



Банк России



О ЧЕМ ГОВОРЯТ ТРЕНДЫ Макроэкономика и рынки

Бюллетень Департамента исследований и прогнозирования

Сентябрь 2024

ОГЛАВЛЕНИЕ

Краткое содержание	3
1. Инфляция	4
1.1. Рост цен остается высоким даже с поправкой на разовые факторы	5
2. Экономическая динамика	9
2.1. Охлаждение экономической активности в начале III квартала	9
2.2. Замедление роста розничного кредитования	12
3. Финансовые рынки	15
3.1. Инвесторы ожидают жесткую денежно-кредитную политику	15
3.2. Цены сырьевых товаров под давлением замедления мировой экономики	18

Бюллетень подготовлен Департаментом исследований и прогнозирования по данным на 30.08.2024.
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, 2024

Краткое содержание

Итоги

- В июле – августе текущий рост цен оставался высоким, в том числе в своей устойчивой части. Инфляционные ожидания населения и бизнеса еще несколько возросли. Вместе с тем, наметились предпосылки для формирования дезинфляционного тренда. Динамика спроса в экономике стала более умеренной. За этим стоит как замедление роста розничного кредитования, так и менее активный рост потребления домохозяйств. Это будет способствовать переходу предприятий к более умеренным производственным планам, что вкпе с постепенным ростом производительности будет снижать напряженность на рынке труда.
 - В июле рост потребительских цен с поправкой на сезонность оказался максимальным в этом году, даже без учета тарифов на ЖКУ. Это было связано с ценами на плодоовощную продукцию и бензин. Вместе с тем, показатели устойчивой инфляции увеличились гораздо меньше. В августе сезонно-скорректированный рост цен снизился, однако говорить об устойчивом снижении инфляционного давления пока преждевременно. Возвращение инфляции к 4% в 2025 г. требует большей жесткости ДКУ, чем в первом полугодии 2024 года. Потребуется ли для этого дополнительное повышение ключевой ставки будет зависеть от поступающих данных.
 - Данные и опросные показатели за июль и август в большинстве своем свидетельствуют о замедлении роста экономической активности, в том числе со стороны потребления домохозяйств. Розничное кредитование сбавило темпы роста за исключением автокредитования. В совокупности это создает предпосылки для постепенного уменьшения перегрева в экономике, перехода к более умеренным, но устойчивым темпам роста при достижении ценовой стабильности.
 - Неблагоприятный геополитический фон и переосмысление инвесторами перспектив сохранения жесткой денежно-кредитной политики в течение более длительного времени повлияли на российские финансовые рынки в конце июля – в августе. Возросла сегментированность валютного рынка, усложнилось ценообразование в паре юань-рубли. На рынке акций и облигаций с фиксированной доходностью преобладала негативная динамика, в то время как сегмент рынка облигаций с переменной доходностью и фонды денежного рынка продолжали привлекать внимание инвесторов.

1. Инфляция

В июле-августе инфляционный фон оставался высоким, несмотря на некоторое ослабление ценовой динамики в августе с корректировкой на сезонность. Важным проинфляционным фактором остаются инфляционные ожидания бизнеса и населения, которые пока продолжают увеличиваться.

Вместе с тем годовая инфляция в июле вероятно достигла своего пика. Все большее количество признаков указывают на замедление роста спроса в экономике в III квартале. При условии продолжения данного тренда инфляционное давление вновь пойдет на спад.

Однако есть все основания полагать, что этот процесс будет небыстрым. Причиной тому – преобладание проинфляционных факторов на стороне как спроса, так и предложения, к тому же отличающихся высокой инертностью (инфляционные ожидания).

В условиях высоких инфляционных ожиданий повышение склонности к сбережениям возможно только при значимо положительных реальных процентных ставках, превышающих уровень инфляционных ожиданий экономических агентов, в частности, домохозяйств. Повышенная норма сбережений домохозяйств позволяет им увеличивать инвестиционные доходы (проценты по вкладам, купоны по облигациям, дивиденды и доходы от реализации инвестиционных активов по возросшей стоимости). Часть таких доходов лишь компенсируют инфляцию, поддерживая стоимость накопленных сбережений в реальном выражении. В части, превышающей инфляцию, такие доходы по сути перераспределяют потребление из настоящего в будущее. Это способствует сдерживанию потребительской активности сегодня за счет создания финансовых ресурсов для активизации потребления завтра в случае торможения роста доходов.

Отметим, что средства населения в банках (на текущих счетах и в срочных вкладах) входят в состав широкой денежной массы (M2 и M2X). Вместе с тем, источником ее роста они не являются, выступая производной величиной от кредита и бюджетного дефицита. Если бы эти средства были направлены на потребление, то в первом приближении денежная масса осталась бы прежней. Просто эти средства перераспределились бы в банковской системе на счета предприятий и других домохозяйств. При этом за счет создания дополнительного спроса в экономике и ускорения скорости обращения денег направление этих средств на потребление создало бы дополнительный инфляционный импульс. Именно поэтому важным в настоящее время остается поддержание и повышение сберегательной мотивации домохозяйств.

В такой ситуации для формирования дезинфляционного тренда и возвращения годовой инфляции к 4% в 2025 году требуется поддержание жестких денежно-кредитных условий продолжительное время.

1.1. Рост цен остается высоким даже с поправкой на разовые факторы

- В июле рост цен ускорился по всем укрупненным категориям. Основной вклад внесла повышенная индексация коммунальных тарифов. Однако и без ее учета рост цен заметно ускорился. Устойчивое инфляционное давление остается повышенным.
- Инфляционные ожидания населения дополнительно возросли. Повышенный спрос на фоне высокой потребительской активности и кредитования позволяет предприятиям переносить растущие издержки в цены.
- Среднесрочные проинфляционные риски остаются высокими. Для формирования устойчивых дезинфляционных тенденций и возвращения инфляции к цели потребуются поддержание жестких денежно-кредитных условий продолжительное время.

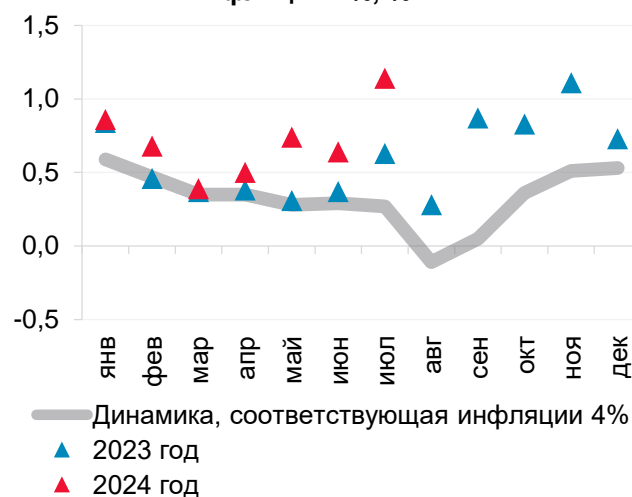
В июле рост потребительских цен ускорился до 16,1¹ с 9,3% м/м SAAR в июне. Годовая инфляция повысилась до 9,1%, вероятно, достигнув пика, с которого дальше будет постепенно снижаться (Таблица 1). Такое значительное ускорение роста цен произошло из-за индексации коммунальных тарифов почти на 10%. Без учета коммунальных услуг темп роста цен в июле тоже увеличился, но не так значительно: до 12,1 с 9,7% м/м SAAR. Заметный вклад в повышенные темпы продолжали вносить волатильные компоненты (овощи и фрукты), при этом в устойчивой части рост цен также остался заметно выше 4% в пересчете на год.

Таблица 1. Инфляция и ее компоненты

	Июль	Июль	Май	Июнь	Июль
	2022	2023	2024		
% г/г					
Все товары и услуги	15,1	4,3	8,3	8,6	9,1
Базовая инфляция	18,4	3,2	8,6	8,7	8,6
Прод. товары	16,8	2,2	9,1	9,8	9,7
Непрод. товары	16,5	2,4	7,1	7,0	6,7
Услуги	10,8	10,0	8,6	8,8	11,4
% м/м SAAR					
Все товары и услуги	-3,2	12,5	10,7	9,3	16,1
Базовая инфляция	-0,9	7,7	11,6	6,9	6,0
Прод. товары	-9,2	16,7	8,4	12,4	14,6
– без плодоовощей	-0,2	5,4	10,2	7,8	7,0
Непрод. товары	-4,3	12,5	6,3	4,7	8,2
– без нефтепрод-ов	-4,7	10,1	6,3	3,2	4,4
Услуги	8,4	7,3	19,7	10,7	28,4
– без ЖКУ	8,9	7,9	27,8	12,5	9,8

Источники: Росстат, расчеты ДИП.

