



МАКРОМОНИТОРИНГ

Андрей Крылов

Алина Золотарева

11 августа 2025 года



		Значение	За неделю		С начала года		За год	
USD/RUB	rub/\$	79,8	80,3	-0,7%	101,7	-21,5%	89,9	-11,3%
EUR/RUB	rub/€	91,7	91,7	0,0%	106,1	-13,6%	96,7	-5,2%
CNY/RUB	rub/¥	11,1	11,1	-0,2%	13,4	-17,6%	11,9	-6,7%
Ключевая ставка	pps	18,0	-	-	21,0	-3,0	18,0	0,0
Инфляция	pps			-0,13		4,4		8,7
Инфляция SAAR за последние 30 дней	pps	5,5	8,1	-2,6	13,0	-7,5	7,6	-2,1
ОФЗ 2 года*	pps	12,9	13,6	-0,7	18,1	-5,1	16,8	-3,9
ОФЗ 10 лет*	pps	13,9	14,1	-0,2	15,2	-1,3	14,8	-0,9
Индекс МосБиржи (IMOEX)	Index	2 922	2 729	7,1%	2 885	1,3%	3 216	-9,1%
Индекс РТС (RTSI)	Index	1 154	1 070	7,9%	895	28,9%	1 137	1,5%
Безработица	pps	2,2	-	-	2,3	-0,1	2,4	-0,2
Нефть Brent	\$/bbl	66,3	70,9	-6,4%	74,8	-11,4%	83,1	-20,2%
Российская нефть	\$/bbl	55,1	59,3	-7,1%	63,0	-12,5%	72,6	-24,1%

		Значение	За неделю		С начала года		За год	
1-летний своп на SOFR*	pps	4,0	4,0	0,0	4,2	-0,2	4,8	-0,8
Целевая ставка ФРС США	pps	4,5	-	-	4,5	0,0	5,5	-1,0
Баланс ФРС	Bln \$	6 641	6 643	-2	6 855	-214	7 175	-534
Безработица в США	pps	4,2	-	-	4,2	0,0	4,2	0,0
Инфляция в США	pps					1,2%		2,7%
Базовая инфляция в США	pps					1,3%		2,9%
Ставка рефинансирования ЕЦБ	pps	2,15	-	-	3,15	-1,00	4,3	-2,1
Индекс доллара (DXY)	Index	98,1	99,3	-1,2%	108,5	-9,6%	103,1	-4,9%
Индекс S&P 500	Index	6 389	6 339	0,8%	5 880	8,7%	5 344	19,5%
США 2-летние гособлигации	pps	3,8	3,8	0,0	4,3	-0,5	4,0	-0,3
США 10-летние гособлигации	pps	4,3	4,3	0,0	4,6	-0,3	3,9	0,4
1-летняя ставка LPR в Китае	%	3,0	-	-	3,1	-0,1	3,35	-0,35
Золото	\$/ounce	3 366	3 296	2,1%	2 625	28,2%	2 459	36,9%

Россия



- В июле федеральный бюджет был исполнен с **дефицитом в 1,2 трлн руб.** Всего с начала года он составил уже 4,9 трлн руб. Для выполнения годового плана Минфину потребуется **сдержать госрасходы** в оставшиеся месяцы года.
- Рост широкой денежной массы **заметно ускорился** в июле. По нашим оценкам, 3-месячный сезонно скорректированный годовой темп повысился до 17% (SAAR). Основной вклад в рост дал расширившийся дефицит бюджета.
- На прошедшей неделе Росстат зафиксировал **снижение цен** на 0,13% (по нашим оценкам, эквивалентно -2% SAAR). Основное замедление идет от плодоовощей, которые дешевеют **сильнее, чем обычно.**
- Крупнейшие экспортеры в июле сохранили продажи валюты на **прежнем уровне.** При этом, спрос на валюту со стороны населения и компаний **заметно вырос**, что ослабило рубль.

Глобальные рынки



- Д. Трамп ввел **50% пошлину** на товары из Индии и усилил давление на страну из-за активных покупок российской нефти. Пока поставки сырья из России в Индию продолжаются, но есть риски **расширения дисконтов и краткосрочного снижения** объемов экспорта.
- Экспорт Китая продолжил **оставаться высоким** в июле (+7,2% г/г). Хотя поставки в США продолжили падать (-22% г/г), заметный рост показали потоки в Юго-Восточную Азию.

