



Банк России



О ЧЕМ ГОВОРЯТ ТРЕНДЫ Макроэкономика и рынки

Бюллетень Департамента исследований и прогнозирования

Июль 2024

ОГЛАВЛЕНИЕ

Краткое содержание	3
1. Инфляция	5
1.1. В июне рост цен остался повышенным	5
2. Экономическая динамика	9
2.1. Структурная трансформация и нейтральная ставка	10
2.2. Экономическая активность остается высокой	11
2.3. Активный рост кредитования препятствует дезинфляции	14
3. Финансовые рынки	17
3.1. Доходности ОФЗ выросли вслед за инфляцией	17
3.2. Разнонаправленная динамика цен сырьевых товаров	20
Фокус. Рынок труда усиливает проинфляционные риски	23

Бюллетень подготовлен Департаментом исследований и прогнозирования по данным на 12.07.2024.
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 апреле – июне дезинфляционный тренд развернулся. За этим стоят в том числе волатильные и разовые факторы. Однако устойчивое инфляционное давление в экономике также возросло, хотя и не столь значительно. Повысились инфляционные ожидания населения и бизнеса. При этом уровень процентных ставок возрос, в том числе из-за ужесточения сигналов Банка России по денежно-кредитной политике. Тем не менее, в II квартале 2024 г. спрос продолжал расти темпами, превышающими текущие возможности экономики, при высокой экономической и кредитной активности. Для возвращения инфляции к цели, а экономики – к сбалансированному росту требуется, чтобы денежно-кредитные условия (ДКУ) во втором полугодии были более жесткими, чем в первом полугодии, а также поддержание жестких ДКУ продолжительное время.
 - Текущие темпы роста потребительских цен в мае – начале июля существенно повысились. Это сопровождалось менее значительным, но все же повышением инфляционных ожиданий и показателей устойчивой инфляции, в частности медиан роста цен, трендовой инфляции, модифицированных индексов базовой инфляции. Своевременное возвращение инфляции к 4% предполагает более жесткие ДКУ, чем те, что сложились в первом полугодии 2024 года.
 - За счет активного роста в мае – июне ВВП по итогам II квартала увеличился, по нашей оценке, на 0,8% к уровню I квартала с поправкой на сезонность. Такое расширение экономики в сочетании с повышением роста цен указывает как минимум на сохранение перегрева в экономике, когда предложение товаров и услуг не успевает увеличиться, чтобы удовлетворить спрос.
 - Доходности облигаций с фиксированным доходом возросли из-за роста инфляционных ожиданий, ожиданий повышения ключевой ставки и ее сохранения на высоких уровнях продолжительное время, а также высоких потребностей в заимствованиях на рынке ОФЗ. Сложности с трансграничными платежами импортеров создают проинфляционные риски, перевешивающие дезинфляционное влияние произошедшего укрепления рубля.

В фокусе. Рынок труда усиливает проинфляционные риски

- Российский рынок труда характеризуется высокой конкуренцией за кадры: большинство показателей в первом полугодии обновили свои исторические максимумы/минимумы или близки к ним.
- Спрос на труд достиг исторического пика и продолжает расти при неоднородной картине по отраслям.
- Возможности расширения предложения труда ограничены негативными демографическими тенденциями.

- Такая ситуация провоцирует рост зарплат темпами существенно выше производительности труда, что создает дополнительные проинфляционные риски.
- Проводимая продолжительное время жесткая ДКП может способствовать восстановлению баланса и стабилизации на рынке труда через охлаждение спроса на труд. Это позволит сбалансировать ситуацию в экономике и на рынке труда с учетом длительного времени, которое требуется для подстройки предложения товаров и услуг на рынке через инвестиции в новое оборудование и технологии.

1. Инфляция

В мае – июне и текущий рост цен, и годовая инфляция усиливались. За такой динамикой по-прежнему стоит активное расширение потребительского спроса в экономике. К этому добавились ожидания роста издержек на доставку импортных товаров в Россию, которые могут лишь частично компенсироваться укреплением рубля. В результате рост потребительских цен на товары и услуги, сильно зависящие от валютного курса, не ослаб, а усилился.

Это означает, что увеличился вклад факторов предложения в повышенную динамику цен. При этом баланс факторов спроса остается проинфляционным. Традиционно денежно-кредитная политика реагирует на факторы спроса и на вторичные эффекты, порождаемые факторами предложения и спроса.

В связи с этим отметим, что на повышенную динамику цен инфляционные ожидания населения и компаний отреагировали ростом в мае-июне. Вместе с тем, процентные ставки в экономике также заметно возросли в последнее время, отражая повышение инфляционных рисков. Даже с учетом роста инфляционных ожиданий это повышает уровень жесткости ДКУ по сравнению с предшествующими месяцами. Большая жесткость ДКУ необходима для возобновления снижения устойчивых темпов роста цен во второй половине этого года и возвращения годовой инфляции к 4% в 2025 году.

1.1. В июне рост цен остался повышенным

- В мае – июне среднемесячный рост цен составил почти 10% в пересчете на год. Это во многом объясняется динамикой отдельных волатильных компонентов. Темп роста устойчивых компонентов цен потребительской корзины остался повышенным относительно цели по инфляции.
- Проинфляционные риски повысились. Инфляционные ожидания населения и ценовые ожидания предприятий также несколько возросли. Потребительская активность сохраняется на высоком уровне. Для возвращения инфляции к цели может потребоваться ужесточение денежно-кредитных условий и поддержание жесткой ДКП продолжительное время.

