



Банк России



# О ЧЕМ ГОВОРЯТ ТРЕНДЫ Макроэкономика и рынки

Бюллетень Департамента исследований и прогнозирования

Октябрь 2023

# ОГЛАВЛЕНИЕ

Краткое содержание	3
<b>1. Инфляция</b>	<b>4</b>
1.1. Дальнейшее повышение инфляционного давления	4
<b>2. Экономическая динамика</b>	<b>9</b>
2.1. Сохранение высокой экономической активности	9
2.2. Временное ускорение роста розничного кредитования в августе	13
<b>3. Финансовые рынки</b>	<b>17</b>
3.1. Наклон кривой ОФЗ стал отрицательным	17
3.2. Усиление дефицита на глобальном нефтяном рынке	18

Бюллетень подготовлен Департаментом исследований и прогнозирования по данным на 13.10.2023.  
Выводы и рекомендации, содержащиеся в бюллетене, могут не совпадать с официальной позицией Банка России.  
Замечания и предложения по содержанию просим отправлять по адресу [dip1@cbr.ru](mailto:dip1@cbr.ru).

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

© Центральный банк Российской Федерации, 2023

## Краткое содержание

### Итоги

- Судя по оперативным данным, в сентябре российская экономика получила новый импульс роста, частично связанный с возросшей рублевой выручкой экспортеров. Продолжается активное расширение корпоративного и розничного кредитования, которое дополнительно разогревает внутренний спрос. Произошло дальнейшее усиление роста устойчивых компонентов ценовой динамики и потребительских цен в целом. Инфляционные ожидания бизнеса и населения остаются высокими. То, что принятые в июле-сентябре решения по денежно-кредитной политике (ДКП) пока не транслировались в замедление темпов роста цен отражает инерционность экономических процессов, существенные лаги действия ДКП. Также данные за последние два месяца показывают, насколько значительны набранный к середине года темп расширения кредита и внутреннего спроса и связанный с этим проинфляционный импульс. Уже принятые решения по денежно-кредитной политике приведут к постепенному торможению инфляционных процессов в предстоящие месяцы и кварталы. Возврат инфляции к цели в условиях стимулирующей бюджетной политики в 2024 г. может потребовать дополнительной жесткости ДКП.
  - Индексы PMI и данные о финансовых потоках указывают на сохранение уверенного роста деловой активности в сентябре. Продолжающееся расширение спроса стимулирует рост выпуска и занятости, а также подпитывает оптимизм компаний, позволяя быстрее транслировать рост издержек в отпускные цены.
  - С поправкой на сезонность месячный рост потребительских цен в сентябре стал максимальным с апреля 2022 года. Темпы роста цен на товары и услуги, характеризующиеся устойчивой динамикой, вновь повысились. По опросам, в сентябре также возросли издержки и отпускные цены производителей в обрабатывающей промышленности. Для перехода к устойчивому замедлению роста цен в результате проведения жесткой ДКП требуется время.
  - Инвертированность кривой доходностей ОФЗ, возникшая после сентябрьского повышения ключевой ставки, за последующие недели стала более выраженной. Это свидетельствует о значимом ужесточении ценовых денежно-кредитных условий. При этом рыночные ожидания все в большей мере исходят из необходимости сохранения повышенной ключевой ставки продолжительное время.

## 1. Инфляция

После некоторого замедления в августе, рост потребительских цен в сентябре в пересчете на год с поправкой на сезонные факторы вновь повысился до двузначных значений. Вклад устойчивых факторов в ценовую динамику увеличился. При этом спрос в экономике продолжил расти, в том числе подпитываемый дальнейшим расширением кредитования.

Однако ошибочно на основании этого утверждать, что меры ДКП не действуют. Трансмиссионный механизм ДКП уже работает на торможение инфляционных процессов. Так, возросли процентные ставки (в частности, по срочным вкладам населения и банковским кредитам), происходит активный рост срочных вкладов населения. Увеличение привлекательности сбережений в рублях способствует стабилизации валютного курса. Если бы ключевая ставка оставалась неизменной, то мы бы сейчас наблюдали все более интенсивный рост кредитования и внутреннего спроса, дальнейшее ослабление рубля и еще более значительное нарастание инфляционного давления.

Однако, действительно, требуется время на то, чтобы работа трансмиссионного механизма привела к замедлению роста спроса до устойчивых темпов, соразмерных с возможностями экономики его удовлетворить через увеличение производства. Еще больше времени пройдет до проявления этих процессов в более сдержанной динамике цен, которая в итоге снизит инфляцию к цели.

Высокие темпы роста цен, которые наблюдаются с лета этого года, отражают реакцию цен на возросший кредитный и бюджетный импульсы и ослабление рубля, накопившиеся за прошедшие месяцы.

Параметры внесенного в Государственную Думу проекта федерального бюджета на 2024-2026 гг. предусматривают сохранение существенного бюджетного импульса в 2024 г. практически на уровне 2023 г., в том числе за счет повышения цены отсечения и базового уровня нефтегазовых доходов в бюджетном правиле, единовременных ненефтегазовых доходов, а также активную программу заимствований. При прочих равных условиях для выхода инфляции на цель в такой ситуации требуется соразмерно меньшая величина кредитного импульса, чем при проведении нейтральной бюджетной политики. Это повышает необходимость сохранения жесткой ДКП в течение 2024 г. в целях поддержания ценовой стабильности, предотвращения дальнейшего нарастания инфляции и устойчивого и сбалансированного развития российской экономики.

### 1.1. Дальнейшее повышение инфляционного давления

- Инфляционное давление в сентябре оставалось значительным, повышенные темпы роста цен наблюдались во всех основных категориях. Устойчивые показатели ценовой динамики снова возросли, оставаясь выше уровня 4%.

- Высокие темпы роста заработных плат и кредитования, а также повышенные инфляционные ожидания поддерживают быстрое расширение потребительской активности, которое способствует переносу возросших издержек производителей в конечные цены.
- Решения Банка России по ДКП будут содействовать постепенному росту сбережений таким образом, чтобы вернуть роста спроса к темпам, соответствующим возможностям расширения предложения. Это будет ключевым фактором торможения инфляции в ближайшие кварталы.

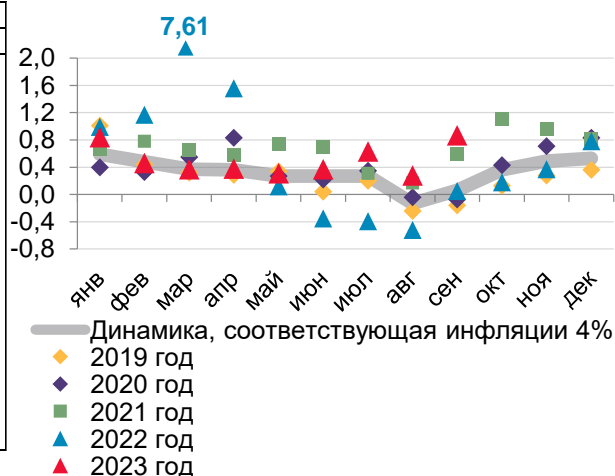
В сентябре рост потребительских цен ускорился до 14,6% м/м SAAR (в августе - 9,4% м/м SAAR). Годовая инфляция выросла до 6,0 с 5,2% месяцем ранее (Таблица 1, Рисунок 2). На 9 октября оценка годовой инфляции повысилась до 6,3%. В последние недели рост цен идет по высокой траектории 2021 г. (Рисунок 4). Если месячный рост цен до конца года будет идти близко к ней, инфляция может превысить текущий прогноз Банка России.

Таблица 1. Инфляция и ее компоненты

	Сент. 2021	Сент. 2022	Июл. 2023	Авг. 2023	Сент. 2023
<b>% г/г</b>					
<b>Все товары и услуги</b>	7,4	13,7	4,3	5,2	6,0
<b>Базовая инфляция</b>	7,6	17,1	3,2	4,0	4,6
Прод. товары	9,2	14,2	2,2	3,6	4,9
Непрод. товары	8,1	14,9	2,4	3,6	4,6
Услуги	4,2	11,0	10,0	9,5	9,7
<b>% м/м SAAR</b>					
<b>Все товары и услуги</b>	10,9	3,3	12,3	9,4	14,6
<b>Базовая инфляция</b>	9,0	2,3	8,6	10,0	10,3
Прод. товары	18,9	-0,1	16,4	16,4	16,9
– без плодоовощей	10,5	-0,2	5,4	10,8	11,2
Непрод. товары	6,8	0,8	12,5	14,3	12,7
– без нефтепродуктов и табака	8,6	0,0	10,3	11,5	10,0
Услуги	5,6	11,9	7,0	-4,6	13,8
– без ЖКУ	6,6	16,5	8,1	-11,8	16,8

Источники: Росстат, расчеты ДИП.

