Банк России

№ 5

О ЧЕМ ГОВОРЯТ ТРЕНДЫ
Макроэкономика и рынки

Бюллетень Департамента исследований и прогнозирования

Июль 2026

ОГЛАВЛЕНИЕ

Краткое содержание 3

1. Инфляция 4

1.1. Ускорение роста цен под действием временных факторов 4

2. Экономическая динамика 10

2.1. Неравномерный рост экономики в II квартале 10

2.2. Кредитный импульс выходит из отрицательной области 13

3. Финансовые рынки 15

3.1. Ожидаемая рынком траектория ключевой ставки сдвинулась вверх 16

3.2. Снижение сырьевых цен после деэскалации на Ближнем Востоке 18

Бюллетень подготовлен Департаментом исследований и прогнозирования по данным на 10.07.2026.
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 июне заметно ускорились темпы роста ИПЦ после пониженной динамики в апреле – мае. *С одной стороны*, поправка на выраженное проявление в течение II квартала сначала дезинфляционных, а затем проинфляционных факторов временного характера позволяет сделать вывод о сформировавшемся в целом более низком устойчивом инфляционном давлении в экономике по сравнению с прошлым годом. *С другой стороны*, продолжение тренда на дальнейшее снижение инфляционного давления в его устойчивой части требует сохранения сдержанной динамики частного спроса с учетом произошедшего смещения в течение мая – июня баланса среднесрочных рисков в пользу проинфляционных. Вероятный пересмотр бюджетных проектировок указывает на то, что вклад госсектора в динамику совокупного спроса на горизонте действия ДКП может оказаться выше, чем ожидалось ранее. Сохраняющиеся уверенные темпы роста потребительской активности при все еще повышенных инфляционных ожиданиях и лишь постепенно снижающейся жесткости на рынке труда сопровождаются возросшими за последнее время ограничениями на стороне предложения в части топливного рынка. Таким образом, обеспечение устойчивого замедления инфляции к 4% и ее поддержание вблизи цели в дальнейшем требуют выверенной траектории ДКП, которая учитывает как текущие условия, так и изменения в балансе рисков для будущей инфляции.
  - В июне рост общего индекса потребительских цен значительно ускорился, прежде всего под влиянием сложившейся ситуации на топливном рынке. Удорожание топлива оказывает существенное влияние не только напрямую, но и на цены прочих товаров и услуг через издержки и ограничения производственных возможностей в других отраслях. Последнее предположительно находит отражение и в оперативных июльских данных, которые, помимо ускорения недельных темпов роста цен, фиксируют увеличение доли компонентов ИПЦ, дорожающих ускоренными темпами. Кроме того, с точки зрения проводимой ДКП важной является оценка вторичных эффектов: насколько этот всплеск цен способен затормозить процесс снижения инфляционных ожиданий населения и бизнеса.
  - Рост экономики в II квартале возобновился после снижения деловой активности в начале года. Вместе с тем на фоне продолжающейся структурной перестройки, а также в связи с временным сокращением загрузки мощностей из-за необходимости ремонтов в ряде отраслей и колебаниями конъюнктуры на мировых сырьевых рынках разнородность экономической динамики на отраслевом уровне осталась значительной и, вероятно, несколько усилилась по сравнению с 2025 годом.

1. Инфляция

Рост цен в II квартале складывался под влиянием разнонаправленных разовых и временных факторов. В июне общий рост цен заметно ускорился после низких месячных значений апреля – мая. К этому привело удорожание топлива из-за снижения объемов переработки, которое наложилось на сезонный рост спроса. Также проинфляционный эффект оказал разворот в динамике цен на плодоовощную продукцию, которая в весенние месяцы складывалась гораздо ниже привычной сезонности. Ускорился рост цен на товары с высокой чувствительностью к курсовой динамике после сдержанной динамики в апреле – мае по мере ослабления рубля.

Июньские показатели устойчивой инфляции выросли относительно апреля – мая, но не так значительно, как общий рост цен. Существенные колебания динамики совокупного ИПЦ под влиянием временных факторов, которые могут проявляться в отдельные периоды, частично сказываются на динамике большинства метрик устойчивого инфляционного давления. Поэтому при принятии решений по ДКП важно ориентироваться не только на наиболее актуальные оценки устойчивой составляющей ценовой динамики, но и на общую тенденцию за последние месяцы и/или кварталы. Наши оценки показывают, что с учетом проводимой ДКП устойчивое инфляционное давление в II квартале сложилось заметно ниже среднего уровня второго полугодия 2025 года. Это означает, что под влиянием жестких ДКУ последних 2 лет, с присущими трансмиссии ДКП лагами, дезинфляционные тенденции в целом продолжают развиваться.

Вместе с тем баланс рисков для ценовой стабильности в течение мая – июня еще больше сместился в сторону проинфляционных с учетом ожидаемых масштабов среднесрочного бюджетного стимула, повторяющихся отрицательных шоков предложения в ряде отраслей, активизации потребительского спроса в ряде сегментов. Рост потребления по-прежнему опирается на высокие темпы повышения зарплат и доходов, а также на постепенно увеличивающуюся норму потребления. При прочих равных это поддерживает активное повышение спроса и более высокие темпы роста цен в потребительском сегменте экономики по сравнению с другими.

1.1. Ускорение роста цен под действием временных факторов

- В июне рост потребительских цен значительно ускорился после замедления в апреле – мае. Влияние дезинфляционных факторов, которые действовали в начале II квартала, существенно уменьшилось, а вклад временных проинфляционных факторов увеличился.
- Наибольший вклад в увеличение темпа роста цен в июне внесло топливо, которое, помимо прямого эффекта, может оказать заметное проинфляционное влияние через вторичные эффекты. Повышенный относительно привычной сезонности рост цен на овощи и фрукты компенсировал их пониженную динамику в весенние месяцы.
- Оценки устойчивого роста цен в июне выросли, но не так сильно, как общий рост цен. При этом баланс рисков остается смещенным в сторону проинфляционных, особенно в части динамики совокупного спроса.

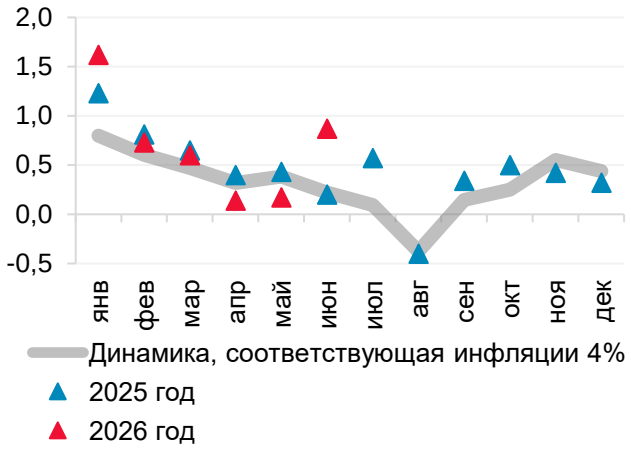
В июне рост потребительских цен ускорился, до 10,6 с 2,0% м/м SAAR в мае (Таблица 1, Рисунок 1), особенно заметно – в товарном сегменте под влиянием временных проинфляционных факторов (Рисунок 2). Годовая инфляция повысилась до 6,0 с 5,3% в мае. Недельные данные показывают сохранение повышенных темпов роста цен и в июле.

Таблица 1. Инфляция и ее компоненты

	Июн.	Июн.	Апр.	Май	Июн.
	2024	2025	2026		
% г/г					
Все товары и услуги	**8,6**	**9,4**	**5,6**	**5,3**	**6,0**
Базовая инфляция	**8,7**	**8,7**	**5,0**	**4,9**	**5,0**
Продовольственные товары	9,8	11,9	4,0	2,9	3,4
Непродовольственные товары	7,0	4,5	3,9	4,2	5,3
Услуги	8,8	12,0	9,9	10,1	10,6
% м/м SAAR					
Все товары и услуги	**8,1**	**2,9**	**2,5**	**2,0**	**10,6**
Базовая инфляция	**6,4**	**3,5**	**4,0**	**4,3**	**4,3**
Продовольственные товары	11,4	4,1	-2,3	-5,1	10,9
– без плодоовощей	**7,6**	**7,2**	**2,9**	**1,3**	**4,1**
Непродовольственные товары	4,5	0,6	4,4	3,7	13,6
– без нефтепродуктов	**3,7**	**0,1**	**3,0**	**2,1**	**1,3**
Услуги	7,9	3,8	7,2	10,1	6,8
– без ЖКУ	**8,3**	**3,4**	**8,1**	**13,1**	**7,8**

Источники: Росстат, расчеты ДИП.