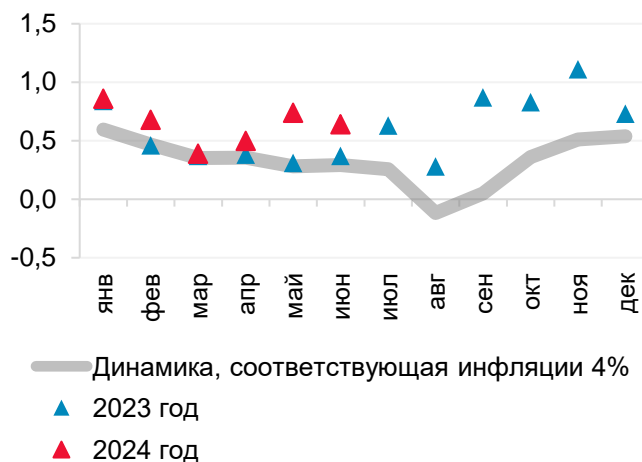
После замедления в начале года рост цен в мае и июне ускорился относительно апреля почти вдвое, до 10,7 и 9,3% м/м SAAR соответственно. Годовая инфляция повысилась до 8,6% (Таблица 1). Отклонение от траектории, выводящей на инфляцию вблизи 4% по итогам года, заметно возросло (Рисунок 1). Основной вклад в ускорение вносят волатильные компоненты, однако устойчивая составляющая роста цен остается выше цели по инфляции.

Таблица 1. Инфляция и ее компоненты

	Июнь 2022	Июнь 2023	Апр. 2024	Май 2024	Июнь 2024
% г/г					
Все товары и услуги	15,9	3,3	7,8	8,3	8,6
Базовая инфляция	19,2	2,4	8,3	8,6	8,7
Прод. товары	18,0	0,2	8,3	9,1	9,8
Непрод. товары	17,9	1,0	7,0	7,1	7,0
Услуги	10,2	11,0	8,1	8,6	8,8
% м/м SAAR					
Все товары и услуги	-3,6	5,8	5,9	10,7	9,3
Базовая инфляция	1,3	5,7	9,1	11,6	6,9
Прод. товары	-8,9	4,0	4,4	8,2	12,3
– без плодоовощей	4,5	6,3	7,9	10,1	7,7
Непрод. товары	-3,8	6,3	5,3	6,3	4,7
– без нефтепрод-ов	-4,0	4,4	5,0	6,3	3,2
Услуги	5,4	7,7	8,6	19,8	10,7
– без ЖКУ	6,4	9,2	9,9	28,0	12,7

Источники: Росстат, расчеты ДИП.

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



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

Темп роста цен на продовольственные товары в июне повысился до 12,3 с 8,2% м/м SAAR в мае. Основной вклад в динамику внесло ускорение роста цен на овощи и фрукты, вызванное прежде всего последствиями заморозков в начале мая и отчасти сложностями с логистикой импортной продукции. [Минсельхоз России ожидает стабилизации цен на наиболее затронутые виды овощей и фруктов](#), в том числе за счет импорта, а также снижения цен на овощи «борщевого набора» к концу лета.

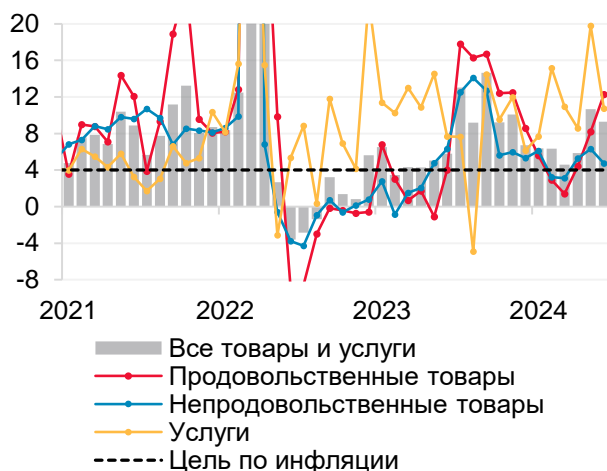
Без учета овощей и фруктов темп роста цен на продовольствие замедлился, но остался высоким (7,3 после 10,1% м/м SAAR). В основном это связано с замедлением роста цен на мясопродукты после ускорения в мае¹. [Производители объясняют динамику сезонным ростом спроса](#) и ожидают стабилизации цен в дальнейшем за счет постепенного [расширения предложения](#). Повышенные темпы роста цен сохраняются по широкому кругу позиций, в том числе на молочную продукцию, масла, кондитерские и мучные изделия.

В непродовольственном сегменте рост цен замедлился до 4,7 с 6,3% м/м SAAR в мае. В основном сказалось удешевление автомобилей после майского [повышения цен на ряд моделей](#). Это частично компенсировалось ускорением роста цен на топливо, при этом участники рынка ожидают их стабилизации в ближайшее время на фоне [рекордных объемов переработки в июле – августе](#) после завершения ремонтов НПЗ.

