



Банк России



# О ЧЕМ ГОВОРЯТ ТРЕНДЫ

## Макроэкономика и рынки

Бюллетень Департамента исследований и прогнозирования

Март 2025

## ОГЛАВЛЕНИЕ

Краткое содержание	3
<b>1. Инфляция</b>	<b>4</b>
1.1. Замедление роста цен в начале года: первые шаги на длинном пути?	4
<b>2. Экономическая динамика</b>	<b>8</b>
2.1. Потребительский спрос поддержал рост экономики в начале года	9
2.2. Замедление кредитования в январе – феврале	12
<b>3. Финансовые рынки</b>	<b>14</b>
3.1. Ралли на российских финансовых рынках	14
3.2. Сырьевые рынки реагируют на политику США	17

Бюллетень подготовлен Департаментом исследований и прогнозирования по данным на 07.03.2025.  
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](mailto:dip1@cbr.ru).

Фото на обложке: Shutterstock/FOTODOM  
107016, Москва, ул. Неглинная, 12, к. В  
Официальный сайт Банка России: [www.cbr.ru](http://www.cbr.ru)

© Центральный банк Российской Федерации, 2025

## Краткое содержание

### Итоги

- В начале 2025 г. российская экономика сохраняла положительную динамику. Потребительский спрос оставался по-прежнему высоким, несмотря на дальнейшее замедление розничного кредитования и высокую норму сбережений. Дополнительный временный импульс спросу придало смещение выплат годовых премий из I квартала 2025 г. в конец 2024 года. Это транслировалось в сохранение высокого текущего роста потребительских цен. Пока он лишь ненамного замедлился с месячных пиков ноября – декабря (с поправкой на сезонность). Для возвращения к устойчиво низкой инфляции требуется поддержание жестких денежно-кредитных условий в течение продолжительного времени. Нормализация бюджетной политики с возвратом к параметрам бюджетного правила в этом году также вносит важный вклад в процесс замедления инфляции. Это в большей степени проявится в последующие месяцы, так как в начале года бюджет более активно, чем обычно авансировал расходы по госзаказу.
  - В феврале потребительские цены немного замедлили свой рост. Постепенное замедление роста денежной массы приведет к более выраженному замедлению динамики потребительских цен и последующему снижению годовой инфляции в предстоящие кварталы.
  - Поступательная динамика экономической активности сохраняется, в частности, в потребительском сегменте. Быстрый рост трудовых доходов по-прежнему обеспечивает и прирост потребления, и прирост сбережений, несмотря на торможение розничного кредитования. Вместе с тем опросные и аналитические показатели рисуют более смешанную картину в разрезе отраслей.
  - Рубль в январе – феврале укрепился благодаря благоприятным сезонным и геополитическим факторам. Последние повысили оптимизм инвесторов и способствовали росту цен активов на российском рынке ценных бумаг. Это означает некоторое смягчение ценовых составляющих денежно-кредитных условий по сравнению с ноябрем – декабрем.

## 1. Инфляция

В январе – феврале сохранялись высокие темпы роста потребительских цен. Хотя их рост несколько замедлился по сравнению со значениями ноября и декабря, устойчивость процесса дальнейшего замедления пока остается под вопросом. Спрос в экономике по-прежнему высокий, несмотря на торможение роста кредитования. Денежная масса пока продолжает быстро расширяться в результате совместного вклада в ее рост кредита и бюджетного дефицита.

### 1.1. Замедление роста цен в начале года: первые шаги на длинном пути?

- В начале года сезонно сглаженный рост потребительских цен замедлился примерно до 10% в пересчете на год. Это все еще очень высокие темпы.
- Большинство аналитических показателей, характеризующих устойчивое ценовое давление, незначительно снизились в январе относительно конца прошлого года. При этом некоторые показатели даже выросли. Возвращение инфляции к 4% потребует продолжительного периода поддержания жестких денежно-кредитных условий (ДКУ).

В январе рост потребительских цен замедлился до 10,7 после 14,0% м/м SAAR в декабре<sup>1</sup>. По укрупненным компонентам динамика цен была разнонаправленной: в товарном сегменте рост цен замедлился почти в 2 раза, тогда как в услугах после декабрьского замедления вновь ускорился до ноябрьских значений. Годовая инфляция повысилась до 9,92 с 9,52% в декабре (Таблица 1).

Аналитические показатели в целом говорят о некотором снижении устойчивого инфляционного давления относительно конца года. Среднее из оценок модифицированных показателей базовой инфляции в январе понизилось. Медианный рост цен также замедлился до 7,5 с 8,0% в годовом выражении в декабре (Рисунок 4). Суммарный вес ускоренно дорожающих позиций снизился (Рисунок 5). Вместе с тем оценка трендовой инфляции, напротив, увеличилась до 9,46 с 9,20% в декабре. Аналитическая декомпозиция роста цен<sup>2</sup> подтверждает снижение вклада динамики спроса в рост цен в начале 2025 г. после его увеличения в IV квартале. При этом немного снизился и совокупный вклад факторов на стороне предложения (Рисунок 8).

<sup>1</sup> С января Росстат использует в расчетах актуализированные доли товаров и услуг в структуре потребительских расходов. В обновленной корзине 556 позиций после 566 в прошлом году.

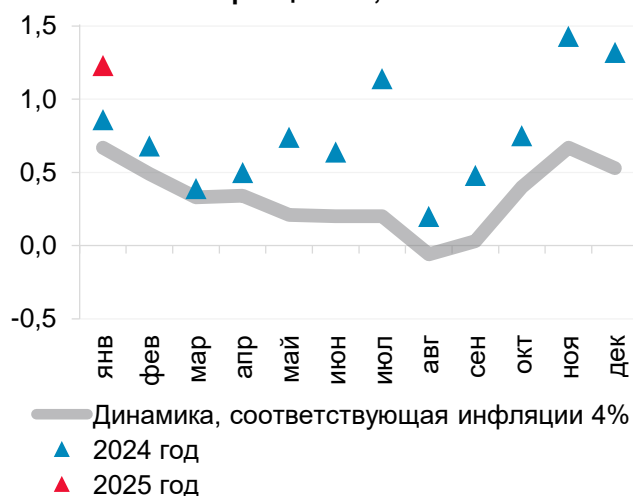
<sup>2</sup> Sheremirov V. (2022). Are the Demand and Supply Channels of Inflation Persistent? Evidence from a Novel Decomposition of PCE Inflation. Federal Reserve Bank of Boston Current Policy Perspectives. November 4, 2022.

Таблица 1. Инфляция и ее компоненты

	Янв. 2023	Янв. 2024	Ноя. 2024	Дек. 2024	Янв. 2025
<b>% г/г</b>					
<b>Все товары и услуги</b>	11,8	7,4	8,9	9,5	9,9
<b>Базовая инфляция</b>	13,7	7,2	8,3	8,9	9,3
Продовольственные товары	10,2	8,1	9,8	11,1	11,1
Непродовольственные товары	12,2	6,2	5,7	6,1	6,1
Услуги	13,5	8,1	11,4	11,5	13,0
<b>% м/м SAAR</b>					
<b>Все товары и услуги</b>	6,8	6,8	13,7	14,0	10,7
<b>Базовая инфляция</b>	2,6	6,3	11,9	14,5	11,0
Продовольственные товары	7,7	6,8	21,1	22,5	7,6
– без плодоовощей	0,7	5,3	14,0	19,3	14,3
Непродовольственные товары	2,8	6,1	5,7	10,3	5,4
– без нефтепродуктов	3,1	6,1	4,3	9,2	5,2
Услуги	11,3	7,5	14,0	7,7	22,1
– без ЖКУ	9,6	10,0	20,2	9,5	21,6

Источники: Росстат, расчеты ДИП.