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



Примечание. Сезонность оценена для 2025 года.

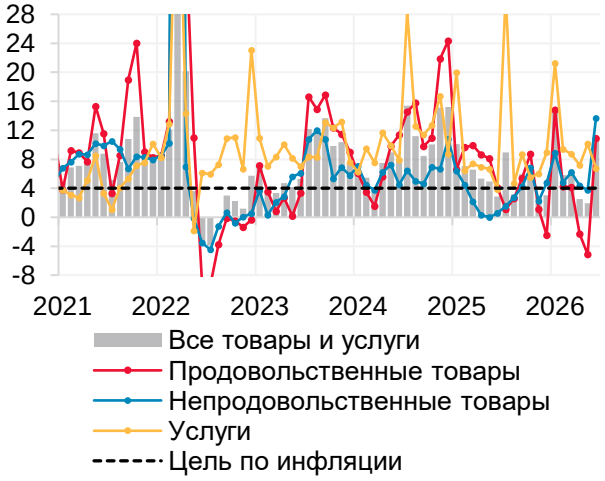
Источники: Росстат, расчеты ДИП.

Основным фактором ускорения роста цен в июне стало удорожание топлива. Снижение производства нефтепродуктов вместе с сезонным повышением спроса привели к росту цен. В этих условиях моторное топливо подорожало за июнь на 6,5%, внеся прямой вклад в рост цен около 0,3 процентного пункта. Складывающаяся ситуация на топливном рынке – это шок предложения. ДКП должна реагировать только на его возможное влияние на рост цен через вторичные эффекты, прежде всего на рост инфляционных ожиданий. Масштаб возможных вторичных эффектов в значительной степени зависит от продолжительности шока. Принимаемые Правительством России меры будут способствовать постепенному расширению предложения топлива на внутреннем рынке.

Без учета топлива рост цен в непродовольственном сегменте оставался сдержанным. Укрепление рубля сыграло заметную роль в пониженной динамике цен в апреле – мае. Вместе с тем дезинфляционный эффект данного фактора исчерпал себя на фоне умеренного ослабления рубля во второй половине месяца: медианные темпы роста цен на товары с высокой и низкой чувствительностью к курсовой динамике в июне существенно сблизились (Рисунок 3). В начале июля темпы роста цен на отдельные товары и услуги, традиционно характеризующиеся высокой чувствительностью к изменениям обменного курса (туристические услуги, электроника, медикаменты), продолжили увеличиваться.

Ускорение роста цен на продовольственные товары в июне во многом объяснялось повышенным удорожанием овощей и фруктов. В июне оно компенсировало выходящее за рамки обычной сезонности снижение в весенние месяцы. В июле, по недельным данным, рост цен на фрукты и овощи вернулся к сезонной норме (Рисунок 4). Урожай тепличных овощей опережает прошлогодние показатели, что создает предпосылки для сдержанной динамики цен в последующие месяцы. Рост цен на продовольственные товары (без овощей и фруктов), входящие в ИПЦ, остается сдержанным.

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



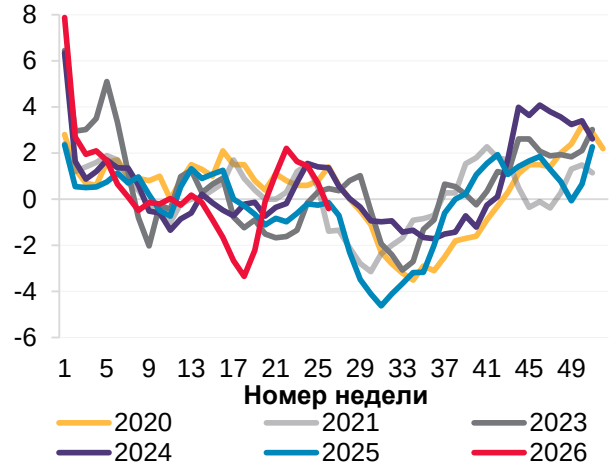
Источники: Росстат, расчеты ДИП.

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



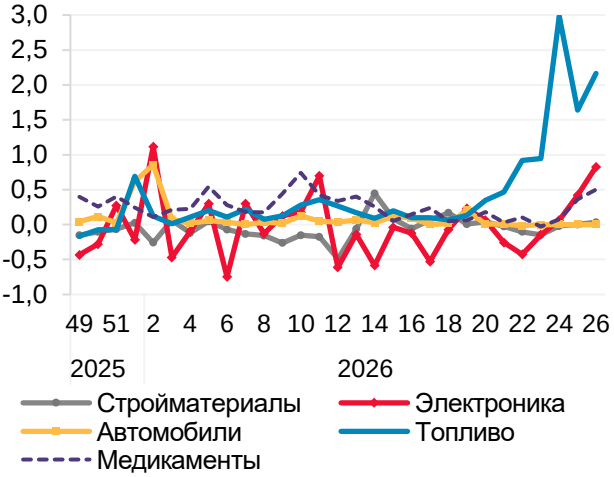
Источники: Росстат, расчеты ДИП.

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



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

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

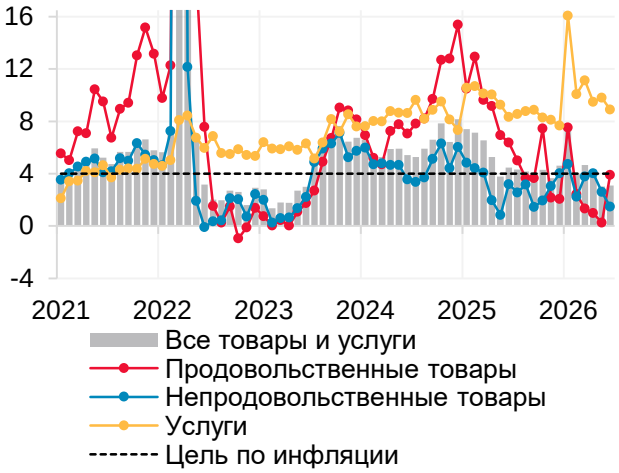


Источники: Росстат, расчеты ДИП.

Темп роста цен на услуги заметно снизился, до 6,8 с 10,1% м/м SAAR в мае. Однако такое замедление пока не кажется устойчивым. В значительной мере оно связано с аномальным снижением цен на отечественные услуги туризма, что может объясняться со-

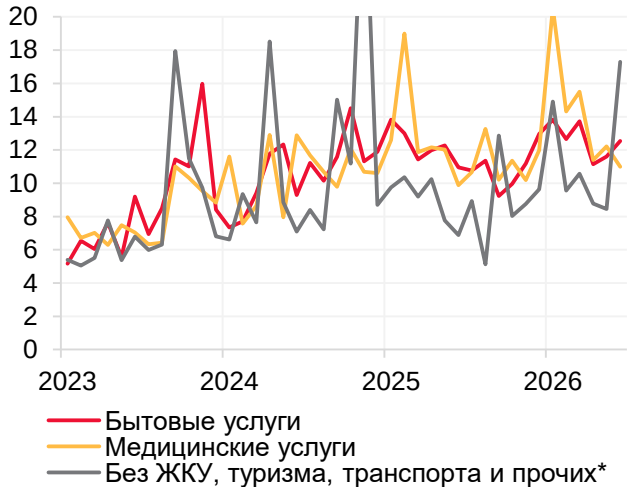
кращением спроса из-за трудностей планирования поездок на морские курорты. Медианный рост стоимости услуг стабилизировался на повышенном уровне (заметно выше уровня второго полугодия 2025 г., Рисунок 6). Рост цен на нерегулируемые услуги (бытовые и медицинские) остается очень высоким (Рисунок 7), что косвенно свидетельствует о сохранении повышенных темпов устойчивого роста цен.