Укрепление рубля пока не сказалось на потребительских ценах. Более того, медиана роста цен товаров и услуг с высокой чувствительностью к динамике обменного курса рубля в мае и июне повысилась (Рисунок 3). Это, вероятно, связано с переключением импортерами в цены возросших логистических и платежных издержек.

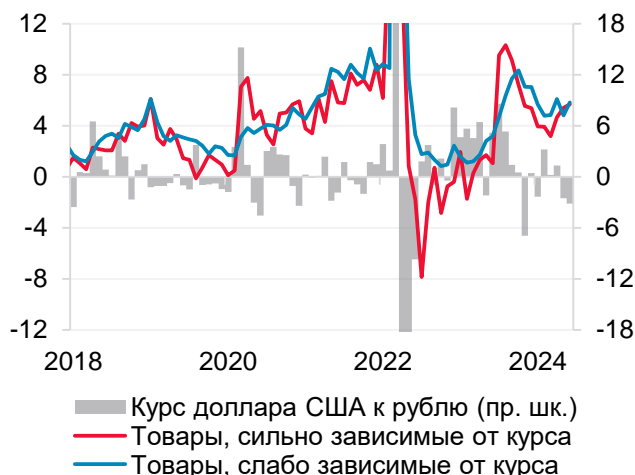
¹ Больше всего подорожала баранина, но ускоренные темпы роста цен наблюдались и на остальные виды мяса, в частности стало дорожать мясо кур.

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



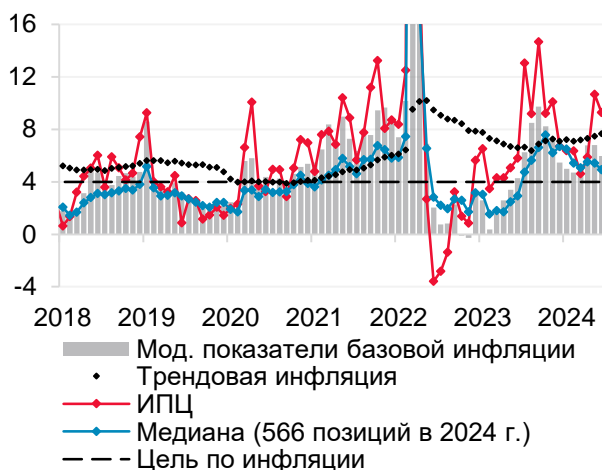
Источники: Росстат, расчеты ДИП.

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



Источники: Банк России, Росстат, расчеты ДИП.

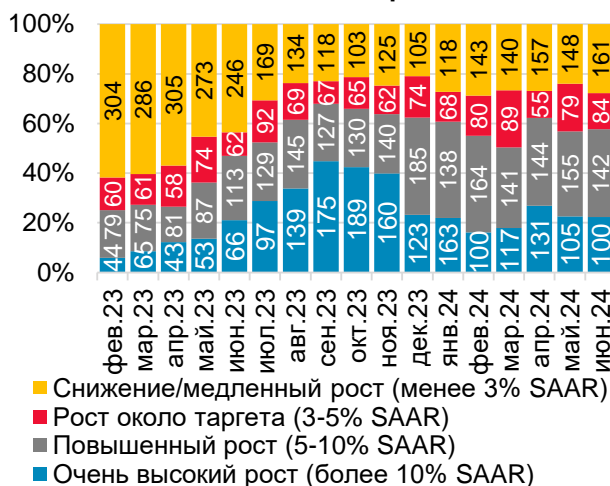
Рисунок 4. Показатели* базовой инфляции, медиана (% в годовом выражении) и оценка трендовой инфляции (% г/г)



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

Источники: Росстат, расчеты ДИП.

Рисунок 5. Суммарный вес товаров и услуг*, распределенный на основе сезонно сглаженных темпов роста цен



* Без плодоовощной продукции и регулируемых услуг.

Примечание. Числа – количество позиций.

Источники: Росстат, расчеты ДИП.

В услугах темп роста цен замедлился до 10,7% м/м SAAR после майского всплеска в наиболее волатильных компонентах (транспорте и туризме) (19,8% м/м SAAR). В июне темпы удорожания услуг туризма заметно снизились, но остались высокими. Рост цен на поездки внутри страны значительно выше зарубежных направлений. При этом изменение предпочтений населения в пользу отечественных направлений туризма может частично завышать полученные оценки скорректированного на сезонность роста цен².

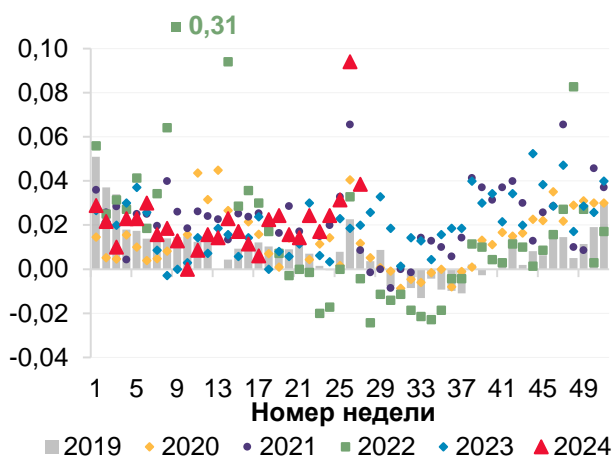
² Быстрее всего в мае (+24% м/м), а также в июне (+8% м/м) дорожали поездки на Черноморское побережье, которые нельзя корректно очистить от сезонности из-за короткого периода наблюдения, – они были включены в корзину только в 2023 году.