Ожидаемые события



Банк России выпустит отчет о денежно-кредитных условиях и трансмиссионном механизме ДКП, а также оценку платежного баланса за январь-июнь 2025 г.



Росстат опубликует данные по инфляции за июль. По нашим оценкам, рост цен мог составить 0,7% м/м, что эквивалентно 9% SAAR. Без учета индексации ЖКХ инфляция была ниже целевых уровней.



В США выйдут данные по инфляции за июль. Рынок ожидает, что рост цен останется повышенным из-за влияния пошлин.

Дата	Событие	Ожидания
11.08	Денежно-кредитные условия и трансмиссионный механизм ДКП	
12.08	Инфляция в США в июле	2,8% г/г vs 2,7% г/г в июне
13.08	Инфляция в России в июле	0,7% м/м vs 0,2% м/м в июне
14.08	Оценка платежного баланса России за январь-июнь 2025 Г.	
15.08	Промышленное производство в Китае в июле	5,8% г/г vs 6,8% г/г в июне



Нефтегазовые доходы

Нефтегазовые доходы бюджета в июле **остались невысокими** (-27% г/г) из-за крепкого рубля и невысоких цен на нефть. По итогам года, по нашим оценкам, сумма может сложиться в диапазоне 8,0-8,5 трлн руб. Недосбор нефтегазовых доходов будет покрываться **средствами из ФНБ** (в рамках бюджетного правила).

Нефтегазовые доходы





Федеральный бюджет [1/2]

Бюджет в июле вновь **оказался дефицитным** как из-за высоких госрасходов, так и из-за слабых нефтегазовых доходов. Пока ситуация с точки зрения баланса бюджета складывается негативно. Однако в оставшиеся месяцы госрасходы должны стать **более умеренными**, а нефтегазовые доходы **подрасти** из-за поступлений по прогрессивному НДФЛ.

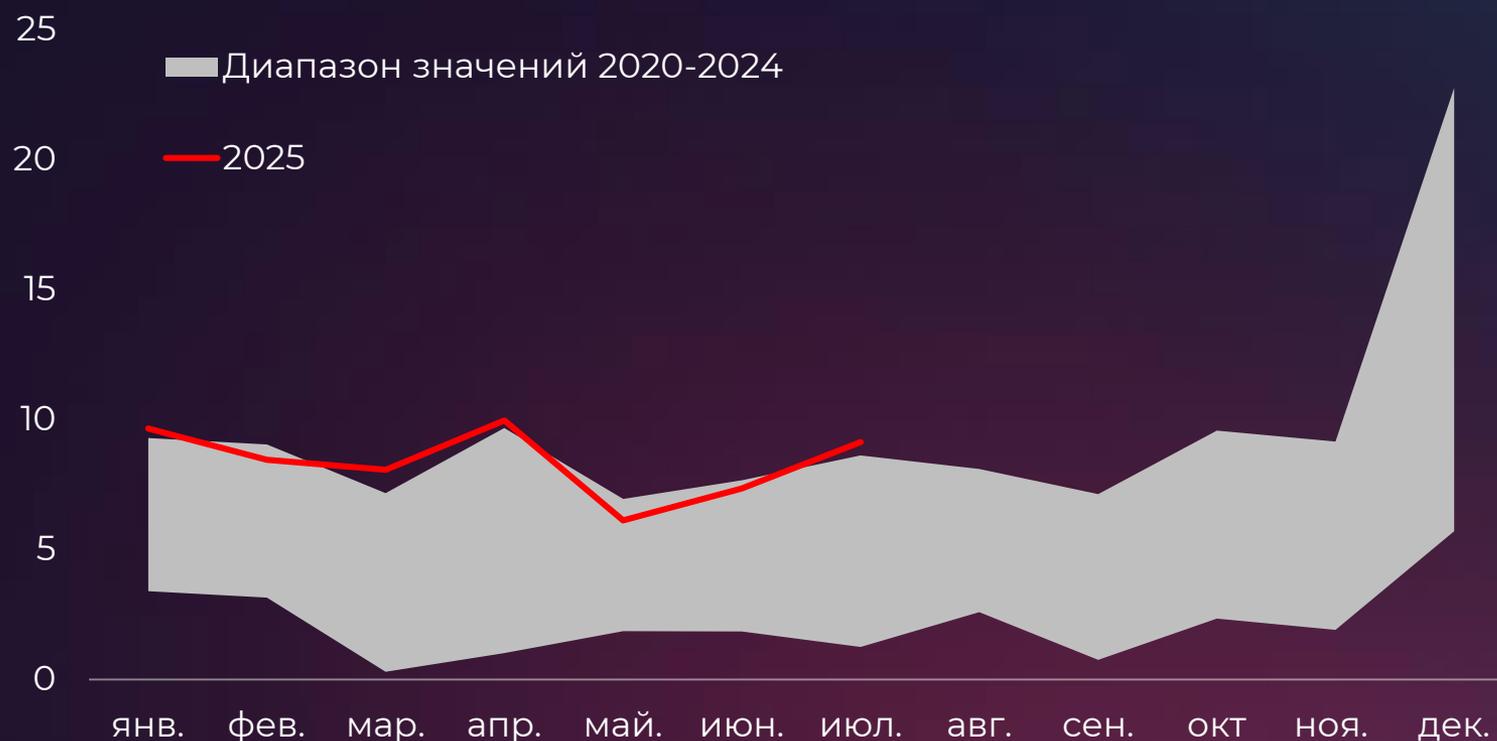
Федеральный бюджет, трлн руб.	Июль 2025	Δ г/г	Янв-Июль 2025	Δ г/г
Расходы	3,9	+24%	25,2	+21%
Доходы	2,7	+3%	20,3	+3%
нефтегазовые доходы	0,8	-27%	5,5	-19%
ненефтегазовые доходы	1,9	+23%	14,8	+14%
Дефицит(-)/Профицит(+)	-1,2	+140%	-4,9	+345%



