



Банк России



О ЧЕМ ГОВОРЯТ ТРЕНДЫ Макроэкономика и рынки

Бюллетень Департамента исследований и прогнозирования

Май 2025

ОГЛАВЛЕНИЕ

Краткое содержание	3
1. Инфляция	5
1.1. В чем сила, рубль?	5
1.2. Укрепление рубля – важный канал дезинфляции	7
2. Экономическая динамика	12
2.1. Небольшое охлаждение экономической активности	12
2.2. Кредитование сдержало спрос	15
3. Финансовые рынки	17
3.1. Инвесторы ожидают постепенного снижения ключевой ставки	18
3.2. Страны ОПЕК+ ускорили восстановление добычи	20
В фокусе. Улучшение качества питания и продажи продовольственных товаров	23

Бюллетень подготовлен Департаментом исследований и прогнозирования по данным на 23.05.2025.
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

- В марте – апреле наблюдалась разнонаправленная динамика в разрезе отдельных секторов. Ухудшилась конъюнктура в ряде экспортных отраслей. Потребительский сегмент оставался в лидерах роста, хотя темпы роста и здесь стали более умеренными. Кредитование стабилизировалось на уровне, совместимом со сдержанными темпами роста денежной массы. На рынке труда существенных изменений пока не происходит – опросные данные предприятий позволяют говорить о том, что нехватка рабочей силы перестала нарастать, однако в марте зафиксирован очередной рекордно низкий уровень безработицы. Максимум годовой инфляции пришелся на март. В апреле и далее в мае текущие темпы роста цен заметно снижаются. Стабилизация инфляции на целевом уровне 4% в 2026 г. требует проведения жесткой денежно-кредитной политики длительное время. Траектория ключевой ставки будет определяться скоростью снижения инфляции и инфляционных ожиданий, балансом рисков для достижения цели по инфляции в 2026 году.
 - Текущие темпы роста потребительских цен в апреле – мае замедлились. В значительной степени это обусловлено эффектом переноса укрепления рубля, которое в существенной мере является отражением достигнутой жесткости денежно-кредитной политики. Торможение агрегированного спроса в экономике проявляется все более заметно. Это служит залогом закрепления дезинфляционных тенденций. При этом при оценке скорости дезинфляции важно учитывать, что для достижения цели по *годовой* инфляции в 2026 г. необходимо, чтобы *текущие темпы роста цен* – как общие, так и устойчивые – снизились до 4% в пересчете на год уже к концу 2025 года.
 - В марте большинство отраслей снизило деловую активность по сравнению с февралем с учетом сезонного и календарного факторов. Важным исключением стало частное потребление, которое увеличилось. Оперативные данные за апрель подтверждают сохранение деловой активности в целом на достигнутых уровнях (при существенных различиях между отраслями), а также замедление роста потребления.
 - Снижение градуса напряженности в сфере международной торговли и протекционистских пошлин придало оптимизма глобальным финансовым рынкам. Российский же рынок больше реагировал на геополитические новости и внутренние факторы. Рубль оставался крепким, получая поддержку от слабого спроса на импорт и активных продаж экспортной выручки. И на то, и на другое повлияла жесткая ДКП, ограничившая спрос на кредит и повысившая интерес к размещению временно свободных средств в рублевые инструменты под высокие процентные ставки.

В фокусе. Улучшение качества питания и продажи продовольственных товаров

- Рост розничных продаж продовольствия в последние годы опережал рост непродовольственных товаров, а в отдельные периоды и сегмент услуг
- Активный рост розничных продаж в продовольственном сегменте показывает не только наращивание физических объемов потребления продуктов питания на душу населения. В статистике проявляется и структурный сдвиг в пользу потребления продукции с более высокими качественными характеристиками.
- Это в том числе служит источником роста в продовольственном сегменте, стимулируя производство более сложных товаров с большей добавленной стоимостью и приводя к последовательному наращиванию выпуска продукции по всей производственной цепочке пищевой промышленности.

1. Инфляция

Рост потребительских цен с учетом сезонности в апреле замедлился. Показатели устойчивого ценового давления также преимущественно снижались. Значительный вклад в это внесло укрепление рубля, особенно в части непродовольственных товаров длительного пользования. При этом нерегулируемые цены на услуги, которые зависят от валютного курса слабее, чем от уровня потребительского спроса, все еще продолжали расти высокими темпами.

Эффект переноса укрепления рубля в цены еще будет наблюдаться какое-то время. С поправкой на эффект переноса рост цен стал несколько слабее по сравнению с ростом в IV квартале. Поэтому, если говорить про устойчивый рост цен, то он замедляется, но не так быстро, как следует из мартовских и апрельских данных, даже с поправкой на сезонный фактор. Ключевым соображением в оценке устойчивости замедления инфляции является суждение о том, в какой мере наблюдаемая динамика обменного курса есть отражение более сдержанной динамики спроса под влиянием проводимой жесткой ДКП.

Важно и то, что в ситуации высоких инфляционных ожиданий их инерционность при прочих равных условиях удлинняет переход к устойчиво низким темпам роста цен. Поддержание жестких денежно-кредитных условий продолжительное время придает необходимый импульс этому переходу.

1.1. В чем сила, рубль?

С начала 2025 г. рубль значительно укрепился по отношению к основным мировым валютам. За этим стоит действие нескольких факторов, устойчивость которых различается.

Во-первых, на рубль влияет проведение жесткой ДКП:

- Вслед за резким замедлением потребительского кредитования в условиях жесткой ДКП снизился спрос на товары длительного пользования, которые часто приобретают в кредит (электроника, бытовая техника). Замедление автокредитования стало одной из причин снижения спроса на автомобили. В продажах и тех и других товаров высока доля импорта, особенно если учесть поставки деталей и комплектующих для российской сборки. Поэтому следствием снижения спроса стало большее, чем предполагается сезонностью, сокращение импорта, в частности автотранспортных средств.
- Высокие процентные ставки в России создали значительный процентный дифференциал между рублевыми и валютными финансовыми инструментами. Это затронуло, в частности, ставки по депозитам и ставки на денежном рынке, что стимулировало опережающие продажи валюты экспортерами. Объемы этих продаж оказались сопоставимы с общим объемом экспорта и превышали потребности в оплате

текущих расходов и налогов. Таким образом, увеличилось предложение валюты на валютном рынке.

- По той же причине улучшился баланс трансграничных операций, в частности по трансграничным переводам физических лиц. В результате чистый спрос на валюту с их стороны сократился.

Во-вторых, определенную роль сыграла и традиционно благоприятная для рубля сезонность в I квартале. Она связана с низкой активностью импортеров в начале года. Эффект сезонности, возможно, усилился из-за празднования Нового года по восточному календарю в Китае, доля которого в российском импорте существенно возросла. В то же время экспорт традиционно возрастал от января к марту, что привело к расширению внешнеторгового сальдо.

В-третьих, на фоне ожиданий геополитической деэскалации произошло снижение российской страновой премии за риск. Это дополнительно повысило привлекательность российских финансовых активов в дополнение к высокому процентному дифференциалу.

В-четвертых, уменьшились задержки с получением выручки за экспорт одновременно с ростом поступления денежных средств от более ранних экспортных поставок (в этой части произошло сокращение объема предоставленных российскими компаниями торговых кредитов и авансов). Это увеличило объем полученной экспортерами валюты.

В-пятых, в части автомобильного рынка внутренний спрос просел также в связи с тем, что 2024 г. оттянул на себя часть спроса 2025 г. из-за масштабного инфраструктурного строительства в 2024 г. (сегмент грузовых автомобилей) и объявленных значительных повышений утильсбора (сегмент легковых автомобилей). В результате автодилеры накопили большой запас нераспроданных машин к концу прошлого года и значительно понизили объем новых импортных заказов.

Факторы поддержки рубля, связанные с ДКП, сохранятся так долго, как долго будет сохраняться текущая степень жесткости ДКП (причем характеристикой жесткости в части ценовых ожиданий являются не столько номинальные ставки, а реальные ставки с учетом ожидаемой инфляции). Действие других факторов (сезонного и прочих) может постепенно ослабевать.

Из других факторов, которые в дальнейшем будут влиять на экспорт и импорт и через них – на валютный курс, отметим снижение цен на нефть, произошедшее с начала года. Оно пока не полностью отразилось в стоимости российского нефтяного экспорта и поступлениях валютной выручки от него на валютный рынок. Вместе с тем в рамках бюджетного правила недополученные бюджетом базовые нефтегазовые доходы, связанные с пониженными ценами на нефть, будут компенсированы из Фонда национального благосостояния с «зеркалированием» этих операций Банком России через продажу валюты на валютном рынке. В этой части предложение валюты увеличится.

В части импорта можно ожидать проявления J-эффекта. В экономической литературе влияние валютного курса на внешнюю торговлю описывается в виде кривой в форме буквы J. Она предполагает, что подстройка импортных и экспортных потоков к

изменению валютного курса происходит не сразу, а с задержкой в несколько месяцев. В России такая подстройка происходит преимущественно на стороне импорта. Отсюда следует, что низкий импорт в I квартале 2025 г. еще частично отражал инерцию влияния слабого рубля в IV квартале 2024 года. В II-III кварталах импорт может продемонстрировать дополнительный прирост, реагируя на существенное укрепление рубля в I квартале.