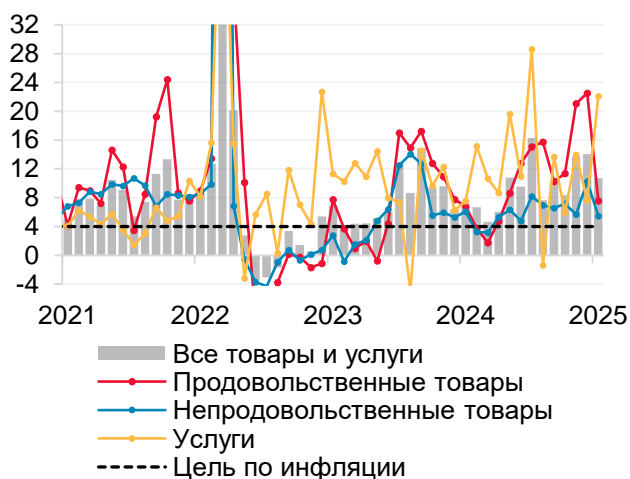
Рисунок 1. Рост цен, соответствующий инфляции 4%, % м/м



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

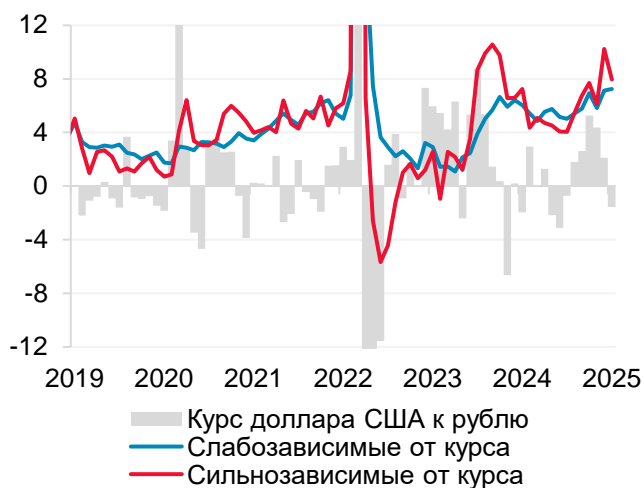
Продовольственный сегмент внес наибольший вклад в замедление общего роста цен в январе. Рост цен на продовольствие снизился до 7,6 с 22,5% м/м SAAR (Рисунок 2) в значительной степени благодаря тому, что удорожание овощей и фруктов оказалось заметно ниже сезонной нормы после повышенных темпов в предыдущие 2 месяца. Темп роста цен на прочее продовольствие также снизился: до 14,3 с 19,3% м/м SAAR в декабре. Замедлилось удорожание продуктов животного происхождения (мясо, рыба, молочная продукция), однако темпы остаются существенными: среди основных факторов по-прежнему высокий спрос. Среди мясопродуктов также отмечается [смещение структуры потребления в сторону более дорогих видов мяса \(индейки, говядины\)](#). Для увеличения предложения мяса и молока Минсельхоз России планирует с этого года запустить новые меры поддержки держателям коров в [виде компенсации расходов на селекцию](#).

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



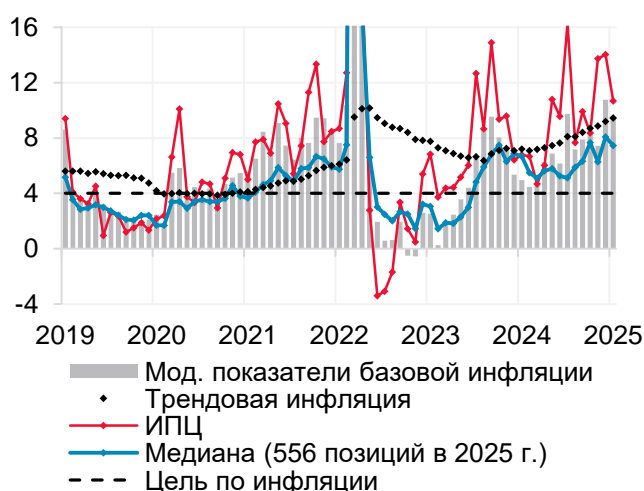
Источники: Росстат, расчеты ДИП.

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



Источники: Банк России, Росстат, расчеты ДИП.

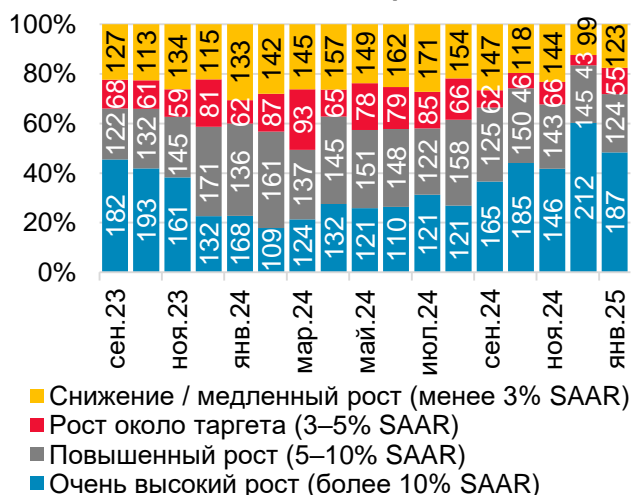
**Рисунок 4. Показатели\* базовой инфляции, медиана (% в годовом выражении) и оценка трендовой инфляции (% г/г)**



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

Источники: Росстат, расчеты ДИП.

**Рисунок 5. 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.

В непродовольственном сегменте рост цен замедлился до 5,4 с 10,3% м/м SAAR в декабре. Частично это можно объяснить переносом укрепления рубля в цены. Эффект переноса должен усилиться, если укрепление окажется устойчивым. Медиана роста цен товаров с высокой чувствительностью к динамике валютного курса снизилась после декабрьского пика, но по-прежнему осталась выше медианы по товарам, слабочувствительным к валютному курсу (Рисунок 3).

В услугах темпы резко ускорились до 21,1 с 7,7% м/м SAAR в декабре. Это во многом связано с разовыми факторами в сегменте регулируемых услуг: [удорожанием отдельных ЖКУ](#), индексацией тарифов на проезд на общественном транспорте, повышением региональных нотариальных тарифов и государственной пошлины на повторное получение документов в органах ЗАГС. Ускорился рост цен на услуги туризма за счет отечественных направлений<sup>3</sup>. Однако и без учета туризма и транспорта темпы роста цен на услуги повысились значительно, до 20,2 с 7,1% в декабре.

Темп роста цен производителей потребительских отраслей обрабатывающей промышленности в январе почти не изменился (Рисунок 6), как и ценовые ожидания предприятий, однако последние заметно понизились в феврале (Рисунок 7). [Инфляционные ожидания населения в феврале](#) также снизились – впервые с сентября 2024 года. Однако и те, и другие ожидания продолжают оставаться на высоком уровне, что усиливает инерцию устойчивого роста цен. Индекс потребительских настроений продолжил расти: повысились как оценки текущего состояния, так и ожидания участников опроса.

<sup>3</sup> В услугах туризма сохраняется существенная волатильность из-за изменений в сезонности.