Федеральный бюджет [2/2]

Остается открытым вопрос, **сможет ли** Минфин соблюсти нулевым первичный структурный баланс бюджета (определяется как разность доходов и расходов бюджета без учета стоимости обслуживания госдолга). Хотя активное авансирование госрасходов так или иначе **закончится** и сменится **более низкими** тратами, риски возникновения **дополнительных расходов есть**.

Ежемесячные расходы федерального бюджета, в % от годовой суммы (плана)





Денежная масса

Рост широкой денежной массы M2X (с исключением валютной переоценки) **ускорился** в июле. Основным источником увеличения показателя стал **высокий дефицит** бюджета. Помимо этого, мог повлиять и **корпоративный кредит**, который, по оперативным данным, **стал расти активнее** в июле.

Динамика M2X
(3М SAAR)

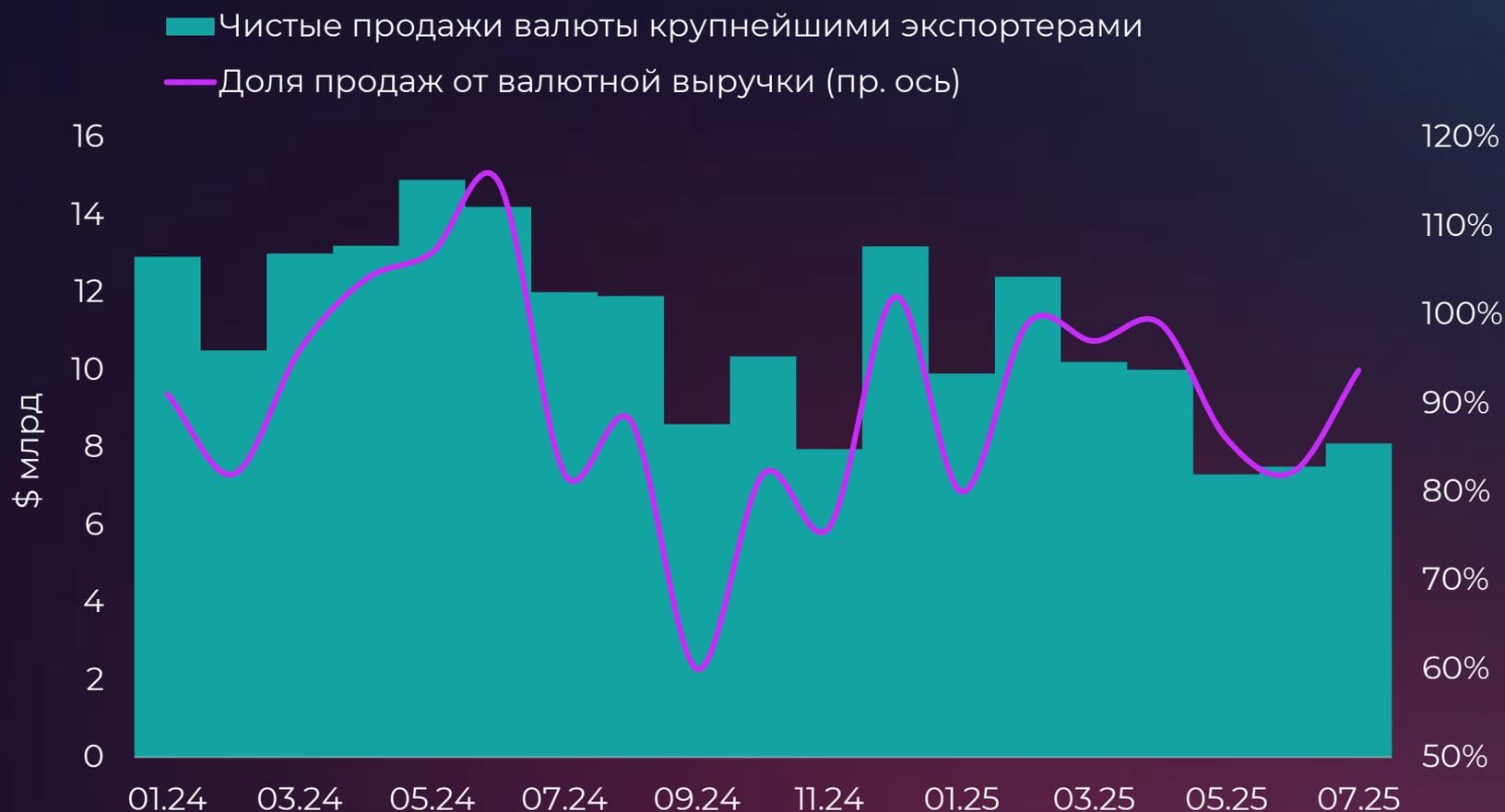




Активность экспортеров

В июле продажи валюты экспортерами существенно **не изменились**. При этом, по нашим оценкам, доля реализации валютной части **оставалась высокой**, в т.ч. из-за снижения денежного объема экспорта.

Одновременно спрос на валюту со стороны компаний и населения **возрос**, что привело к умеренному ослаблению рубля.





Резюме обсуждения ключевой ставки

Банк России опубликовал резюме обсуждения ключевой ставки по итогам СД Банка России 25 июля.



Для устойчивого возвращения инфляции к цели необходима **стабилизация текущих темпов роста цен на низком уровне** в последующие кварталы.



Финансовое состояние компаний **остается стабильным**, а снижение их финансового результата с рекордных уровней 2023-2024 гг. **согласуется** с завершением периода перегрева спроса и возвращением к сбалансированным темпам роста экономики.



Подстройка рынка труда к замедлению роста спроса может в **большей мере** происходить через **динамику зарплат и интенсивность использования** рабочей силы.



Во 2к25 отклонение экономики вверх от траектории сбалансированного роста **продолжило уменьшаться**. Некоторые участники обсуждения отметили, что положительный разрыв выпуска **может полностью закрыться уже в 3к25**.