Кроме того, традиционно российские граждане на валютном рынке действуют контрциклически: продают валюту при значительном ослаблении рубля и покупают ее при значительном укреплении. Чистые покупки валюты населением и в этот раз возросли. Однако увеличение пока не носит масштабного характера, в том числе вследствие сохранения высоких рублевых ставок, которые перекрывают инфляционные и девальвационные ожидания.

Резюмируя, отметим, что за укреплением рубля стоят как устойчивые, так и временные факторы. Действие последних может ослабевать и, возможно, менять направленность действия.

1.2. Укрепление рубля – важный канал дезинфляции

- Текущий рост потребительских цен в апреле – мае снижался по сравнению с показателем I квартала (8,2% к/к SAAR). Во многом это объясняется продолжающимся переносом укрепления рубля.
- Охлаждение совокупного спроса под влиянием ДКП происходит, но это постепенный процесс. Потребительский спрос остается сильным, риски возврата к повышенным темпам роста цен в случае сохранения высоких инфляционных ожиданий населения и бизнеса сохраняются. Устойчивое снижение инфляции до 4% и ее стабилизация на этом уровне требуют поддержания жестких денежно-кредитных условий продолжительное время.

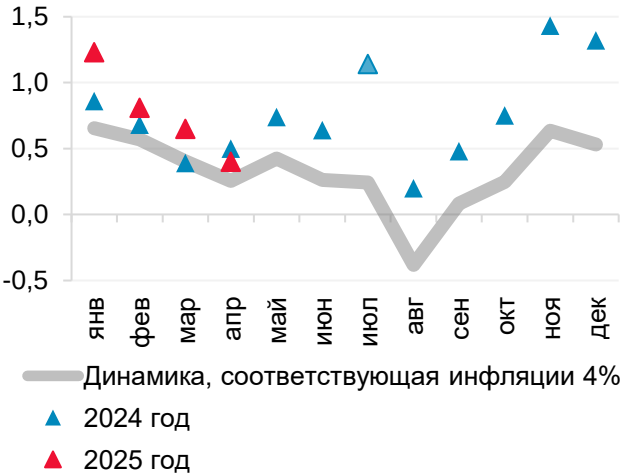
В апреле рост потребительских цен замедлился до 6,2 с 7,0% м/м SAAR в марте за счет товарного сегмента. Рост цен на продовольственные товары замедлился, но остался вдвое выше цели. Цены на непродовольственные товары снизились во многом из-за переноса укрепления рубля. При этом рост цен на услуги в апреле ускорился и остается самым высоким среди трех основных компонентов ИПЦ. Годовая инфляция прошла свой пик в марте и понизилась по итогам апреля – до 10,2 с 10,3% (Таблица 1). Оперативные данные мая указывают на продолжение замедления текущих темпов роста потребительских цен и годовой инфляции (Рисунок 9).

Таблица 1. Инфляция и ее компоненты

	Апр.	Апр.	Фев.	Мар.	Апр.
	2023	2024	2025		
% г/г					
Все товары и услуги	2,3	7,8	10,1	10,3	10,2
Базовая инфляция	2,0	8,3	9,6	9,7	9,2
Продовольственные товары	0,0	8,3	11,7	12,4	12,7
Непродовольственные товары	-0,3	7,0	6,1	5,9	5,4
Услуги	9,4	8,1	12,7	12,9	12,8
% м/м SAAR					
Все товары и услуги	4,1	7,1	7,4	7,0	6,2
Базовая инфляция	3,8	9,2	9,2	7,3	4,4
Продовольственные товары	2,2	5,0	10,1	10,4	8,0
– без плодоовощей	1,2	8,4	14,4	10,9	7,8
Непродовольственные товары	1,9	5,1	3,5	1,6	-0,7
– без нефтепродуктов	2,0	4,9	3,2	0,9	-2,0
Услуги	9,7	12,4	8,3	9,0	12,5
– без ЖКУ	12,3	15,4	10,4	11,9	16,4

Источники: Росстат, расчеты ДИП.

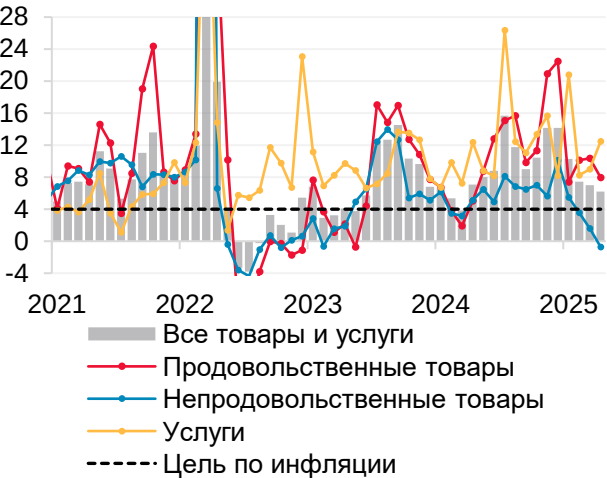
Рисунок 1. Рост цен, соответствующий инфляции 4%, % м/м



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

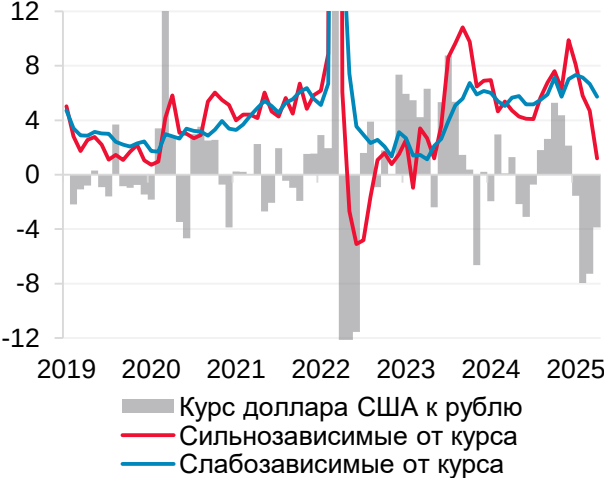
Рост цен на продовольственные товары в апреле замедлился до 8,0 с 10,4% м/м SAAR в марте (Рисунок 2). Удорожание овощей и фруктов, как и в марте, шло несколько быстрее, чем предполагается привычной сезонностью. Повышенными темпами продолжал дорожать картофель. Темп роста цен на прочее продовольствие снизился до 7,8 с 10,9% м/м SAAR. Рост цен на мясо и рыбу, молочные продукты, хлебобулочные и кондитерские изделия замедлился, но остался повышенным. [Ретейлеры отмечают смещение потребления в сторону более дорогих видов мяса](#) на фоне общего увеличения его потребления. Также усилилось снижение цен на яйца.

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



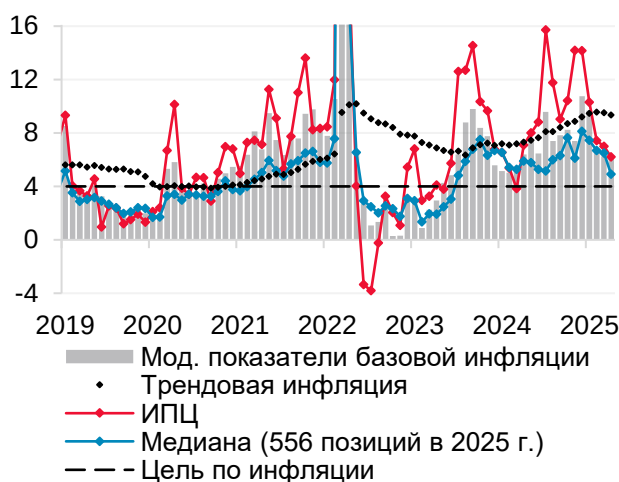
Источники: Росстат, расчеты ДИП.

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



Источники: Банк России, Росстат, расчеты ДИП.

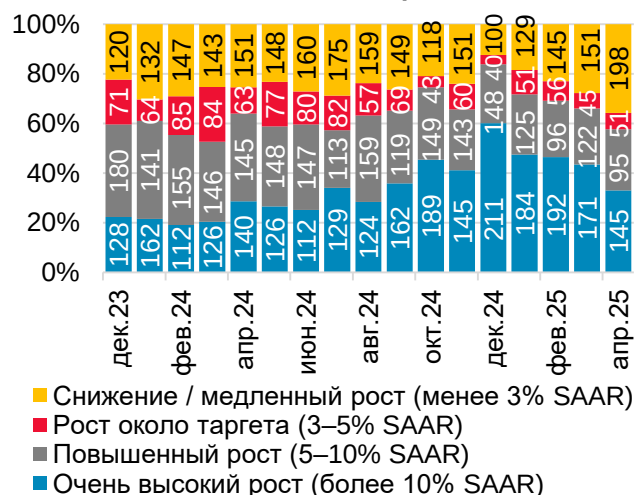
Рисунок 4. Показатели* базовой инфляции, медиана (% в годовом выражении) и оценка трендовой инфляции (% г/г)



* 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 цены перешли к снижению: -0,7% после 1,6% м/м SAAR в марте, в основном за счет товаров длительного пользования, где велика доля импорта (либо конечного, либо промежуточного). Это в значительной мере отражает эффекты укрепления рубля, которое в том числе произошло под действием жесткой ДКП. Медиана роста цен на товары и услуги с высокой чувствительностью к динамике валютного курса опустилась значительно ниже 4% м/м SAAR (Рисунок 3). Рост цен, аналитически скорректированный на изменение курса, остался близким к 10% м/м SAAR (Рисунок 6). Это, конечно, высокий уровень, однако он несколько ниже среднего уровня за второе полугодие 2024 г. и отражает вклад устойчивых компонентов в замедление текущих темпов роста цен. Похожий эпизод сильного замедления роста цен, который оказался временным, наблюдался в 2022 году. Тогда рубль после сильного ослабления, вызванного ростом геополитической напряженности, значительно укрепился, что на время остановило рост цен. Однако, после того как движение обменного курса изменило направление – как из-за ухудшения внешних условий, так и вследствие сохранения в целом мягкой ДКП (ключевая ставка 7,5% сохранялась до июня 2023 г. включительно), – рост цен ускорился.

