

Ежемесячный обзор. Июль. 2025

04.08.2025

Экономика

По нашим оценкам на основе данных Росстата, годовые темпы инфляции опустились ниже 9%, составив 8,98% г./г. на неделю к 28 июля. Дезинфляция идет даже быстрее, чем мы ожидали, и, судя по всему, итоговая цифра за июль будет меньше 9% г./г. (мы ожидали 9,1%). Темп роста цен м./м. в таком случае составит 0,8% м./м. с исключением сезонности. Повышение сезонно-сглаженных темпов в июле связано в основном с более существенной индексацией тарифов в этом году, из-за этого снижение месячных темпов роста приостановится.

В последнее время инфляционная картина остается очень позитивной, при этом, на наш взгляд, к числу проинфляционных рисков может добавиться ситуация с урожаем этого года: засуха в одних регионах и обильные дожди в других могут повлиять на качество зерна и объемы урожая подсолнечника и пшеницы. Кроме того, из-за дефицита рабочей силы уборка урожая идет медленнее.

Благоприятная динамика инфляции позволила ЦБ в июле понизить ключевую ставку сразу на 200 б.п., до 18%, в полном соответствии с рыночными ожиданиями и консенсусом аналитиков. Среди важных отличий от прошлого пресс-релиза мы отмечаем: 1) снижение текущего инфляционного давления быстрее, чем прогнозировалось ранее (ЦБ улучшил прогноз по инфляции до 6-7% г./г. на конец года); 2) сближение динамики компонент инфляции (ранее акцент делался на том, что они существенно отличаются друг от друга), подчеркивается дезинфляционная роль сильного курса рубля на все компоненты (а не только на непродовольственные товары). Также упоминается снижение напряженности на рынке труда. Пока все говорит о довольно существенном оптимизме регулятора и позволяет нам рассчитывать на продолжение активного смягчения денежно-кредитной политики.

Нефть

За июль цена нефти марки Brent выросла на 0,6%, до 68 долл./барр. Большую часть месяца нефть провела в боковике. В целом самым важным событием для нефтяного рынка стало объявленное Д. Трампом возможное введение пошлин против РФ и ее торговых партнеров, в случае если к 8 августа не будет достигнуто перемирие на Украине. Однако, снижение цен от месячных максимумов пока говорит о том, что рынок вряд ли верит в существенные последствия этих мер и/или невысоко оценивает вероятность введения жестких ограничений.

Валюта

За прошедший месяц рубль ослаб на 2,3% к доллару, на 1,3% к юаню и укрепился на 0,6% к евро. Российский валютный рынок полностью игнорировал динамику цен на нефть, а временную турбулентность в конце месяца вызвало лишь намерение Д. Трампа ввести ограничения против России и ее торговых партнеров. При этом, ослабление рубля пока оказалось не столь существенным. В целом, российская валюта остается избыточно крепкой из-за эффектов жесткой денежно-кредитной политики, а также существенного снижения спроса на иностранную валюту из-за расширения возможностей расчетов в рублях за импорт.

Облигации

За месяц произошло существенное снижение доходностей вдоль всей кривой ОФЗ: короткие доходности снизились на 2,5-3,5 п.п., а середина и длина – на 1,5 п.п. Оптимизм инвестором, вселило, безусловно, решение ЦБ снизить ключевую ставку сразу на 2 п.п., без ужесточения сигнала на будущее. Дальнейшему ралли помогло

продолжение дезинфляции (ЦБ снизил свой прогноз по инфляции до 6-7% г./г.). Рынок ОФЗ, в отличие от рубля, совсем не отреагировал на геополитические новости. Ожидания участников рынка сейчас предполагают ключевую ставку на уровне ниже 14% к концу года, а кривая Roisfix – даже меньше. Вероятно, это связано с почти полным отсутствием нерезидентов на рынке, а также с тем, что банки (как основные покупатели ОФЗ) в условиях снижения кредитования пока просто не видят лучшей альтернативы для размещения средств. Кроме того, опасения по поводу последней эскалации со стороны США действительно пока могут «дисконтироваться» участниками рынка. Вероятно, инвесторы рассчитывают на некий «мягкий» вариант или же, что эффект от введенных ограничений будет не столь заметен российской экономике.