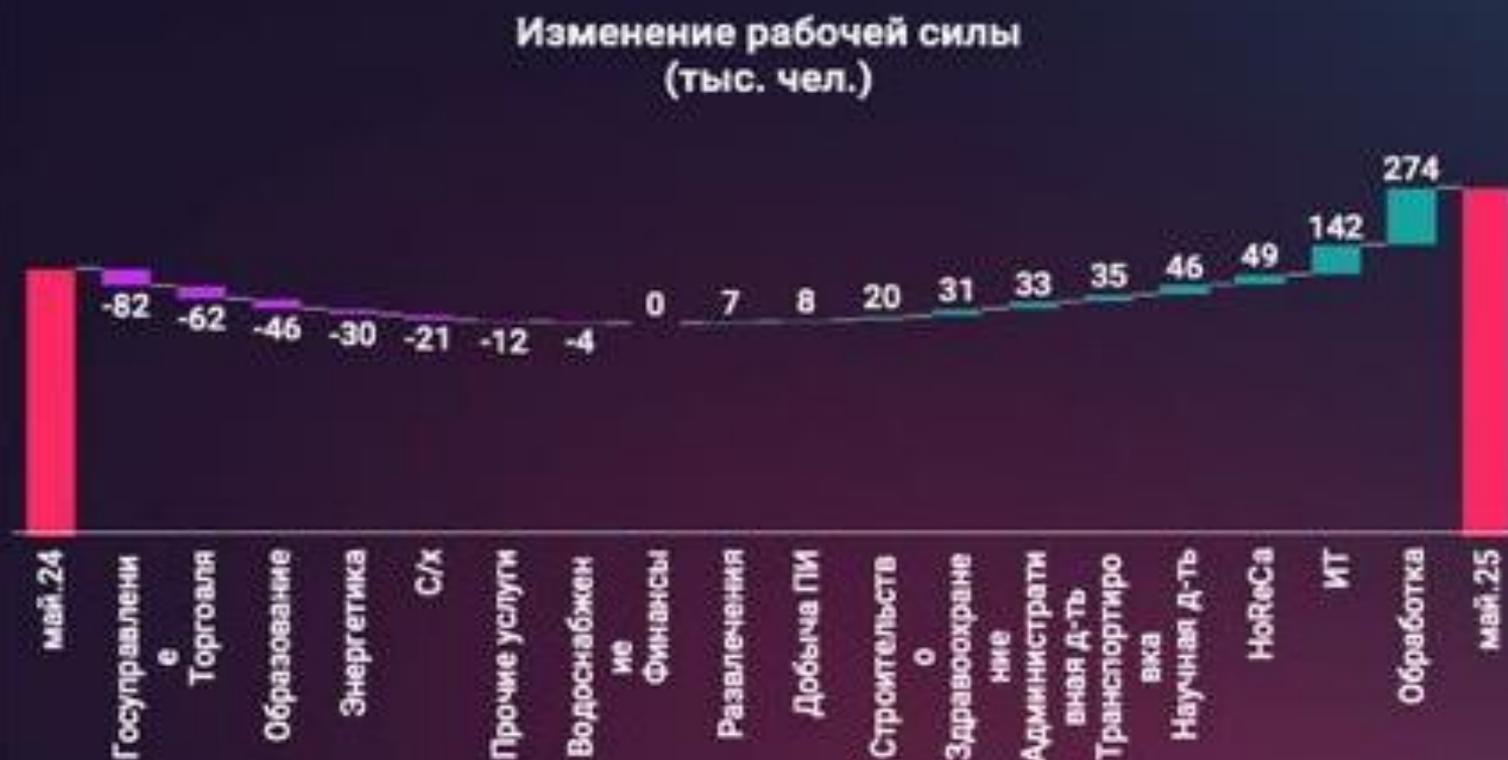


Изменение рабочей силы

Как изменилась рабочая сила за год? Хотя часть отраслей сокращали рабочий персонал (в т.ч. из-за жесткой ДКП), как минимум две **продолжили активный набор рабочей силы**.

Мощный найм в ИТ (разработка компьютерного ПО) связан как с расширением бизнесов, так и тем, что часть компаний, возможно, выделяют отдельно свои ИТ-подразделения из-за более выгодного налогового режима.

Обрабатывающие производства продолжили активный найм из-за расширения производства, в том числе в квази-оборонной промышленности.





Тариф на Индию [1/2]



США **ввели импортную пошлину** на товары из Индии в размере 25%, а затем удвоили ее до **50%**. Основное обоснование связано с тем, что страна закупает нефть у России вопреки американским санкциям.



Для Индии это **достаточно существенно**, поскольку около 25% экспорта страны идет в Штаты. При этом, пошлины начнут действовать только с 27 августа, а США добавили ряд исключений (например, смартфоны).