Кроме того, в июне в регионах продолжилось [повышение цен на услуги городского транспорта](#). Без учета туризма, воздушного и ж/д транспорта рост стоимости услуг замедлился до 7,4 с 8,2% м/м SAAR, но остался повышенным.

Аналитические показатели ценовой динамики говорят о том, что устойчивое инфляционное давление в мае – июне было на уровне, несколько превосходящем показатели I квартала и целевой уровень инфляции. В июне относительно мая среднее из оценок модифицированных показателей базовой инфляции понизилось до 6,0 с 6,8% в пересчете на год (Рисунок 4). Медиана распределения роста цен также несколько снизилась, суммарный вес ускоренно дорожающих позиций в июне остался на уровне мая (Рисунок 5). Это говорит о заметном вкладе отдельных позиций в ускорение текущих темпов роста цен в мае – июне. При этом оценка трендовой инфляции выросла четвертый месяц подряд, до 7,65 с 7,46% в мае.

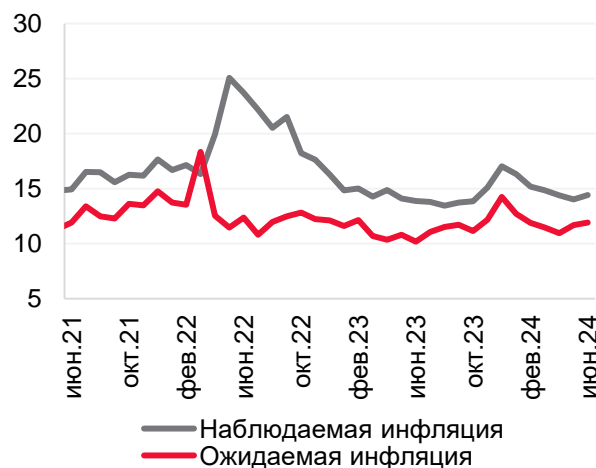
В начале июля недельный рост цен ускорился: на 8 июля он составил 0,77% (Рисунок 6). Однако данный показатель во многом отражает разовую индексацию тарифов ЖКУ с 1 июля (вклад 0,5 п.п.). В динамике цен на товары сохраняются тенденции конца июня. Рост цен на продовольствие замедлился в большинстве укрупненных категорий, но остается повышенным из-за фруктов и овощей, где рост цен идет по верхней границе с учетом сезонности. В непродовольственном сегменте сохраняется повышенный темп роста цен на стройматериалы и топливо.

Рисунок 6. Среднесуточный прирост цен, %



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

Рисунок 7. Прямые оценки инфляции населением: медианные значения, % годовых

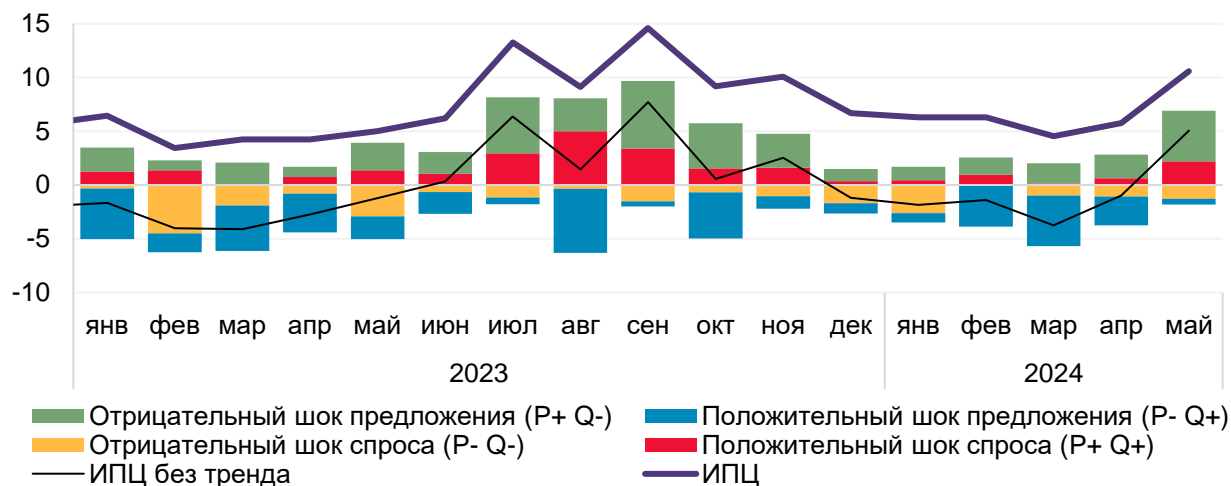


Источник: ООО «ИНФОМ».