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

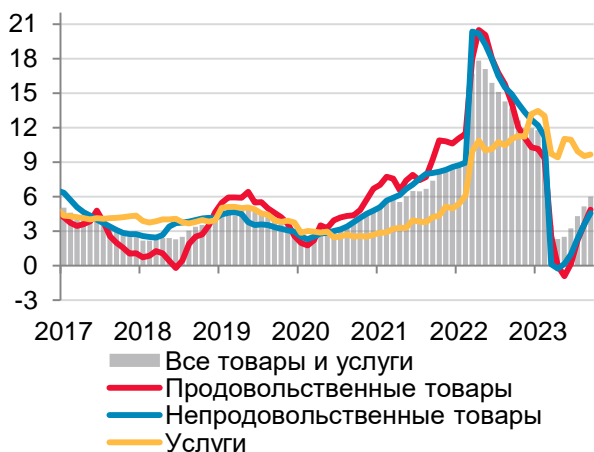


Источники: Росстат, расчеты ДИП.

Цены на продовольствие третий месяц подряд продолжают расти двузначными темпами в пересчете на год. Их рост ускорился до 16,9 с 16,4% м/м SAAR в августе. Существенный вклад продолжает вносить плодоовощная продукция. В основном это обусловлено удорожанием импортируемых фруктов и цитрусовых из-за ослабления рубля. Кроме того, стали расти цены на овощи. Их [производители](#) указывают на рост издержек вследствие удорожания топлива, а также его [нехватки в южных регионах](#). Без учета плодоовощной продукции рост цен на продовольствие ускорился, но в меньшей степени, до 11,2 с 10,8% м/м SAAR. Главный драйвер – продолжающееся удорожание мясопродуктов. Производители связывают его с [ростом издержек](#) (в частности, вследствие [дефицита кадров и связанного с этим значительным ростом фонда оплаты труда](#)). Также заметно ускорился рост цен на яйца на фоне [высокого спроса](#). Дополнительное

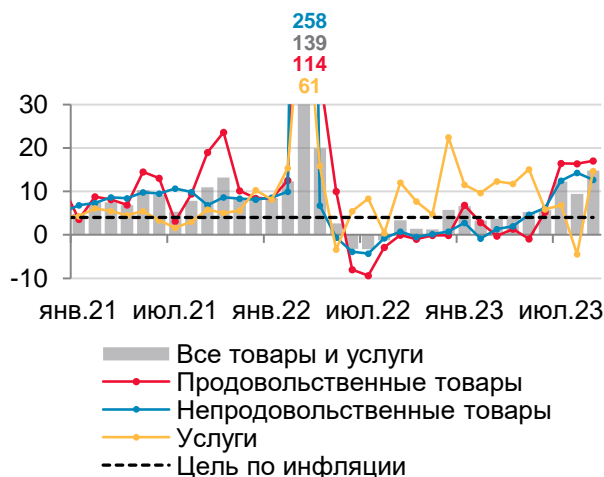
повышательное давление на цены мясopодуков в ближайшее время может оказать увеличение внешнего спроса на российскую свинину после [открытия китайского рынка](#), а также перебои с производством из-за ухудшения [эпизоотической ситуации](#).

Рисунок 2. Инфляция и ее компоненты, % г/г



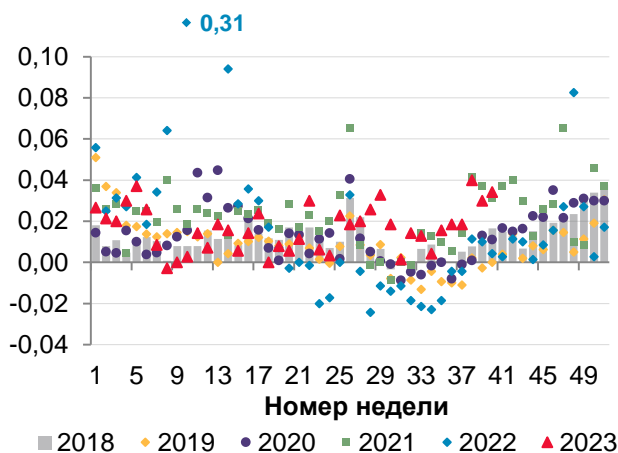
Источник: Росстат.

Рисунок 3. Сезонно сглаженный рост цен, % м/м SAAR



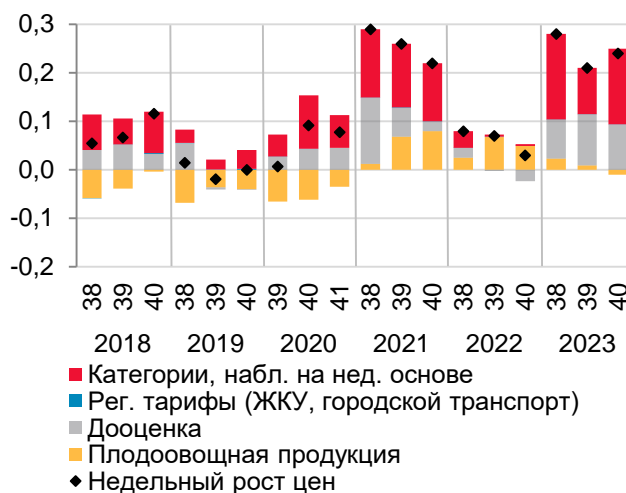
Источники: Росстат, расчеты ДИП.

Рисунок 4. Среднесуточный прирост цен, %



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

Рисунок 5. Декомпозиция недельного роста цен, п.п.



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

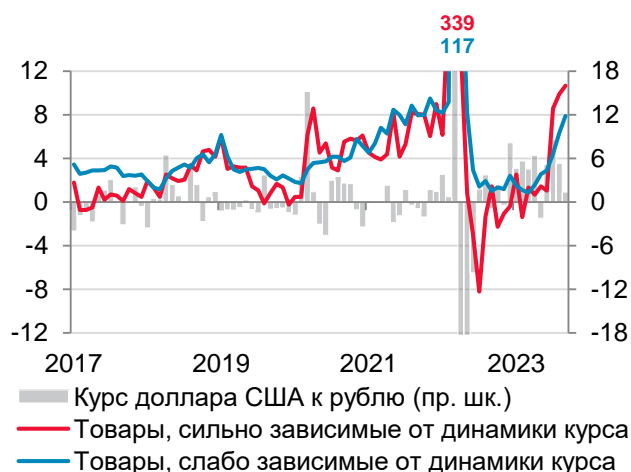
В непродовольственном сегменте темп роста цен замедлился до 12,7 с 14,3% м/м SAAR. Вклад в замедление внесла динамика цен на товары длительного пользования. Так, после августовского всплеска снизился рост цен на электронику. Замедлились, но остаются на повышенном уровне темпы удорожания автомобилей. [Автодилеры связывают это](#) продолжающимся переносом издержек из-за ослабления рубля и повышения утилизационного сбора в условиях [повышенного спроса](#). Перенос ослабления рубля в цены продолжается (Рисунок 6). Он усиливается ростом инфляционных ожиданий: ритейлеры продавали продукцию, которую приобретали ранее по более крепкому курсу

(несмотря на высокий спрос, запасы бытовой техники и электроники оставались значительными). Следующий этап переноса ослабления рубля в цены товаров длительного пользования будет связан с поступлением на полки магазинов товаров, приобретенных после летнего ослабления рубля. Вероятно, этот этап будет более умеренным и растянутым во времени.

В сентябре сохранялся ускоренный рост цен на топливо. Однако недельные данные указывают на переход розничных цен к снижению в конце сентября – начале октября. К этому привело снижение биржевых цен после введения ограничений [на экспорт товарного бензина и дизельного топлива](#). Также, решение о возврате к полным выплатам по демпферу на нефтепродукты понизит чувствительность внутренних цен к изменениям на мировом рынке и ограничит их рост с текущих уровней.