Акции

В США индекс S&P 500 в июле вырос на 2,2%, а технологический индекс NASDAQ 100 – на 2,4%. Индексы американского фондового рынка обновили рекорд по стоимости. Администрация Д. Трампа заключала торговые соглашения с другими странами. Так, пошлины против ЕС и Японии были установлены в размере 15%, ниже ожиданий и предыдущих угроз американского президента, во многом благодаря обязательству стран по инвестициям в экономику США. Пошлины против Индии составили 25%, против Канады – 35%, Мексика получила «отсрочку» по новым тарифным мерам на 90 дней, а для большинства других стран они в среднем составили 15%. ФРС не изменила уровень процентных ставок: они остались в диапазоне 4,25% - 4,5%. Американские компании отчитывались за 2 квартал, прибыль корпораций в индексе S&P 500 росла лучше прогнозов - на 6,4% г./г., по данным FactSet. Безработица по итогам июля в США выросла до 4,2%, что уже в начале августа привело к снижению американских акций, а также к ожиданиям того, что ФРС все же понизит процентные ставки в сентябре – октябре.

В Китае индекс CSI 300 за июль вырос на 3,5%. ВВП Китая по итогам 2 кв. 2025 г. показал рост выше цели государства в 5%, а именно на 5,2% г./г. В стране наблюдалась положительная потребительская инфляция (после 4 месяцев подряд падения цен), а экспорт был сильным. Государство запустило «детские» выплаты для стимулирования рождаемости, заявило о планах по решению проблемы перепроизводства в экономике, а также анонсировало мегапроект строительства ГЭС в Тибете на сумму в 1 200 трлн юаней (около 167 млрд долл.) – эти меры выглядят позитивно для экономического развития КНР. Кроме того, китайские компании публиковали предварительные результаты по итогам 1П 2025 г., которые в 60% случаев были лучше ожиданий, а также массово выплачивали дивиденды из прибыли 2024 г. Китай провел переговоры с США в Стокгольме, по их итогам китайская сторона заявила, что торговое перемирие, в течение которого две страны не будут повышать пошлины друг против друга, может быть продлено после 12 августа до 12 ноября. После сильного роста к концу июля китайские акции испытали краткосрочную распродажу: индексы деловой активности PMI отразили замедление экономической активности в стране к началу августа, и для продолжения столь же сильного роста китайских индексов в августе могут потребоваться новые экономические меры от государства.

В июле индекс Московской Биржи закрылся на уровне 2 732,12 пункта, показав снижение за месяц на 4,0%. Первую половину месяца на индекс оказывали влияние такие факторы, как крепкий рубль, дивидендные отсечки и изменение риторики Д. Трампа в отношении России, результатом чего стал ультиматум США ужесточить санкции, если к 8 августа не будет достигнуто перемирие на Украине. Летний сезон дивидендов закончился, и такие компании как Сбербанк, Роснефть, Аэрофлот, Транснефть, Сургутнефтегаз, ВТБ выплатили средства акционерам. Если нивелировать фактор дивидендных отсечек, динамика индекса МосБиржи полной доходности за месяц составила -0,8%. Во второй половине месяца индекс вернулся к росту на фоне оправданных ожиданий рынка по снижению ключевой ставки, и само решение ЦБ уже практически не оказало никакого влияния. Индекс продолжает оставаться волатильным, однако, мы отмечаем, что фактор дальнейшего снижения ключевой ставки сможет, по крайней мере частично, перевесить негатив на рынке.

Из ключевых новостей стоит отметить отчеты крупнейших игроков на рынке за 2 кв. 2025 г. Так, Сбербанк, представил хорошие результаты на фоне жесткой денежно-кредитной политики: чистая прибыль выросла на 1% г./г. до 423 млрд руб., оказавшись на уровне консенсус-прогноза. ROE составил 23%, что соответствует прогнозу менеджмента по году выше 22%. В финансовом секторе также отчитался ВТБ, чистая прибыль которого превысила консенсус-прогноз на 15% и достигла 139,2 млрд руб. при ROE в 20,5%. Мы отмечаем, что такой сильный результат был достигнут в основном за счет единоразовых факторов. Яндекс смог показать стабильный рост во 2 кв. – общая выручка компании увеличилась на 33% в годовом сравнении до 332,5 млрд руб. Скорр. показатель EBITDA составил 66,0 млрд руб. (+39% г./г.), а общая рентабельность EBITDA подросла до 19,9% (+0,8 п. п.). Однако, часть компаний не смогли избежать негативного влияния от высокой ключевой ставки, и такие

сталелитейные компании, как Северсталь и ММК, которые пострадали и от крепкого рубля, представили ожидаемо слабую отчетность. Озон получил согласие кипрского регулятора на редомициляцию, что открывает возможность переместиться в российскую юрисдикцию до конца года, также Etalon Group завершила автоматическую конвертацию ГДР, торги обыкновенными акциями запустят уже в начале сентября. На российские компании обрушилась волна кибератак – Аэрофлот отменил порядка 100 рейсов, но смог быстро восстановить работоспособность IT-систем, магазины сети ВинЛаб и сайт компании Новабев не работали около недели.