**Рисунок 6. Индекс цен производителей обрабатывающей промышленности, % м/м**



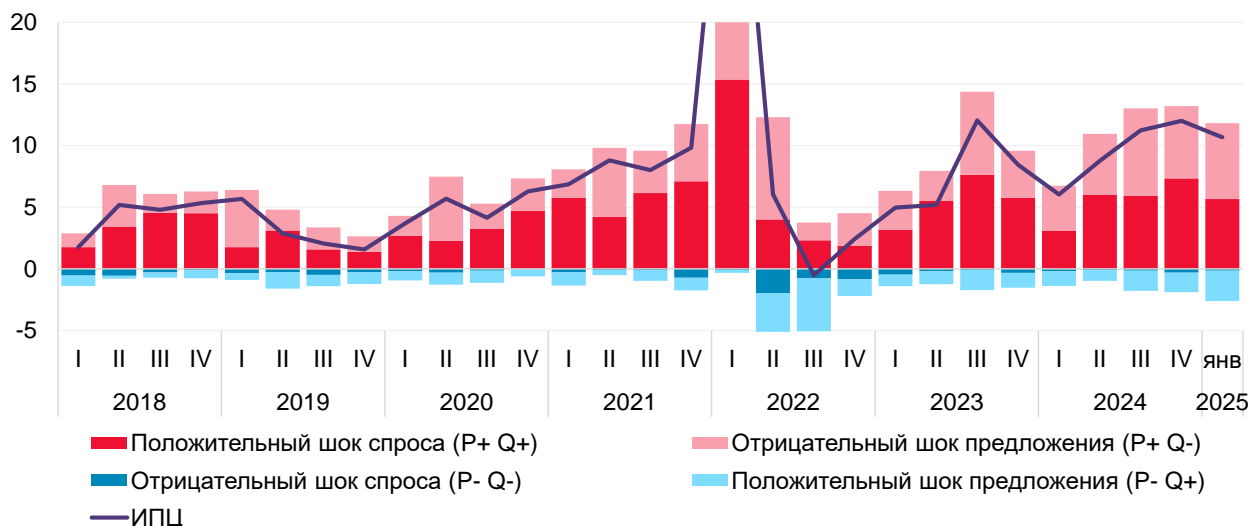
Источники: Росстат, расчеты ДИП.

**Рисунок 7. Данные мониторинга предприятий по экономике в целом, пунктов, SA**



Источник: Банк России.

**Рисунок 8. 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 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.

Сезонно сглаженный рост цен в феврале, по оценке из недельных данных, несколько замедлился по сравнению с январем. Медиана распределения роста цен в феврале продолжает снижаться с пика, наблюдавшегося в конце года (Рисунок 9). Отмечается замедление темпов роста цен в укрупненных категориях (Рисунок 10). В продовольственном сегменте замедлился темп роста цен на мясопродукты, дешевет яйца. На замедление темпов роста цен в непродовольственном сегменте, судя по динамике отдельных компонентов, все больше влияло укрепление рубля. Замедление в услугах объясняется постепенным завершением периода индексаций тарифов на регулируемые услуги. Темпы роста цен на прочие услуги остаются повышенными.

Оперативная февральская статистика указывает на появление признаков формирования тренда на замедление роста цен. Однако для подтверждения устойчивости дезинфляционного тренда, необходимого для возвращения инфляции к 4%, нужно более выраженное замедление текущих темпов роста цен. Для этого требуется более сдержанный рост потребительской активности, а также опережающий рост производительности труда по отношению к реальным зарплатам.

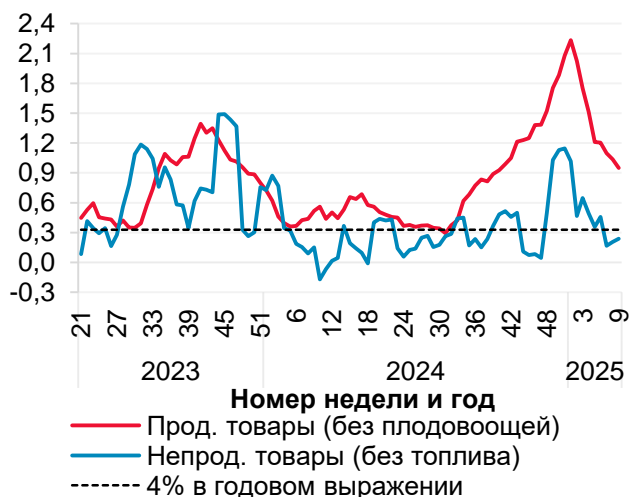
**Рисунок 9. Темп роста стоимости и медиана распределения недельных приростов цен\*, %**



\* Без овощей, фруктов и регулируемых услуг.

Источники: Росстат, расчеты ДИП.

**Рисунок 10. Скользящий темп роста цен за 4 недели, %**



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

## 2. Экономическая динамика

Импульс роста, который российская экономика получила в конце 2024 г., сохранился и в январе. Об этом можно судить по статистическим данным, оперативным индикаторам и опросам, хотя зачастую они показывают неоднозначную и неоднородную картину.

Резкий скачок роста заработных плат в экономике в декабре из-за выплаты премий, прежде всего в добыче и финансовом секторе, подстегнул потребительский спрос и сбережения. Укрепление рубля под влиянием благоприятных сезонных факторов и возросших ожиданий геополитической разрядки дополнительно улучшило потребительские настроения.

На этом фоне охлаждение розничного кредитования пока заметно не сказалось на динамике потребительской активности. В корпоративном сегменте рост рублевого кредитования и других требований к юридическим лицам также существенно замедлился. Однако он пока зашумлен масштабными авансовыми перечислениями из бюджета, которые частично направляются на погашение ранее взятых кредитов. Более того, снижение объема требований к организациям в январе – феврале в целом укладывается в сезонную траекторию для этого месяца за последние 7 лет, особенно в период низкой инфляции 2017-2019 годов.



В дальнейшем можно ожидать плавного циклического замедления роста российской экономики за счет снижения вклада кредита и бюджета в рост агрегированного спроса. Влияние возврата к параметрам бюджетного правила в 2025 г. в полной мере проявится в последующие месяцы по мере возвращения скорости расходования средств к сезонной норме. При этом нужно аккуратно интерпретировать выходящие статистические данные – из-за дополнительного календарного дня в феврале високосного 2024 г. годовые приросты за февраль 2025 г. по широкому кругу объемных показателей выпуска и спроса будут существенно занижены (обратный эффект високосного года).

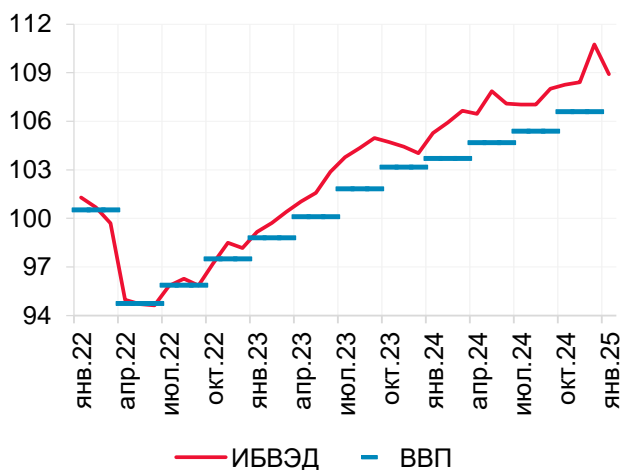
## 2.1. Потребительский спрос поддержал рост экономики в начале года

- Декабрьская статистика показала значительное ускорение роста производства в базовых отраслях. Исходя из первой оценки Росстата по динамике ВВП в целом по году, это стало одним из ключевых факторов значительного ускорения сезонно сглаженного роста ВВП в IV квартале (Рисунок 11).
- В январе 2025 г. выпуск базовых отраслей снизился с очень высокого уровня<sup>4</sup> конца 2024 г., в основном из-за динамики промышленного сектора. В то же время [рост входящих платежей во все укрупненные группы отраслей, фиксируемый платёжной системой Банка России](#) (Рисунок 13) в январе и феврале оказался весьма высоким, а данные февральских опросных индикаторов – разнонаправленными. Все это указывает на то, что охлаждение активности пока происходит в отдельных отраслях, но не носит устойчивого характера на уровне экономики в целом. При этом высокий эффект базы из-за високосного февраля 2024 г. приведет к занижению многих годовых показателей экономической активности за февраль 2025 года. Современные программные методы позволяют делать корректировку оценки и на количество дней, и на сезонный фактор. Поэтому для адекватной оценки экономической динамики целесообразно использовать месячные показатели с такой корректировкой (м/м SA).
- Резкое ускорение роста реальных заработных плат в декабре (11,3% г/г, 4,9% м/м SA) во многом вызвано более ранней, чем обычно, выплатой премий и бонусов в ряде отраслей в преддверии повышения налоговой шкалы на доходы физических лиц. Этот фактор мог частично поддержать расширение потребительского спроса в конце 2024 г. – начале 2025 г., но в целом он является временным, так как выплаты просто перенесли с более традиционного для этого периода февраля – марта. По нашей оценке, месячный рост реальных заработных плат в декабре без учета фактора переноса выплат премий был бы близок ноябрьскому темпу (0,4% м/м SA).
- Ситуация на рынке труда остается напряженной. Вместе с тем опросные данные и данные рекрутеров (индекс HeadHunter) указывают на признаки постепенного охлаждения ситуации: планы предприятий по найму и повышению зарплат корректируются вниз (Рисунок 18), отношение количества резюме к числу вакансий растет, причем количество вакансий сокращается.