Важно отметить, что от такого решения, в первую очередь, могут получить негативные последствия **американские граждане**. Индия же, в случае сохранения высокой пошлины, сможет **перенаправить** торговые потоки (в т.ч. как реэкспорт).



Тем не менее, давление на страну может привести к тому, что Индия временно или долгосрочно **сократит покупки** российской нефти.



Как и в ситуации с пошлинами на товары из Китая, вполне **вероятен откат** до более низких значений по мере дальнейших переговоров.

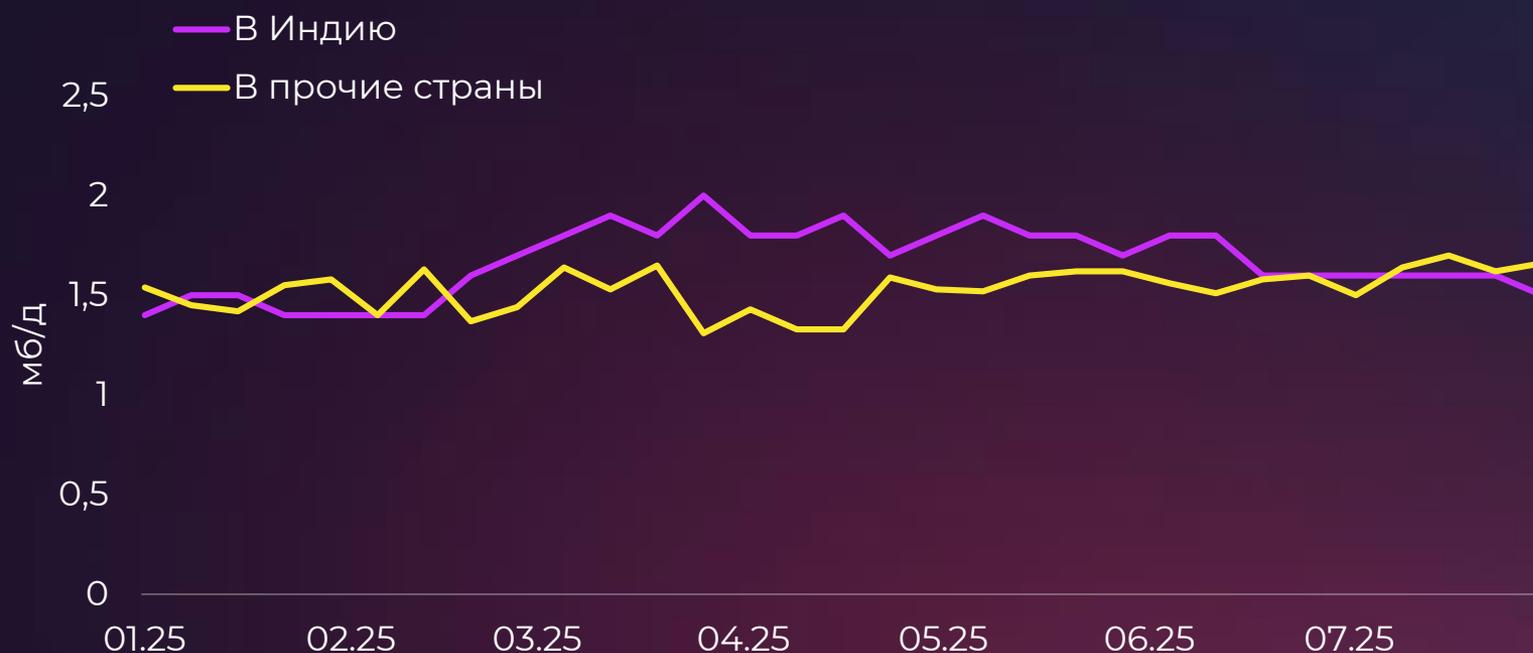


Тариф на Индию [2/2]

По данным по 3 августа, существенного изменения объема поставок нефти из России в Индию **не произошло**. При этом, позднее стали появляться новости о том, что некоторые НПЗ **все же сокращают** покупки российского сырья.

Мы предполагаем, что Индия может сократить прямые покупки нефти, но сохранит их **через посредников**. При этом, дисконт российской нефти к Brent **может расширяться**.