Рисунок 6. Медиана роста цен (558 позиций в 2026 г.), % в годовом выражении



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

Рисунок 7. Рост стоимости отдельных категорий услуг, % м/м SAAR



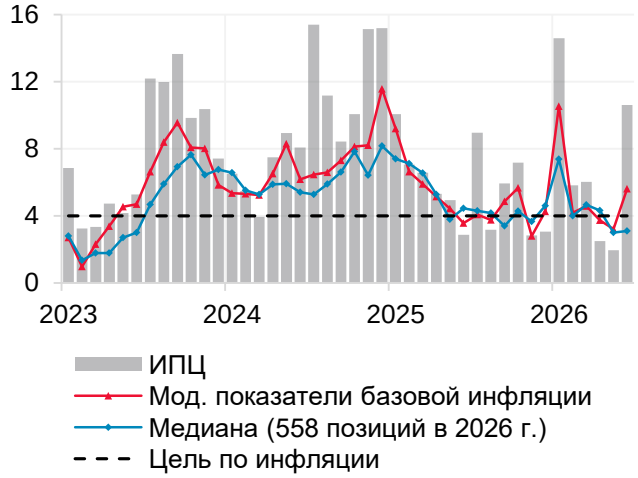
** Прочие услуги – ветеринарные, правовые, услуги банков, страхования, физ. культуры и спорта, посреднические услуги.*

Источники: Росстат, расчеты ДИП.

Показатели *устойчивой* инфляции в июне повысились, но в меньшей степени, чем общий рост цен (Рисунок 8). Среднее из оценок модифицированных показателей базовой инфляции составило 5,6% в годовом выражении, а медианный рост цен (оценка без учета весов отдельных компонентов корзины ИПЦ) – 3,1% в годовом выражении.[1] Оценки устойчивой инфляции менее подвержены влиянию временных и разовых факторов, чем общий рост цен, но полностью устранить влияние этих факторов технически достаточно проблематично. Поэтому значительные колебания общего роста цен в II квартале под воздействием разнонаправленных факторов отразились и на динамике оценок устойчивого роста цен.

[1] Увеличение разрыва между показателями базовой инфляции и медианы обусловлено тем, что в показатель, исключающий наиболее волатильные компоненты, была включена динамика цен на моторное топливо, поскольку на истрических данных она характеризовалась сравнительно низким значением среднеквадратического отклонения.

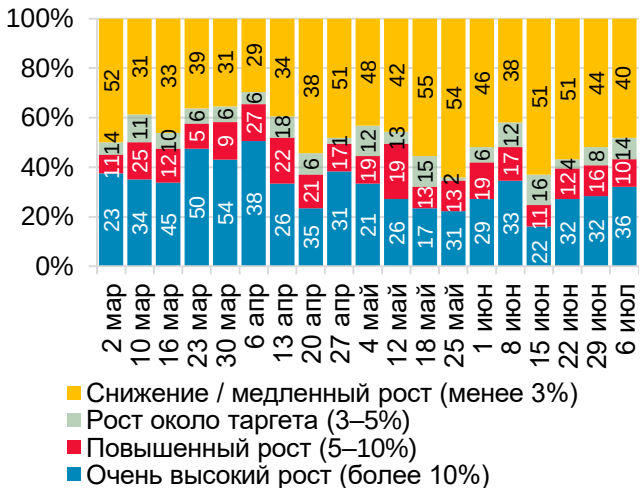
Рисунок 8. Показатели* базовой инфляции и медиана, % в годовом выражении



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

Источники: Росстат, расчеты ДИП.

Рисунок 9. Распределение индексов цен наблюдаемых на недельной основе категорий, % в годовом выражении



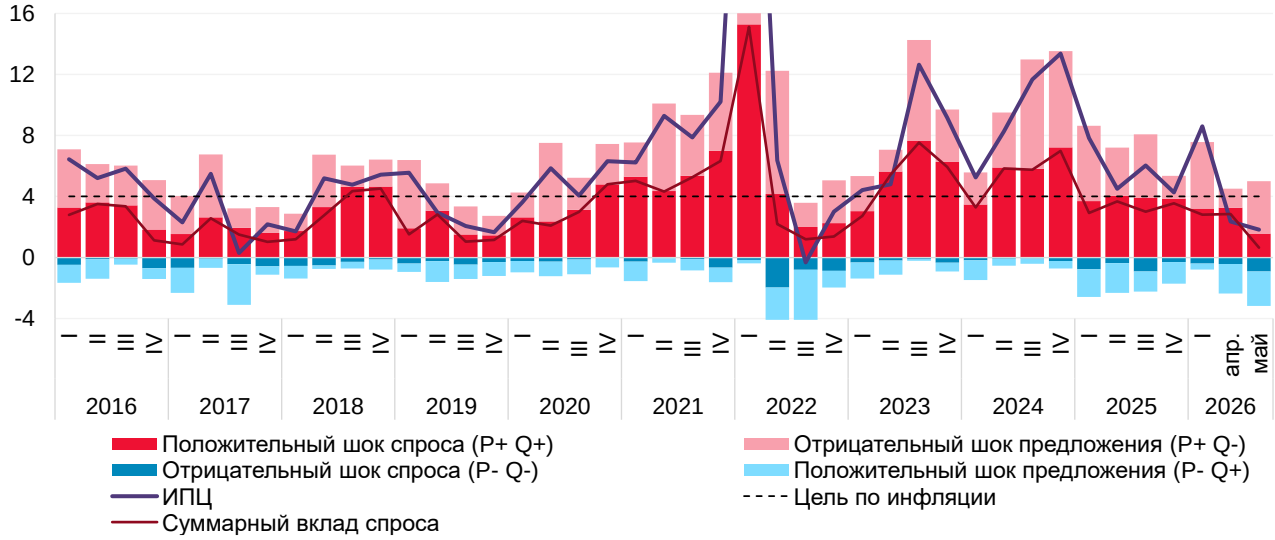
Примечание. Столбцы – доля позиций, числа – вес; без овощей, фруктов, регулируемых услуг и авиабилетов.

Источники: Росстат, расчеты ДИП.

По нашим оценкам, в мае совокупный вклад факторов спроса в рост цен резко сократился (Рисунок 10). Как и в случае с метриками устойчивого роста цен, мы связываем подобную динамику с повышенными колебаниями совокупного ИПЦ под влиянием временных факторов и непосредственно техническими особенностями подхода к построению декомпозиции динамики цен на шоки[2]. Так, положительные и отрицательные шоки спроса в модели идентифицируются исходя из сонаправленной динамики роста ИПЦ и объемов продаж (сдвиг кривой совокупного спроса вдоль кривой совокупного предложения). Поэтому на снижение вклада факторов спроса повлиял уход из данной категории, как правило, присутствующей там заметной части продовольственных товаров, спрос на которые в мае продолжил расти, но цены снизились (мясопродукты, масла, молочные продукты, сыр), а также услуг, рост цен на которые продолжился, но в мае сопровождался сокращением спроса (бытовые, туристические, спорт). Является ли это изменение баланса вклада факторов спроса и предложения в динамику ИПЦ временным явлением или будет иметь более устойчивый характер, можно будет судить после получения дополнительных точек за последующие месяцы. Пока по одной майской точке надежные выводы делать преждевременно.

[2] Декомпозиция основана на методологии в работе A. Shapiro (2022). Decomposing Supply and Demand Driven Inflation, Working Paper Series 2022-18, Federal Reserve Bank of San Francisco. Оценки получены на данных Росстата об обороте розничной торговли, которые выходят с месячным запаздыванием.

Рисунок 10. Декомпозиция* роста цен на шоки спроса и предложения, % к предыдущему периоду SAAR



** На данных по ИПЦ и физобъемам розничных продаж по 45 категориям (около 80% корзины**), без удаления тренда.*
*** Сумма вкладов отличается от общего ИПЦ, так как в продажах представлена не вся корзина.*

Примечание. Числа на графике – совокупный вклад факторов спроса.

Источники: Росстат, расчеты ДИП.