<sup>4</sup> Тем не менее объем выпуска в январе оказался выше ноябрьского на 0,5% SA.

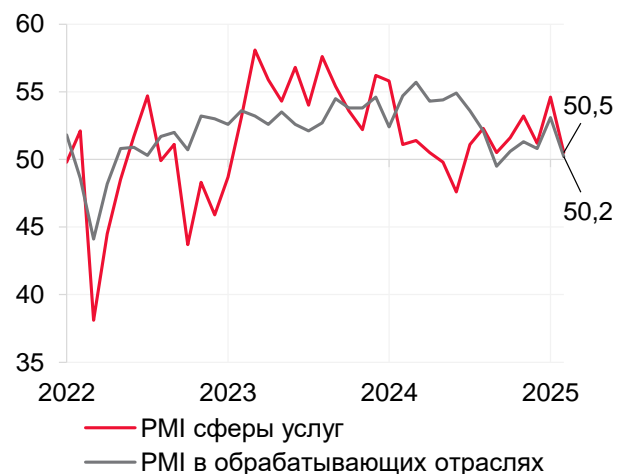
- Повышательная динамика в отраслях промышленности, ориентированных на потребительский спрос (пищевая, табачная, фармацевтическая, производства автомобилей, электроники и бытовых приборов), остается устойчивой. Темпы увеличения производства в этой группе отраслей были сопоставимы с динамикой потребительской активности, которая продолжала уверенно расти в конце 2024 г. – начале 2025 года. Вместе с тем в последние месяцы рост потребления домохозяйств несколько замедлился по сравнению с темпами, наблюдавшимися на протяжении большей части 2024 г. (Рисунок 16). По нашим оценкам, увеличение нормы сбережений в конце прошлого года продолжилось в условиях проводимой Банком России ДКП (Рисунок 19). Важным условием для снижения инфляционного давления послужит также постепенное сближение роста заработных плат и увеличения производительности труда. В целом достигнутая жесткость ДКУ уже, вероятно, формирует предпосылки для замедления спроса и развертывания дезинфляционных процессов, необходимых для возвращения инфляции к 4%.

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



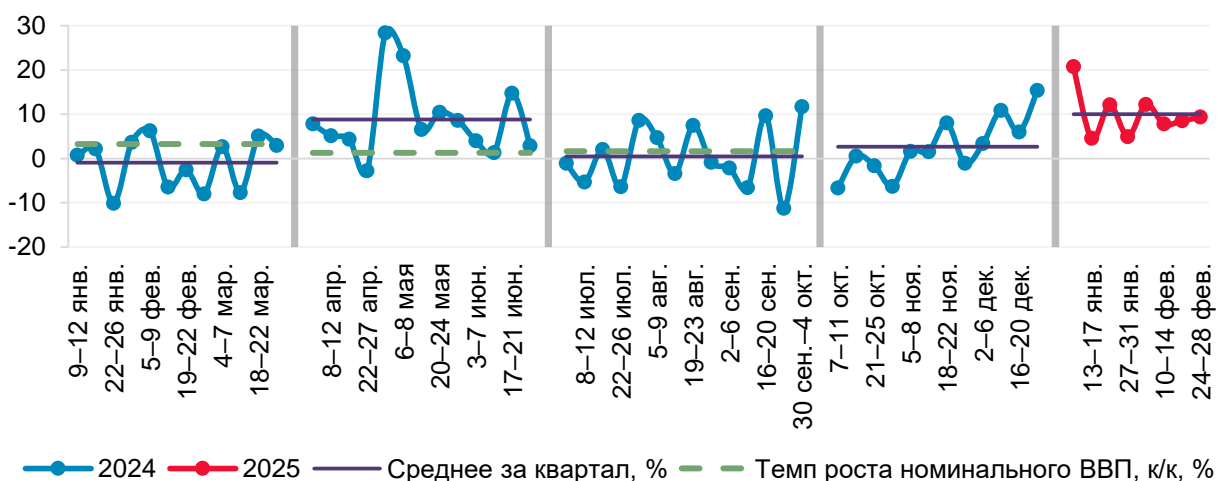
Источники: Росстат, расчеты ДИП.

**Рисунок 12. PMI в обрабатывающей промышленности и услугах, п.**



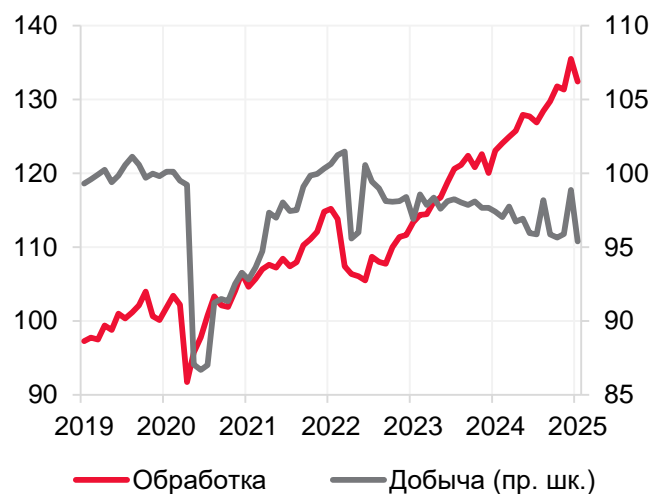
Источник: S&P Global.

**Рисунок 13. Темп роста объема входящих платежей к среднему в предыдущем квартале, взвешенный по доле отраслей в ВДС, сезонность устранена, %**



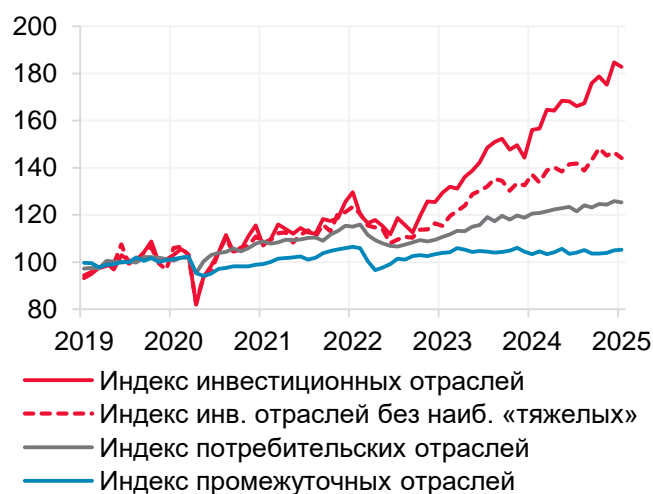
Источники: Банк России, мониторинг отраслевых финансовых потоков.

**Рисунок 14. Добыча полезных ископаемых и обрабатывающее производство (2019 = 100%), SA**



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

**Рисунок 15. Выпуск групп отраслей обрабатывающей промышленности (2019 = 100%)<sup>5</sup>, SA**



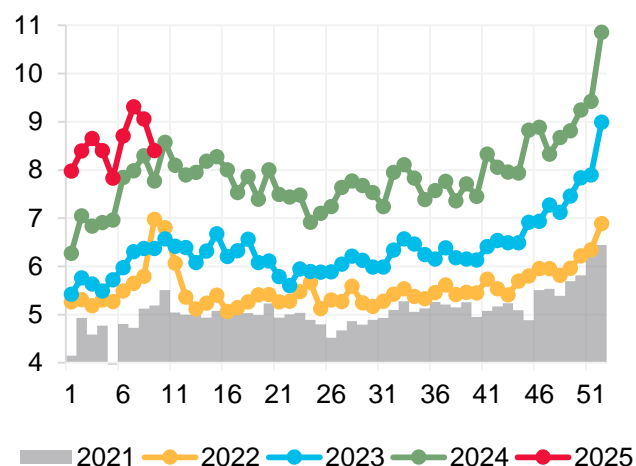
Источники: Росстат, расчеты ДИП.