Морской экспорт нефти из России (в среднем за последние 4 недели)

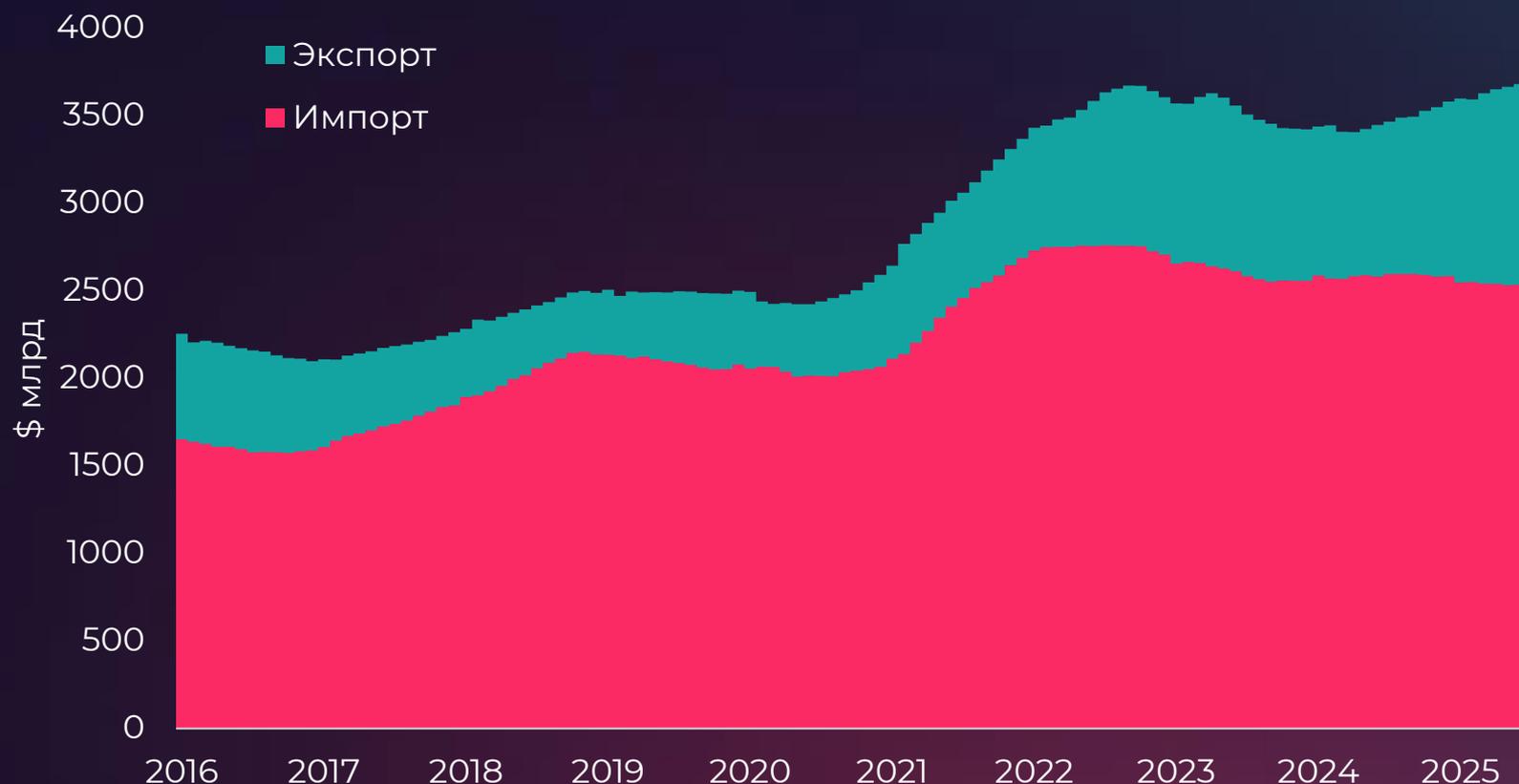




Внешняя торговля Китая

Внешняя торговля Китая остается стабильной, несмотря на действие пошлин США. С начала года поставки в Америку снизились на 13% г/г. Тем не менее, они были перекрыты большими объемами торговли с Юго-Восточной Азией и Европой.