Риски сохранения повышенных темпов роста цен или их чрезмерно медленного и неустойчивого возвращения к цели сохраняются. В июне продолжили расти оценки наблюдаемой инфляции и инфляционные ожидания населения (Рисунок 7), на фоне растущих издержек возобновили рост ценовые ожидания предприятий. Хотя в ускорение текущих темпов роста цен существенный вклад внесли факторы предложения, проинфляционное влияние факторов спроса в мае также усилилось (Рисунок 8). Для возоб-

новления процесса дезинфляции требуется большая жесткость ДКУ во втором полугодии 2024 г. по сравнению с фактической жесткостью в первой половине года и более продолжительный период действия жесткой ДКП.

Рисунок 8. Декомпозиция роста цен, % м/м SAAR



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

2. Экономическая динамика

Статистические и оперативные данные показывают, что апрельская заминка в росте преодолена. В мае и июне экономическая активность вновь заметно увеличилась. Вместе с тем отраслевая картина роста стала существенно менее однородной. Так, сфера услуг явно сбавила обороты – возможно, за счет услуг для бизнеса. Это может быть связано с неблагоприятной внешнеэкономической конъюнктурой для некоторых российских экспортных товаров, в частности угля, и транспортными ограничениями при перевозке грузов в восточном направлении.

Обращают на себя внимание и противоречивые сигналы с рынка труда. Символический рост впервые за последние месяцы показали скорректированные на сезонность уровень безработицы и индекс HeadHunter³. Возможно, это связано с возросшей мобильностью рабочей силы, более частой сменой места работы в поисках лучших условий труда. В то же время последний опрос предприятий Банка России указал на фронтальный рост дефицита кадров по всем укрупненным категориям работников.

Что касается потребительского рынка, здесь ситуация осталась без изменений: за исключением конъюнктурных колебаний спроса на авторынке, потребление и товаров, и услуг по-прежнему активно растет.

³ Показывает отношение активных резюме к вакансиям. Чем ниже значение индекса, тем выше конкуренция за персонал.

В целом можно заключить, что экономика готовится перестроиться на траекторию сбалансированного роста, но на рынке труда это скажется не сразу. Поэтому перегрев в экономике, скорее всего, будет уходить постепенно.

2.1. Структурная трансформация и нейтральная ставка

Происходящая под действием внешних и внутренних факторов структурная трансформация российской экономики влечет за собой ряд макроэкономических изменений. Их непросто идентифицировать и тем более количественно оценить. Можно отметить уменьшение степени открытости российской экономики, что выражается в снижении доли импорта и экспорта в ВВП и повышении роли внутреннего спроса и производства. Также наблюдается переключение на внутренние источники финансирования с внешних, за исключением случаев, когда за формально внешним финансированием стоят российские резиденты.

Внутренний спрос получил существенный импульс от использования на госрасходы дополнительной нефтегазовой ренты в результате повышения цены отсечения в бюджетном правиле и еще большего повышения цены нефти, при котором бюджет балансируется. Льготные программы кредитования, субсидируемые государством, позволили создать кредитный рычаг, повысив влияние дополнительных бюджетных расходов на экономику (то есть мультипликатор бюджетных расходов).

В результате спрос (прямой или опосредованный) на товары и услуги со стороны государства сгенерировал спрос на факторы производства. Замещение импорта полностью или частично отечественными товарами и услугами, даже вне связи с государственным спросом, также создает существенный дополнительный спрос на факторы производства.

В результате данных структурных изменений произошло устойчивое повышение спроса на труд и капитал (инвестиции). В целом такие макроэкономические сдвиги должны приводить к увеличению уровня потенциального ВВП и темпов его роста.

Одновременно это предполагает, что для обеспечения такого роста ВВП потребуются большой объем финансирования. При ограниченности внешних источников финансирования должны увеличиваться внутренние источники, то есть сбережения. Это, скорее всего, приведет к устойчивому повышению нормы сбережений. Для этого требуется увеличить привлекательность сбережений относительно потребления. В свою очередь это предполагает более высокий уровень депозитных ставок и в конечном счете нейтральной процентной ставки, которая будет балансировать сбережения и инвестиции, обеспечивая ценовую стабильность при потенциальном росте ВВП. Чем больше будет устойчивая потребность в финансировании (норма инвестиций), тем выше должна быть нейтральная ставка при прочих равных условиях.

С практической точки зрения важен не только уровень нейтральной ставки в будущем, который сложно определить, но и вероятное направление ее изменения, баланс

рисков ее дальнейших сдвигов. Соответственно денежно-кредитную политику целесообразно подстраивать под текущую и прогнозную динамику цен для замедления инфляции до 4% при понимании, что последующее поддержание инфляции на уровне цели может потребовать поддержания более высоких реальных ставок из-за происходящих структурных сдвигов в экономике и связанное с ним увеличение нейтральной ставки.