В целом в июне значительно снизилось влияние временных дезинфляционных факторов и резко усилилось влияние временных проинфляционных факторов. Устойчивое инфляционное давление под воздействием жестких ДКУ снизилось относительно среднего уровня 2025 года. Вместе с тем оно, вероятно, все еще превышает 4% и в условиях сохраняющегося заметного смещения баланса рисков в сторону проинфляционных не характеризуется выраженным трендом на снижение. Рост потребительского спроса в II квартале существенно ускорился, а уровень государственного спроса на среднесрочном горизонте может оказаться выше, чем ожидалось ранее. Текущая ситуация на топливном рынке и связанные с ней вторичные эффекты на динамику цен также важны с точки зрения принятия будущих решений по ДКП.

Недельная статистика, включающая в том числе оперативные данные за начало июля, показывает последовательное увеличение доли и веса позиций, характеризующихся ускоренным ростом цен, с середины июня (Рисунок 9). Мы полагаем, что это в значительной степени отражает постепенное перекладывание возросших издержек на топливо в конечные цены. Последовательное замедление инфляции до 4% и ее последующее поддержание вблизи цели требуют обеспечения жесткости ДКУ, учитывающей влияние наблюдаемой ценовой динамики на инфляционные ожидания.

2. Экономическая динамика

Уровень экономической активности в II квартале оказался выше уровня I квартала, что позволяет ждать перехода к росту ВВП в годовом выражении. Вместе с тем неоднородность по отраслям стала еще более выраженной, а экономика столкнулась с негативным шоком предложения.

Расширение потребительского спроса поддерживает рост выпуска в потребительском сегменте. Продолжают расти отрасли, получающие госзаказ. В то же время слабую динамику показывают отрасли инвестиционного сегмента. Сдерживает активность простой мощностей нефтепереработки из-за ухода НПЗ на внеплановый ремонт. Это косвенно сказывается прежде всего на активности в добыче нефти из-за невозможности быстро перенаправить сырую нефть на экспорт, а также на объемах транспортировки.

В условиях действия значимых шоков предложения следует максимально осторожно интерпретировать дальнейшую динамику фактических темпов роста ВВП. Так, с учетом ограничений на стороне предложения возможную умеренную динамику деловой активности в ближайшие месяцы не следует напрямую относить к дезинфляционному импульсу. Важное значение будет иметь оценка влияния вторичных эффектов на динамику активности в других отраслях.

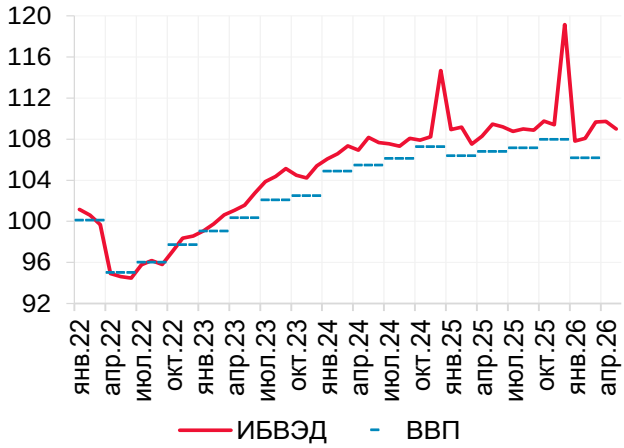
Накопленный эффект от снижения кредитных ставок поддерживает экономическую активность через ускорение роста кредитования. Анонсированный Минфином России пересмотр бюджетных параметров с переносом выхода на структурный первичный дефицит только в 2029 г. означает, что необходимое для обеспечения выхода экономики на сбалансированную траекторию роста расширение кредитования может оказаться меньше, чем ожидалось ранее. При этом чувствительность динамики кредитования к изменениям процентных ставок могла снизиться с учетом выросшей доли льготного кредитования. При прочих равных чем выше искажающее влияние данного фактора на эффективность трансмиссии, тем более высокий уровень ставок в рыночном сегменте необходим для достижения цели по инфляции.

2.1. Неравномерный рост экономики в II квартале

- Оперативные и опросные индикаторы Росстата указывают на то, что уровень экономической активности в II квартале оказался выше, чем в I квартале. Неоднородность динамики по отраслям остается высокой и даже усилилась, в том числе из-за отрицательных шоков предложения.
- В мае выпуск базовых отраслей немного снизился относительно апреля (Рисунок 11). Улучшение оценок текущей ситуации в опросах предприятий вкупе с оперативными данными свидетельствует о вероятном продолжении роста экономической активности в июне (Рисунок 12).

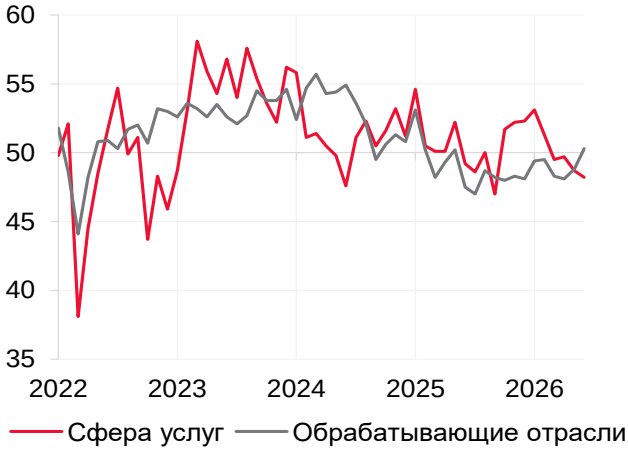
- Основными драйверами роста экономики остаются потребительский и государственный спрос. В частности, в мае продолжилось активное авансирование госзакупок. Устойчивый положительный тренд сохраняется в выпуске потребительских отраслей, среди которых одним из основных драйверов остается фармацевтика. Росту выпуска способствует ускорение расширения потребительского спроса после небольшой паузы в начале 2026 г. (Рисунок 16).
- Исключением в мае стало небольшое проседание потребления платных услуг. За этим стоит прежде всего ухудшение доступности отдельных привычных туристических направлений, что, вероятно, является временным фактором. При этом часть нереализованного спроса на туристические услуги могла быть перенаправлена на другие сегменты (например, существенно выросли продажи непродовольственных товаров). Июньские опросы предприятий и оперативные данные позволяют ожидать сохранения высокого уровня потребления и в конце II квартала.
- Динамика инвестиционного спроса демонстрирует противоположную картину. Инвестиции в основной капитал в I квартале продолжали корректироваться вниз с высокого уровня, достигнутого в последние годы (Рисунок 13). В инвестиционных отраслях в II квартале динамика выпуска остается разнонаправленной (Рисунок 15).
- Значимое негативное влияние на выпуск базовых отраслей в мае оказал рост внеплановых простоев НПЗ (Рисунок 11, Рисунок 14). Это привело к снижению производства нефтепродуктов, а также отрицательно сказалось на объемах добычи нефти (из-за невозможности быстро перенаправить сырую нефть на экспорт), оптовой торговли и грузооборота транспорта. Выпуск базовых отраслей, за исключением добычи нефти, нефтепереработки, оптовой торговли и грузооборота, в апреле – мае в среднем превысил уровень I квартала на 0,6% SA.
- Сигналы со стороны рынка труда остаются смешанными. В апреле впервые за долгое время произошло небольшое месячное снижение реальных заработных плат (-0,2% м/м SA, Рисунок 16), что проявилось в большинстве отраслей. Однако устойчивость данной тенденции неочевидна: предприятия в опросах уже продолжительное время говорят о снижении оценки дефицита кадров и планов найма. При этом признаки значимого уменьшения нагрузки на трудовые ресурсы пока отсутствуют. Спрос на труд превышает численность рабочей силы (Рисунок 18). Доходы домохозяйств позволяют им сохранять потребление на высоком уровне, при этом постепенно снижается норма сбережений.