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



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

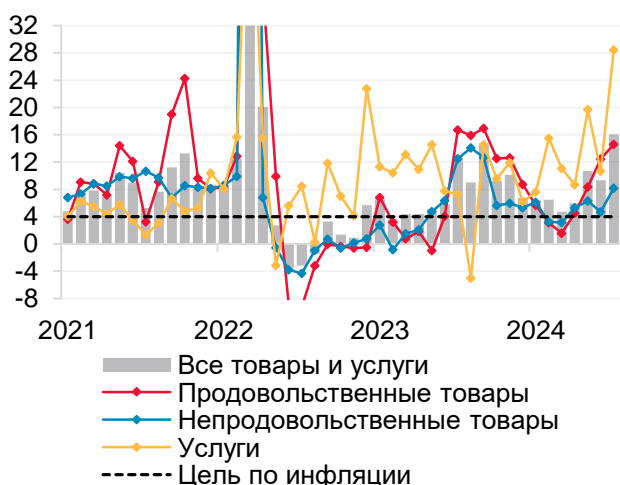
Рост цен на продовольственные товары в июле повысился до 14,6 с 12,4% м/м SAAR в июне. Основной вклад продолжили вносить фрукты и овощи: их удешевление

¹ Сезонная корректировка коммунальных услуг традиционно производится следующим образом: 4% распределяются по году как сезонная часть, остальное относится на рост цен в соответствующем месяце.

существенно отстает от привычной сезонности. Аграрии отмечают, что [уборка овощей открытого грунта происходит в обычном режиме](#), а сильный спрос позволяет переносить рост издержек в цены.

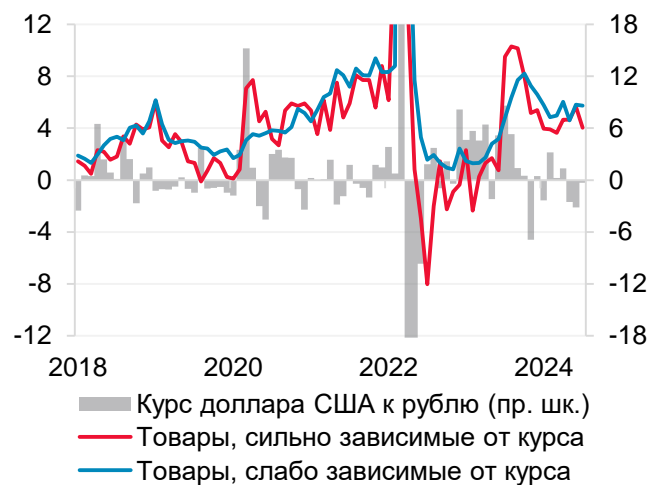
В прочих продовольственных товарах темп роста цен немного замедлился, но остался повышенным (7,0 после 7,8% м/м SAAR). Продолжилось замедление роста цен на мясoproдукты. При этом высокие темпы роста цен сохраняются по ряду позиций со значимым весом в потребительской корзине: молочная продукция, масла, мучные и кондитерские изделия. Производители [ожидают продолжения повышательной динамики в августе – сентябре](#) на фоне роста издержек (сырье, упаковка, логистика).

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.

В непродовольственном сегменте рост цен ускорился до 8,2 с 4,7% м/м SAAR в июне, что в основном объясняется удорожанием топлива. Розничные цены на топливо растут повышенными темпами вслед за оптовыми на фоне увеличения мировых цен. Дальнейший рост внутренних цен будет сдерживаться возобновлением запрета на экспорт бензина с 1 августа до конца года. Правительство России также готовит дополнительные меры по стабилизации рынка, в частности [сохранение приоритета нефтепродуктов в перевозках по железным дорогам](#).

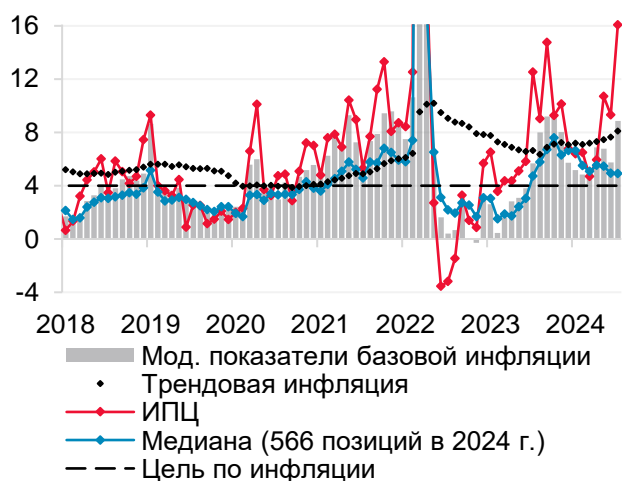
В сфере услуг рост цен временно ускорился до 28,4% м/м SAAR, что в большей части вызвано индексацией ЖКУ² (жилищных услуг – на 3,0%, коммунальных – на 9,9%). Без учета ЖКУ рост цен в услугах замедлился до 9,8 с 12,5% м/м SAAR в июне, но остался высоким. Замедлилось удорожание услуг внутрироссийского туризма. При этом высокими темпами продолжила расти стоимость услуг транспорта.

В августе с высокой вероятностью динамика цен на услуги существенно замедлится. Это вызвано изменением в последние годы категорий, входящих в потребительскую корзину Росстата, а также предпочтений населения. Сезонность в динамике цен

² В августе эффект индексации коммунальных услуг уйдет и рост цен на услуги значительно снизится.

этих компонентов пока не улавливается статистическими методами и вносит дополнительную волатильность в динамику цен. В мае наблюдалась обратная картина, когда изменение предпочтений населения в пользу отечественных направлений туризма превышала оценки скорректированного на сезонность роста цен.

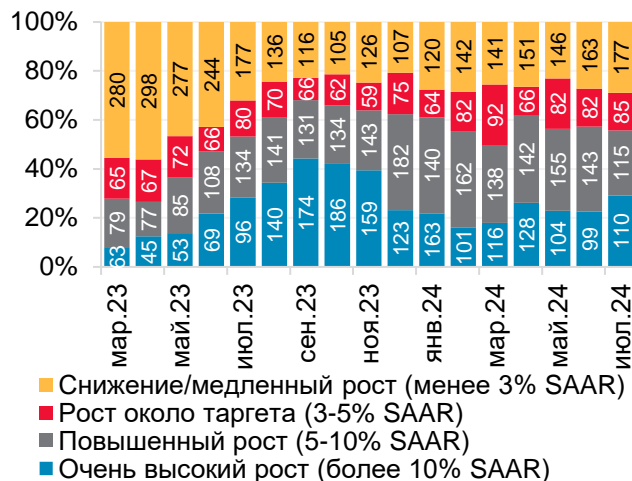
Рисунок 4. Показатели* базовой инфляции, медиана (% в годовом выражении) и оценка трендовой инфляции (% г/г)



* 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.

Влияние обменного курса на рост цен остается нейтральным. Медиана роста цен товаров и услуг с высокой чувствительностью к динамике курса рубля немного снизилась на фоне укрепления рубля в последние месяцы (Рисунок 3). При этом общий эффект переноса от текущего эпизода укрепления будет незначительным в связи с ростом логистических и платежных издержек импорта.

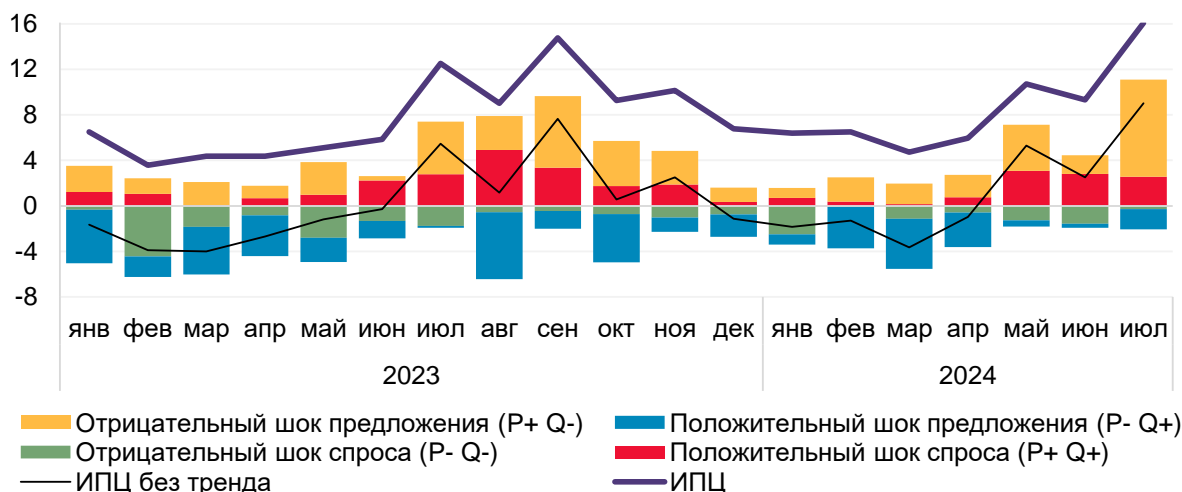
Устойчивое инфляционное давление остается заметно выше 4%. В июле оценки модифицированных показателей базовой инфляции изменились разнонаправленно: оценка, сделанная методом усечения, незначительно снизилась, а показатель без наиболее волатильных позиций резко вырос³ (Рисунок 4). Медиана распределения роста цен сохранилась на уровне предыдущего месяца, как и суммарный вес ускоренно дорожающих позиций (Рисунок 5). Оценка трендовой инфляции продолжила расти – до 8,11 с 7,65% в июне.