Рост цен в услугах остается повышенным и не демонстрирует признаков устойчивого замедления: 12,5% м/м SAAR в апреле по сравнению с 9,0% м/м SAAR в марте. За этим прежде всего стоит динамика цен в наиболее волатильных компонентах услуг – туризме и транспорте. Рост стоимости в более устойчивых и нерегулируемых сегментах также остается высоким: в бытовых услугах 12,2% после 12,6% м/м SAAR в марте, в медицинских – 12,2% после 13,6%. Для устойчивого замедления роста цен и достижения ценовой стабильности нужна гораздо большая однородность в динамике и темпах роста цен разных компонентов потребительской корзины.

Аналитические показатели устойчивого инфляционного давления понизились в апреле, но остаются выше 4%. Среднее из оценок модифицированных показателей базовой инфляции понизилось до 6,1% в годовом выражении. Медианный рост цен оказался вблизи цели по инфляции, в частности благодаря существенному замедлению медианного роста цен на непродовольственные товары (Рисунок 4). Суммарный вес ускоренно дорожающих позиций продолжил снижаться (Рисунок 5). Оценка трендовой инфляции уменьшилась до 9,34 с 9,51% в марте. Недельные данные за май указывают на сохранение тренда на замедление текущего роста цен (Рисунок 10).

Рисунок 6. Рост цен, очищенный от влияния динамики курса, % м/м SAAR



Источники: Росстат, Банк России, расчеты ДИП.

Рисунок 7. Медианная циклическая и ациклическая инфляция, % м/м SAAR



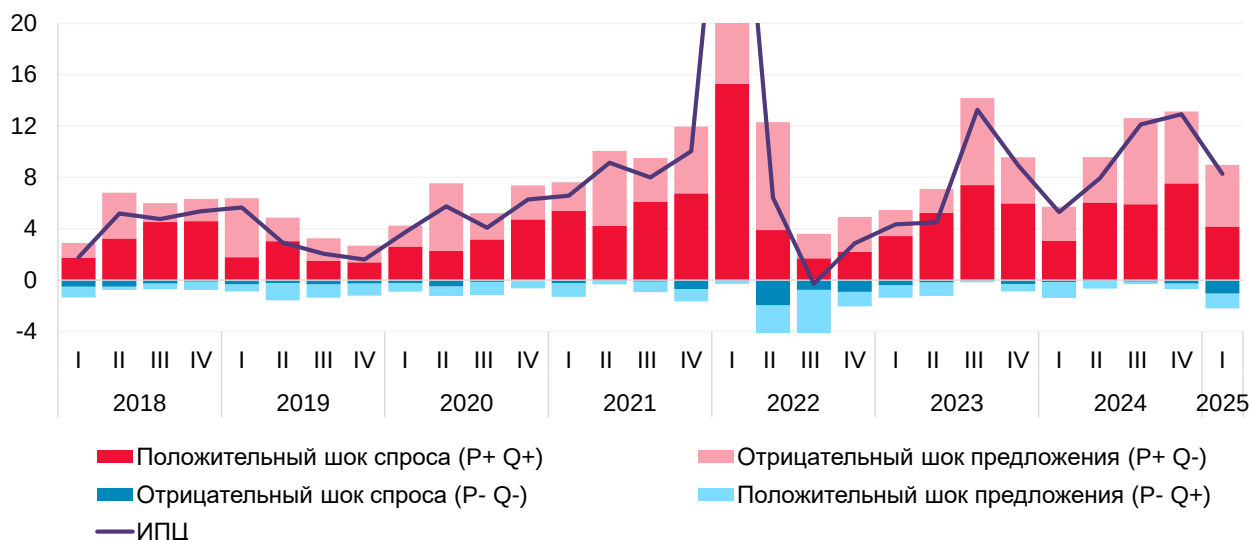
Источники: Росстат, Банк России.

Существенный вклад в снижение ценового давления вносит охлаждение спроса в результате проведения жесткой ДКП (часть этого влияния, как уже говорилось выше, реализуется в том числе через валютный канал трансмиссионного механизма ДКП, то есть через более крепкий рубль, которому способствует высокий уровень процентных ставок). Декомпозиция¹ роста цен на основе данных за I квартал впервые с 2022 г. одновременно показала заметное снижение проинфляционного влияния и усиление дезинфляционного влияния со стороны спроса (Рисунок 8). Циклическая инфляция², для оценки которой используется медиана роста цен компонентов с высокой чувствительностью к динамике деловой активности, также снижалась в течение I квартала и заметно сократилась в апреле (Рисунок 7).

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.

² Метод основан на гипотезе о том, что динамика цен на товары и услуги неодинаково реагирует на изменение деловой активности, в качестве показателя экономической активности используется индекс выпуска базовых отраслей. Подробнее см.: Овечкин Д. (2025). Декомпозиция индекса потребительских цен на циклическую и ациклическую составляющие.

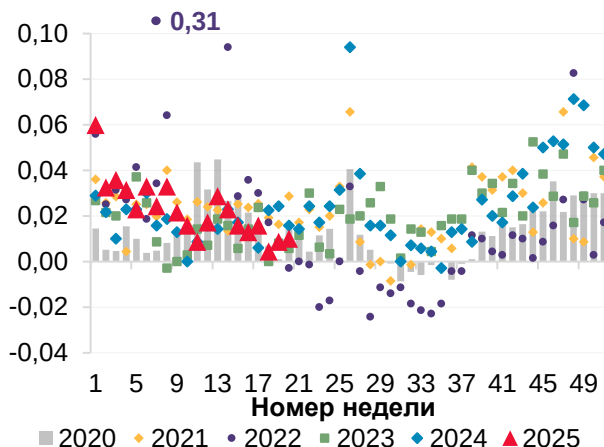
Рисунок 8. Декомпозиция роста цен*, % к/к SAAR



* 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.

Рисунок 9. Среднесуточный прирост цен, %



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

Рисунок 10. Темп роста стоимости и медиана распределения недельных приростов цен, %



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

Источники: Росстат, расчеты ДИП.

В целом инфляционное давление в первой половине II квартала продолжило уменьшаться, но то, какая часть этого снижения приходится на устойчивые факторы, связанные с более сбалансированной динамикой спроса, пока может быть оценено лишь приблизительно. Это в том числе отражается и в динамике ожиданий будущей инфляции, где пока сложно говорить о монотонном и синхронном снижении. Опрос Банка России показал дальнейшее снижение ценовых ожиданий предприятий при сохранении оценок издержек на уровне марта. В то же время [инфляционные ожидания населения](#)

несколько выросли. Для однозначного вывода о значимом сокращении устойчивой инфляции необходимы более убедительные свидетельства того, что инфляционные ожидания движутся в ту область, где они находились в период низкой инфляции 2017–2019 годов.

2. Экономическая динамика

Предварительные результаты I квартала показывают снижение ВВП с исключением сезонности по сравнению с IV кварталом 2024 г. (к/к SA). Однако судить на основании этого о падении экономической активности некорректно. Если вынести за скобки мощный разовый декабрьский всплеск производства в обрабатывающей промышленности и сопоставить уровни показателей производства в октябре – ноябре 2024 г. и феврале – марте 2025 г., то легко констатировать продолжение умеренного роста экономики в течение этого периода.

Тенденция к замедлению, особенно в промышленности, стала проявляться только с марта. То есть экономика плавно возвращается к сбалансированным темпам после двух лет быстрого роста, когда восстановительный рост спроса после спада в 2022 г. был дополнительно усилен и продлен значительным бюджетным и кредитным импульсом. При этом производственные возможности в этот период не поспевали за бурным ростом спроса, отражением чего стало повторное и значительное ускорение инфляции. Об этом же говорят данные о кредитной активности: рост портфеля корпоративных кредитов стабилизировался вблизи уровня, соответствующего прогнозному диапазону на 2025 г. и сопоставимого с ростом денежной массы, выводящим инфляцию на 4%.