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



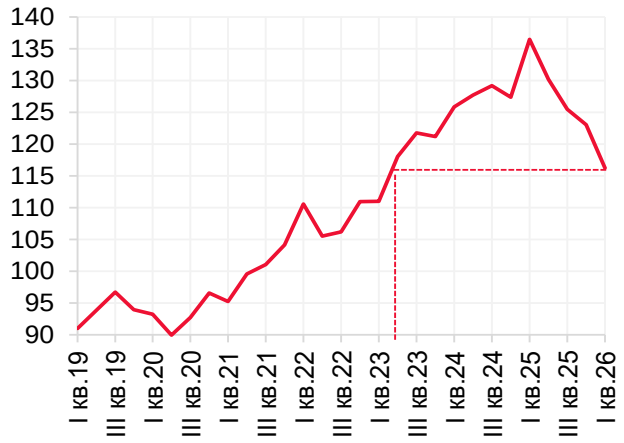
Источники: Росстат, расчеты ДИП.

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



Источник: S&P Global.

Рисунок 13. Инвестиции в основной капитал по полному кругу организаций, среднее за 2021 г. = 100, SA



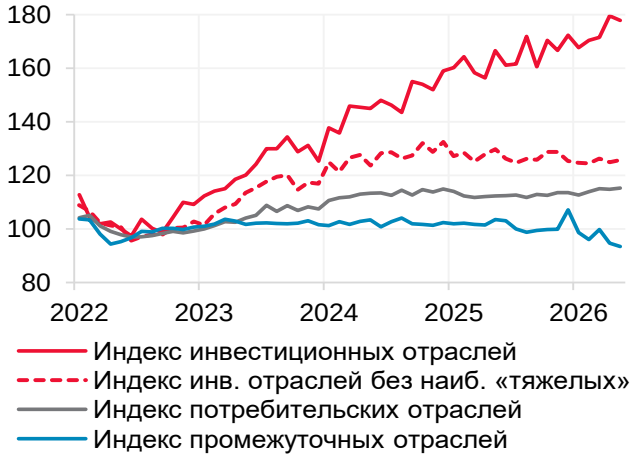
Источники: Росстат, расчеты ДИП.

Рисунок 14. Уровень выпуска, 2021 г. = 100, %, SA



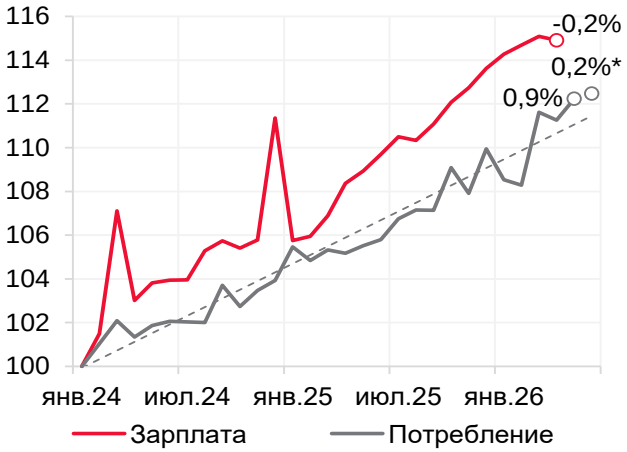
Источники: Росстат, расчеты ДИП.

Рисунок 15. Выпуск групп отраслей обрабатывающей промышленности[3], 2021 г. = 100, %, SA



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

Рисунок 16. Реальные заработные платы и потребление домохозяйств, 01.2024 = 100, п., SA



**В качестве данных за июн.26 взяты м/м SA оценки Сбера.*
Источники: Росстат, Сбер, расчеты ДИП.

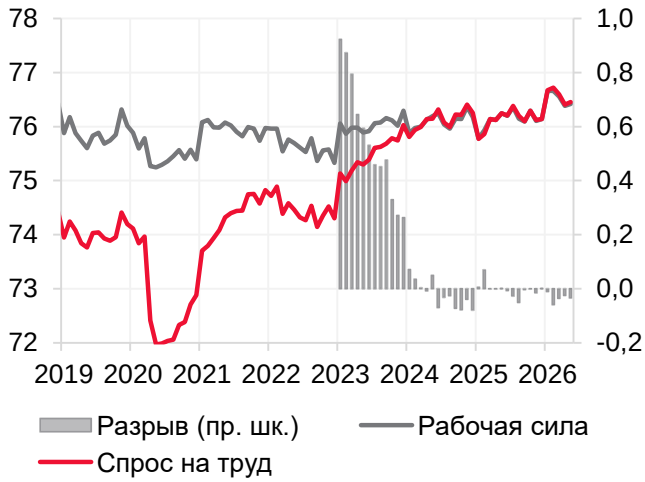
[3] Наиболее «тяжелые» в группе инвестиционных отраслей – производства готовых металлических изделий, кроме машин и оборудования и прочих транспортных средств и оборудования.

Рисунок 17. Уровень занятости, %



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

Рисунок 18. Спрос и предложение труда, млн человек SA



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

2.2. Кредитный импульс выходит из отрицательной области

- Накопленный с начала года рост требований к экономике[4] немного превысил траекторию 2025 г.: по состоянию на 1 июня он составил 2,8% с исключением влияния валютной переоценки (ИВП) (Рисунок 20).
- Основной вклад в ускорение роста требований к экономике внесло более активное увеличение рублевых корпоративных требований (Рисунок 21). В мае оно осталось значительно выше среднего темпа 2025 г. (1,5 против 0,9% м/м SA) и было поддержано кредитованием госкомпаний и застройщиков. В то же время в ряде отраслей замедлились темпы роста кредитного портфеля, вероятно, отражающие более умеренные инвестиционные планы и ожидания по выпуску и спросу.
- Розничный сегмент кредитования в мае продолжил демонстрировать динамику вблизи средних значений 2025 г. (0,3 против 0,2% м/м SA), но она была существенно ниже средних темпов роста 2016–2019 гг., когда инфляция находилась вблизи цели 4% (1,1% м/м SA). Средний темп роста ипотечного портфеля[5] с начала года низкий по историческим меркам[6] и составляет 0,6% м/м SA[7] (Рисунок 23). В ипотеке постепенно происходит расширение выдач в рыночном сегменте кредитования (изменение доли в выдачах: +2 п.п. за май, +25 п.п. с начала года) по мере снижения ставок. Потребительское кредитование выросло в большей степени за счет кредитов наличными.

[4] Рассматриваются все требования банковской системы (кредиты, облигации, векселя и прочие) к российским компаниям (финансовым и нефинансовым) и населению (физическим лицам и индивидуальным предпринимателям).

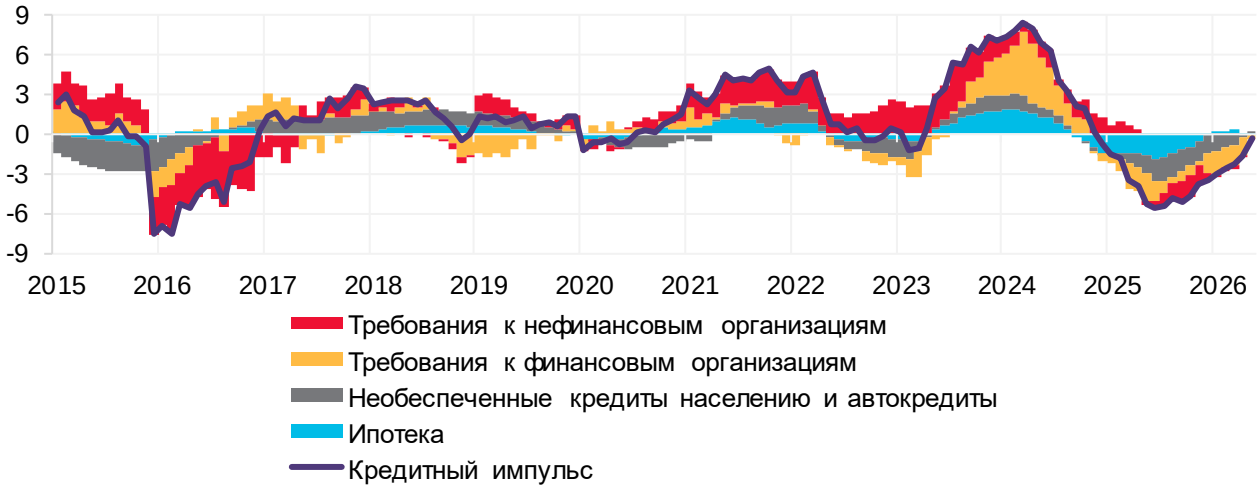
[5] С корректировкой на секьюритизацию.