**Рисунок 16. Прокси-показатель потребления (сумма оборота розницы, услуг и общепита) и реальной зарплаты, январь 2022 г. = 100, SA, %**



Источники: Росстат, Банк России, расчеты ДИП.

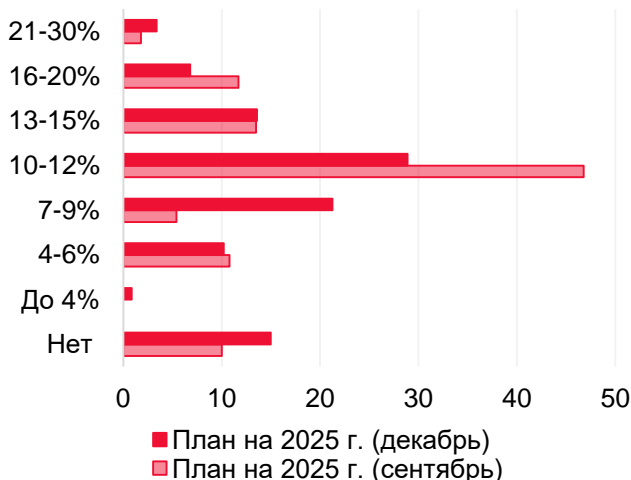
**Рисунок 17. Номинальные недельные повседневные расходы домохозяйства, тыс. руб.**



Источник: Ромир.

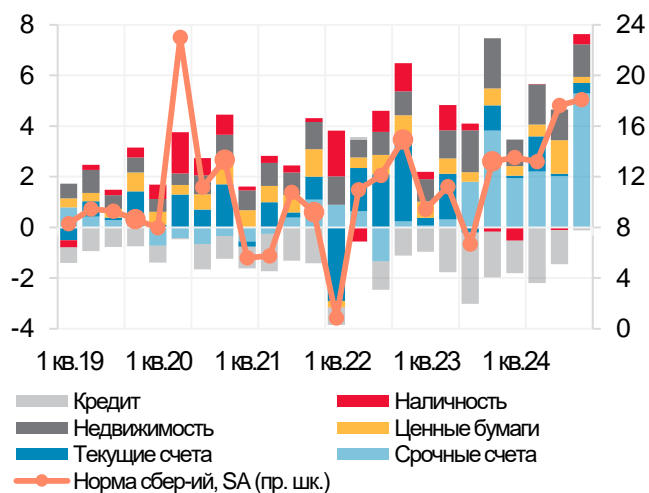
<sup>5</sup> Под наиболее «тяжелыми» в группе инвестиционных отраслей подразумеваются производства «готовых металлических изделий, кроме машин и оборудования» и «прочих транспортных средств и оборудования».

Рисунок 18. «Планируете ли вы повышать заработные платы в 2025 году? На сколько?»



Источник: Antal Talent.

Рисунок 19. Компоненты сбережений (трлн руб.) и норма сбережений (% , SA, пр. шк.)



Источники: Росстат, Банк России, расчеты ДИП

## 2.2. Замедление кредитования в январе – феврале

- Динамика кредитования продолжает оказывать сдерживающее влияние на спрос в экономике: в январе кредитный импульс<sup>6</sup> продолжил снижение как в розничном, так и в корпоративном сегменте (Рисунок 20). Вместе с тем портфель банковских кредитов растет. Это означает, что кредит поддерживает спрос, хотя и существенно меньше, чем в предыдущие годы.
- Замедление роста кредитования, особенно в корпоративном сегменте, пока сложно охарактеризовать как устойчивое. В декабре – январе спрос на кредит мог снизиться из-за активного авансирования госконтрактов бюджетными средствами. В результате уменьшение вклада роста кредитования в увеличение широкой денежной массы M2X было компенсировано увеличением вклада бюджета. Рост денежного агрегата M2X (с исключением валютной переоценки) в январе ускорился до 15,5 с 15,0%<sup>7</sup> в декабре (Рисунок 21), но в феврале, [по оценке](#), опять замедлился до 15,3% г/г. Такие темпы роста денежной массы превышают темпы, которые будут способствовать замедлению инфляции и ее возвращению к цели.
- Компании, получившие средства по госконтрактам, [активно гасили свои долги перед банками](#). В результате рост рублевого кредитования нефинансовых компаний замедлился в январе до 0,1 с 1,8% м/м SA в декабре<sup>8</sup>. Это существенно ниже темпов роста второго полугодия 2024 г. (2,0% м/м SA в среднем). Судить о достаточной

<sup>6</sup> Рассчитывается как сумма абсолютных приростов кредитного портфеля (скорректированного на валютную переоценку) за скользящий год и аналогичный показатель за предыдущий год. Затем разница между этими показателями делится на ВВП за предыдущий скользящий год.

<sup>7</sup> По оценке ДИП, месячный рост M2X в январе после очистки от валютной переоценки ускорился до 1,6% м/м SA в январе с 1,1% м/м SA в среднем за IV квартал.

<sup>8</sup> При этом портфель валютных корпоративных кредитов перешел к небольшому росту в январе, несколько смягчая негативную динамику рублевой части.

жесткости текущих ДКУ для устойчивого замедления корпоративного кредитования до темпов роста, согласующихся с последующим возвращением инфляции к 4%, можно будет в марте – апреле, которые не подвержены столь значительной сезонности бюджетных потоков, как декабрь – февраль.

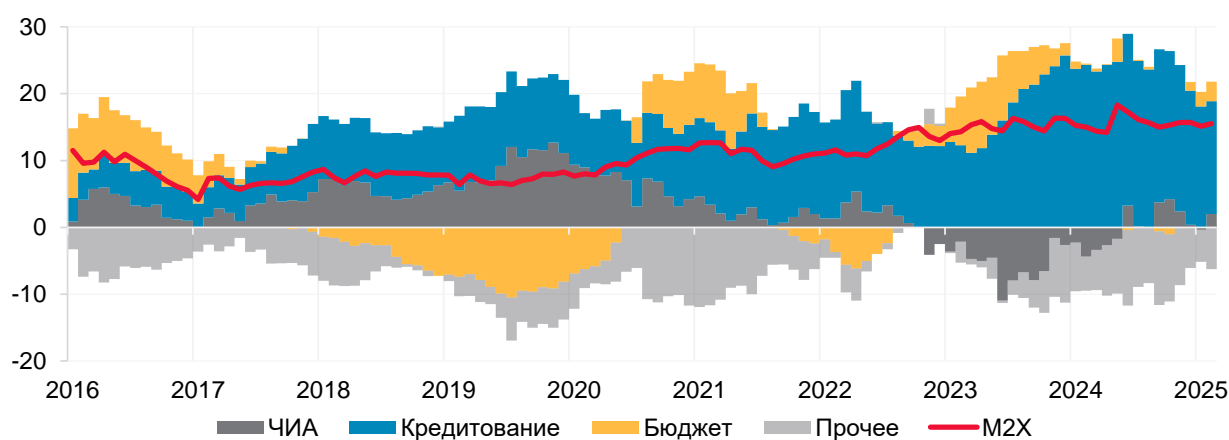
- В розничном сегменте замедление роста приобрело более выраженный и устойчивый характер. В январе продолжилось снижение рублевого розничного портфеля (-0,2% м/м SA после -0,04 м/м SA в декабре<sup>9</sup>, Рисунок 22). При этом снижение портфеля сконцентрировано в сегменте необеспеченных потребительских кредитов, особенно кредитов наличными.
- В ипотечном сегменте наблюдается снижение объема досрочных погашений. Заемщикам невыгодно досрочно погашать кредиты, выданные по льготным программам, в условиях высоких ставок по депозитам. В результате в сегменте сохраняется небольшой рост портфеля (0,6% м/м SA в январе после 0,2% м/м SA<sup>10</sup> в декабре, Рисунок 23), несмотря на значительное сокращение новых выдач ипотечных кредитов (-53% г/г), особенно по рыночным ставкам (-73% г/г). Так, объем выдач рыночной ипотеки в январе опустился до многолетнего минимума – ниже уровня весны 2022 года.