Декомпозиция роста цен (Рисунок 6) подтверждает высокий уровень устойчивого инфляционного давления: вклад в рост цен факторов спроса остается существенным. Так, на относительно высоком уровне сохраняется вклад положительного шока спроса, характеризующего разогретый спрос (одновременное увеличение объема спроса и цен). При этом значительное ускорение роста цен в июле во многом было вызвано факторами предложения, которые имеют временный характер. В частности, в июле большая часть отрицательного шока предложения связана с индексацией коммунальных тарифов⁴.

³ Коммунальные услуги формально не попадают в список наиболее волатильных компонентов.

⁴ Номинальный объем предоставленных коммунальных услуг в июле был меньше, чем размер индексации тарифов.

Рисунок 6. Декомпозиция роста цен, % м/м SAAR

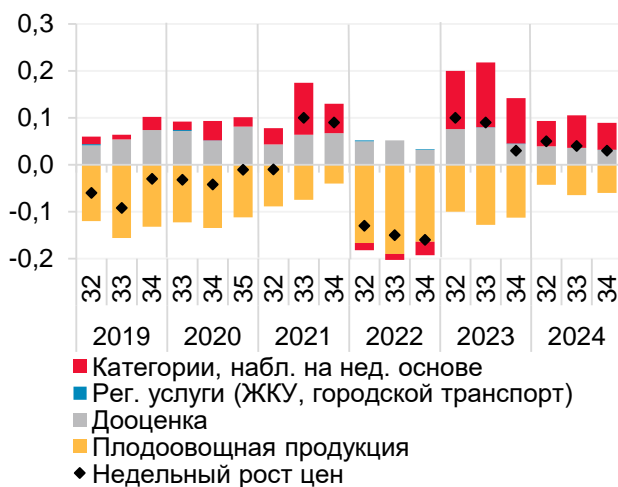


* Используются данные Росстата по ИПЦ и физобъемам розничных продаж по 45 категориям товаров и услуг с суммарным весом более 80% потребительской корзины. Идея метода основана на базовой модели совокупного спроса и предложения: если изменение цены (P) и объема потребления (Q) происходит разнонаправленно, причиной этих изменений считается сдвиг кривой предложения, при сонаправленной динамике – сдвиг кривой спроса.

Источники: Росстат, [Сапова, Харламова \(2023\)](#), расчеты ДИП.

В августе, по предварительным оценкам, устойчивое инфляционное давление осталось повышенным, недельные темпы роста цен были высокими по историческим меркам (Рисунок 7). Потребительская активность сохранилась на высоком уровне, [инфляционные ожидания населения](#) продолжили возрастать. В этих условиях предприятия имеют возможность переносить возрастающие издержки в цены: рост цен производителей в обработке в июле ускорился⁵, инфляционные ожидания предприятий продолжили увеличиваться в августе (Рисунок 8). Проинфляционные риски остаются высокими, для формирования устойчивых дезинфляционных тенденций потребуется поддержание жестких денежно-кредитных условий продолжительное время.

Рисунок 7. Декомпозиция недельного роста цен, п.п.



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

Рисунок 8. Данные мониторинга предприятий по экономике в целом, пунктов, SA



Источник: Банк России.

⁵ Без металлургии и нефтепереработки остался вблизи высокого уровня прошлого месяца (0,6% м/м).

2. Экономическая динамика

Поступающая статистическая информация за июль и широкий круг оперативных индикаторов и опросов указывают на более умеренный рост экономической активности в начале III квартала по сравнению с II кварталом.

Важно отметить, что, как минимум частично такая умеренная динамика связана с меньшим увеличением спроса, чем ожидали компании. В результате в промышленности наметился некоторый рост запасов готовой продукции. Хотя инвестиционные планы и планы по найму персонала остаются высокими по историческим меркам, намечается тенденция к их снижению.

В розничном кредитовании с июля наметилось замедление, во многом благодаря отмене или реформатированию льготных ипотечных программ. Также замедлению роста кредитования способствовало ужесточение макропруденциального регулирования сегмента необеспеченного потребительского кредитования. В июле – августе появились признаки замедления и в динамике потребления населением товаров и услуг. Вместе с тем, высокими темпами продолжает расти корпоративное кредитование.

В целом можно сделать вывод о том, что появляются признаки начала движения в сторону сбалансированных темпов роста при замедлении инфляции. Соответственно понизились риски стагфляции, когда экономика упирается в границы своих производственных возможностей при приводящем к инфляции высоком спросе.

2.1. Охлаждение экономической активности в начале III квартала

- Исходя из опубликованной Росстатом предварительной оценки динамики ВВП, рост экономики в II квартале мог значительно замедлиться, сдерживаемый как ослаблением внешнего спроса, так и нарастанием внутренних ограничений на стороне предложения⁶. При этом рост выпуска базовых отраслей⁷ в II квартале продолжался темпами, схожими с I кварталом (Рисунок 10), то есть замедление роста могло произойти в отраслях, не входящих в этот периметр.
- Рост деловой активности в начале III квартала замедлился. На это указывали [динамика финансовых потоков](#) (Рисунок 9) и конъюнктурные опросы (Рисунок 11). Индекс PMI обрабатывающих отраслей в августе оказался наименьшим с июля 2023 г. (52,1 п.). Индекс бизнес-климата Банка России снизился до 7,0 с 9,4 в среднем за первое полугодие (6,8 в 2023 г.). Опрос промышленных предприятий ИПН РАН зафиксировал снижение баланса оценок динамики спроса до 20-месячного минимума и рост баланса оценок изменения запасов готовой продукции.
- Замедление роста промышленного производства в II квартале преимущественно определялось сокращением нефтедобычи в рамках обязательств по соглашению ОПЕК+. В начале III квартала сокращение продолжилось. В июне впервые с начала

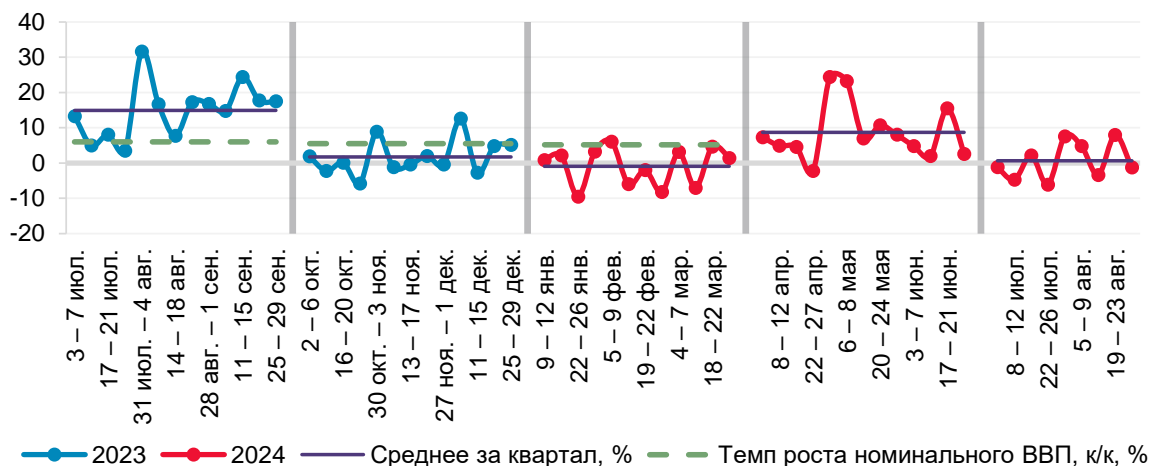
⁶ Преимущественно в части рынка труда, а также из-за неблагоприятных погодных условий, уменьшивших выпуск продукции сельского хозяйства, и простоя отдельных НПЗ.

⁷ ИБВЭД – индекс базовых видов экономической деятельности.

года умеренно сократился также выпуск в обработке (Рисунок 12). Негативные тенденции отмечались только в ряде наиболее волатильных отраслей инвестиционной группы и в секторе товаров промежуточного спроса. Они произошли главным образом под влиянием временных факторов (ремонт на НПЗ и в металлургии, особенности производственного цикла в наиболее тяжелых отраслях⁸). В июле снижение выпуска в обрабатывающей промышленности продолжилось, затронув и значительную часть отраслей, производящих потребительские товары и услуги (Рисунок 13).