[6] Вблизи нижней границы диапазона 2016–2019 годов.

[7] Без учета января 2026 г., когда динамика была обеспечена повышенным спросом на льготные кредиты.

- Согласно майским оценкам, показатель кредитного импульса[8] вышел из отрицательной области и достиг нулевой отметки (Рисунок 19). Восходящая динамика показателя отражает эффект от постепенного снижения ключевой ставки. С одной стороны, задача по снижению инфляции к целевому уровню 4% соотносится с положительным кредитным импульсом, которому соответствует устойчивый ненулевой рост потребительской активности, отвечающий потенциалу экономики. С другой стороны, с учетом лагов в трансмиссии от уже принятых решений по ДКП и смещения за последнее время баланса рисков для ценовой стабильности в проинфляционную сторону пространство для дальнейшего смягчения ДКП представляется ограниченным.
- Динамика денежных агрегатов в 2026 г. опережает траекторию 2025 г. и держится близко к верхней границе диапазона 2016–2019 гг. (Рисунок 22). По предварительной оценке, в июне рост денежной массы ускорился до 13,4 с 13,0% гг в мае, а рост широкой денежной массы остался на уровне 13,1% г/г с ИВП. Если в первые месяцы года основной вклад в рост денежной массы вносило опережающее расходование средств федерального бюджета, то в апреле – мае на первый план вышло ускорение роста корпоративного кредитования.

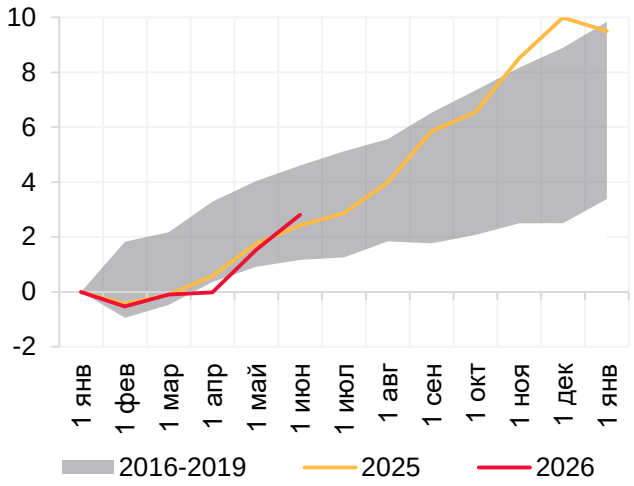
Рисунок 19. Кредитный импульс, % от ВВП



Источники: Банк России, расчеты ДИП.

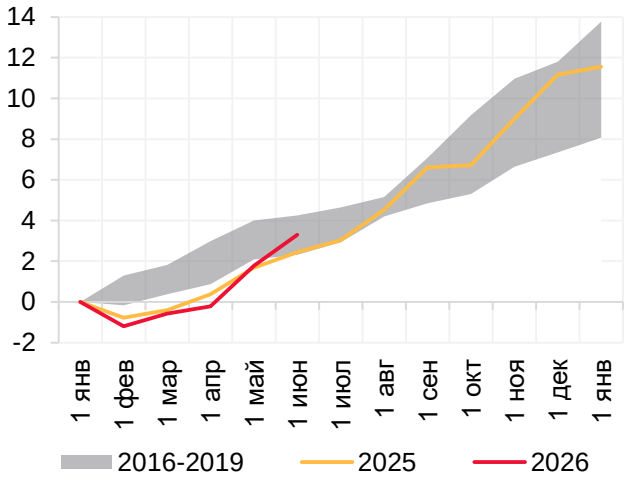
[8] Под кредитным импульсом подразумевается оценка отношения прироста выдач кредитов к ВВП.

Рисунок 20. Требования к экономике, % с начала года с ИВП



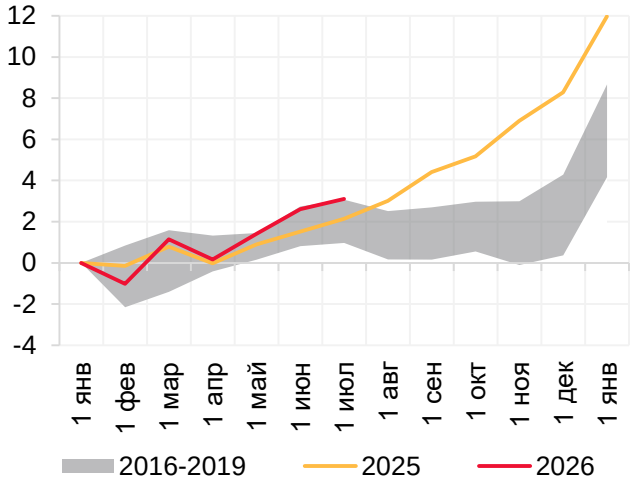
Источники: Банк России, расчеты ДИП.

Рисунок 21. Рублевые корпоративные требования, % с начала года



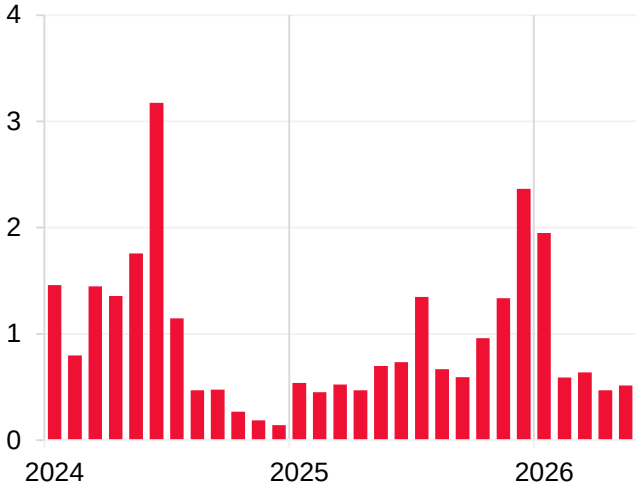
Источники: Банк России, расчеты ДИП.

Рисунок 22. Рост широкой денежной массы М2Х с ИВП, % с начала года



Примечание. На 1 июля 2026 г. – предварительная оценка.
Источники: Банк России, расчеты ДИП.

Рисунок 23. Рублевая задолженность по ИЖК с учетом ППТ[9], % м/м SA



Источники: Банк России, расчеты ДИП.

3. Финансовые рынки

В июне – начале июля волатильность на российских финансовых рынках выросла. Доходности ОФЗ увеличились после пересмотра ожиданий по ДКП в сторону менее мягкой. При этом активность качественных корпоративных заемщиков оставалась высокой. Июньская деэскалация на Ближнем Востоке повлекла за собой коррекцию нефтяных цен, которые вместе с тем остаются выше прошлогодних уровней, и некоторое ослабление рубля. В целом неопределенность вокруг дальнейшей динамики внешних условий по-прежнему остается высокой.

[9] С корректировкой на секьюритизацию.