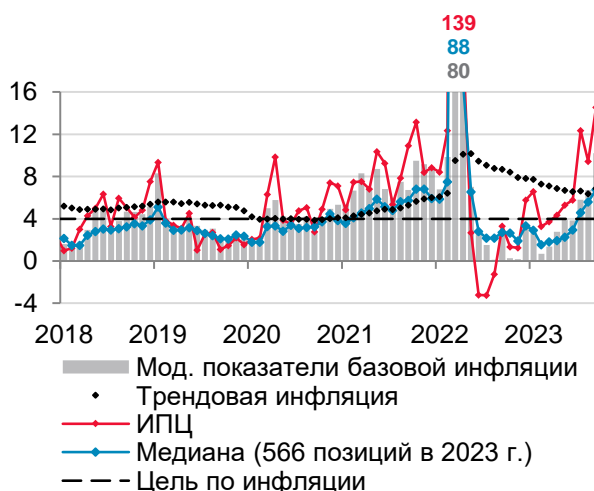
Стоимость услуг в сентябре в среднем повысилась на 13,8% м/м SAAR после снижения на 4,6% м/м SAAR в августе. При этом без учета туризма, воздушного и железнодорожного транспорта темп роста стоимости услуг остается высоким – 13,6% м/м SAAR (в августе – 8,6% м/м SAAR).

**Рисунок 6. Медианные значения ИПЦ в зависимости от чувствительности от курсовой динамики, % м/м SAAR**



Источники: Банк России, Росстат, расчеты ДИП.

**Рисунок 7. Модифицированные показатели базовой инфляции (% в годовом выражении) и оценка трендовой инфляции, %, г/г**



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

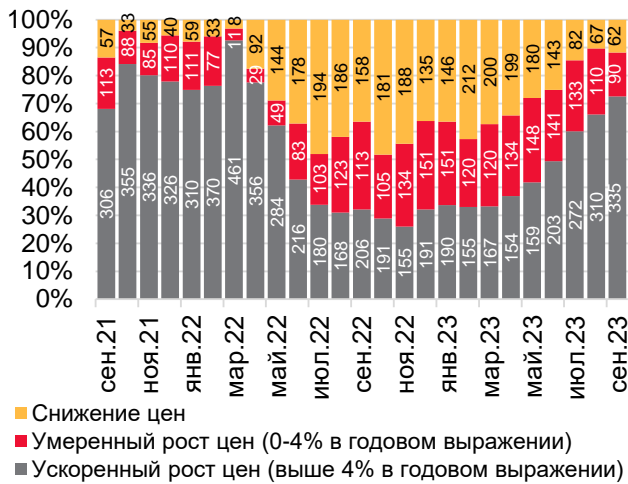
Источники: Росстат, расчеты ДИП.

Устойчивые показатели ценовой динамики говорят о сохранении инфляционного давления на повышенном уровне. Модифицированные показатели базовой инфляции повысились в сентябре, оставаясь существенно выше уровня 4% в годовом выражении третий месяц подряд (Рисунок 7). Оценка трендовой инфляции повысилась до 6,87% (в августе – 6,36%), что указывает на преобладание проинфляционных рисков на среднесрочном горизонте. Вес ускоренно дорожающих позиций<sup>1</sup> продолжил увеличиваться (Рисунок 8). Медиана распределения также выросла, ее значение остается выше цели по инфляции по всем укрупненным категориям (Рисунок 9).

<sup>1</sup> Темпами выше 4% м/м SAAR.



**Рисунок 8. Суммарный вес товаров и услуг\*, распределенный на основе сезонно сглаженных темпов роста цен**

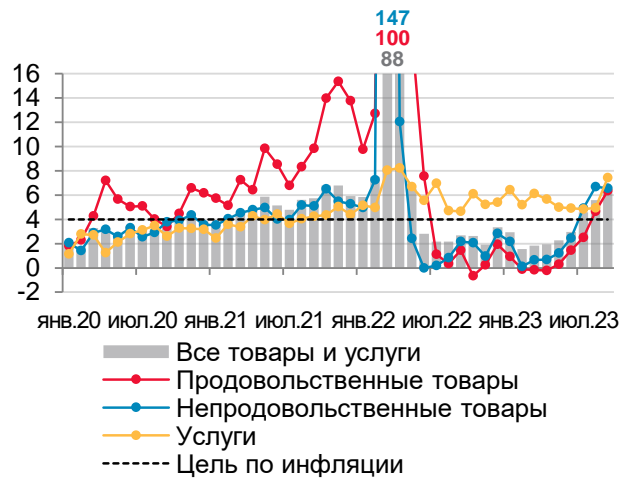


\*Без плодоовощной продукции и регулируемых услуг.

Примечание. Число – количество позиций.

Источники: Росстат, расчеты ДИП.

**Рисунок 9. Медианы распределения, рассчитанные по дезагрегированным\* компонентам, % м/м SAAR**



\* 566 компонентов в корзине 2023 года.

Источники: Росстат, расчеты ДИП.

Возможность переноса возросших издержек производителей в конечные цены в условиях сохраняющейся высокой потребительской активности поддерживает инфляционное давление на повышенном уровне. В августе рост цен производителей ускорился. Согласно опросным индикаторам, в сентябре эта тенденция сохранилась. Опрос PMI от [S&P Global](#) отмечает рекордные темпы с апреля 2022 года. По [данным мониторинга Банка России](#), ценовые ожидания предприятий росли третий месяц подряд, в основном под влиянием продолжающегося переноса ослабления рубля и дефицита на рынке труда.

**Рисунок 10. Динамика цен производителей и потребительских цен, скользящее за три месяца в годовом выражении, %**



\* Без учета металлургического производства, а также нефтепереработки.

Источники: Росстат, расчеты ДИП.

**Рисунок 11. Индекс потребительских настроений и его субагрегаты, пункты**



Источники: ООО «ИНФОМ».



Потребуется дополнительное время для того, чтобы решения Банка России по денежно-кредитной политике привели к повышению сбережений и охлаждению динамики спроса, приблизив его к возможностям расширения выпуска, которые сейчас объективно ограничены рекордно низким уровнем безработицы, отсутствием существенного объема свободных трудовых ресурсов. В предстоящие кварталы это будет способствовать постепенному снижению инфляционного давления и возврату инфляции к 4% в 2024 году.

## 2. Экономическая динамика

Экономическая активность в России в целом остается высокой, подтягиваясь за уверенно растущим спросом. При этом опросы предприятий и большинство оперативных показателей за сентябрь указывают на ускорение роста экономики. Ужесточение денежно-кредитных условий пока заметно не сказалось на ключевых показателях экономической активности из-за существенных временных лагов, которые обусловлены инерционностью экономических процессов.

Судя по оперативным данным, импорт товаров начал снижаться в стоимостном и физическом выражении с поправкой на сезонность летних месяцев. Такая реакция импорта ожидаема на фоне произошедшего с начала года значительного ослабления рубля и представляет собой основной механизм адаптации платежного баланса к снижению внешнеторгового сальдо и профицита счета текущих операций. При этом продолжающийся рост внутреннего спроса частично удовлетворяется увеличением внутреннего производства, а частично – возможным снижением созданных товарных запасов (российских и импортных).

Из-за увеличения бюджетных источников экономического роста в 2024 г. более активно будут развиваться отрасли, связанные с государственными закупками и финансированием. В то же время развитие отраслей, которые зависят от привлечения кредитных средств на рыночных условиях, вероятно, будут расти более умеренным темпом. Динамика экспортных отраслей будет определяться внешними условиями, а также ограничениями и внутренним регулированием.

### 2.1. Сохранение высокой экономической активности

- Оперативные показатели динамики базовых отраслей экономики и опросные индикаторы указывают на продолжение уверенного роста ВВП в III квартале после достижения экономикой своего потенциального уровня в II квартале (+0,1% к/к SA в II

квартале<sup>2</sup>). Выпуск базовых видов экономической деятельности в июле–августе несколько замедлил рост (Рисунок 13), при этом финансовые потоки и индексы PMI указывают на более сильную динамику экономической активности в III квартале. В сентябрьских опросах предприятия снизили оценку динамики текущего спроса и планы выпуска<sup>3</sup> при сохранении на повышенном уровне оптимизма бизнеса в целом (Рисунок 14). Кроме того, в условиях дефицита трудовых ресурсов предприятия стараются реализовать планы по активному найму персонала.