2.1. Небольшое охлаждение экономической активности

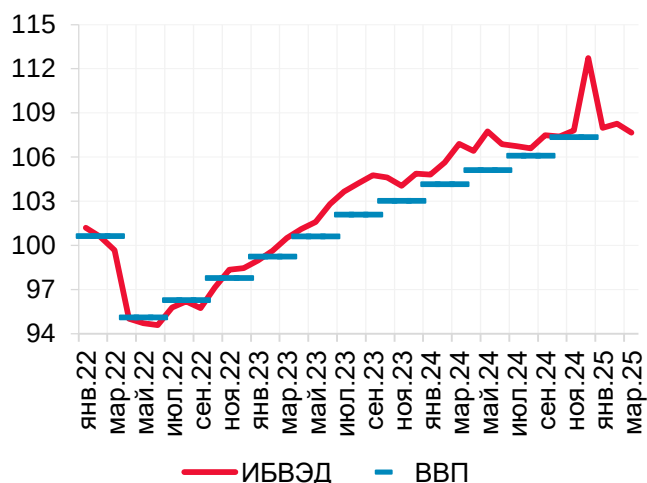
- Из предварительной оценки Росстата следует, что в I квартале произошло охлаждение экономической активности в России³. В значительной степени это можно объяснить эффектом высокой базы в конце 2024 г., когда случился резкий разовый всплеск производства в базовых отраслях (Рисунок 11). Данный показатель снизился в I квартале (-1,2% к/к SA), но остался выше осенних уровней. Вполне вероятно, что такие колебания связаны с особенностями отражения производственной активности в сдаваемой предприятиями статистической отчетности, а не с производственной активностью как таковой.
- Основным драйвером охлаждения стал, судя по всему, внешний спрос. Это видно по динамике добычи полезных ископаемых (Рисунок 13) и экспорта. При этом внутренний спрос, по нашим оценкам, демонстрировал более устойчивую динамику,

³ По оценке ДИП, ВВП в I квартале снизился на 1,0% к/к SA после роста на 1,2% в IV квартале 2024 года.

хотя темп его прироста снижался в том числе под действием жесткой ДКП, которая привела к более сбалансированной динамике кредитования.

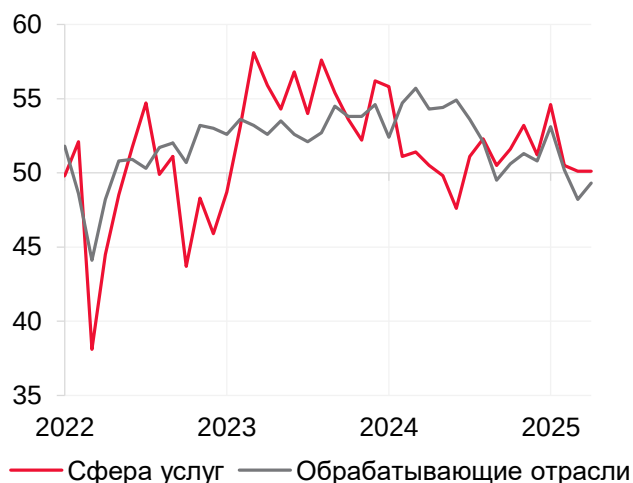
- В разрезе отраслей основным драйвером динамики ВВП выступила промышленность. Сдерживающий характер ДКП постепенно находит отражение в нормализации спроса и динамики выпуска потребительских и инвестиционных отраслей (стройматериалы⁴, автомобили, одежда, Рисунок 14). При этом государственный спрос, судя по динамике бюджетных показателей, оставался высоким.
- Несмотря на замедление динамики трат в I квартале (прежде всего в непродовольственном сегменте, Рисунок 15), рост доходов в условиях сохраняющейся высокой жесткости рынка труда по-прежнему поддерживал потребительский спрос на повышенном уровне. В начале II квартала дефицит кадров на рынке труда остался значительным, хотя и перестал нарастать. В марте уровень безработицы обновил исторический минимум (2,2% SA, Рисунок 17), занятость вернулась к росту (Рисунок 18), а апрельские данные HeadHunter показали стабилизацию рекрутинговой активности после охлаждения в предыдущие месяцы (Рисунок 20). На этом фоне возросли потребительская уверенность и склонность к осуществлению крупных покупок (Рисунок 19).
- Судя по данным опросов⁵ и оперативной статистике (Рисунок 12, Рисунок 16), в начале II квартала деловая и потребительская активность осталась близка к уровню конца I квартала.

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, IV квартал 2021 г. = 100

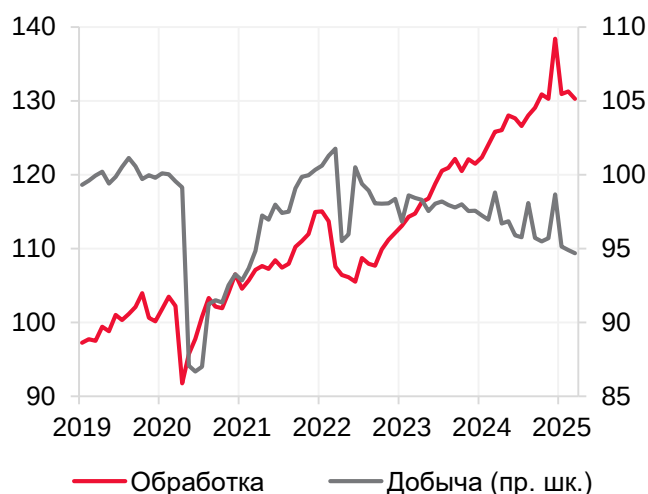


Источник: S&P Global.

⁴ В связи с этим примечателен наметившийся разворот в динамике выпуска отрасли строительства (-1,1% м/м SA), несмотря на значительное снижение объема производства цемента, стекла и прочего, долгое время демонстрировавший устойчивую динамику за счет ввода в эксплуатацию ранее начатых проектов.

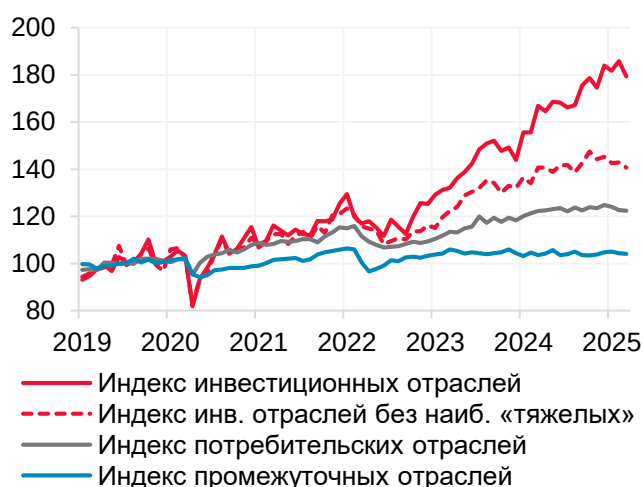
⁵ В апреле ИБК Банка России вырос на 0,1 п., до 4,8 пункта. По данным опросов S&P Global, снижение деловой активности практически прекратилось (сводный индекс PMI повысился до 49,8 пункта). Индекс прогнозов промышленности ИНП РАН несколько скорректировался вниз, оставшись в положительной области. Результаты всех опросов фиксировали ослабление ценового давления.

Рисунок 13. Добыча полезных ископаемых и обрабатывающее производство, 2019 г. = 100, SA, %



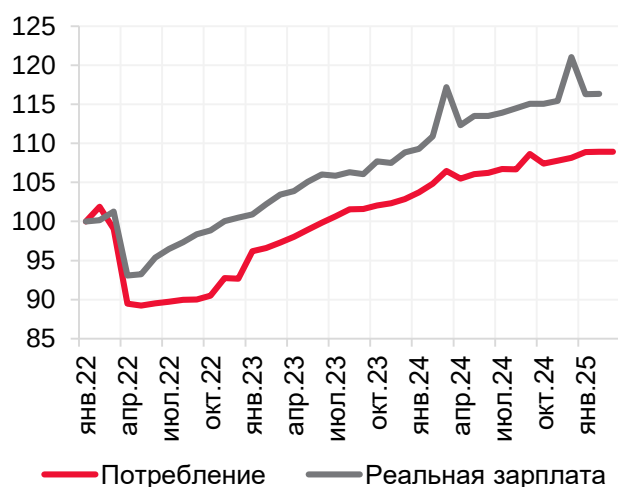
Источники: Росстат, расчеты ДИП.

Рисунок 14. Выпуск групп отраслей обрабатывающей промышленности, 2019 г. = 100, SA, %⁶



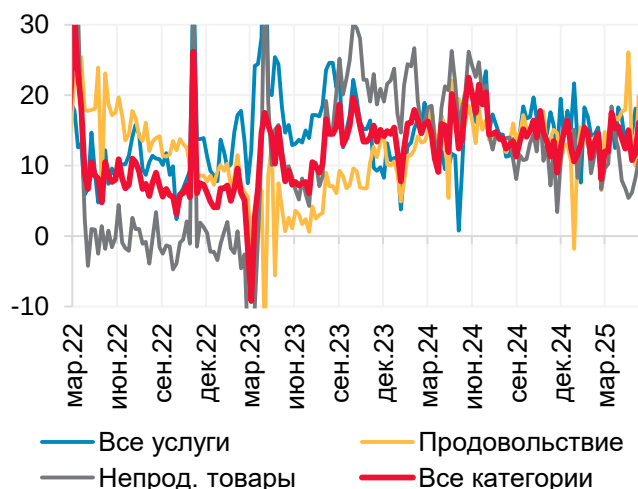
Источники: Росстат, расчеты ДИП.