Рисунок 20. Кредитный импульс, % от ВВП



Источники: Банк России, расчеты ДИП.

Рисунок 21. Вклад компонентов в годовой рост М2Х, %



Источники: Банк России, расчеты ДИП.

<sup>9</sup> С учетом корректировки на секьюритизацию.

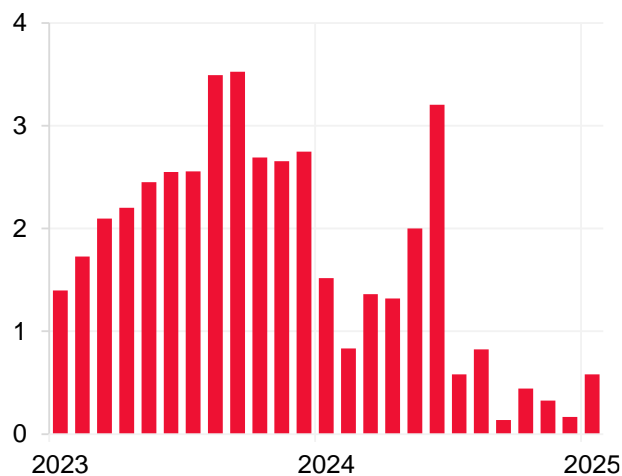
<sup>10</sup> Включая приобретенные права требования с учетом корректировки на секьюритизацию.

Рисунок 22. Рублевое кредитование (с учетом сделок по секьюритизации), % м/м SA



Источники: Банк России, расчеты ДИП.

Рисунок 23. Рублевая задолженность по ИЖК с учетом приобретенных прав требования<sup>11</sup>, % м/м SA



Источники: Банк России, расчеты ДИП.

### 3. Финансовые рынки

Сохранение ключевой ставки неизменной в феврале и активизация дипломатических контактов России и США поддержали ралли на российских финансовых рынках. В результате продолжилось снижение доходности по государственным и корпоративным облигациям, укрепился рубль, выросли цены российских акций. Высокий спрос со стороны инвесторов позволил в январе – феврале разместить большой объем государственных бумаг с фиксированным купоном и корпоративных облигаций, что позволило частично компенсировать замедление кредитования.

Цены на сырьевые товары на международных товарных рынках в феврале менялись разнонаправленно под влиянием объявленных и ожидаемых изменений во внешней торговой политике США и других стран. Вместе с тем индекс цен на товары российского экспорта в целом остался без изменений, несмотря на снижение цен на нефть.

#### 3.1. Ралли на российских финансовых рынках

- В феврале и начале марта на российских финансовых рынках наблюдался всплеск оптимизма, вызванный активизацией дипломатических контактов России и США. Вырос фондовый рынок, снизились доходности ОФЗ, рубль продолжил укрепляться.

<sup>11</sup> С учетом корректировки на секьюритизацию.

- Февральское решение Банка России сохранить ключевую ставку на уровне 21,0% с умеренно-жестким сигналом и повышением прогноза по средней ключевой ставке на 2025–2026 гг. оказало сдержанное влияние на рынки и вызвало кратковременный рост доходностей ОФЗ.
- Закладываемая в цены финансовых инструментов траектория ключевой ставки немного снизилась (Рисунок 25) и предполагает неизменность ставки в ближайшие полгода. Средняя ожидаемая ставка RUONIA на горизонте 3 и 6 месяцев<sup>12</sup> с начала февраля снизилась на 10–45 б.п., до 21,2 и 21,1% соответственно. В то же время стоимость годового свопа на ключевую ставку<sup>13</sup> за этот период снизилась сразу на 113 б.п., до 20,5%.
- Кривая ОФЗ ушла вниз на 50–198 б.п. относительно конца января (Рисунок 24). При этом реальные доходности ОФЗ-ИН оставались стабильными (Рисунок 26), то есть произошло снижение вмененной инфляции<sup>14</sup> (Рисунок 27).
- Банки существенно увеличили спрос на первичных размещениях долгосрочных ОФЗ с фиксированным купоном, понизив, по всей видимости, свои оценки связанного с этими инструментами процентного риска. Всего с начала года размещенный объем ОФЗ составил 1,0 трлн руб. по номиналу (привлечено 780 млрд руб.). Минфин России досрочно выполнил квартальный план по заимствованиям, при этом основная часть ОФЗ была продана инвесторам в феврале с невысокой премией к доходностям вторичного рынка.
- В условиях ужесточения условий выдач кредитов банками часть заемщиков перемещается на долговой рынок. В феврале корпоративные эмитенты разместили облигации и ЦФА на 0,8 трлн руб.<sup>15</sup> (0,3 трлн руб. на нетто-основе, то есть за вычетом погашений). Это нетипично высокий уровень для данного месяца.
- Сезонное снижение спроса на иностранную валюту со стороны импортеров, поступление экспортной выручки за предыдущие месяцы и улучшение геополитического фона привели к заметному укреплению рубля. С начала года курс доллара США снизился на 12,3% и достиг 89,6 руб., а юань подешевел на 8,5%, до 12,3 рубля.
- Фон на мировых финансовых рынках был смешанным. В январе ФРС ожидаемо сохранила ставку на уровне 4,25–4,50%, при этом не отметила прогресса в достижении цели по инфляции. По итогам января она росла четвертый месяц подряд и достигла 3,0%, а безработица стабилизировалась на уровне 4,0%.
- Несмотря на ужесточение риторики ФРС, доходности 10-летних государственных облигаций США с начала февраля снизились с 4,5 до 4,3%. Усиление протекцио-

<sup>12</sup> OIS RUB RUONIA 3M mid и OIS RUB RUONIA 6M mid (МБ СПФИ).

<sup>13</sup> IRS RUB vs RUB KEYRATE 1Y mid (МБ СПФИ).

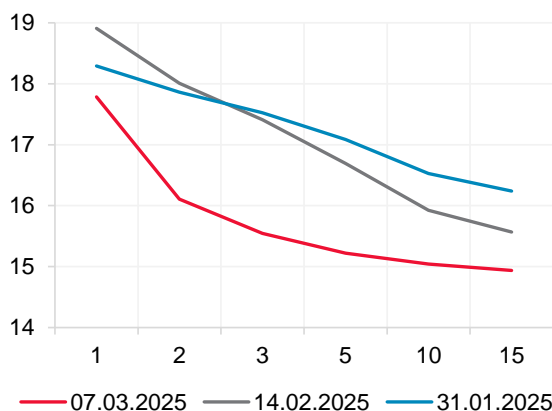
<sup>14</sup> Рассчитывается как разница между доходностью «классических» ОФЗ с фиксированным купоном и реальной доходностью ОФЗ-ИН (с защитой от инфляции) с сопоставимыми сроками погашения.

<sup>15</sup> На основе данных Sbonds, без учета замещающих облигаций и выпусков со сроком погашения менее 1 месяца. Валютные выпуски конвертированы с использованием официального курса Банка России.

нистских мер США в отношении Канады, Мексики и Китая привели к снижению аппетита к риску на мировых рынках. Судя по всему, рост спроса на защитные активы из-за опасений относительно мировой экономики пока перевесил потенциальный проинфляционный эффект от введения пошлин. Дополнительно к снижению доходностей UST мог привести и пересмотр ожиданий инвесторов в пользу более активного снижения ставки ФРС до конца 2025 г.: на 0,75 п.п. вместо 0,5 п.п. в начале февраля (CME FedWatch). Одним из важнейших факторов пересмотра могло стать ухудшение перспектив роста экономики США: так, индикатор GDPnow («наукастинг» ФРБ Атланты) указывает на возможное снижение ВВП США в I квартале 2025 года.