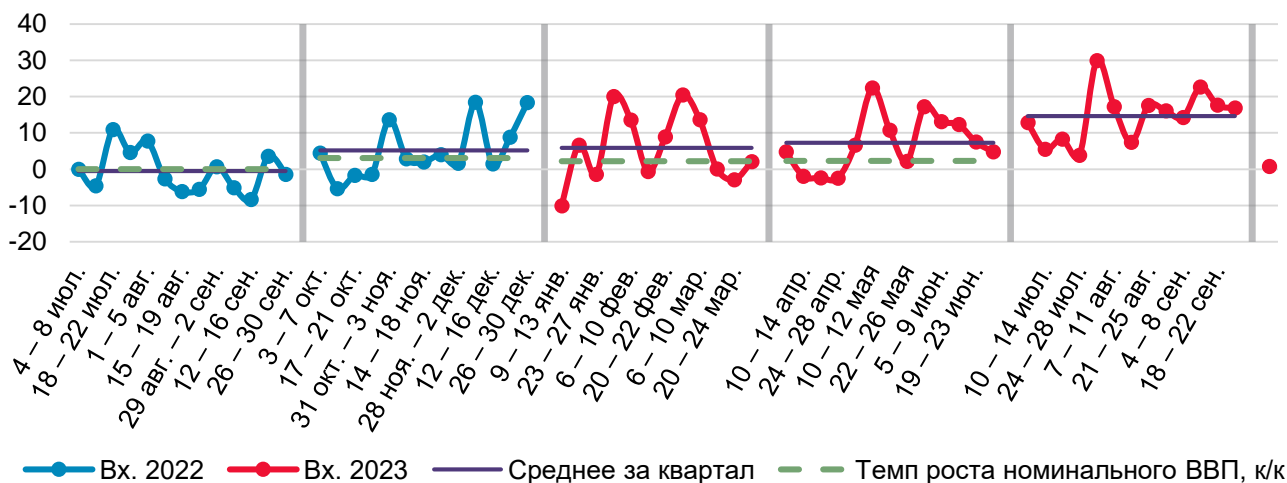
- В отраслевом разрезе динамика остается разнородной при преобладании позитивных тенденций, что подтверждается [статистикой платежной системы Банка России](#). Можно выделить отрасли-лидеры, в которых превышены докризисные уровни выпуска, и отстающие отрасли, где продолжается восстановительный тренд. Так, высокий внутренний спрос обеспечивает положительный вклад в экономический рост со стороны торговли (оптовой и розничной) и обрабатывающей промышленности при сдерживающей роли добывающего сектора (Рисунок 15). Драйверами расширения выпуска в обрабатывающей промышленности в июле и августе были отрасли промежуточного и потребительского спроса (Рисунок 16). Стабилизация выпуска в добыче происходит на фоне разнонаправленной динамики в нефтяной и газовой отрасли: ограничение нефтяного экспорта компенсируется увеличением поставок природного газа. В растениеводстве в этом году в большинстве подотраслей не удастся достичь рекордных урожаев 2022 г.
- Всплеск потребительского спроса в августе за счет товарного сегмента (Рисунок 17) на фоне повышения инфляционных ожиданий из-за ослабления рубля, судя по оперативным данным, к сентябрю был исчерпан (Рисунок 18). Признаков значимого охлаждения динамики потребительских расходов пока не фиксируется, однако эффект от ужесточения денежно-кредитной и макропруденциальной политик начинает постепенно проявляться в замедлении выдач в сегментах необеспеченного потребительского и автокредитования. Также продолжается переток средств населения с текущих счетов на срочные вклады, ставки по которым значимо выросли. Тем не менее о совершившемся переходе населения к сберегательной модели поведения пока говорить преждевременно. Так, несмотря на некоторую коррекцию в потребительских настроениях (Рисунок 19), склонность к крупным покупкам сохраняется на повышенном по историческим меркам уровне, а динамика привлечения средств населения в банки, судя по отчетности одного из крупнейших банков, не изменилась относительно августа.
- Устойчивости потребительского спроса способствует уверенная динамика реальных заработных плат (Рисунок 21), сохраняющаяся в условиях повышенного спроса на труд и ограниченных возможностей его удовлетворения (Рисунок 20, Рисунок

<sup>2</sup> Оценка получена ДИП исходя [из опубликованной Росстатом](#) первой оценки динамики ВВП и его компонентов по методу использования. Эта оценка будет уточняться по мере выхода последующих оценок ВВП Росстата с учетом досчетов на новых данных. В прошлом уточненные данные часто показывали улучшение годовой динамики ВВП (см. [«База данных пересмотров макроэкономических показателей в России»](#)).

<sup>3</sup> В сентябре 2023 г. Индекс прогнозов российской промышленности ИЭП показал максимальное снижение после обвала в марте 2022 года.

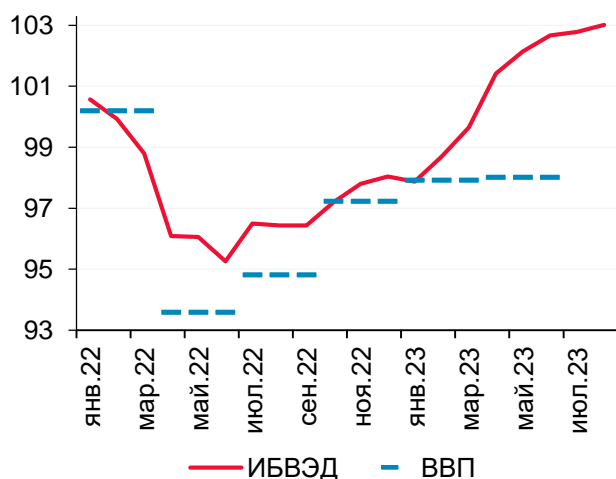
22), а также активный найм работников предприятиями<sup>4</sup>. Рост издержек, в свою очередь, увеличивает ценовые ожидания предприятий<sup>5</sup>. При сохраняющейся возможности переноса издержек в цены это предполагает, что ослабление повышенного инфляционного давления будет происходить постепенно. Влиянию ужесточения ДКП на спрос еще только предстоит проявиться в полной мере.

**Рисунок 12. Темп роста<sup>6</sup> объема входящих платежей к среднему в предыдущем квартале, взвешенный по доле отраслей в ВДС, сезонность устранена, %**



Источники: Банк России, Мониторинг отраслевых финансовых потоков.

**Рисунок 13. Динамика выпуска базовых видов экономической деятельности и ВВП, IV квартал 2021 г. = 100**



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

**Рисунок 14. PMI в обрабатывающей промышленности и услугах, пункты**



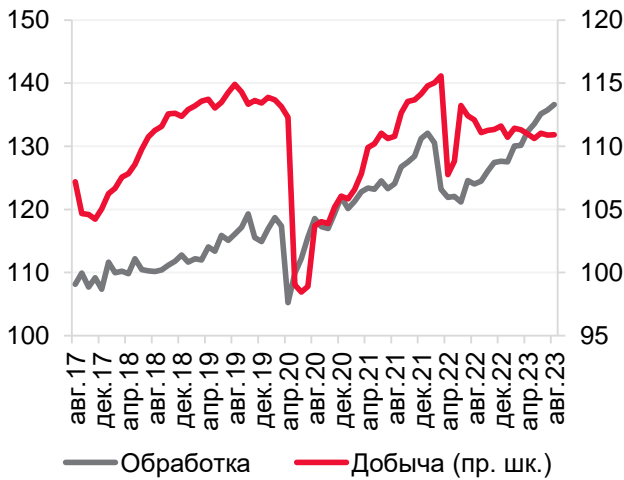
Источник: S&P Global.

<sup>4</sup> По данным опросов PMI, темпы создания новых рабочих мест оказались максимальными за 20 лет.

<sup>5</sup> Опрос PMI зафиксировал максимальное значение подыиндекса отпускных цен производителей с апреля 2022 года.

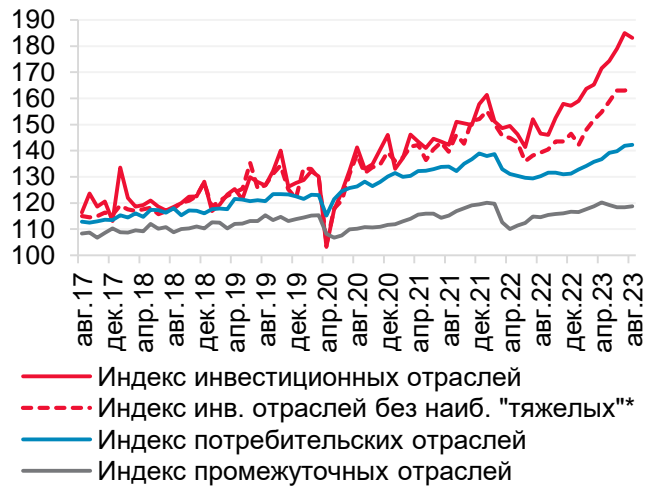
<sup>6</sup> Под темпами роста понимается процентное изменение величины:  $g = \frac{(x_1 - x_0)}{x_0} * 100$ .