Рисунок 15. Прокси-показатель потребления (сумма оборота розницы, услуг и общепита) и реальной зарплаты, январь 2022 г. = 100, SA, %



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

Рисунок 16. Рост номинальных расходов на товары и услуги, % г/г



Источник: СберИндекс.

⁶ Под наиболее «тяжелыми» в группе инвестиционных отраслей подразумеваются производства готовых металлических изделий, кроме машин и оборудования и прочих транспортных средств и оборудования.

Рисунок 17. Уровень безработицы, %



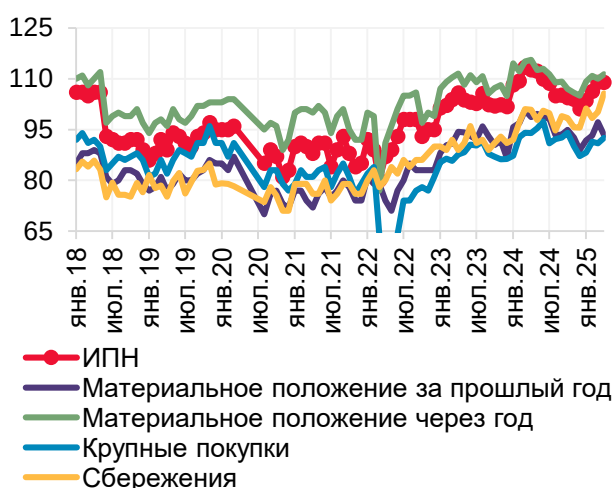
Источники: Росстат, расчеты ДИП.

Рисунок 18. Уровень занятости, %



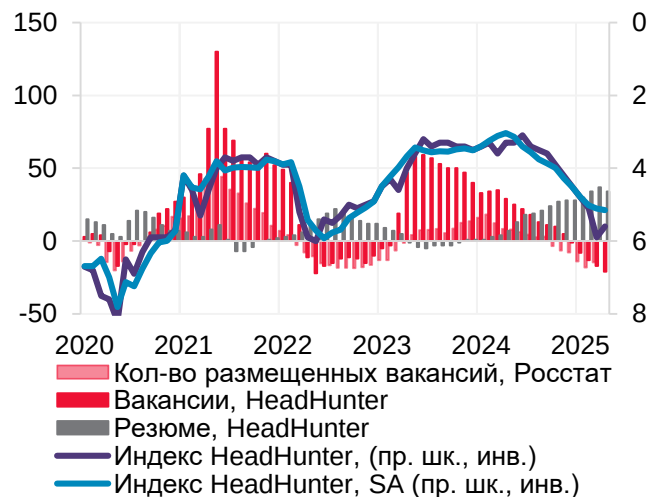
Источники: Росстат, расчеты ДИП.

Рисунок 19. Индексы потребительских и финансовых настроений населения, п.



Источник: ООО «ИНФОМ».

Рисунок 20. Количество резюме, вакансий (% г/г) и индекс HeadHunter



Источники: HeadHunter, Росстат, расчеты ДИП.

2.2. Кредитование сдержало спрос

- Кредитование вносит все больший вклад в переход к более сдержанным темпам роста совокупного спроса. В апреле кредитный импульс продолжил снижение, опустившись ниже «пандемийного» уровня. Положительный вклад со стороны требований к нефинансовым организациям снизился, а отрицательный вклад розничного кредитования увеличился (Рисунок 21). Отрицательное значение показателя означает, что кредит за последние 12 месяцев (с мая 2024 г. по апрель 2025 г.) создал меньше спроса в экономике, чем за предшествующий 12-месячный период (с мая 2023 г. по апрель 2024 г.).

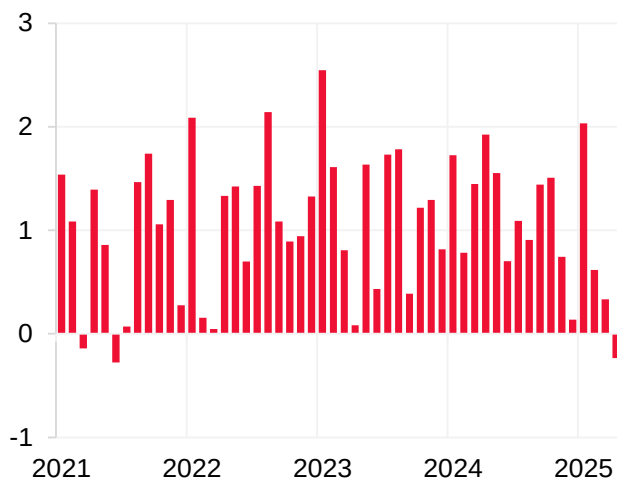
- Розничный портфель (с поправкой на сезонность) в марте не изменился. В апреле, по предварительным оценкам, наблюдалась схожая динамика. Основной вклад в охлаждение кредитования вносит снижение спроса на кредиты на фоне высоких ставок. Число заявок на кредиты заметно снизилось относительно средних уровней прошлых лет (Рисунок 24), при этом доля одобренных заявок даже немного выросла в сравнении с показателем конца 2024 г. (Рисунок 25). Влияние ужесточения макропруденциальных требований вносит, по всей видимости, небольшой вклад в общее замедление кредитования, ограничивая накопление излишних рисков в определенных сегментах рынка.
- Сдержанные темпы роста потребительского кредитования в марте – апреле способствовали охлаждению потребительского спроса. Это особенно заметно в сегменте непродовольственных товаров. В нем снижение кредитования носит более выраженный характер по сравнению с ипотечным сегментом, который поддерживается льготными программами.
- В апреле денежная масса M2 снизилась на 0,4% м/м SA (+0,2% м/м SA в марте), а денежная масса M2X (с исключением валютной переоценки) – на 0,2% м/м SA (+0,3% м/м SA в марте) (Рисунок 22). Прирост денежной массы с начала 2025 г. держится существенно ниже среднего уровня 2023–2024 гг., что будет способствовать постепенному снижению инфляционного давления.

Рисунок 21. Кредитный импульс, % от ВВП



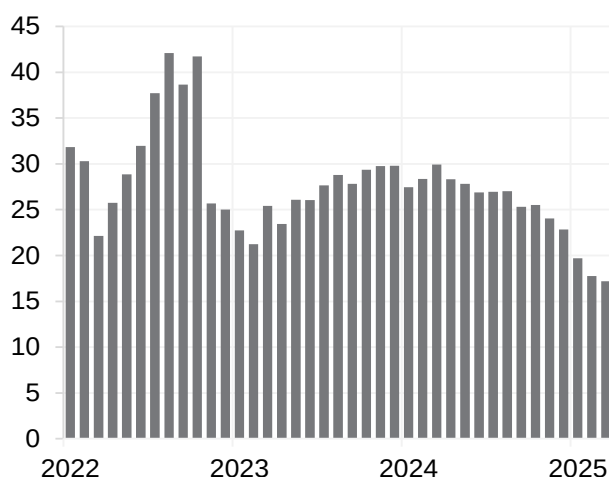
Источники: Банк России, расчеты ДИП.

Рисунок 22. Прирост широкой денежной массы M2X (с исключением влияния валютной переоценки), % м/м SA



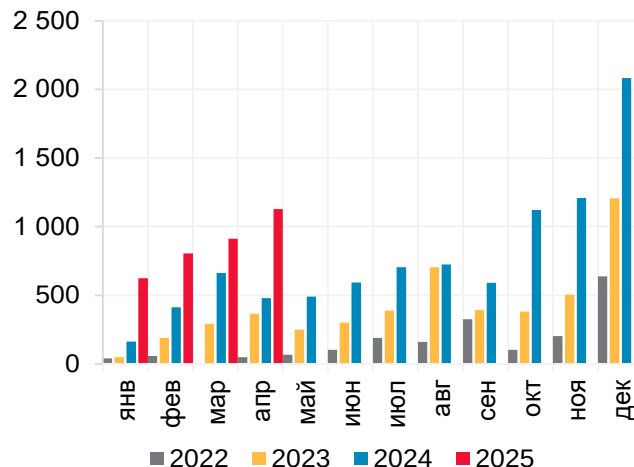
Источники: Банк России, расчеты ДИП.

Рисунок 24. Заявки населения на кредит, млн ед.



Источники: БКИ, расчеты ДИП.

Рисунок 23. Объем эмиссии облигаций⁷, млрд руб.



Источники: Cbonds, Банк России, расчеты ДИП.

Рисунок 25. Одобренные заявки населения на кредит, млн ед.



Источники: БКИ, расчеты ДИП.