2.2. Экономическая активность остается высокой

- Оперативные индикаторы свидетельствуют о продолжении активного роста ВВП в II квартале после ускорения по итогам I квартала⁴ (Рисунок 10). Рост по-прежнему прежде всего обеспечивается стабильной динамикой частного спроса. При этом, согласно данным [финансовых потоков платежной системы Банка России](#) (Рисунок 9), увеличилась поддержка экономики со стороны государственного и внешнего спроса. На фоне возобновления роста экспортных заказов⁵ и активизации госзакупок оптимизм предприятий удерживается на высоком уровне, хотя и неоднороден по отраслям⁶ (Рисунок 11).
- После краткосрочной апрельской паузы промышленность вернулась к росту в мае. Добыча частично компенсировала свое апрельское проседание (Рисунок 12), а основную роль сыграло ускорение роста в **инвестиционной** группе отраслей, преимущественно наиболее «тяжелых», т.е. имеющих высокий удельный вес в структуре валовой добавленной стоимости инвестиционной группы (Рисунок 13).
- Устойчивый восходящий тренд наблюдался в ряде **промежуточных** отраслей обработки (нефтепереработка и химическая промышленность). В частности, он вызван высоким внешним спросом и продлением разрешения на экспорт бензина до конца июля⁷ и может продолжиться после окончания внеплановых ремонтов на НПЗ.
- С начала года также наблюдается непрерывное расширение **потребительской** группы отраслей, обусловленное как повышенным внутренним спросом (Рисунок 14), так и ограничением объемов импорта и снижением его ценовой привлекательности. Потребительская активность населения остается высокой (Рисунок 15) в условиях сохраняющихся высоких темпов роста трудовых доходов, опережающих рост производительности (Рисунок 17). Мы ожидаем, что ее дальнейшая динамика на фоне [высокого уровня финансовой удовлетворенности](#) и повышения склонности

⁴ До 1,4% к/к SA в I квартале 2024 г. с 1,1% к/к SA в IV квартале 2023 г. согласно обновленной оценке ДИП на основе опубликованной Росстатом первой оценки динамики ВВП. При этом рост в I квартале предположительно завышен из-за неполной очистки от фактора високосного года.

⁵ Согласно опросу PMI, новые экспортные заказы в обработке выросли впервые за 3 месяца.

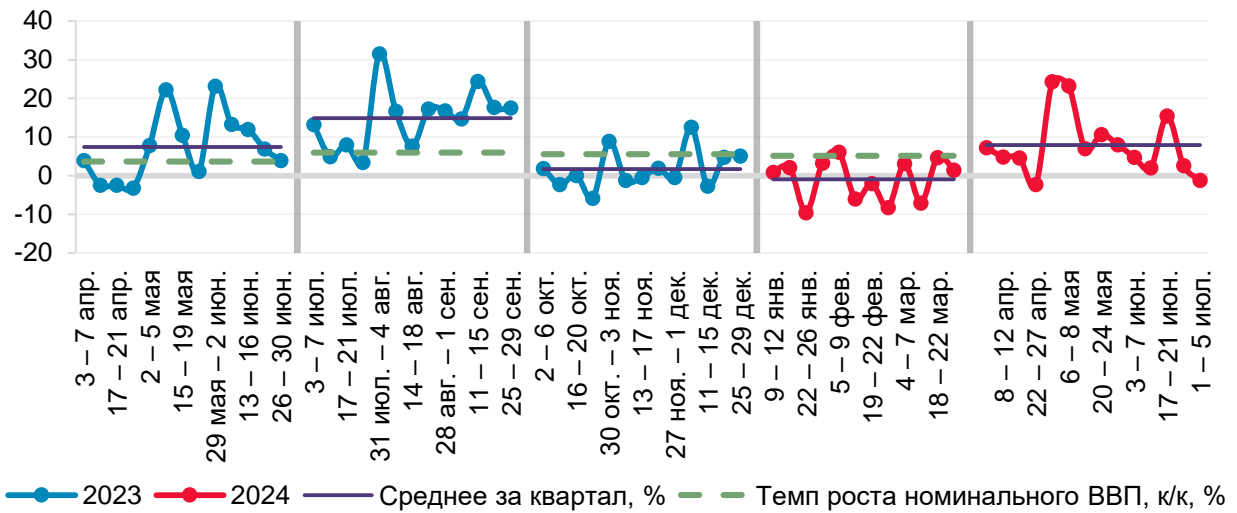
⁶ Деловые ожидания в обрабатывающем секторе, по опросу PMI, оказались наибольшими за последние 3 месяца. В услугах оптимизм в отношении перспектив выпуска на горизонте года был минимальным с июля 2023 года. Оценки оптимизма промышленности в опросах С. Цухло более сдержанны, чем в опросах PMI, однако остаются высокими по историческим меркам.

⁷ Приостановка эмбарго на вывоз бензина за рубеж, продленная до конца июля.

к осуществлению крупных покупок (Рисунок 17) будет преимущественно определяться состоянием рынка труда и жесткостью ДКУ (подробнее см. фокус-секцию).

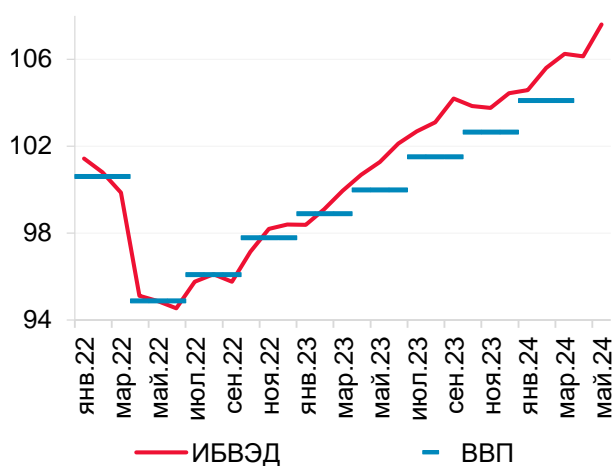
- На рынке труда сохраняется существенная нехватка кадров. При этом индекс HeadHunter показал небольшой рост, впервые за долгое время сократился разрыв между предложением и спросом на труд (Рисунок 19), согласно данным Росстата с поправкой на сезонность, повысился уровень безработицы (Рисунок 20).