**Рисунок 15. Динамика индексов добычи полезных ископаемых и обрабатывающего производства (2014 = 100)**



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

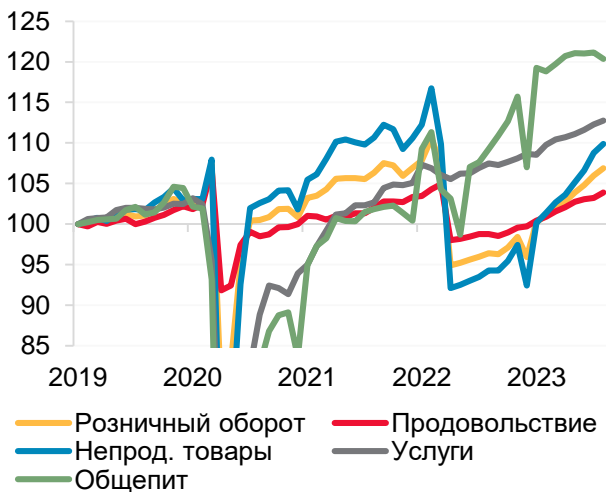
**Рисунок 16. Выпуск групп отраслей обрабатывающей промышленности, SA, 01.2016=100%**



\* Под наиболее «тяжелыми» отраслями инвестиционной группы подразумеваются производства «готовых металлических изделий, кроме машин и оборудования» и «прочих транспортных средств и оборудования», которые имеют наибольший вес в структуре добавленной стоимости инвестиционной группы.

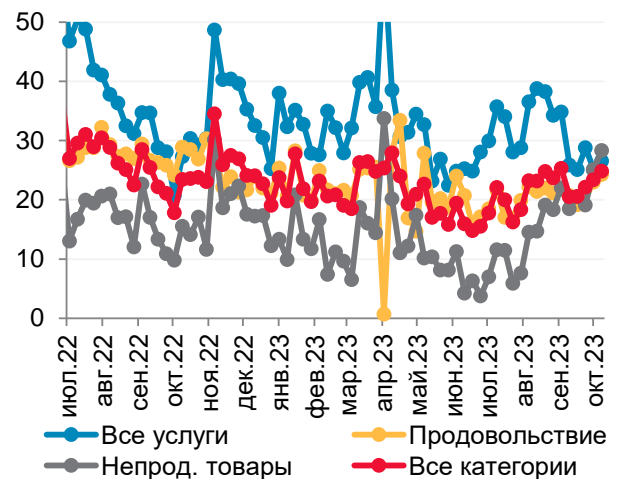
Источники: Росстат, расчеты ДИП.

**Рисунок 17. Динамика оборота розничной торговли, сегмента платных услуг и общепита, 01.2019=100, SA, %**



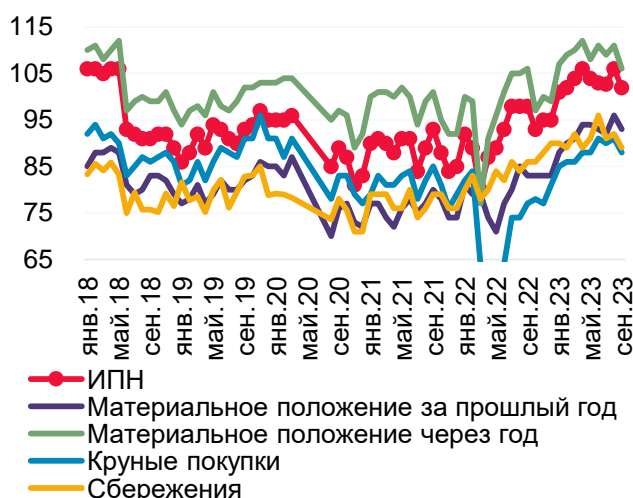
Источники: Росстат, расчеты ДИП.

**Рисунок 18. Динамика номинальных недельных расходов населения, к соответствующей неделе двумя годами ранее, %**



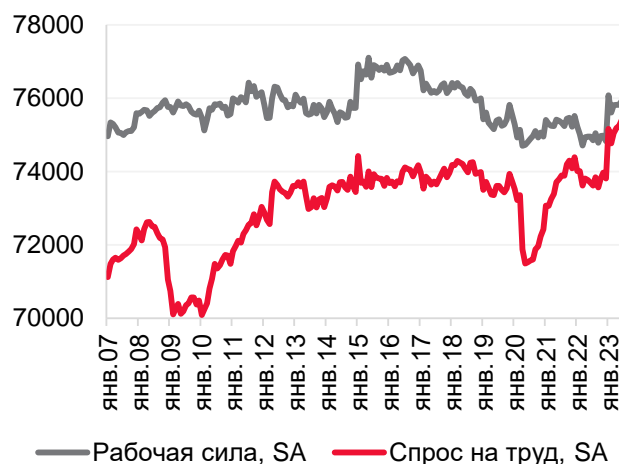
Источник: СберИндекс.

**Рисунок 19. Динамика индекса потребительских настроений и его компонентов, пунктов**



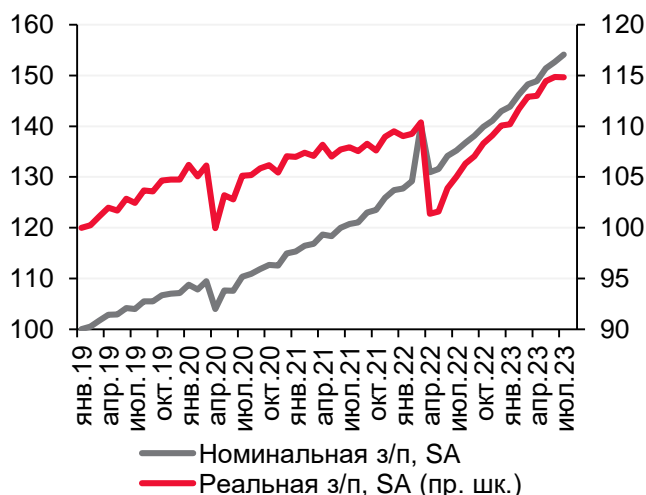
Источник: ООО «инФОМ».

**Рисунок 20. Динамика спроса на труд (суммарная численность занятых и вакантных рабочих мест) и рабочей силы, тыс. человек, SA**



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

**Рисунок 21. Динамика заработных плат, 01.2019=100**



Источники: Росстат, СберИндекс, расчеты ДИП.

**Рисунок 22. Уровень безработицы, %**



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

## 2.2. Временное ускорение роста розничного кредитования в августе

- Рост кредитования в августе оставался высоким, несмотря на значительное увеличение рыночных ставок по кредитам вслед за повышением ключевой ставки.
- Основные причины активного роста розничного кредитования стали переток спроса в льготные сегменты рынка, где ставки не изменились, а также всплеск спроса на фоне роста инфляционных ожиданий. В корпоративном сегменте компании могли выбирать лимиты по ранее одобренным кредитным линиям, предвосхищая пересмотр условий со стороны банков.
- Предварительные данные указывают, что в сентябре рост несубсидируемых сегментов розничного кредитования мог замедлиться при продолжающемся росте

спроса на субсидируемые кредиты. В дальнейшем повышение ставок, а также вступление в силу более жестких макропруденциальных ограничений приведет к замедлению роста кредитования.

В августе рост кредитования физических лиц ускорился до 2,5 с 1,8% м/м SA в июле (Рисунок 23), главным образом за счет ипотечного кредитования. Кредитование продолжает вносить наибольший вклад в динамику широкой денежной массы (Рисунок 30).

Темпы роста ипотеки ускорились до 3,7 с 2,8 % м/м. Количество выданных кредитов на вторичное жилье возросло на 17,7% м/м, число выданных по ДДУ – на 48% м/м. Основным драйвером выдач на первичном рынке стала льготная ипотека – выдачи по ней составили 60% от всех выдач ипотечных кредитов (Рисунок 24). Подогревали спрос на льготную ипотеку повышение ставок по несубсидируемым кредитам, а также опасения скорого сворачивания или значительного ужесточения условий выдачи по действующим программам субсидирования. Дополнительно спрос могло подогревать повышение инфляционных ожиданий. В такие моменты недвижимость рассматривается населением в качестве защитного актива от роста цен и курсовых колебаний. В сентябре выдачи по льготным программам достигли максимума за всю историю их существования, притом что предложение было ограничено повышением минимального взноса с 15 до 20%.

На вторичном рынке динамика спроса сильно отставала от первичного. Вероятно, спрос формируют заемщики с достаточно большим первоначальным взносом – для них рост ставок менее критичен, чем для заемщиков с минимальными суммами для взноса. При этом динамика ипотечных заявок в августе указывает на то, что замедление роста портфеля несубсидируемой ипотеки в сентябре–октябре<sup>7</sup> может оказаться умеренным (Рисунок 25). В дальнейшем по мере роста ставок, а также повышения надбавок к коэффициентам риска по ряду ипотечных кредитов<sup>8</sup> охлаждение в ипотечном сегменте может стать более выраженным, в том числе и в льготном сегменте.