3. Финансовые рынки

Достижение компромиссов во внешнеторговых спорах и уровне взаимных импортных пошлин между США и другими странами снизило риски возникновения рецессии. Это придало оптимизма глобальным финансовым рынкам. Российские же товарные и финансовые рынки в апреле – мае показали разнонаправленную динамику. На валютном рынке рубль успешно удерживал позиции и даже дополнительно укреплялся относительно других валют. Цены на сырьевые товары менялись в разных направлениях, а цены на акции и гособлигации преимущественно снижались – вероятно, из-за завышенных ожиданий быстрой геополитической разрядки.

⁷ Без учета банковских облигаций и секьюритизации.

3.1. Инвесторы ожидают постепенного снижения ключевой ставки

- Волатильность на российских рынках в апреле и мае оставалась повышенной из-за геополитической неопределенности.
- Рубль продолжил укрепляться, прежде всего благодаря высоким продажам экспортной выручки и пониженному спросу на валюту со стороны импортеров. Курс доллара США снизился до 79,7 руб., а юаня – до 11,1 руб., при этом в апреле средняя стоимость этих валют составляла 83,3 и 11,4 руб. соответственно (Рисунок 29). В дальнейшем положительное внешнеторговое сальдо, вероятно, несколько сократится: стоимость экспорта отразит снижение экспортных цен с начала года, а объем импорта возрастет вслед за укреплением рубля и снижением относительных цен импортных товаров.
- Апрельское решение Банка России сохранить ключевую ставку на уровне 21% и сигнал о снизившейся вероятности дополнительного ужесточения ДКП привели к снижению доходностей ОФЗ, однако оно было недолгим. В мае доходности увеличились на фоне пониженной торговой активности на вторичном рынке. Доходности кратко- и среднесрочных ОФЗ вернулись к значениям, которые наблюдались непосредственно после решения о ключевой ставке, в то время как в долгосрочном сегменте они превышают эти уровни на 38–48 б.п. (Рисунок 26).
- Заложенная в цену процентных инструментов траектория ключевой ставки снизилась в конце мая на фоне замедления текущих темпов роста цен. Инвесторы ждут небольшого снижения ставки уже на ближайшем заседании, при этом закладывают постепенное смягчение ДКП, что в целом соотносится с сигналами Банка России о необходимости поддержания жестких денежно-кредитных условий длительное время для устойчивого снижения инфляции (Рисунок 27).
- Спрос на первичных размещениях ОФЗ с фиксированным купоном в II квартале складывается ниже, чем в феврале – марте. С начала квартала размещенный объем ОФЗ составил 592 млрд руб. по номиналу, что составляет почти половину квартального плана Минфина. Годовой план заимствований выполнен на 32%⁸. Запрашиваемая инвесторами на аукционах премия к доходности на вторичном рынке остается повышенной.
- Компании продолжили активно размещать облигации, при этом в ожидании постепенного снижения стоимости заимствований они все чаще отдают предпочтение флоатерам. В апреле размещенный объем корпоративных облигаций и ЦФА составил 1,4 трлн руб.⁹ (нетто-прирост за вычетом погашений: +0,5 трлн руб.), что сопоставимо с мартовскими показателями (Рисунок 28). Доля флоатеров выросла до 42% от размещенного объема облигаций, что является максимумом с августа 2024

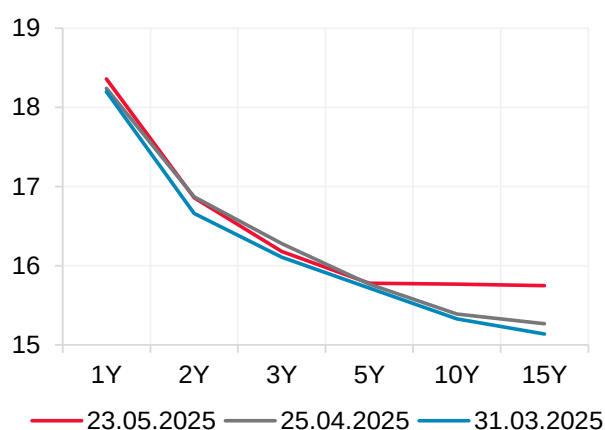
⁸ Выручка за вычетом накопленного купонного дохода.

⁹ Расчеты на основе данных Cbonds без учета замещающих облигаций и выпусков со сроком погашения менее одного месяца. Валютные выпуски конвертированы с использованием официального курса Банка России на дату размещения и погашения.

года. Кроме того, отдельные экспортеры продолжили занимать средства через квази валютные облигации¹⁰.

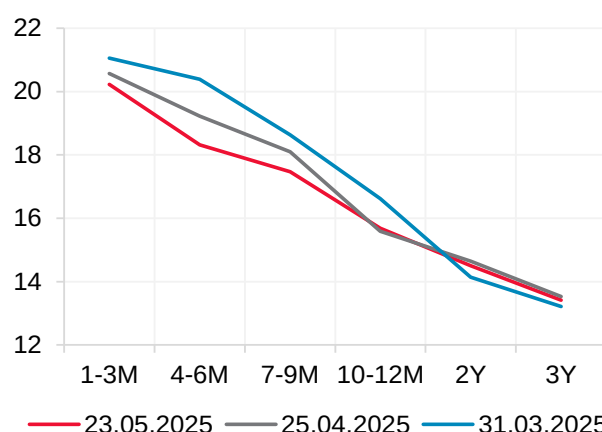
- После кратковременного роста в конце апреля индекс акций МосБиржи вновь опустился к уровням начала года.
- Мировые финансовые рынки позитивно отреагировали на отсрочку введения торговых пошлин и взаимное их снижение США и Китаем. Восстановление аппетита к риску привело к росту основных фондовых индексов, увеличению котировок энергоресурсов и притоку капитала на развивающиеся рынки. Снижение протекционизма уменьшает риски для роста экономики США, в связи с чем инвесторы стали ожидать от ФРС более медленного снижения ставки. Если в апреле рынки допускали три-четыре снижения ставки по 25 б.п. каждая до конца 2025 г., то в конце мая они закладывают только два снижения – до 3,75–4,00% (CME FedWatch).
- На фоне жесткой риторики ФРС и сохраняющегося на повышенном уровне бюджетного дефицита доходности 10-летних государственных облигаций США вернулись к 4,5%, хотя в конце апреля опускались до 4,2%. При этом понижение агентством Moody's кредитного рейтинга США не вызвало заметного роста волатильности на рынках, так как S&P и Fitch приняли такое решение еще в 2011 и 2023 гг. соответственно.
- Прогресс на торговых переговорах привел к снижению стоимости государственных заимствований в развивающихся странах и укреплению их национальных валют. Так, доходности 10-летних государственных облигаций Китая опустились до 1,7%, хотя в разгар торгового конфликта с США в начале апреля они поднимались до 1,9%. Юань за этот период укрепился к доллару США на 2,3% и вернулся к уровням ноября 2024 года.

Рисунок 26. Кривая бескупонной доходности ОФЗ, % годовых



Источник: ПАО Московская Биржа.

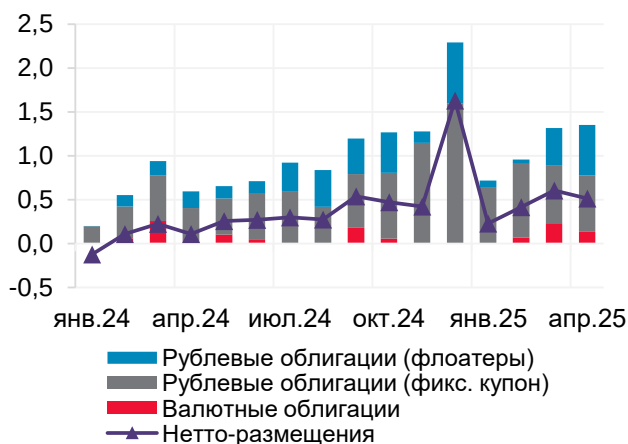
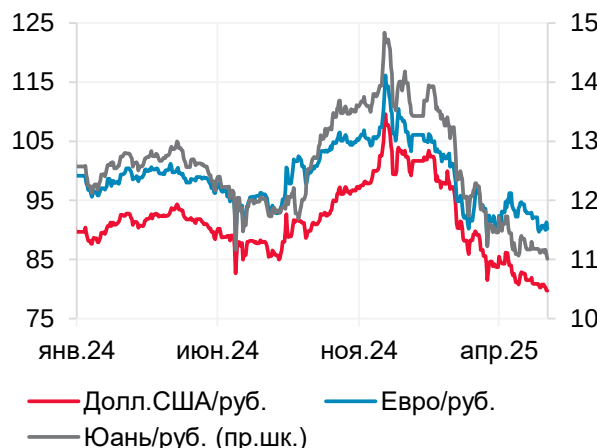
Рисунок 27. Ожидания по ключевой ставке из процентных свопов, %



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

Источники: Банк России, Cbonds.

¹⁰ Выплаты по бумагам производятся в рублях, но привязаны к курсу иностранной валюты.

Рисунок 28. Объем первичных размещений корпоративных облигаций, трлн руб.**Рисунок 29. Динамика валютных курсов, руб.**

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

Источники: Cbonds, расчеты ДИП.

Источник: Банк России.