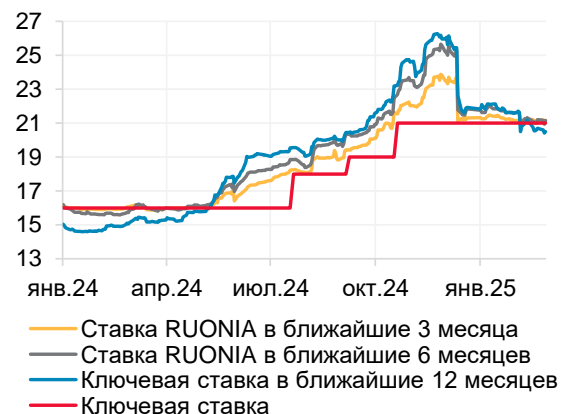
- ЕЦБ снизил процентные ставки в марте на 25 б.п. (ставка по основным операциям рефинансирования составляет 2,65%) и просигнализировал о возможной паузе в смягчении ДКП. Инфляция в еврозоне остается на повышенном уровне и в феврале составила 2,4%. Дополнительное давление на доходности государственных облигаций оказывают планы по наращиванию оборонных расходов, в том числе посредством смягчения бюджетных правил. Так, в Германии обсуждается отмена «долгового тормоза», который ограничивает темп роста государственного долга. В результате доходности 10-летних государственных облигаций Германии с начала февраля выросли с 2,6 до 2,9%.
- В большинстве СФР продолжился рост стоимости государственных заимствований и ослабление национальных валют, в том числе в странах с более закрытыми финансовыми рынками. Так, доходности 10-летних государственных облигаций Китая с начала февраля прибавили 16 б.п. и достигли 1,8%, а Индии – увеличились на 12 б.п., до 6,9%.

**Рисунок 24. Кривая бескупонной доходности ОФЗ, % годовых**



Источник: ПАО Московская Биржа.

**Рисунок 25. Фиксированные ставки процентных свопов и ключевая ставка Банка России, % годовых**

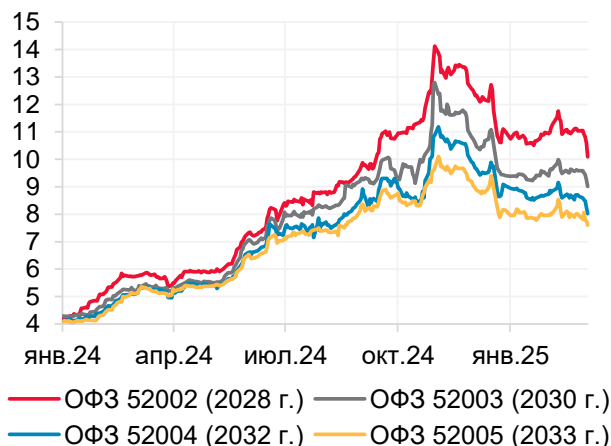


Примечание. Ожидания по средней ключевой ставке и RUONIA представляют собой фиксированные ставки процентных свопов OIS RUB RUONIA 3M mid, OIS RUB RUONIA 6M mid и IRS RUB vs RUB KEYRATE 1Y mid.

Источники: Банк России, Cbonds.

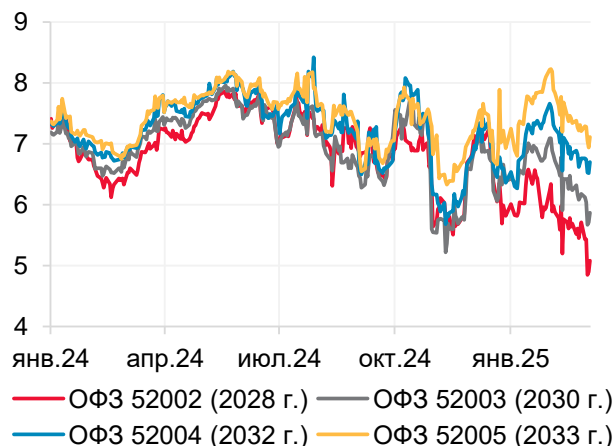


**Рисунок 26. Реальные доходности ОФЗ-ИН, % годовых**



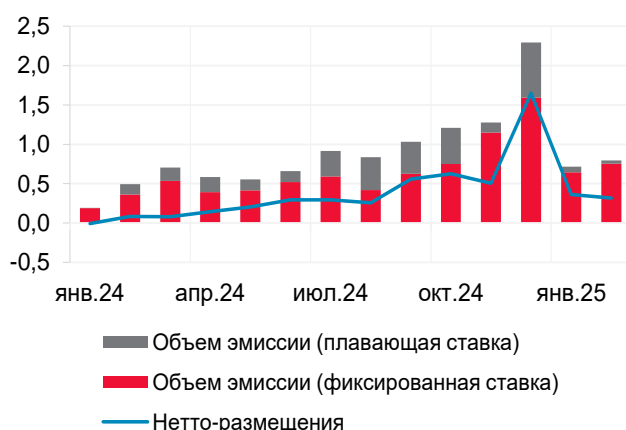
Источник: ПАО Московская Биржа.

**Рисунок 27. Временная инфляция из ОФЗ-ИН и ОФЗ-ПД, %**



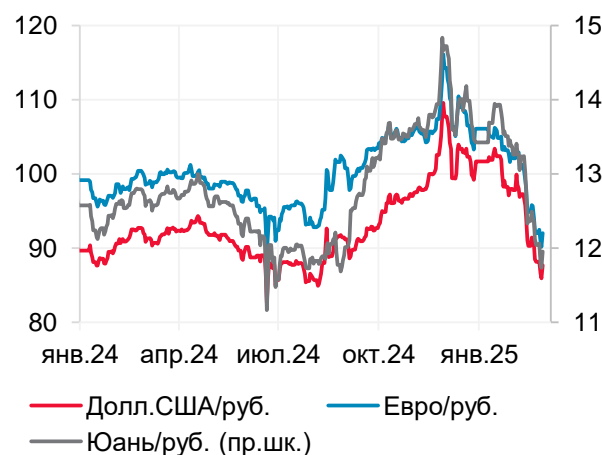
Источник: ПАО Московская Биржа.

**Рисунок 28. Объем первичных размещений корпоративных облигаций, трлн руб.**



Источники: Cbonds, расчеты ДИП.

**Рисунок 29. Динамика валютных курсов, руб.**



Источник: Банк России.

### 3.2. Сырьевые рынки реагируют на политику США

- С начала февраля цены большинства сырьевых товаров выросли в условиях ослабления доллара США (индекс DXY: -4%) при разнонаправленном давлении со стороны политики президента США Д. Трампа. Общий индекс цен сырьевых товаров Bloomberg вырос на 2%. Котировки энергетических товаров и промышленных металлов выросли на 7 и 6% (Рисунок 30). Основной вклад в изменение энергетических цен внес рост цен на природный газ в США<sup>16</sup> из-за повышенного спроса на фоне холодной погоды.

<sup>16</sup> Цена на природный газ в США на Генри Хабе выросла на 45% до 15 долл. США / МВт·ч.