Темп роста необеспеченных кредитов в августе сохранился на высоком уровне 1,5% м/м SA (Рисунок 26), несмотря на повышение процентных ставок (Рисунок 27). Причиной стало увеличение склонности населения к потреблению из-за повышения инфляционных ожиданий. В дальнейшем рост портфеля необеспеченных кредитов может замедлиться на фоне увеличения ставок, а также снижения макропруденциальных лимитов и повышения надбавок к коэффициентам риска. Так, по информации Frank RG в сентябре выдачи необеспеченных потребительских кредитов значительно снизились после августовского всплеска.

При этом с начала 2023 г. произошел заметный рост персонального кредитного рейтинга заемщиков (ПКР). В части потребительских кредитов это может объясняться снижением аппетита к риску у банков и более тщательным отбором заемщиков на фоне

<sup>7</sup> Лаг между подачей заявки на ипотечный кредит и его предоставлением может составлять 1-2 месяца.

<sup>8</sup> <http://www.cbr.ru/press/pr/?file=638125158978042557FINSTAB.htm>,  
<http://www.cbr.ru/press/pr/?file=638261611512660659FINSTAB.htm>



политики, проводимой Банком России. Это способствует более умеренному накоплению кредитных рисков банками.

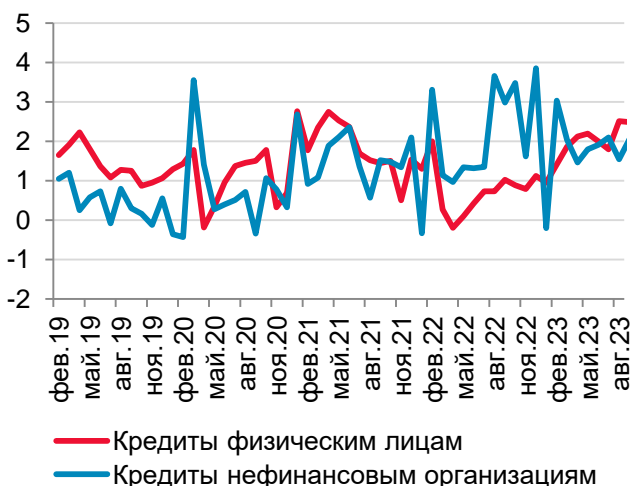
В августе в условиях повышения ставок произошло замедление роста рублевых кредитов нефинансовым организациям до 1,5 с 2,1% м/м SA. Тем не менее, рост оставался повышенным. Поддержку ему мог оказать выбор компаниями остатков по открытым кредитным линиям перед повышением ставок по ним. Рост портфеля кредитов индивидуальным предпринимателям в августе также замедлился до 3,3 с 3,7% м/м SA.

В последние месяцы резко выросли ценовые ожидания предприятий – их уровень близок к максимумам с 2013 г. (если не включать эпизод всплеска ожиданий в начале 2022 г.). На этом фоне увеличение номинальных ставок по кредитам может не сопровождаться пропорциональным увеличением степени жесткости денежно-кредитных условий для заемщиков и, соответственно, сдерживать спрос на заемные средства.

Темп роста рублевых депозитов населения в августе ускорился до 1,8 с 1,6% м/м SA, что можно объяснить повышением ставок по вкладам (Рисунок 29) вслед за ключевой ставкой. Следствием повышения привлекательности сбережений также стал активный переток средств со счетов до востребования на срочные вклады. Валютные депозиты физических лиц стали снижаться более быстрыми темпами.

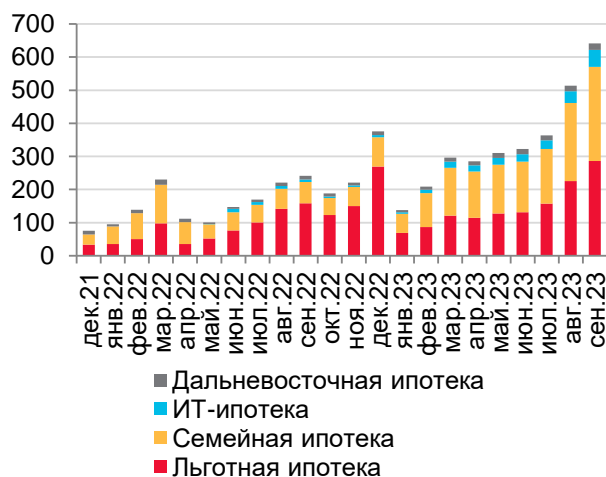
Рублевые депозиты компаний ускорили рост до 2,1 с 1,5% м/м SA. Вместе с тем за 8 месяцев 2023 г. динамика депозитов остается в границах среднемесячных темпов роста.

**Рисунок 23. Динамика рублевого кредитования, % м/м SA**



Источники: Банк России, расчеты ДИП.

**Рисунок 24. Объем выдач в рамках льготных ипотечных программ, млрд руб.**



Источники: ДОМ.РФ, расчеты ДИП.

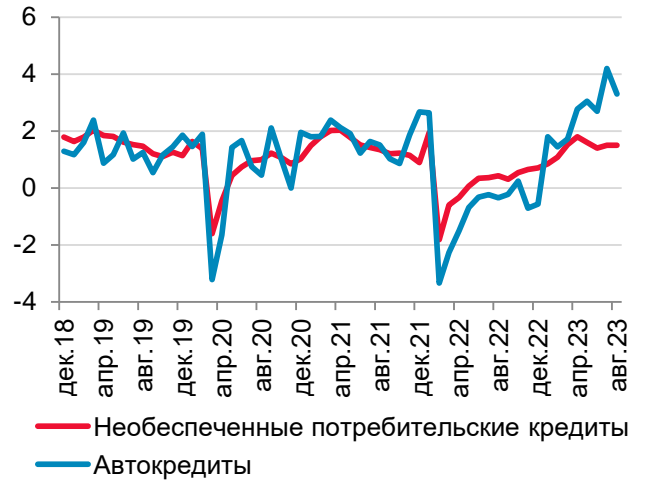


**Рисунок 25. Динамика ипотечных заявок, тыс. шт.**



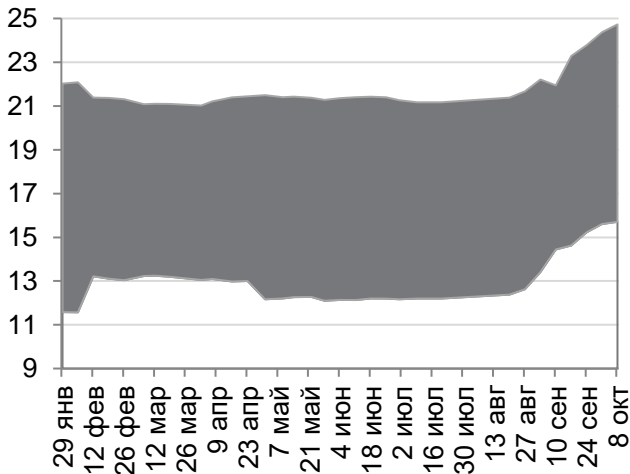
Источники: Домклик, расчеты ДИП.

**Рисунок 26. Прирост портфеля розничных кредитов, % м/м SA.**



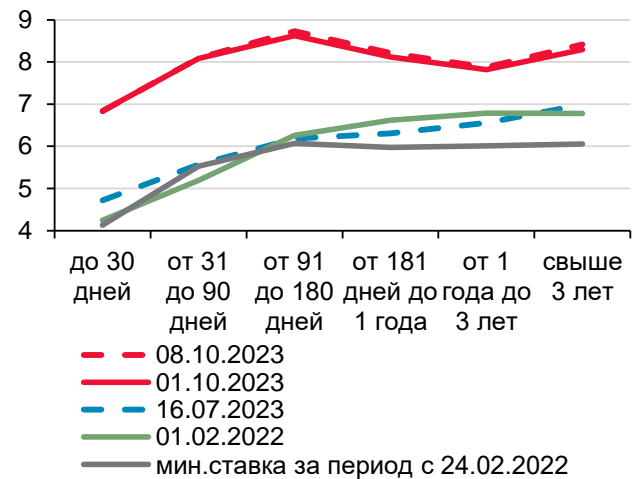
Источники: Банк России, расчеты ДИП.