3.1. Ожидаемая рынком траектория ключевой ставки сдвинулась вверх

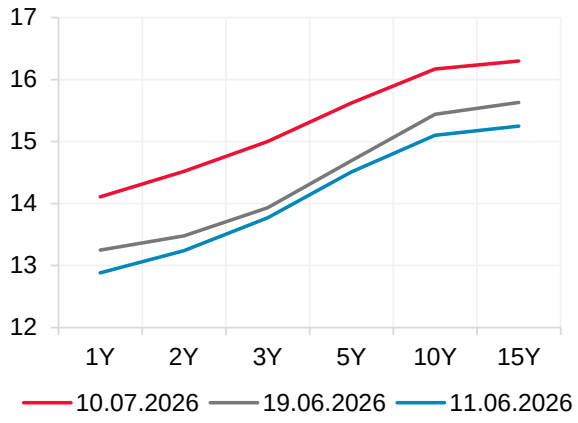
- Июньское решение Банка России не полностью совпало с ожиданиями инвесторов, которые рассчитывали на более существенное снижение ключевой ставки и более мягкую риторику. После июньского решения кривая доходностей ОФЗ сдвинулась вверх на 67–107 б.п. (Рисунок 24). Наиболее заметно поднялись доходности кратко- и среднесрочных ОФЗ на участке до 5 лет, а в долгосрочном сегменте (10–15 лет) они превысили 16% годовых.
- Инвесторы по-прежнему закладывают постепенное снижение ключевой ставки, ожидая ее вблизи 13,5% годовых или несколько выше к концу 2026 г. (Рисунок 25). При этом достаточно резкое расширение спреда между доходностями 10-летних ОФЗ и ключевой ставкой отражает высокую неопределенность относительно будущих внутренних и внешних условий и связанных с этим проинфляционных рисков.
- Компании продолжили активно привлекать средства на рынке публичного долга, несмотря на увеличение доходностей и расширение кредитных спредов. В июне размещенный объем корпоративных облигаций и цифровых финансовых активов вырос до 1,5 трлн руб.[10] (в мае – 1,2 трлн руб.), нетто-размещения составили 0,8 трлн руб. (Рисунок 27). Половину размещенного объема обеспечили рублевые флоатеры, в то время как в предыдущие месяцы их доля не превышала трети. Среди размещенных флоатеров выделялось несколько крупных выпусков секьюритизации льготных ипотечных кредитов и проектного финансирования. Однако крупные нефинансовые компании с высоким кредитным рейтингом также разместили флоатеры с умеренным спредом к ключевой ставке (около 140 б.п.).
- В июне средний курс доллара США вырос до 73,5 руб., юаня – до 10,8 руб. (в мае – 73,0 и 10,7 руб. соответственно). Усиление волатильности на валютном рынке в конце июня – начале июля было связано с общим пессимизмом на финансовых рынках, в то время как продажи валюты со стороны экспортеров снизились незначительно в сравнении с апрелем – маем. Курсы валют прочих СФР и развитых стран в этот период также снизились относительно доллара США (Рисунок 29).
- В США рост цен заметно ускорился, годовая инфляция в мае выросла до 4,2% (максимум с апреля 2023 г.). Инвесторы ожидают, что к концу 2026 г. ставка ФРС будет повышена с текущих 3,50–3,75% до 3,75–4,00% (CME FedWatch). Доходности 10-летних государственных облигаций США в период с 5 июня по 10 июля оставались около 4,6%, а доллар США продолжил укрепляться.
- В июне на фоне ускорения роста цен ЕЦБ повысил ставки на 25 б.п. (ключевая ставка достига 2,25% годовых), при этом рынки допускают дополнительное ужесточение ДКП до конца года. Инфляция в еврозоне составила 2,8%, что немного ниже

[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.

уровней апреля – мая. Доходность 10-летних государственных облигаций в Германии в период с 5 июня по 10 июля оставалась вблизи 3,0%, во Франции – выросла до 3,8 с 3,7%.

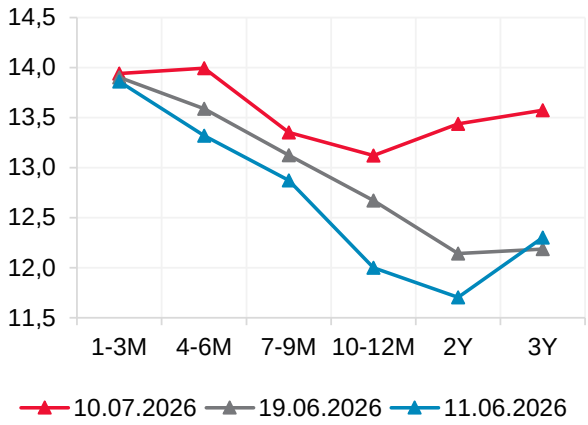
- На финансовых рынках СФР преобладали смешанные настроения. Уменьшение напряженности на Ближнем Востоке способствовало сокращению доходностей 10-летних государственных бумаг в Китае и Индии, имеющих относительно закрытые финансовые рынки, а также в Мексике. В то же время в Бразилии доходности государственных облигаций с 5 июня выросли до 14,3 с 14,2% при сохраняющемся высоком дефиците бюджета.

Рисунок 24. Кривая бескупонной доходности ОФЗ, % годовых



Источник: ПАО Московская Биржа.

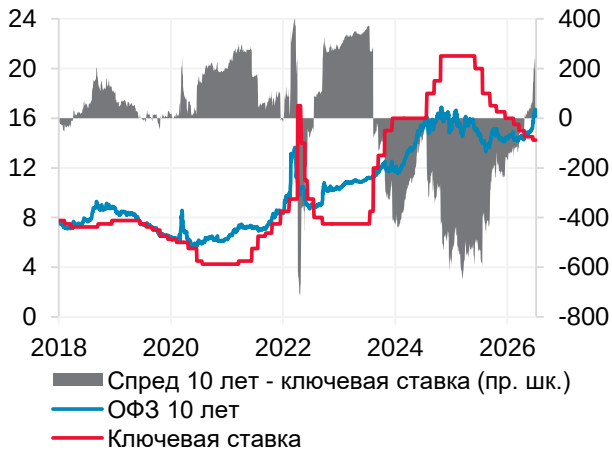
Рисунок 25. Ожидания по ключевой ставке Банка России из процентных свопов, % годовых



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.

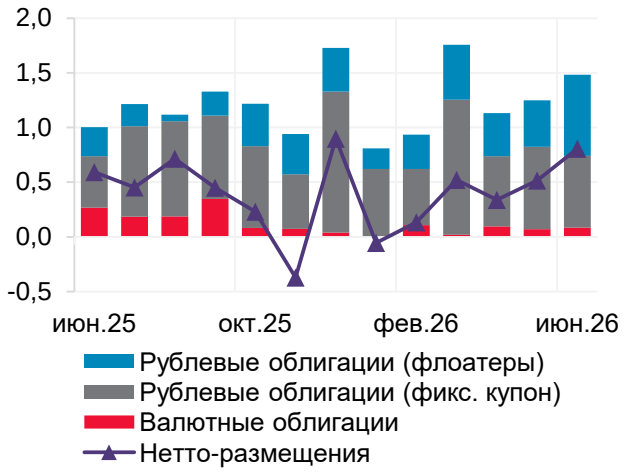
Источники: Банк России, Cbonds.

Рисунок 26. Доходности ОФЗ (% годовых) и спред к ключевой ставке (б.п.)



Источники: Банк России, ПАО Московская Биржа.

Рисунок 27. Объем первичных размещений корпоративных облигаций, трлн руб.



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

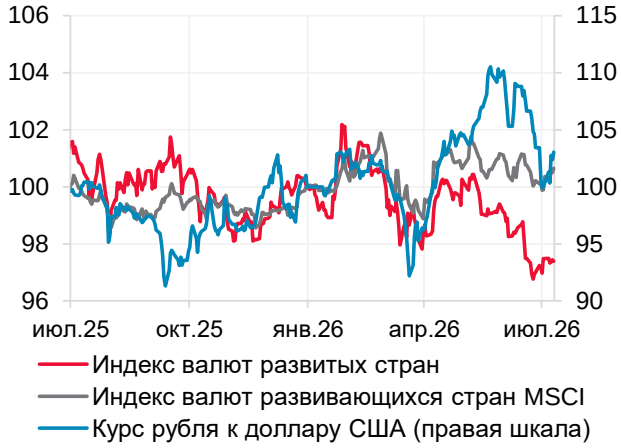
Источники: Cbonds, расчеты ДИП.

Рисунок 28. Волатильность официального курса доллара США, %



Источник: Банк России.