Рисунок 9. Темп роста⁸ объема входящих платежей к среднему в предыдущем квартале, взвешенный по доле отраслей в ВДС, сезонность устранена, %



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

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, п.



Источник: S&P Global.

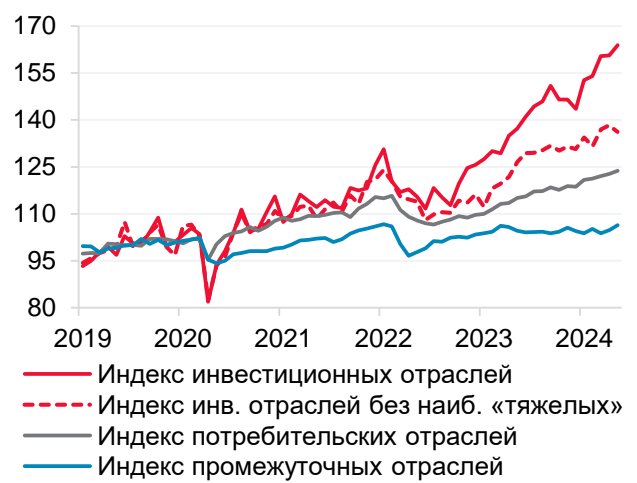
⁸ Под темпами роста понимается процентное изменение величины: $g = \frac{(x_1 - x_0)}{x_0} * 100$.

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



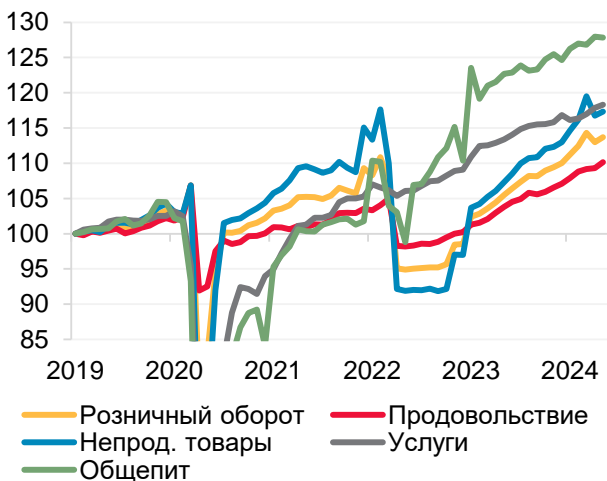
Источники: Росстат, расчеты ДИП.

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



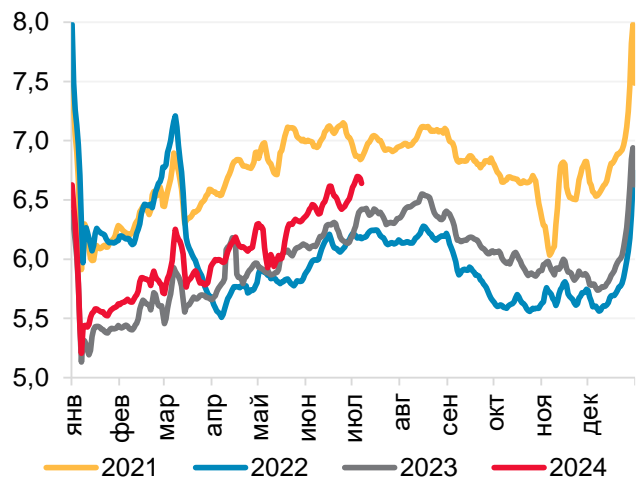
Источники: Росстат, расчеты ДИП.

Рисунок 14. Оборот розничной торговли, сегмента платных услуг и общепита, 01.2019 = 100, SA



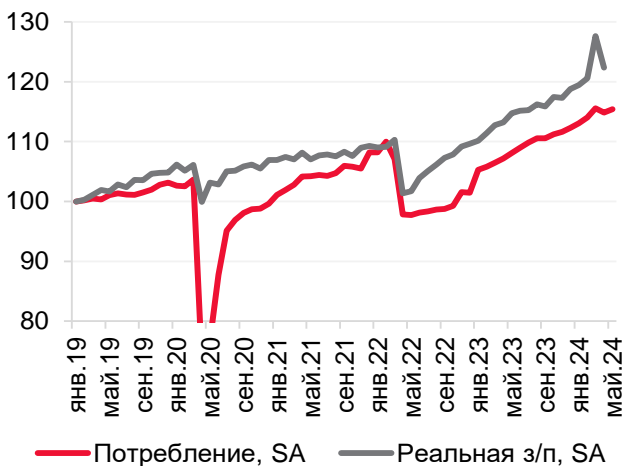
Источники: Росстат, расчеты ДИП.

Рисунок 15. Индекс потребительской и деловой активности Тинькофф, п.