**Рисунок 27. Динамика ставок по необеспеченным потребительским кредитам, п.п.**



Источники: banki.ru, расчеты ДИП.

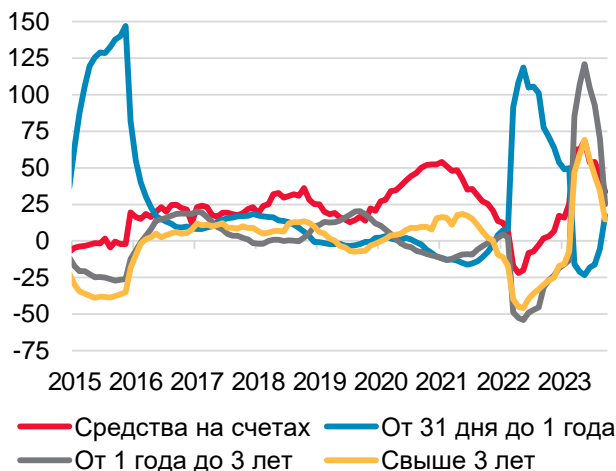
**Рисунок 28. Средние ставки по вкладам в зависимости от срока, %<sup>9</sup>**



Источники: banki.ru, расчеты ДИП.

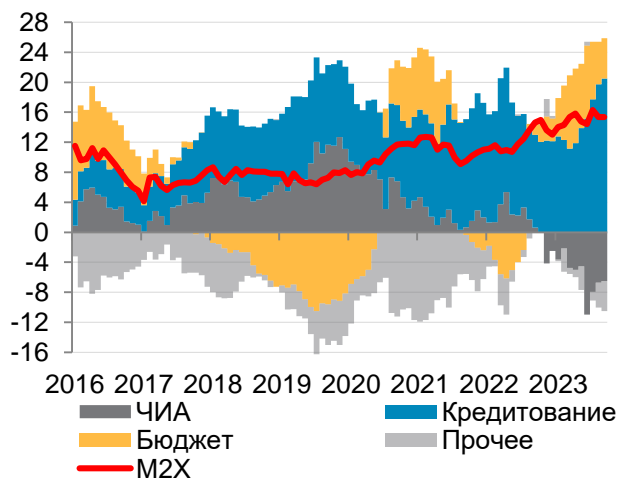
<sup>9</sup> Данные приведены на 8 октября.

**Рисунок 29. Динамика рублевых средств физических лиц в банках, % г/г**



Источники: Банк России, расчеты ДИП.

**Рисунок 30. Факторы роста широкой денежной массы, %**



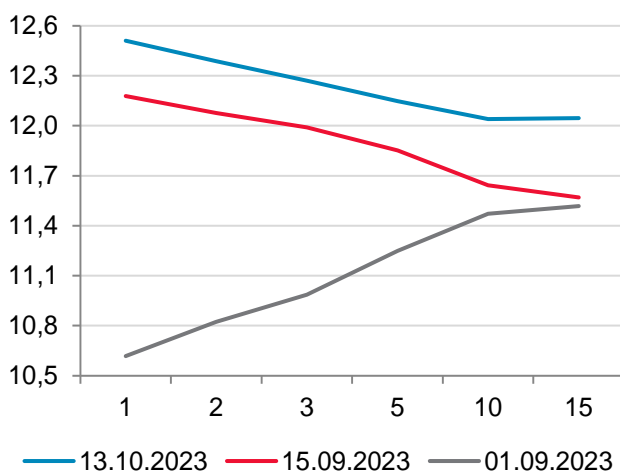
Источники: Банк России, расчеты ДИП.

## 3. Финансовые рынки

### 3.1. Наклон кривой ОФЗ стал отрицательным

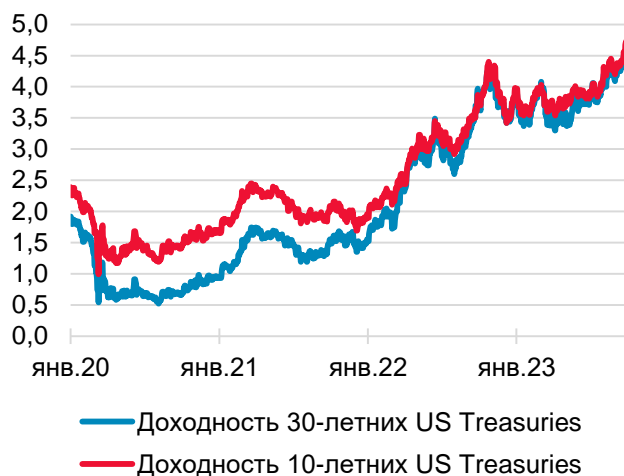
- Денежно-кредитные условия ужесточились с начала сентября: доходности ОФЗ выросли вдоль всей кривой (Рисунок 31). При этом повышение происходило неравномерно. Еще в начале сентября наклон кривой ОФЗ (10 лет – 2 года) был положительным, но к середине октября угол наклона стал отрицательным и к 13 октября составил -35 базисных пункта.
- Доходности на ближнем и среднем сегментах кривой ОФЗ повысились, а кривая инвертировалась. Это произошло в результате того, что участники рынка пересмотрели ожидания по траектории ключевой ставки Банка России на горизонте действия денежно-кредитной политики. Этому способствовали как риторика Банка России перед сентябрьским заседанием Совета директоров Банка России, так и решение о повышении ключевой ставки до 13,0% годовых.
- Динамика длинных доходностей в меньшей степени определялась решениями по ключевой ставке. На нее продолжает существенно влиять уточнение ожиданий рынка о конфигурации среднесрочной бюджетной политики, в том числе, объемы будущих заимствований. Также некоторое влияние на дальний конец кривой ОФЗ могло оказать увеличение базовых долгосрочных доходностей в крупнейших развитых странах. Последнее объясняется рыночными ожиданиями поддержания повышенных ставок политики продолжительное время (*higher for longer*) (Рисунок 32). С начала 2022 г. влияние внешних финансовых рынков на российские значительно снизилось, но полностью не исчезло.

Рисунок 31. Кривая бескупонной доходности ОФЗ, %



Источник: Cbonds.

Рисунок 32. Динамика доходностей казначейских облигаций США, %



Источник: Cbonds.

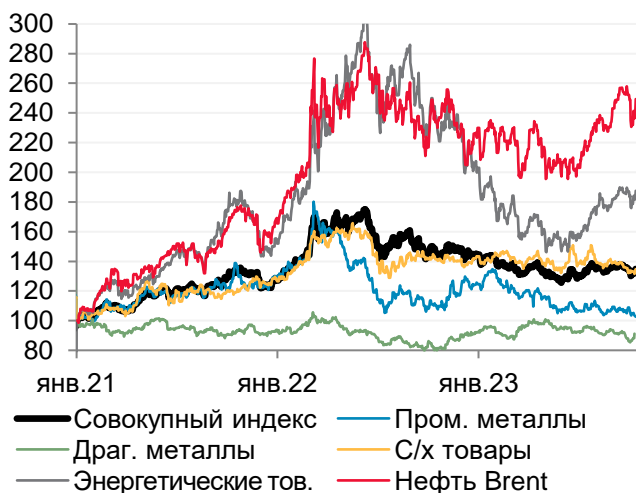
### 3.2. Усиление дефицита на глобальном нефтяном рынке

- С начала сентября котировки большинства сырьевых товаров снизились. На них негативно повлияли укрепление доллара США к основным мировым валютам (индекс DXY +2%) и усиление опасений относительно рецессии в мировой экономике из-за вероятного сохранения жесткой ДКП ведущими нацбанками более продолжительное время, чем ожидалось в конце лета. Сдержал снижение цен рост геополитической напряженности в мире.
- Индекс цен сырьевых товаров Bloomberg потерял 1%: котировки драгоценных и промышленных металлов снизились соответственно на 3 и 6%, сельскохозяйственных товаров – на 3% при росте цен энергетических товаров на 3% (Рисунок 33).
- Цена на нефть марки Urals<sup>10</sup> выросла на 1%, до 74 долл. США / барр. из-за существенного сокращения дисконта к Brent, которое было вызвано действующим с августа ограничением на поставку сырой нефти, а с 21 сентября и временным ограничением на вывоз товарного бензина и дизельного топлива в целях борьбы с ростом внутренних цен на топливо (Рисунок 34).
- Мировые запасы нефти в целом за август-сентябрь сократились с опережением сезонности из-за растущего дефицита на нефтяном рынке. По прогнозам аналитиков, мировое потребление жидкого топлива в IV квартале возрастет (Рисунок 35) при ограниченном предложении из стран ОПЕК+. Минэнерго США повысило прогноз дефицита нефти на мировом рынке (Рисунок 37) и нефтяных цен в краткосрочном периоде на 3–7 долл. США / баррель.