3.2. Страны ОПЕК+ ускорили восстановление добычи

- За период с 14 апреля по 23 мая цены большинства сырьевых товаров выросли на фоне ослабления доллара США (индекс DXY -1%) и некоторого улучшения ожиданий по росту мировой экономики в условиях ослабления торгового противостояния¹¹. При этом усилился спрос на драгоценные металлы как защитные активы из-за эскалации геополитической напряженности. В результате индекс цен сырьевых товаров Bloomberg увеличился на 2%: котировки энергетических товаров, промышленных и драгоценных металлов выросли на 1, 3 и 4% соответственно при снижении цен сельскохозяйственных товаров на 1% (Рисунок 30).
- Индекс цен товаров российского сырьевого экспорта за отчетный период продемонстрировал менее позитивную динамику, что объясняется более высокой долей товаров с негативной динамикой цен в его структуре. В наибольшей мере снизились экспортные цены на пшеницу, уголь и нефть. Цена на нефть марки Urals¹² сократилась на 1%, до 59 долл. США/барр. (Рисунок 31).
- Понижающее давление на нефтяные цены оказывало решение стран ОПЕК+ продолжить в июне восстановление добычи ускоренными темпами, выведя ее на уровень, который ранее ожидался к октябрю. Фактический рост добычи нефти может оказаться меньше, чем предполагает план¹³. Неопределенность связана прежде всего с динамикой добычи в Иране и Венесуэле. В апреле страны ОПЕК+ не увеличили добычу нефти, несмотря на повышение квот.

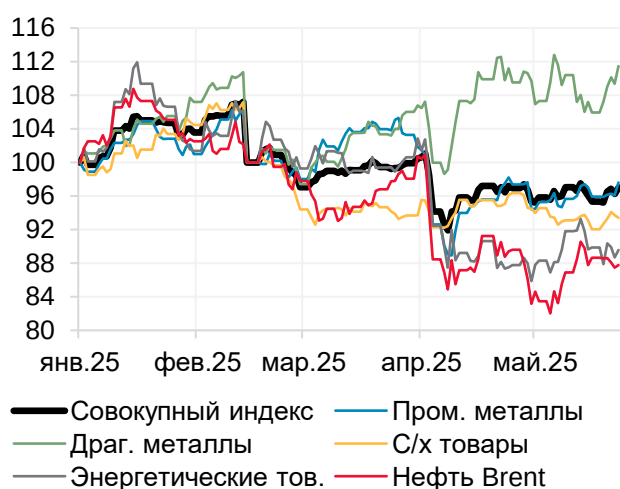
¹¹ Так, США и Китай снизили взаимные пошлины на 90 дней с 14 мая (США – с 145 до 30%, Китай – с 125 до 10%).

¹² На базисе CIF в порту Аугуста.

¹³ С учетом компенсаций перепроизводств добыча стран ОПЕК+ вырастет на 0,3 млн б/с в мае и на 0,4 млн б/с в июне (при неизменном уровне добычи России в мае и росте на 0,05 млн б/с в июне).

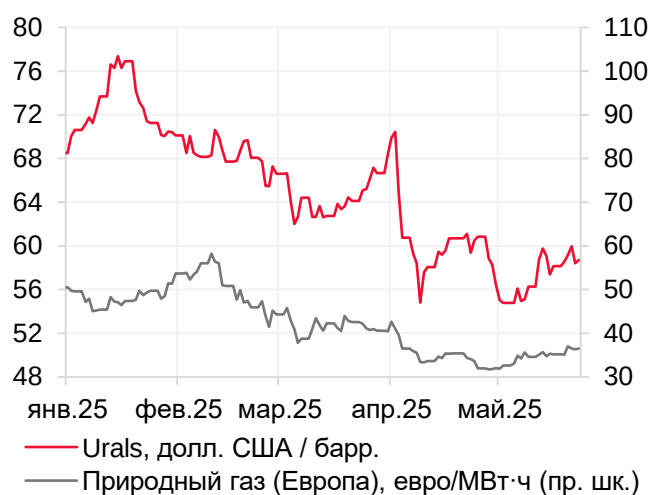
- Ведущие энергетические агентства в мае понизили прогнозы излишка нефти на рынке в 2025 г. до 0,4–0,6 млн б/с (Рисунок 33). Оценки роста мирового спроса повышены (прежде всего за счет США, Китая и Европы), а ожидания по добыче в странах вне ОПЕК ухудшены из-за закрепления нефтяных бенчмарков на уровнях, дестимулирующих активное освоение трудноизвлекаемых запасов с высокой себестоимостью¹⁴. Так, американские сланцевые производители сокращают количество активных буровых установок и сервисных бригад по гидроразрыву пласта, а также урезают планы капитальных затрат на 2025 г. (Рисунок 34). При этом в мире по-прежнему ожидается рост коммерческих нефтяных запасов (Рисунок 32).
- Цены на природный газ на крупном европейском хабе скорректировались вверх на 5%, до 37 евро/МВт·ч (Рисунок 31), из-за роста спроса на пополнение относительно низких запасов (Рисунок 35).

Рисунок 30. Индексы Bloomberg цен товаров и металлов (01.01.2025 = 100)



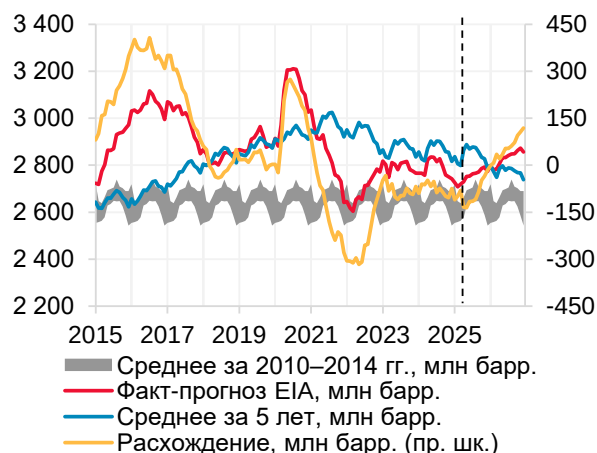
Источники: Investing.com, Bloomberg, расчеты ДИП.

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



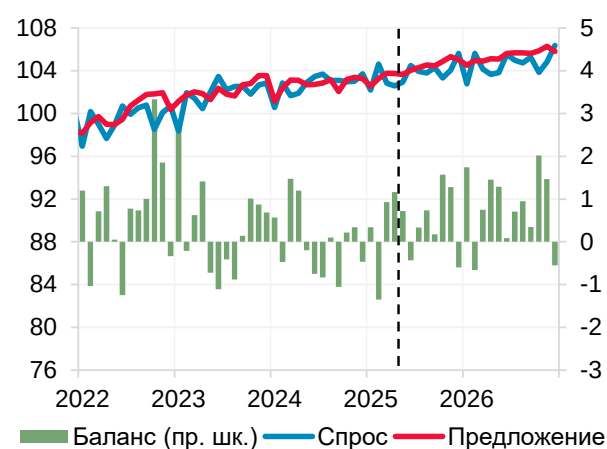
Источники: Investing.com, расчеты ДИП.

Рисунок 32. Коммерческие запасы нефти и нефтепродуктов в странах ОЭСР



Источники: EIA, расчеты ДИП.

Рисунок 33. Основные показатели мирового рынка жидкого топлива, млн б/с



Источники: EIA, расчеты ДИП.

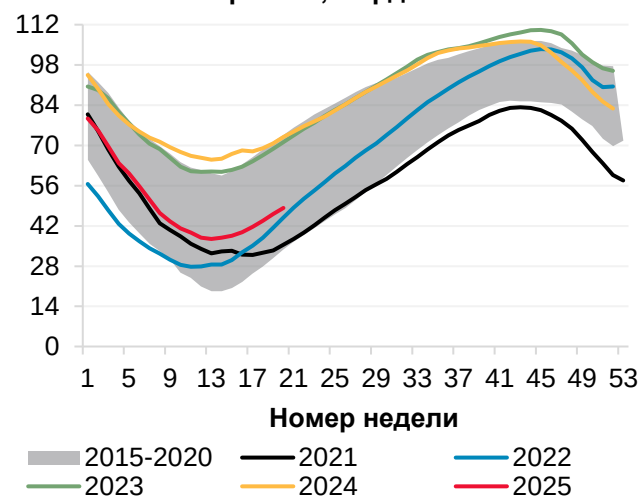
¹⁴ Цена нефти WTI ниже средней цены прибыльности добычи сланцевой нефти: 62 долл. США/барр. против 65 долл. США/баррель.

Рисунок 34. Число активных буровых установок в США и фрекинг-бригад в Permian



Источники: Baker Hughes, Bloomberg.

Рисунок 35. Запасы природного газа в ПХГ стран ЕС, млрд м³



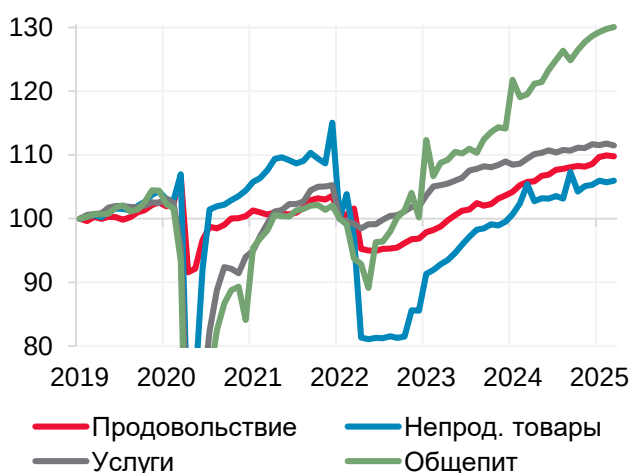
Источники: Bruegel, расчеты ДИП.