- Рост реальных заработных плат в II квартале продолжался⁹, при этом в условиях сохраняющегося позитива в финансовых настроениях и повышения инфляционных ожиданий дополнительные доходы направлялись в основном на расширение потребления (Рисунок 14). При этом оперативные индикаторы указывают на замедление роста потребительского спроса в августе при его сохранении на высоком уровне (Рисунок 18, Рисунок 19).
- Дезинфляционный эффект от охлаждения динамики спроса будет проявляться постепенно из-за того, что возможности расширения выпуска по-прежнему сталкиваются с значительными ограничениями со стороны рынка труда. Второй месяц подряд уровень безработицы остается на своем историческом минимуме (Рисунок 16), как и разница между спросом на труд и его предложением (Рисунок 17), несмотря на дальнейший рост экономической активности населения (Рисунок 15). При ограниченных [демографических](#) и [миграционных](#) возможностях расширения предложения рабочей силы отход от закрепившейся потребительской модели поведения может происходить медленно. Это усиливает риски отклонения инфляции от целевого уровня в 2025 г., требуя от денежно-кредитных условий жесткости в течение продолжительного времени.

Рисунок 9. Темп роста¹⁰ объема входящих платежей к среднему в предыдущем квартале, взвешенный по доле отраслей в ВДС, сезонность устранена, %



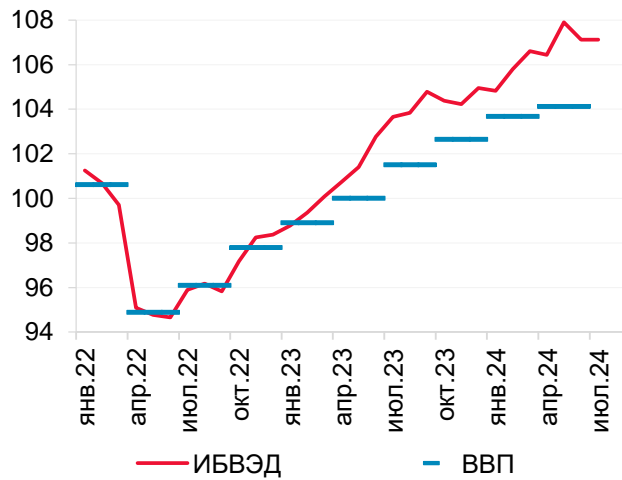
Источники: Банк России, «Мониторинг отраслевых финансовых потоков».

⁸ Две отрасли («производство готовых металлических изделий, кроме машин и оборудования» и «производство прочих транспортных средств и оборудования»), которые имеют наибольший вес в структуре ВДС инвестиционной группы (суммарно около 40%) и выпуск в которых может демонстрировать значимое снижение по мере завершения цикла выполнения крупных заказов.

⁹ С поправкой на временный всплеск в марте из-за выплаты премий и бонусов в отдельных отраслях.

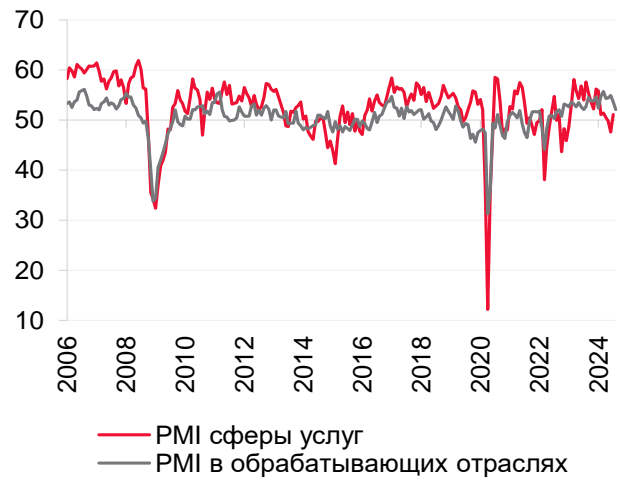
¹⁰ Под темпами роста понимается процентное изменение величины: $g = \frac{(x_1 - x_0)}{x_0} * 100$.

Рисунок 10. Выпуск базовых видов экономической деятельности и ВВП, IV квартал 2021 г. = 100



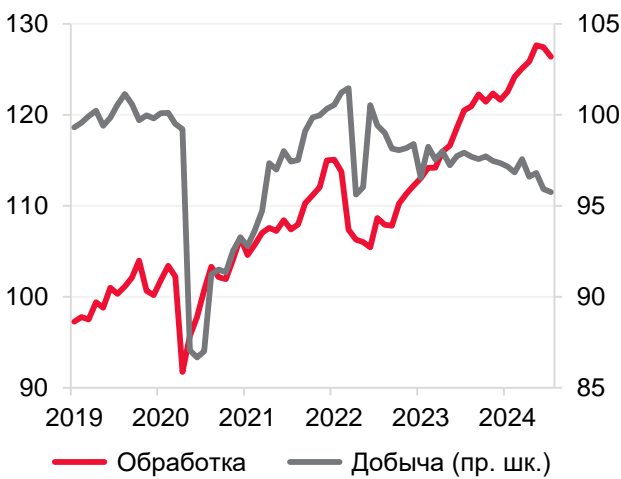
Источники: Росстат, расчеты ДИП.

Рисунок 11. PMI в обрабатывающей промышленности и услугах, пунктов



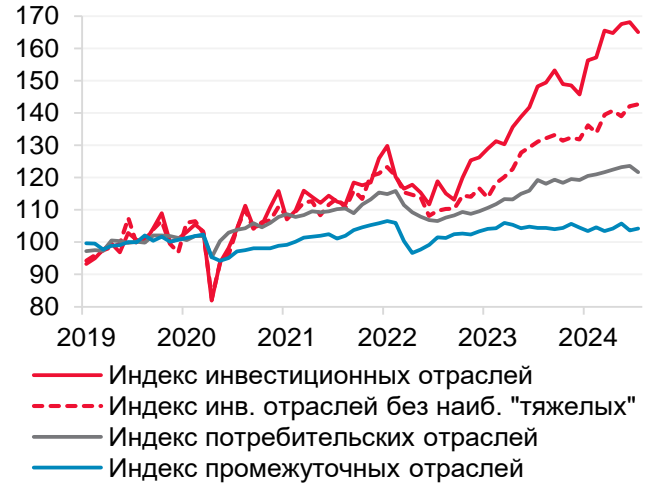
Источник: S&P Global.

Рисунок 12. Индексы добычи полезных ископаемых и обрабатывающего производства (2019 = 100)



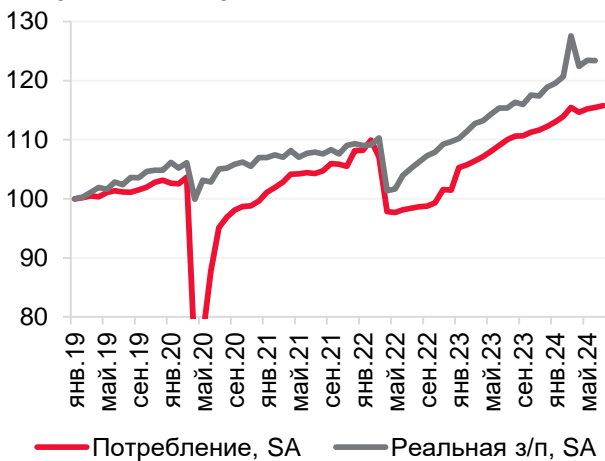
Источники: Росстат, расчеты ДИП.

Рисунок 13. Выпуск групп отраслей обрабатывающей промышленности⁸, (2019 = 100%), SA



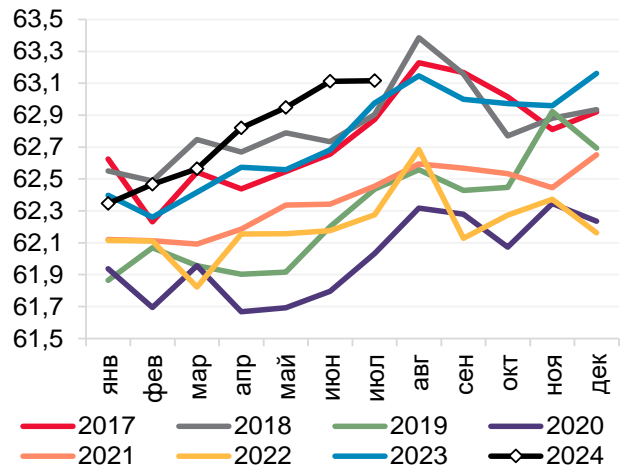
Источники: Росстат, расчеты ДИП.

Рисунок 14. Прокси-показатель потребления (сумма оборота розницы, услуг и общепита) и реальной зарплаты, 01.2019 = 100, SA, %



Источники: Росстат, Банк России, расчеты ДИП.