<sup>10</sup> На базисе CIF в порту Аугуста.

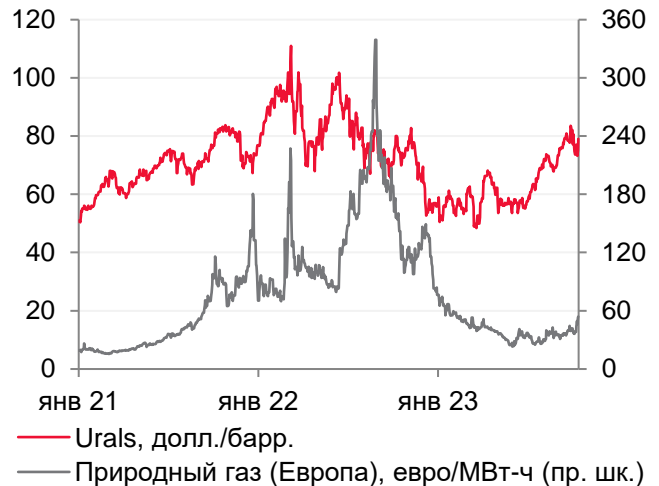
- Строгое следование стран ОПЕК+ квотам и взятым на себя добровольным обязательствам продолжает поддерживать нефтяные котировки. Страны ОПЕК+ на октябрьском заседании сохранили неизменными квоты и добровольные обязательства<sup>11</sup>. Саудовская Аравия и Россия продлили индивидуальные добровольные сокращения добычи и экспорта нефти до конца года<sup>12</sup> (Рисунок 36). На следующем заседании страны ОПЕК+ обсудят возможное увеличение добычи в начале 2024 г. в случае расширения дефицита нефти на мировом рынке на фоне ограниченных возможностей наращивания добычи странами вне ОПЕК+.
- Рост добычи в Иране и Венесуэле, освобожденных от обязательств ОПЕК+ и смягчавших дефицит нефти на рынке в последние кварталы, может сильно замедлиться. По оценкам МЭА, в сентябре свободные мощности Ирана и Венесуэлы снизились до близкого к минимальному уровню с момента введения санкций (0,7 млн б/с). Дальнейший рост добычи требует значительных дополнительных инвестиций<sup>13</sup>.
- Цена на природный газ на крупном европейском хабе выросла на 52%, до 54 евро/МВт-ч из-за остановки поставок по трубопроводу между Финляндией и Эстонией и ожиданий новой волны забастовок на СПГ заводах в Австралии (Рисунок 34). Относительно теплая погода в Европе и рекордный для текущего времени года уровень заполненности подземных хранилищ (97%) сдерживают рост цен на газ (Рисунок 38).

**Рисунок 33. Индексы Bloomberg цен товаров и металлов (01.01.2021 = 100)**



Источники: Investing.com, Bloomberg, расчеты ДИП.

**Рисунок 34. Цена на нефть марки Urals и природный газ в Европе**



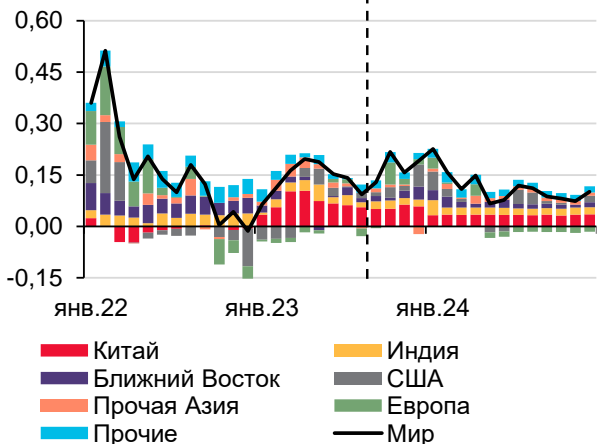
Источники: Investing.com, расчеты ДИП.

<sup>11</sup> Добровольное сокращение добычи нефти Саудовской Аравии на 1 млн б/с, экспорта нефти из России – на 0,3 млн б/с до конца 2023 года.

<sup>12</sup> Добычи нефти в Саудовской Аравии на 1 млн б/с и экспорта нефти из России на 0,3 млн б/с.

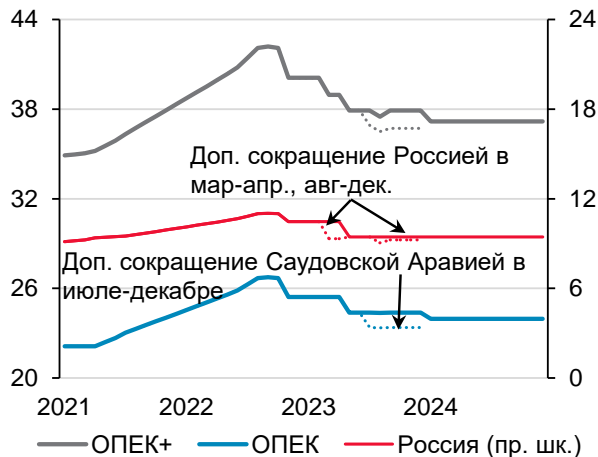
<sup>13</sup> Венесуэла занимает первое место в мире по разведанным запасам нефти, но не может приступить к активному освоению из-за санкций и проблем с доступом к технологиям.

**Рисунок 35. Рост м/м скользящей средней за 12 месяцев потребления нефти в мире, млн б/с**



Источники: EIA, расчеты ДИП.

**Рисунок 36. Квоты ОПЕК+\* с учетом добровольных сокращений добычи нефти, млн б/с**

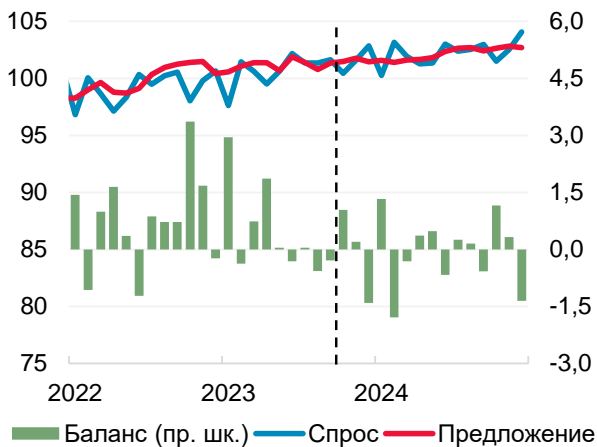


Примечание. Пунктиром отмечен вклад дополнительных **индивидуальных** добровольных сокращений за пределами соглашения внутри ОПЕК+.

\* Без Ирана, Ливии, Венесуэлы, освобожденных от обязательств в рамках сделки ОПЕК+.

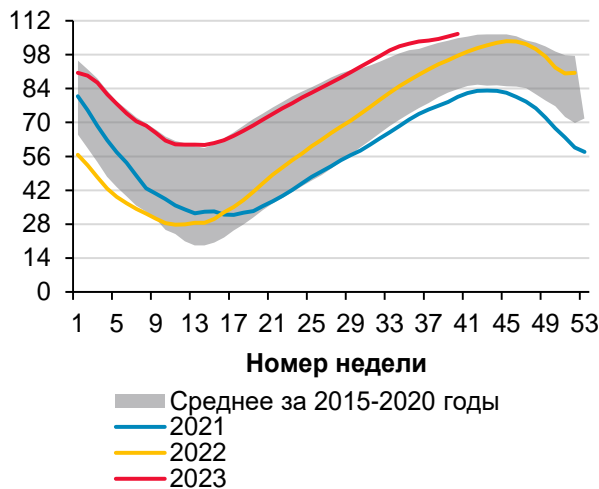
Источники: ОПЕК, расчеты ДИП.

**Рисунок 37. Основные показатели мирового рынка жидкого топлива, млн б/с**



Источники: EIA, расчеты ДИП.

**Рисунок 38. Запасы природного газа в ПХГ стран ЕС, млрд м³**



Источники: Bruegel, расчеты ДИП.

Александр Морозов, директор

Артур Ахметов

Кристина Вировец

Сергей Власов

Ирина Крячко

Татьяна Кузьмина

Александра Москалева

Софья Мякишева

Максим Неваленный

Екатерина Петренева

Алексей Поршаков

Белла Рабинович

Марина Стародубцева

Анастасия Хажгериева

Мария Харламова

Яна Коваленко

Дмитрий Чернядьев