В фокусе. Улучшение качества питания и продажи продовольственных товаров

- Рост розничных продаж продовольствия в последние годы опережал рост непродовольственных товаров, а в отдельные периоды и сегмент услуг
- Активный рост розничных продаж в продовольственном сегменте показывает не только наращивание физических объемов потребления продуктов питания на душу населения. В статистике проявляется и структурный сдвиг в пользу потребления продукции с более высокими качественными характеристиками.
- Это в том числе служит источником роста в продовольственном сегменте, стимулируя производство более сложных товаров с большей добавленной стоимостью и приводя к последовательному наращиванию выпуска продукции по всей производственной цепочке пищевой промышленности.

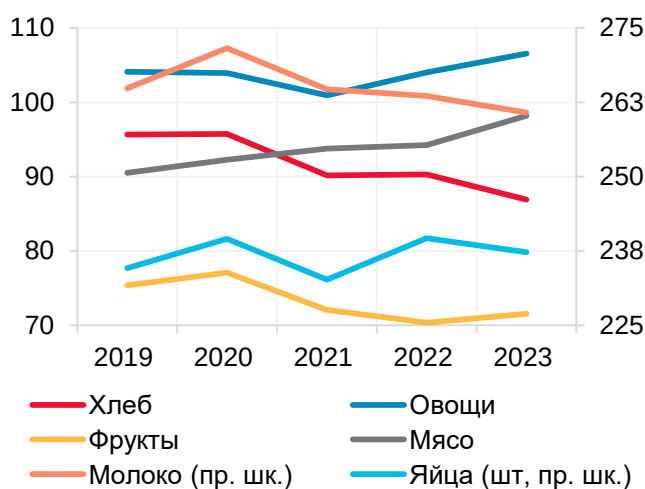
Анализ динамики расходов российских домохозяйств за последние 5 лет указывает на активное наращивание ими потребления продуктов питания. С начала 2019 г. темпы прироста оборотов продовольственной розницы и общепита существенно опережали аналогичные для непродовольственных категорий, а в отдельные периоды превосходили и динамику трат в сегменте услуг (Рисунок 36). На фоне относительно стабильной численности населения¹⁵ такая тенденция требует дополнительного осмысления. Данные выборочного обследования домашних хозяйств указывают на возможное существенное изменение структуры потребления продуктов (Рисунок 37) в последние годы, чем на высокий рост подушевого потребления.

Рисунок 36. Оборот розничных продаж, платных услуг и общепита, январь 2019 г. = 100, SA, %



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

Рисунок 37. Потребление продуктов в среднем на человека в год, кг



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

¹⁵ Согласно оценкам Росстата, с 2019 по 2025 г. население России сократилось на 1,2%.

Различную динамику демонстрируют также показатели, отражающие предложение и спрос на рынке продуктов питания. Период интенсивного роста располагаемых доходов населения, начавшийся в 2023 г., характеризовался опережающей динамикой реальных розничных продаж продовольствия относительно его производства (Рисунок 38). В условиях относительно стабильного импорта такое расхождение можно объяснить только методологическими особенностями расчета двух показателей.

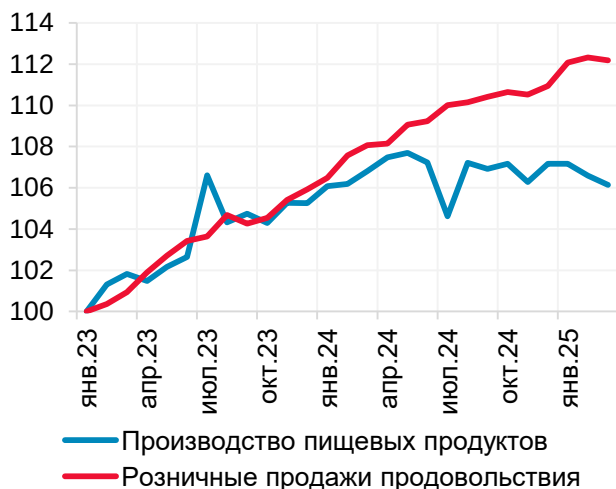
При оценке динамики индекса промышленного производства пищевых продуктов отчетность предприятий об объемах производства предоставляется преимущественно в [физическом выражении](#) (в тоннах, декалитрах, банках и прочее), а сопоставление производится посредством приведения в цены производителей базового года. Методология учета динамики розничных продаж товаров сильно отличается от производственной статистики. [Оборот розничных продаж продовольствия](#) организации предоставляют только в денежном выражении. Информация о продажах предоставляется респондентами как в агрегированном виде для продовольственной категории, так и в разбивке по соответствующей товарной номенклатуре (например, отдельно по мясопродуктам, маслам, крупам и так далее). При этом оценка динамики физических объемов продаж (в штуках, килограммах, литрах) происходит с помощью метода дефлятирования (пересчета величины оборота в сравниваемых периодах делением на индекс потребительских цен соответствующей товарной группы).

В такой ситуации рост номинальных оборотов продаж, например категории мясных продуктов, возникший не в результате наращивания физических объемов продаж отдельно взятой продукции (в килограммах), а по причине переключения потребителей на более дорогие позиции (например, от курятины к индейке или от свинины к говядине), может не полностью «вычищаться» за счет дефлятора. Важно подчеркнуть, что Росстат регулярно (минимум раз в год) пересматривает состав потребительской корзины, обновляя методологию и стремясь своевременно учитывать структурные изменения в потреблении, однако такие индексы по своему построению носят запаздывающий характер. В результате динамика оборота розничных продаж (в реальном выражении) учитывает в том числе и сдвиги в предпочтениях потребителей в пользу товаров с более высокой добавленной стоимостью¹⁶.

Еще одним способом продемонстрировать выраженность качественных сдвигов спроса в обороте продаж является его динамика в товарной разбивке (Рисунок 39). Так, опережающие темпы роста в последние два года продемонстрировали категории молочной продукции и кондитерских изделий. Однако это контрастирует с данными подушевого потребления молока и сахара (с 2019 г. в килограммах в год оно последовательно снижается). В то же время для этих категорий был характерен сдвиг в пользу более высокомаржинальных товаров (йогуртов, сыров, шоколадной продукции). Противоположный пример – яйца. Их продажи росли медленнее, чем общее потребление продовольственных товаров. Продуктовая линейка этого сегмента очень однородна, и возможности качественного сдвига потребления крайне ограничены, поэтому и динамика продаж здесь в целом выглядит более умеренной.

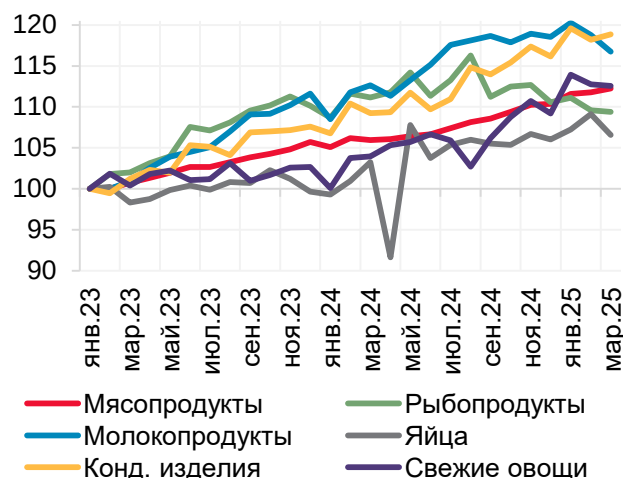
¹⁶ Это ведет также к росту физических объемов ВВП.

Рисунок 38. Розничные продажи и производство пищевых товаров, январь 2023 г. = 100, SA, %



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

Рисунок 39. Динамика розничных продаж по товарным категориям, январь 2023 г. = 100, SA, %



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

Таким образом, активный рост розничных продаж в продовольственном сегменте является не только отражением наращивания физических объемов потребления продуктов питания. В статистике проявляется и структурный сдвиг в пользу продукции с более высокими качественными характеристиками. Это в том числе служит источником экономического роста, стимулируя производство более сложных товаров с большей добавленной стоимостью, приводя к последовательному наращиванию выпуска продукции по всей производственной цепочке.

Александр Морозов, директор

Артур Ахметов

Кристина Вировец

Сергей Власов

Яна Коваленко

Татьяна Кузьмина

Александра Москалева

Оскар Мухаметов

Софья Мякишева

Максим Неваленный

Данила Овечкин (отделение Тюмень)

Екатерина Петренева

Алексей Поршаков

Белла Рабинович

Марина Стародубцева

Юлия Ушакова

Анастасия Хажгериева

Мария Харламова

Дмитрий Чернядьев