Рисунок 15. Уровень участия в рабочей силе, %



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

Рисунок 16. Уровень безработицы, %



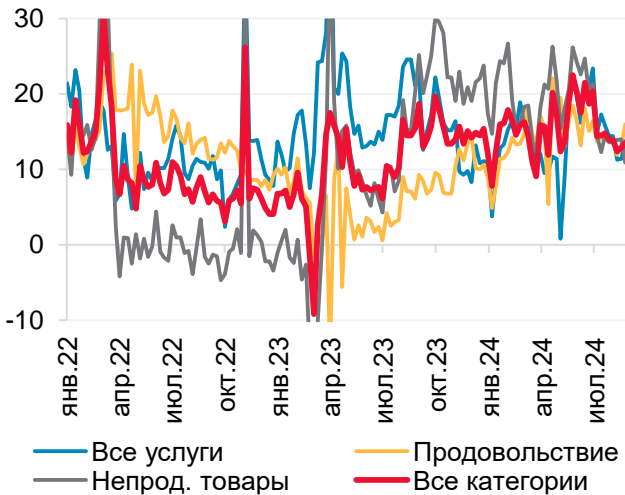
Источники: Росстат, расчеты ДИП.

Рисунок 17. Рабочая сила и спрос на труд, млн чел., SA



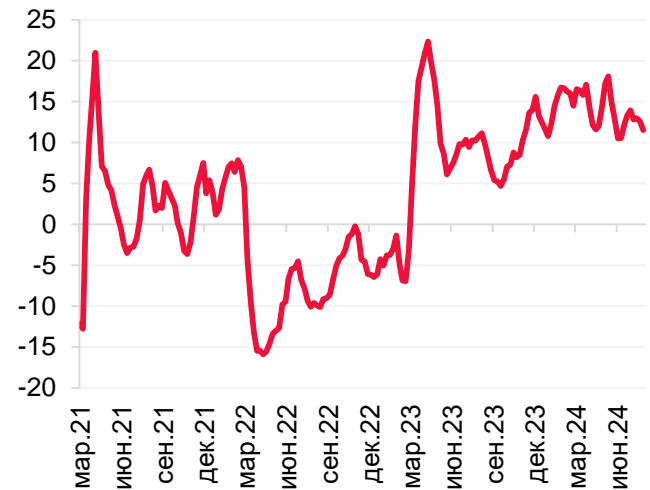
Источники: Росстат, расчеты ДИП.

Рисунок 18. Рост номинальных расходов по категориям, % г/г



Источник: СберИндекс.

Рисунок 19. Рост реальных повседневных трат (4-недельное среднее), % г/г



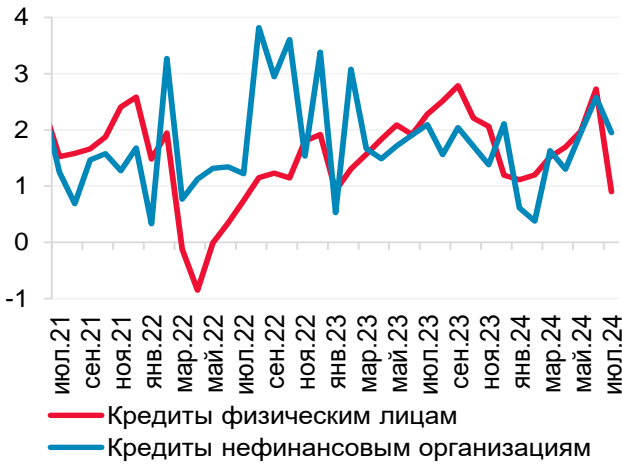
Источники: Ромир, расчеты ДИП.

2.2. Замедление роста розничного кредитования

- В начале III квартала темпы роста кредитования снизились. Кроме ожидаемого замедления в ипотечном сегменте после изменения набора и условий льготных программ, притормозился рост необеспеченных потребительских кредитов и кредитов нефинансовым организациям. Динамика кредитования продолжает вносить значительный вклад в расширение спроса, однако его масштаб постепенно снижается. Кредитный импульс (Рисунок 22) снизился с пиковых значений конца 2023 года. Ужесточение денежно-кредитных условий будет способствовать дальнейшему охлаждению кредитования и стабилизации темпов его роста на устойчивых уровнях.

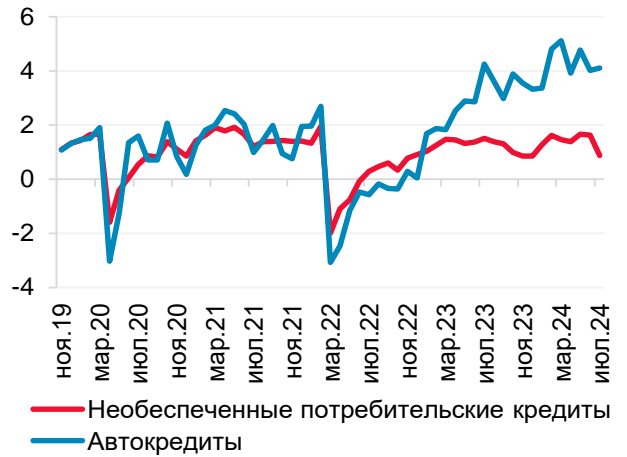
- Рост розничного кредитования в июле замедлился до 0,9 с 2,7% м/м SA (Рисунок 20). Снижение темпов роста ожидаемо было вызвано прежде всего завершением общей программы «Льготная ипотека» и ужесточением условий по другим ипотечным программам. Кроме того, сдерживающее влияние на спрос в несубсидированном сегменте мог оказать рост рыночных ставок по ипотечным кредитам. Число ипотечных сделок за месяц снизилось на 54%, что сопоставимо с сезонно низким уровнем начала года, а рост ипотечного портфеля в июле замедлился до 0,8% м/м SA после июньского всплеска (+2,3% м/м SA) (Рисунок 23, Рисунок 24). Однако июльское замедление в ипотеке пока недостаточно показательно, поскольку часть выдач происходила по договорам, заключенным до 1 июля, а условия по семейной ипотеке были изменены в середине месяца. Полный эффект изменения условий по программам уместно будет оценить по итогам сентября и последующих месяцев.
- Рост необеспеченного потребительского кредитования замедлился в июле до 0,9 с 1,6% м/м SA (Рисунок 21). Это минимальный месячный прирост с середины 2022 года. За такой динамикой может стоять постепенное ужесточение неценовых условий выдач вслед за принятыми макропруденциальными мерами. В июле снизилось число выданных новых кредитных карт и сократился объем лимитов по новым картам.
- Темп роста портфеля автокредитов остался на высоком июньском уровне (4,1 после 4,0% м/м SA). Рост выдач происходил в сегменте как новых автомобилей, так и автомобилей с пробегом. Значительную поддержку спросу на новые автомобили и кредитование могло оказать анонсированное крупным российским производителем повышение цен. В августе – сентябре рост спроса на автокредиты может сохраниться на высоком уровне из-за ожиданий повышения с октября утильсбора. При этом сдерживающее влияние на выдачу автокредитов может оказать [установленная надбавка](#) для заемщиков с ПДН более 50%.
- Рост кредитования нефинансовых организаций замедлился в июле до 2,0 с 2,6% м/м SA. Такой темп роста по-прежнему высокий, он вряд ли совместим с замедлением инфляции до 4%. Жесткие денежно-кредитные условия будут способствовать постепенному замедлению роста корпоративного портфеля.
- Темпы роста средств населения в банках в июле остались на уровне 1,6% м/м SA (Рисунок 25). Динамика поддерживалась повышением ставок по депозитным продуктам при сохранении высоких темпов роста располагаемых денежных доходов. Вместе с тем темпы роста депозитов оказались ниже, чем в конце 2023 – начале 2024 г., что сочетается с оценками снижения нормы сбережений населения в II – начале III квартала.