- Цена на нефть марки Urals<sup>17</sup> сократилась сопоставимо с основными мировыми бенчмарками (-8%, до 64 долл. США / барр.) (Рисунок 31).
- Цены на сельскохозяйственные товары снизились на 3%, а индекс цен драгоценных металлов вырос на 2%.
- Интенсификация дипломатических контактов между США и Россией привели к уменьшению геополитической риск-премии в ценах сырьевых товаров, прежде всего энергетических товаров и драгоценных металлов. В то же время спрос на золото как защитный актив вырос из-за усиления неопределенности в отношении роста мировой экономики на фоне тарифной политики США.
- Факторы, определяющие дальнейшую динамику мирового предложения нефти, были разнонаправленными. С одной стороны, нефтяные котировки снизились после принятия новой администрацией США мер, стимулирующих расширение добычи традиционной нефти на шельфе<sup>18</sup>, а также словесных интервенций в адрес ОПЕК+ о необходимости наращивания добычи. По данным Международного энергетического агентства, свободные мощности стран ОПЕК+ достигают 6,1 млн б/с. На совещании 3 марта страны ОПЕК+ сохранили текущие параметры сделки, предполагающие постепенное смягчение добровольных ограничений с апреля 2025 г. по сентябрь 2026 г. и увеличение добычи на 2,2 млн б/с (в том числе Россией – на 0,471 млн б/с).
- С другой стороны, США вернулись к режиму «максимального давления» на Иран с целью сокращения его нефтяного экспорта (по итогам 2024 г. – 1,6 млн б/с нефти, 91% – в Китай)<sup>19</sup> (Рисунок 33). США планируют также отозвать лицензию на добычу нефти в Венесуэле, которая обеспечивает около 0,2 млн б/с, или 20% добычи Венесуэлы.
- Добыча нефти в США сократилась в январе на 0,2 млн б/с, а в феврале оставалась на пониженных уровнях по сравнению с концом 2024 года. Вероятно, это временное явление, вызванное приостановкой добычи на ряде сланцевых месторождений из-за неблагоприятных погодных условий. ОПЕК и Минэнерго США по-прежнему ожидают умеренного роста добычи нефти в США в 2025–2026 гг. (0,2–0,3 млн б/с).
- Поддержку нефтяным ценам на стороне спроса оказало намерение президента США Д. Трампа восполнить стратегические запасы нефти (Рисунок 32). При этом усиление протекционизма США и ответные меры стран, столкнувшихся с повышением пошлин, увеличивают риски для роста мировой экономики и, следовательно, спроса на нефть.
- Котировки природного газа на крупном европейском хабе опустились на 28%, до 39 евро / МВт·ч (Рисунок 31), несмотря на уменьшение запасов в отдельных европейских странах до уровней ниже рекомендуемых значений. Оптимизм связан с ростом

<sup>17</sup> На базисе CIF в порту Аугуста.

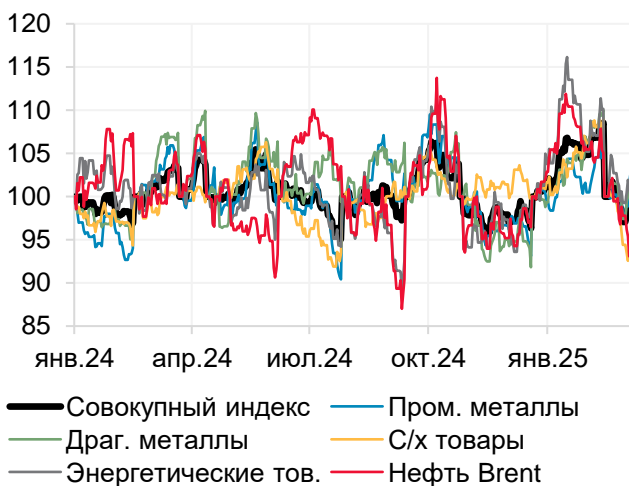
<sup>18</sup> Отменен ряд мер, сдерживавших освоение новых федеральных земель и разработку месторождений на шельфе.

<sup>19</sup> США ввели санкции против танкеров, связанных с поставками нефти из Ирана в Китай.

поставок СПГ из США после запуска нескольких проектов в конце 2024 г., увеличением трубопроводных и СПГ-поставок из Алжира и потеплением в конце февраля – начале марта. Участники рынка по-прежнему обеспокоены возможной повышенной стоимостью заполнения газовых хранилищ летом к новому отопительному сезону в ноябре.

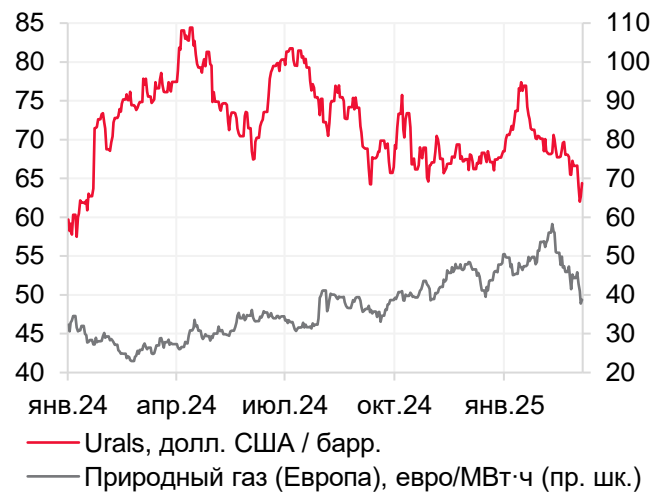
- Композитный индекс цен на товары российского экспорта, рассчитываемый Центром ценовых индексов Газпромбанка<sup>20</sup>, снизился на 3%. Рост цен на удобрения и подсолнечное масло в условиях повышенного спроса на фоне сокращения предложения крупных производителей из других стран, на пшеницу – из-за неблагоприятных погодных условий для урожая частично компенсировал ухудшение ценовой конъюнктуры энергетических товаров (нефти, нефтепродуктов и угля).

**Рисунок 30. Индексы Bloomberg цен товаров и металлов (01.01.2024 = 100)**



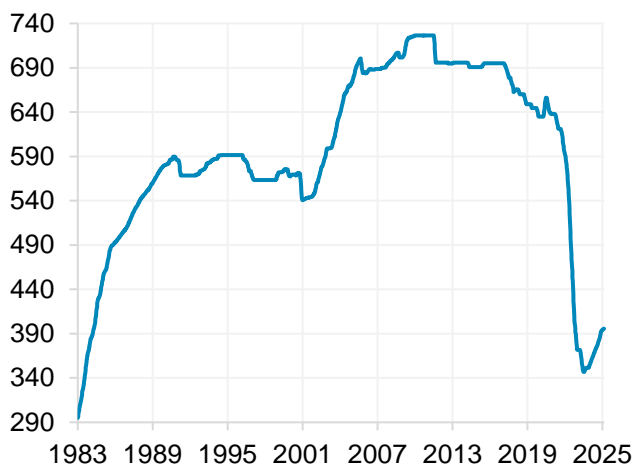
Источники: Investing.com, Bloomberg, расчеты ДИП.

**Рисунок 31. Цена на нефть марки Urals и природный газ в Европе**



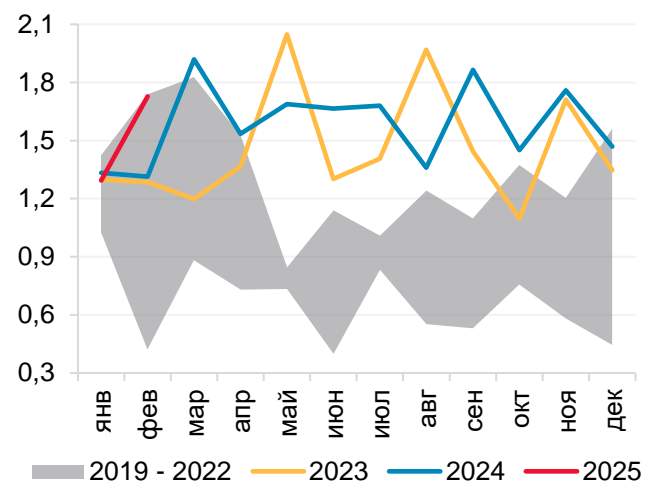
Источники: Investing.com, расчеты ДИП.

**Рисунок 32. Стратегические запасы нефти США, млн барр.**



Источник: EIA.

**Рисунок 33. Экспорт нефти и газового конденсата из Ирана, млн б/с**



Источники: UANI, расчеты ДИП.

<sup>20</sup> Взвешен по стоимостным объемам экспорта.

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

Мария Харламова

Дмитрий Чернядьев