Рисунок 29. 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. Снижение сырьевых цен после деэскалации на Ближнем Востоке

- За период с 8 июня по 10 июля цены на большинство сырьевых товаров снизились после подписания меморандума о прекращении боевых действий между США и Ираном[11], но остались выше февральских доконфликтных уровней. Индекс цен на сырьевые товары Bloomberg уменьшился на 4%: цены на энергетические товары, драгоценные и промышленные металлы снизились на 12, 7 и 5% соответственно при росте котировок сельскохозяйственных товаров на 7% (Рисунок 30).
- Композитный индекс цен на товары российского сырьевого экспорта, рассчитываемый Центром ценовых индексов Газпромбанка[12], уменьшился опережающим темпом относительно мировых котировок. За этим стоит расширение дисконтов российских сортов нефти и нефтепродуктов к бенчмаркам вследствие окончания периода ослабления санкций США[13] при фронтальной понижательной коррекции коти-

[11] Страны взяли на себя обязательства к середине августа окончательно урегулировать разногласия, обеспечить безопасный проход судов через Ормузский пролив и полностью снять блокаду иранских портов.

[12] Взвешен по стоимостным объемам экспорта.

[13] США не продлили лицензию на покупку российской нефти и нефтепродуктов, загруженных на суда.

ровок товаров ненефтегазового экспорта – угля, удобрений, пшеницы, драгоценных[14] и цветных металлов[15]. Цена на нефть марки Urals[16] снизилась на 39%, до 54 долл. США / барр. (Рисунок 31).

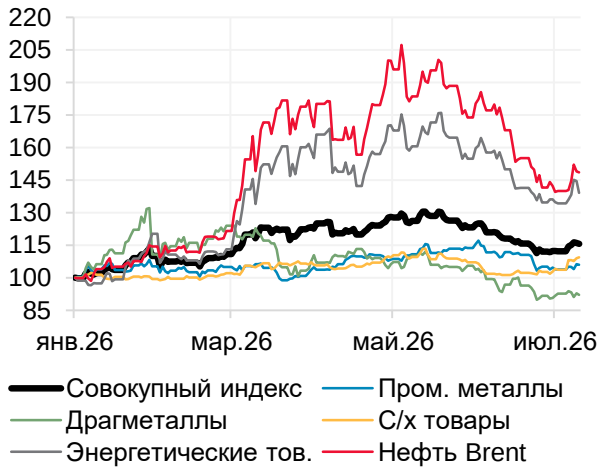
- Страны Персидского залива значительно нарастили экспорт нефти и нефтепродуктов благодаря оживлению движения судов через Ормузский пролив. Однако восстановление потоков проходит неустойчивыми темпами. Цена на нефть марки Brent снизилась на 19%, до 76 долл. США / барр., в условиях опережающего восстановления предложения над спросом. Решение стран ОПЕК+ увеличить квоты на август на 0,2 млн б/с также может способствовать более быстрому переходу нефтяного рынка от дефицита к излишку.
- Ведущие энергетические агентства пересмотрели прогнозы баланса на рынке жидкого топлива на 2026 г. в сторону меньшего дефицита (0,9 млн б/с), ожидая перехода к накоплению коммерческих запасов в странах – членах ОЭСР с IV квартала (Рисунок 32, Рисунок 33). Минэнерго США понизило прогноз цены на нефть марки Brent на 13 долл. США в 2026 г. и на 15 долл. США в 2027 г., до 82 и 65 долл. США / барр. соответственно.
- Понижательное давление на котировки природного газа на крупном европейском хабе (-3%) и СПГ в Азии (-13%) оказали планы Катара по ускоренному восстановлению производства СПГ (Рисунок 34). Катар рассчитывает возобновить до 50% производства СПГ в течение месяца после нормализации работы Ормузского пролива и до 80% – в течение 2 месяцев. Сдержал снижение цен на газ в Европе рост потребления голубого топлива из-за жаркой погоды при относительно низкой заполненности хранилищ (ПХГ) (Рисунок 35). Для пополнения ПХГ европейские страны могут продолжить импортировть больше российского газа, чем в прошлом году.
- Среди цветных металлов наибольшее снижение продемонстрировали цены на алюминий и никель. Снижение цен на алюминий объясняется восстановлением поставок из стран Ближнего Востока, а основное понижательное давление на цену никеля оказало решение Индонезии увеличить во второй половине года квоты на его производство.
- В июне вырос спрос на российскую пшеницу на фоне активизации закупок странами Ближнего Востока, Латинской Америки и Африки. Улучшение прогнозов урожая с учетом благоприятных погодных условий может позволить России укрепить позиции крупнейшего экспортера зерна.

[14] Котировки золота снизились на 5%, платины и серебра – на 7 и 12% соответственно.

[15] Цены на медь и свинец сократились на 1 и 5%, никель и алюминий – на 9 и 12% соответственно.

[16] На базисе CIF в порту Аугуста.

Рисунок 30. Индексы Bloomberg цен товаров и металлов (01.01.2026 = 100)



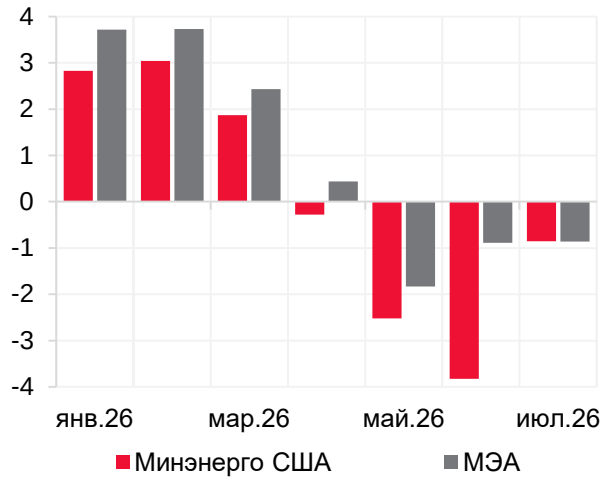
Источники: Investing.com, Bloomberg, расчеты ДИП.

Рисунок 31. Цена на нефть марки Urals, долл. США / барр.



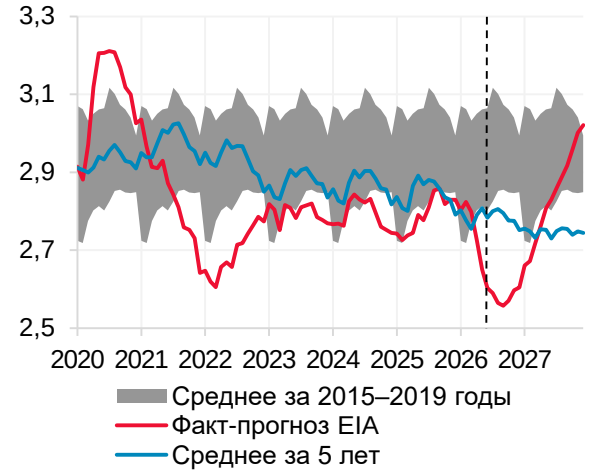
Источники: Investing.com, расчеты ДИП.

Рисунок 32. Оценки баланса жидких углеводородов на 2026 г., млн б/с



Источники: Минэнерго США, МЭА, расчеты ДИП.

Рисунок 33. Коммерческие запасы нефти и нефтепродуктов в странах ОЭСР, млрд барр.



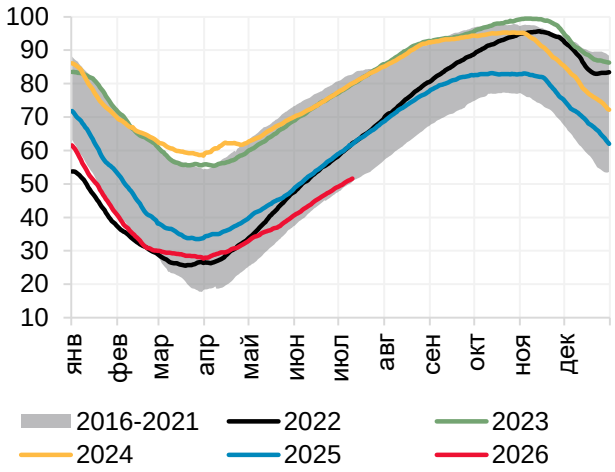
Источники: Минэнерго США, расчеты ДИП.

Рисунок 34. Цена на природный газ в Европе и СПГ в Азии



Источники: Investing.com, расчеты ДИП.

Рисунок 35. Запасы природного газа в ПХГ Европы, млрд куб. м



Источники: Bruegel, 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