Рисунок 20. Рублевое кредитование (с учетом сделок по секьюритизации), % м/м SA



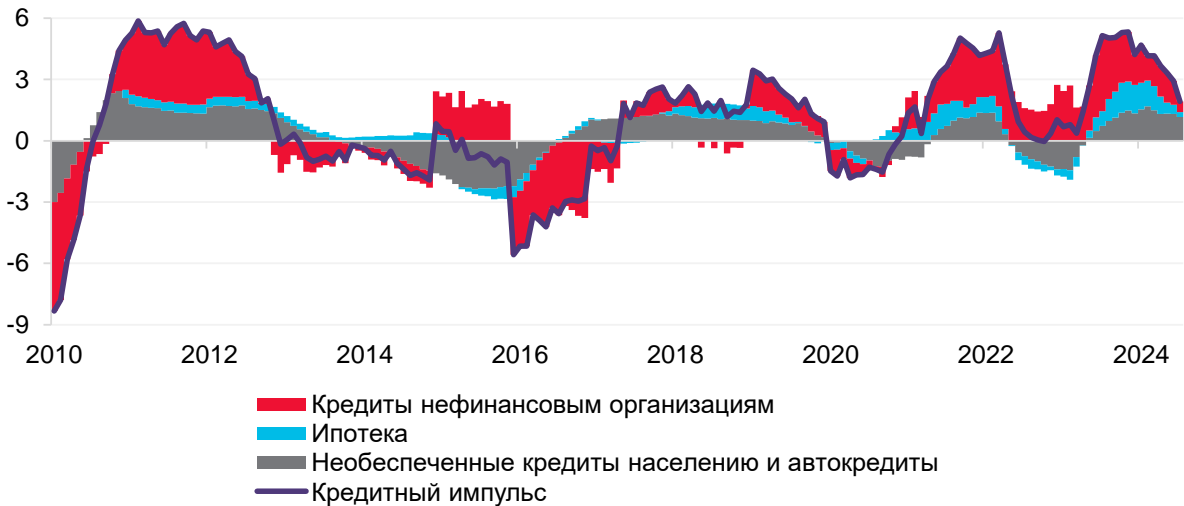
Источники: Банк России, расчеты ДИП.

Рисунок 21. Розничное кредитование, % м/м SA



Источники: Банк России, расчеты ДИП.

Рисунок 22. Кредитный импульс, % от ВВП



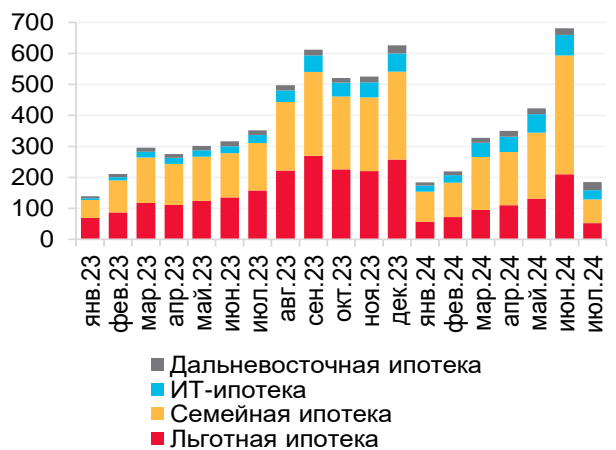
Источники: Банк России, расчеты ДИП.

Рисунок 23. Одобренные ипотечные заявки и ипотечные сделки тыс. ед.



Источники: ДомКлик, расчеты ДИП.

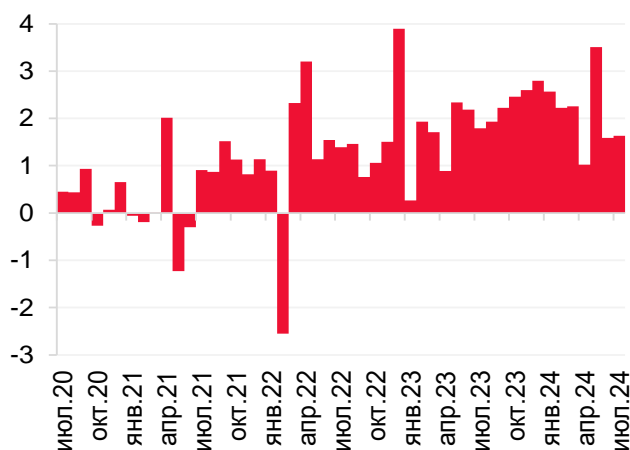
Рисунок 24. Объем выданных в рамках льготных ипотечных программ¹¹, млрд руб.



Источники: ДОМ.РФ, расчеты ДИП.

¹¹ Выдачи кредитов в июле 2024 г. по программе «Льготная ипотека» осуществляются по договорам, заключенным до 01.07.2024.

Рисунок 25. Средства физических лиц в банках, % м/м SA



Источники: Банк России, расчеты ДИП.

3. Финансовые рынки

Неблагоприятный геополитический фон и переосмысление инвесторами перспектив сохранения жесткой денежно-кредитной политики в течение более длительного времени повлияли на российские финансовые рынки в конце июля – в августе. Возросла сегментированность валютного рынка, усложнилось ценообразование в паре юань-рубль. На рынке акций и облигаций с фиксированной доходностью преобладали негативные настроения, в то время как сегмент рынка облигаций с переменной доходностью и фонды денежного рынка продолжали привлекать внимание инвесторов. Внешнеэкономическая конъюнктура для российского экспорта в целом изменилась мало, хотя и оказалась неоднородной по разным товарным группам.

3.1. Инвесторы ожидают жесткую денежно-кредитную политику

- Решение Банка России повысить ключевую ставку с 16 до 18% совпало с консенсус-прогнозами аналитиков. Однако инвесторы не ожидали существенного пересмотра вверх траектории ключевой ставки в среднесрочном прогнозе. В результате после решения по ключевой ставке доходности ОФЗ выросли на 30–50 б.п. вдоль всей кривой. Впоследствии краткосрочные доходности прибавили еще 11–115 б.п., при этом ставки на коротком участке закрепились выше 18%. В то же время доходности в долгосрочном сегменте скорректировались вниз на 14–16 б.п.
- Увеличение номинальных доходностей ОФЗ было в значительной степени связано с ростом реальных ставок. Реальные доходности ОФЗ-ИН (линкеров) с середины июля выросли на 61–124 б.п. и достигли 7,9–9,4%, обновив рекордные значения.

Ужесточение денежно-кредитных условий привело к снижению долгосрочных инфляционных ожиданий, заложенных в ценах финансовых инструментов. На горизонте 4 и 6 лет вмененная инфляция уменьшилась с 7,5 до 6,8–7,2%.

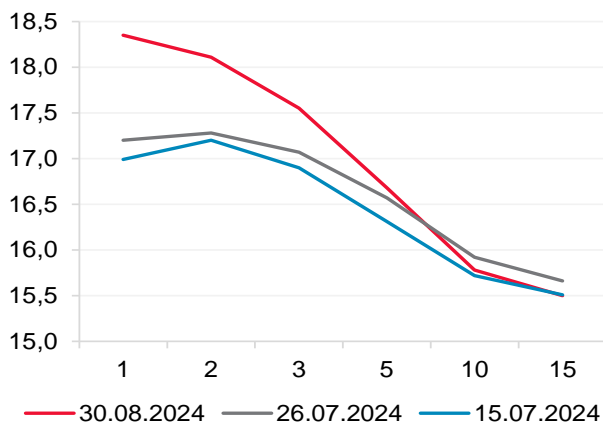
- С учетом сигналов и коммуникации Банка России инвесторы допускают повышение ключевой ставки на следующих заседаниях. С середины июля средняя ожидаемая ставка RUONIA на горизонте 3 и 6 месяцев¹² выросла на 112–135 б.п. и достигла 19,0 и 19,8% соответственно. В то же время стоимость годового свопа на ключевую ставку¹³ за этот период увеличилась на 85 б.п. и составляет 20,1%.
- В условиях повышенных ставок на долговом рынке Минфин России с начала III квартала размещал преимущественно ОФЗ-ПК (флоатер), постепенно увеличивая премию к ставке RUONIA. Всего в июле – августе было размещено ОФЗ на 432 млрд руб. (в том числе флоатер на 283 млрд руб.) при квартальном плане заимствований в 1,5 трлн рублей.
- Компании продолжали активно привлекать долговое финансирование даже на фоне высоких процентных ставок. В августе размещенный объем корпоративных облигаций и ЦФА составил 757 млрд рублей. Это ниже рекордного показателя июля (953 млрд руб.), но выше, чем в первые шесть месяцев года (194-713 млрд руб.). Основная часть средств привлекалась через рублевые облигации сроком до одного года, но также выросла доля бумаг со сроком погашения 3-4 года. При этом доля бумаг с плавающей ставкой в августе выросла с 34 до 55%. Таким образом, компании рассчитывают на снижение стоимости заимствований в ближайшие кварталы и не желают надолго фиксировать высокие ставки.
- Обменный курс остается волатильным в условиях фрагментации валютного рынка и геополитических факторов. Сложности с трансграничными расчетами ограничивают спрос импортеров на иностранную валюту. В то же время предложение валюты немного снизилось после выплаты дивидендов компаниями-экспортерами, которые ранее аккумулировали рубли под эти выплаты, продавая экспортную выручку. В результате в августе по сравнению с июлем средний курс доллара США вырос с 87,49 до 89,16 руб., в то время как стоимость юаня снизилась с 11,93 до 11,91 рубля.
- Инвесторы пересматривают ожидания по траектории ключевой ставки ФРС США в сторону более быстрого снижения. В июле безработица в США выросла с 4,1 до 4,3%, что превысило ожидания аналитиков. Это привело к кратковременному существенному снижению фондовых рынков во многих странах. При этом ФРС в июле – августе смягчила риторику, отмечая прогресс в снижении инфляции и готовность перейти к корректировке ДКП. В результате доходности 10-летних государственных облигаций США с середины июля снизились с 4,2 до 3,9%, а рынок допускает три снижения ставки до конца года, с 5,25–5,5 до 4,25–4,50% (CME FedWatch).

