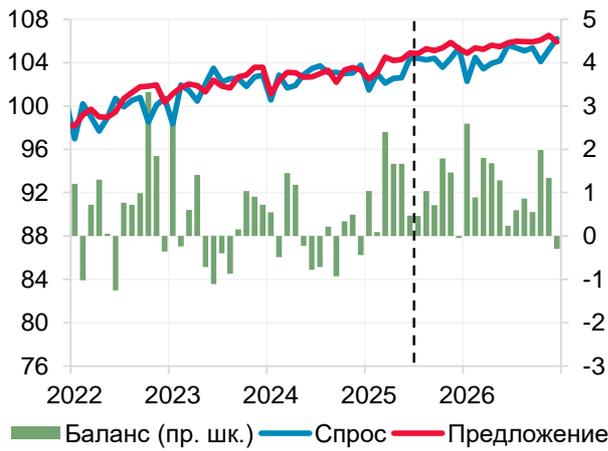
Источники: ОПЕК, расчеты ДИП.

Рисунок 33. Экспорт нефти из стран Персидского залива*, млн б/с



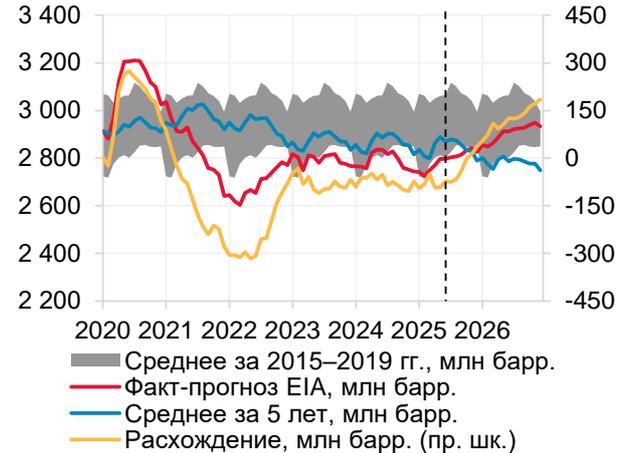
* Саудовская Аравия, ОАЭ, Ирак, Кувейт, Иран.
Источники: Bloomberg, UANI, расчеты ДИП.

Рисунок 34. Основные показатели мирового рынка жидкого топлива, млн б/с



Источники: EIA, расчеты ДИП.

Рисунок 35. Коммерческие запасы нефти и нефтепродуктов в странах ОЭСР



Источники: EIA, 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 Чернядьев