**Внешняя торговля Китая
(сумма за посл. 12 мес.)**



Наши макро прогнозы

Ниже представлен прогноз **ключевых макроэкономических** показателей.

Обновление прогноза 25.07.2025

Показатель	2024 (факт)	2025 (прогноз)	2026 (прогноз)
USDRUB (в среднем за год)	93	86	88
CNYRUB (в среднем за год)	12,8	11,8	12,1
Ключевая ставка (%, в среднем за год)	17,5	18,7	13,4
Ключевая ставка (%, на конец года)	21	14	12
Средняя экспортная цена российской нефти (\$/барр.)	67	58	55
Реальный рост ВВП (% г/г)	4,3	1,1	2,8
Дефицит (-) / профицит (+) федерального бюджета (трлн руб.)	-3,5	-4,5	-2,9
Инфляция (% г/г, на конец года)	9,5	5,6	4,9
Текущий счет (\$ млрд)	63	30	30

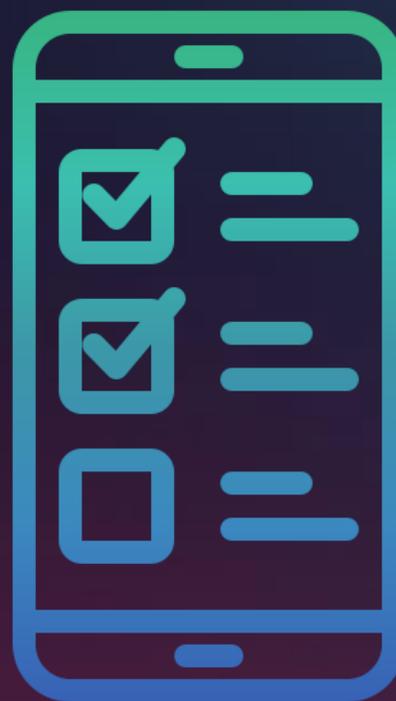


Опрос читателей

Уважаемые читатели, мы были бы крайне благодарны, если Вы пройдете **короткий опрос на любой из удобных платформ** (нужно **кликнуть** на изображение).
Спасибо!



Google форма



Яндекс форма



DISCLAIMER

Настоящий документ представляет собой коммерческую информацию, предназначенную исключительно для ознакомительных целей, и не должен восприниматься или толковаться как оферта, рекомендация или приглашение к совершению какой-либо сделки. Равным образом, никакие ценные бумаги или инструменты, описанные здесь, не должны предлагаться или продаваться в любой юрисдикции, где такие действия будут нарушать законодательство о ценных бумагах или другие местные законы и правила. Совкомбанк не предоставляет финансовый или инвестиционный совет посредством данного документа и не предоставляет заверений и гарантий, что описанные здесь сделки, ценные бумаги или инструменты подходят и соответствуют целям и интересам какого-либо клиента.

Любые котировки, материалы, аналитика и оценки, предоставленные Вам, должны восприниматься исключительно как индикативные (и не являющиеся юридически обязательными). Они были подготовлены на основе представлений и параметров, которые отражают наше добросовестное понимание. Не существует никаких заверений, обязательств или гарантий в отношении полноты и достоверности, а также разумности любых таких котировок, материалов, оценок или аналитики. Такие котировки, материалы, оценки и аналитика не являются (i) актуальными условиями, на которых может быть совершена новая сделка, (ii) актуальными условиями, на которых существующие сделки могли быть прекращены или расторгнуты, или (iii) расчетом или оценкой суммы, которая подлежала бы уплате в результате прекращения или расторжения таких сделок. Представленные оценки сделок рассчитаны на основе внутренних моделей, основанных на понимании соответствующих текущих или будущих рыночных условий. Оценки, основанные на других моделях или предположениях, могут отличаться. Совкомбанк отказывается от любой ответственности в отношении (i) точности моделей и расчетов, использованных при проведении оценок, (ii) любых ошибок или упущений в производстве или приведении оценок и (iii) любого применения таких оценок.

Не предоставляется никаких заверений или гарантий, что приведенная доходность и результаты будут достигнуты в будущем. Стоимость инструмента может изменяться с учетом многих факторов, включая, среди прочего, стоимость ценных бумаг, индексы, процентные ставки, курсы валют, или стоимости любых других инструментов или показателей.