¹² OIS RUB RUONIA 3M mid и OIS RUB RUONIA 6M mid (МБ СПФИ).

¹³ IRS RUB vs RUB KEYRATE 1Y mid (МБ СПФИ).

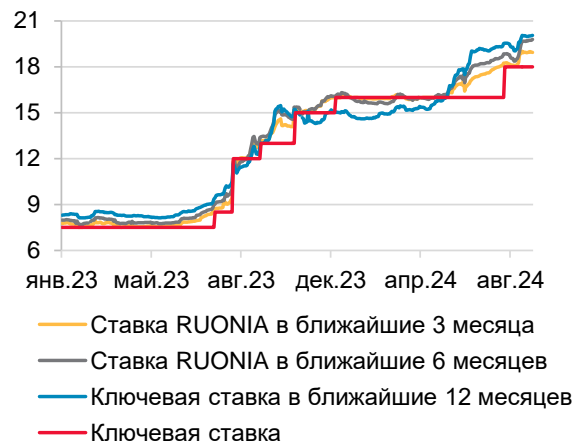
- Рынки ждут от ЕЦБ в сентябре второго в этом году снижения процентных ставок на 25 б.п. в условиях стабилизации инфляции. По итогам июля темп роста цен в евро-зоне составил 2,6%, при этом ЕЦБ намерен достичь цели 2% во второй половине следующего года. В результате доходности 10-летних государственных облигаций Германии с середины июля снизились с 2,5 до 2,3%.
- Мягкая риторика ФРС способствовала снижению стоимости государственных заимствований в большинстве развивающихся стран. В частности, доходности 10-летних государственных облигаций Индонезии с середины июля снизились с 6,9 до 6,7%, а Китая – с 2,3 до 2,1%. При этом соответствующий показатель для Бразилии вырос с 11,8 до 12,2%.

Рисунок 26. Кривая бескупонной доходности ОФЗ, % годовых



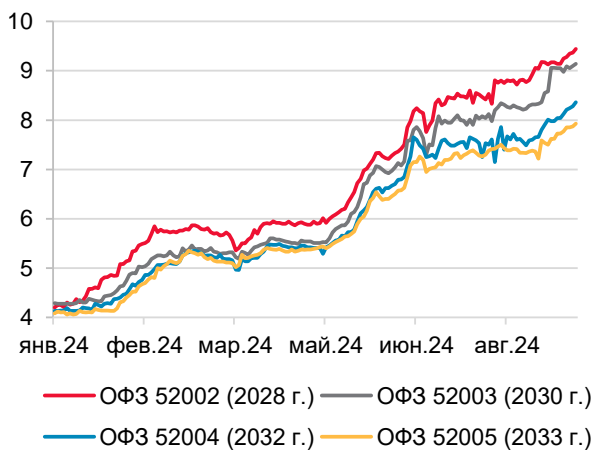
Источник: ПАО Московская Биржа.

Рисунок 27. Фиксированные ставки процентных свопов и ключевая ставка Банка России, % годовых



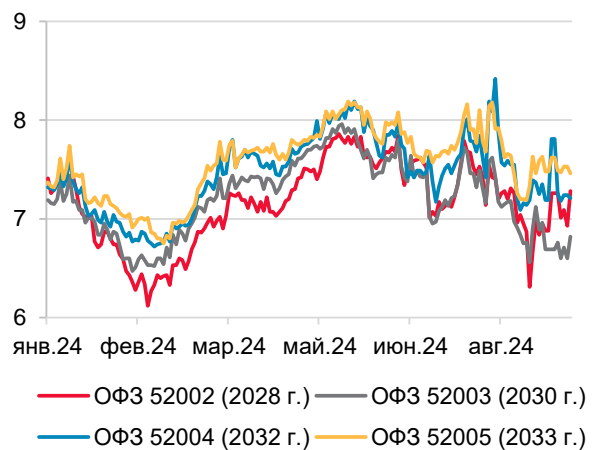
Примечание. Ожидания по средней ключевой ставке и RUONIA представляют собой фиксированные ставки процентных свопов OIS RUB RUONIA 3M mid, OIS RUB RUONIA 6M mid и IRS RUB vs RUB KEYRATE 1Y mid. Источники: Банк России, Cbonds.

Рисунок 28. Реальные доходности ОФЗ-ИН, % годовых



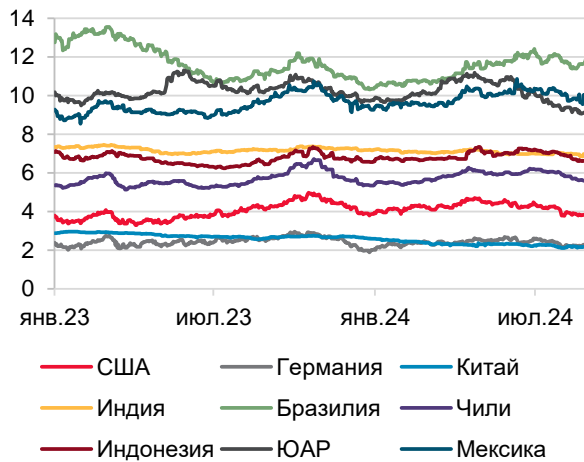
Источник: ПАО Московская Биржа.

Рисунок 29. Вмененная инфляция из ОФЗ-ИН и ОФЗ-ПД, %



Источник: ПАО Московская Биржа.

Рисунок 30. Доходности 10-летних государственных облигаций, % годовых



Источник: Cbonds.

Рисунок 31. Волатильность курса доллара к рублю, %



Источник: Банк России, данные внебиржевого валютного рынка.

3.2. Цены сырьевых товаров под давлением замедления мировой экономики

- За период с 15 июля по 30 августа котировки большинства сырьевых товаров снизились на фоне замедления роста мировой экономики и спроса на сырьевые товары. Индекс цен сырьевых товаров Bloomberg потерял 4%: котировки энергетических и сельскохозяйственных товаров, а также промышленных металлов сократились на 9, 4 и 2% соответственно при неизменных ценах на драгоценные металлы (Рисунок 32).
- Котировки товаров российского сырьевого экспорта продемонстрировали разнонаправленную динамику. По данным Центра ценовых индексов Газпромбанка, рост цен на уголь и природный газ частично компенсировал сокращение цен на российские сорта нефти и удобрения. В результате композитный индекс цен товаров российского сырьевого экспорта, взвешенный по стоимостным объемам экспорта, снизился на 2%. В дальнейшем замедление роста мировой экономики, происходящее прежде всего за счет обрабатывающей промышленности, может усилить давление на цены основных российских экспортных товаров.
- Цена на нефть марки Urals¹⁴ снизилась вслед за бенчмарками на 8%, до 74 долл. США/барр. (Рисунок 33). Дополнительное понижательное давление на нефтяные котировки оказал пересмотр вниз прогнозов расширения мирового потребления жидкого топлива ведущими энергетическими агентствами. В основе этого – ухудшение динамики спроса на дизельное топливо в Китае, за которым стоят трудности в строительном секторе и более активное, чем считалось ранее, увеличение доли парка грузовых автомобилей, работающих на СПГ. Усиление рисков на стороне спроса сместило вниз фьючерсную кривую нефти (Рисунок 34).

¹⁴ На базисе CIF в порту Аугуста.

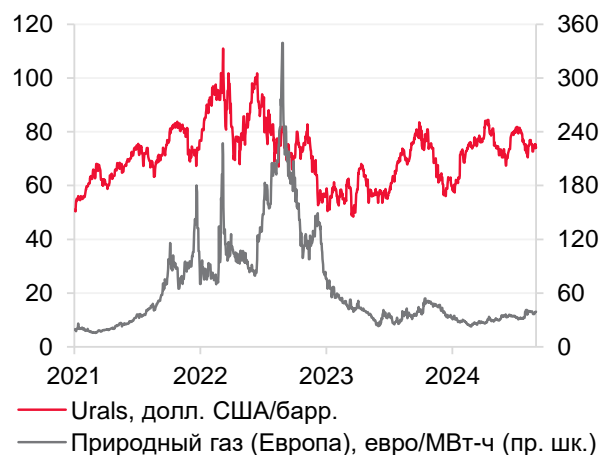
- При этом на мировом рынке нефти сохраняется дефицит, и в июле он оказался выше ожиданий (по оценкам Минэнерго США, 0,5 вместо 0,3 млн б/с) (Рисунок 35). Коммерческие запасы жидкого топлива продолжили сокращаться в результате дисциплинированного выполнения странами ОПЕК+ обязательств по ограничению добычи.
- Министры стран ОПЕК+ на совещании 1 августа оставили без изменений планы по продлению дополнительных добровольных ограничений на 2,2 млн б/с на III квартал с постепенным восстановлением добычи в IV квартале 2024 – III квартале 2025 г. (в том числе России – на 0,471 млн б/с). В случае сохранения сигналов замедления роста мирового спроса участники сделки могут внести изменения в планы на встрече в сентябре.
- Россия, Казахстан и Ирак представили в секретариат ОПЕК планы компенсаций превышения добычи над целевыми уровнями за первые семь месяцев 2024 г.: суммарно на 2,6 млн барр., в том числе Россия – на 0,5 млн б/с (Рисунок 36). Страны должны полностью компенсировать перепроизводство к октябрю 2025 г. (Рисунок 37). По данным ОПЕК, с учетом этого добыча нефти в России к сентябрю должна закрепиться на уровне 8,98 млн б/с¹⁵, после чего вырастет до 9,45 млн б/с к октябрю 2025 года.
- Котировки природного газа в Европе выросли на 24%, до 39 евро/МВт-ч, из-за перебоев поставок СПГ из США и трубопроводного газа из Норвегии, а также снижения выработки электроэнергии за счет ветрогенерации (Рисунок 33). При этом европейские запасы голубого топлива остаются близкими к сезонным максимумам (Рисунок 38). Заполненность хранилищ обеспечивается значительным сокращением потребления газа в странах ЕС относительно периода до 2022 г. (примерно на 15–20%) (Рисунок 39).
- Понижательный эффект на мировые котировки пшеницы оказало ожидаемое увеличение урожая в США на 10% в 2024 году. При этом мировой рынок пшеницы, вероятно, останется сбалансированным.

Рисунок 32. Индексы Bloomberg цен товаров и металлов (01.01.2021 = 100)



Источники: Investing.com, Bloomberg, расчеты ДИП.

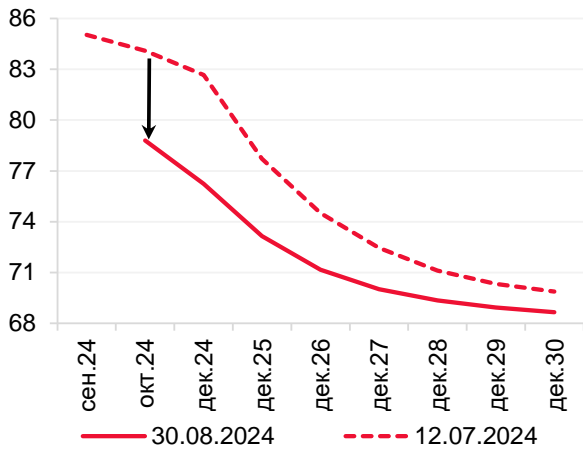
Рисунок 33. Цена на нефть марки Urals и природный газ в Европе



Источники: Investing.com, расчеты ДИП.

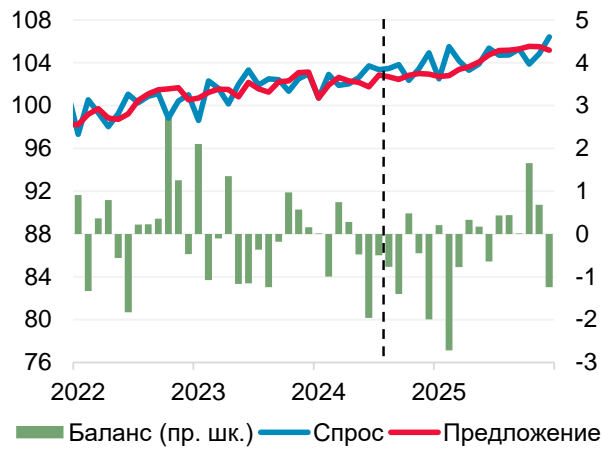
¹⁵ По данным ОПЕК, в июле добыча нефти в России составила 9,09 млн б/с.

Рисунок 34. Фьючерсная кривая (Brent), долл. США/барр.



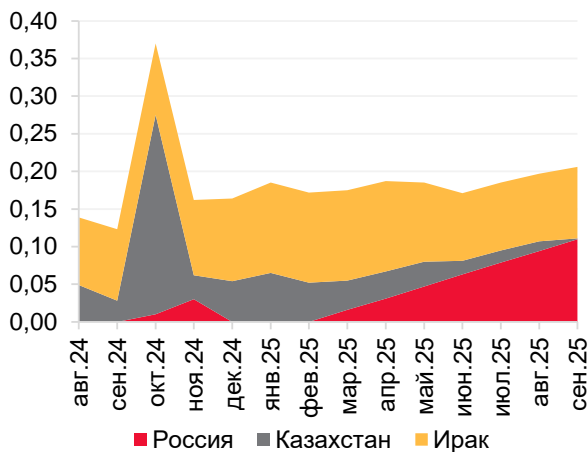
Источник: ICE.

Рисунок 35. Основные показатели мирового рынка жидкого топлива, млн б/с



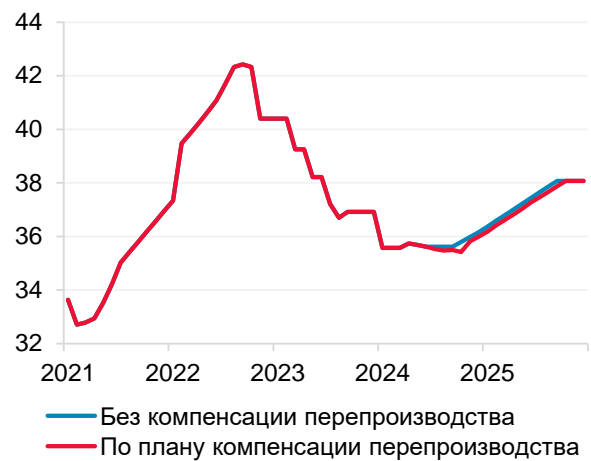
Источники: EIA, расчеты ДИП.

Рисунок 36. Планы компенсации перепроизводства стран ОПЕК+, млн б/с



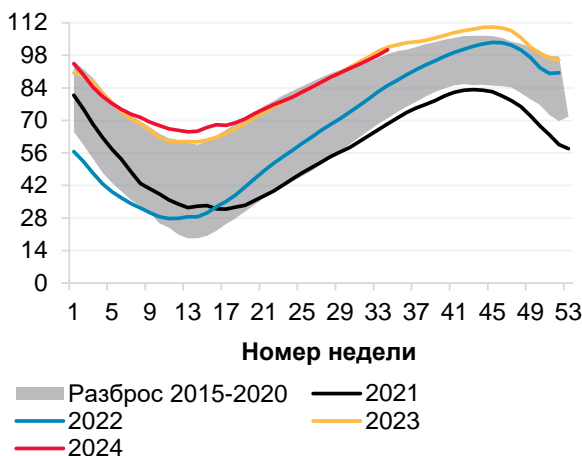
Источники: EIA, расчеты ДИП.

Рисунок 37. Квоты ОПЕК+ с учетом добровольных сокращений добычи нефти*, млн б/с



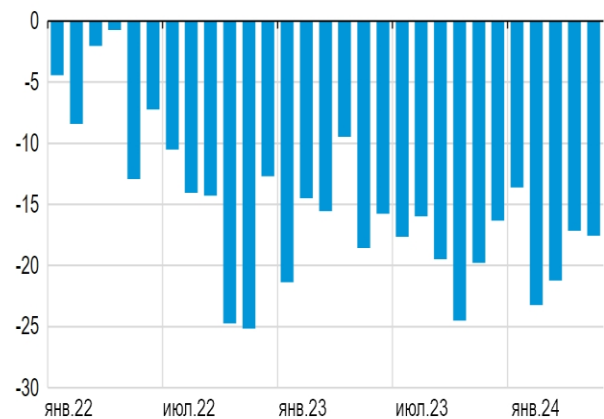
* Без Ирана, Ливии, Венесуэлы, освобожденных от обязательств в рамках сделки ОПЕК+. Источники: ОПЕК, расчеты ДИП.

Рисунок 38. Запасы природного газа в ПХГ стран ЕС, млрд куб. м



Источники: Вругел, расчеты ДИП.

Рисунок 39. Сокращение потребления газа в ЕС по сравнению с 5-летним средним уровнем за 2017–2021 гг., %



Источник: EIA.

Александр Морозов, директор

Артур Ахметов

Кристина Вировец

Сергей Власов

Яна Коваленко

Ирина Крячко

Татьяна Кузьмина

Александра Москалева

Оскар Мухаметов

Софья Мякишева

Максим Неваленный

Екатерина Петренева

Алексей Поршаков

Белла Рабинович

Марина Стародубцева

Анастасия Хажгериева

Мария Харламова

Дмитрий Чернядьев