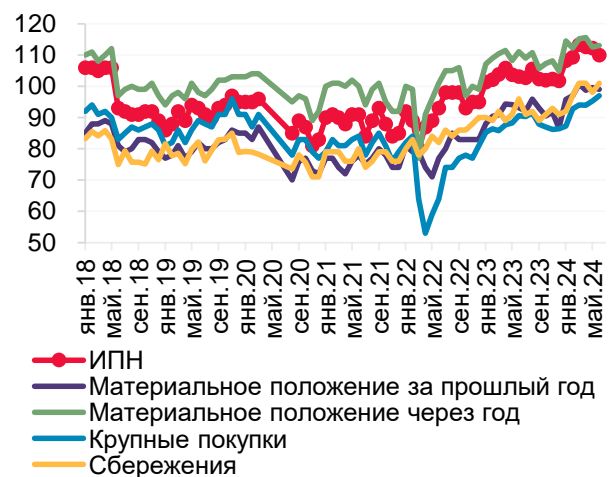
Источник: Тинькофф.

Рисунок 16. Прокси-показатель потребления (сумма оборота розницы, услуг и общепита) и реальной зарплаты, 01.2019 = 100, SA, %

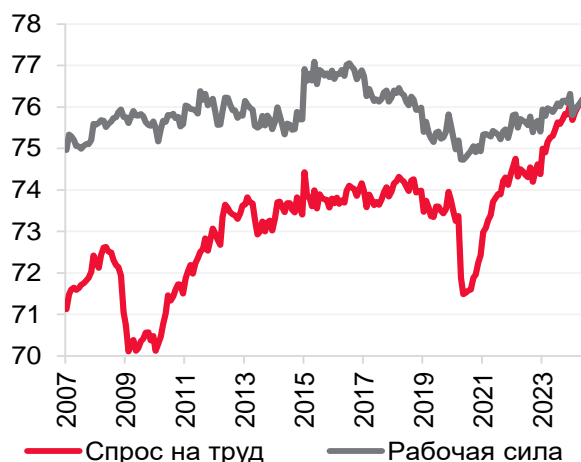


Источники: Росстат, Банк России, расчеты ДИП.

Рисунок 17. Индексы потребительских и финансовых настроений населения, п.п.



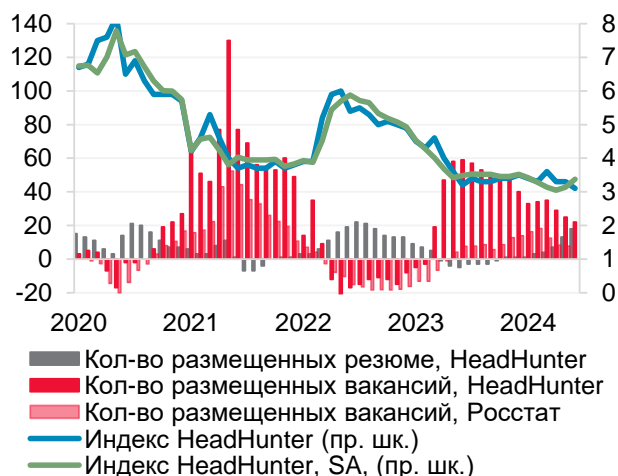
Источник: ООО «ИНФОМ».

Рисунок 18. Рабочая сила и спрос на труд, млн чел., SA

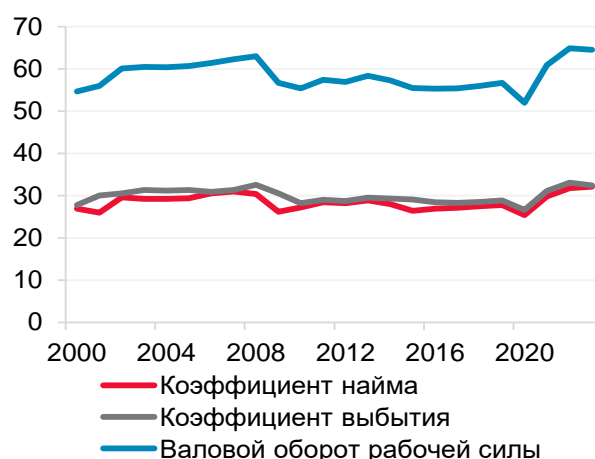
Источники: Росстат, расчеты ДИП.

Рисунок 20. Уровень безработицы, %

Источники: Росстат, расчеты ДИП.

Рисунок 19. Количество резюме, вакансий (% г/г) и индекс HeadHunter

Источники: Росстат, HeadHunter, расчеты ДИП.

Рисунок 21. Коэффициенты найма и выбытия, валовой оборот рабочей силы, %

Источники: Росстат, расчеты ДИП.

2.3. Активный рост кредитования препятствует дезинфляции

- В мае рост кредитования ускорился. Отчасти это объясняется разовыми факторами, однако и без них темпы остаются высокими относительно тех, что должны способствовать устойчивой дезинфляции.
- Рост розничного кредитования ускорился до 1,9 с 1,7% м/м SA в апреле (Рисунок 22). Динамика по большей части объясняется ускорением роста ипотечного портфеля до 1,7 с 1,2% м/м SA, прежде всего за счет сделок на первичном рынке, обусловленных льготными программами (Рисунок 23, Рисунок 24). Временное повышение активности в мае – июне вызвано ожиданиями завершения с 1 июля госпрограммы массовой льготной ипотеки и изменения параметров программы семейной

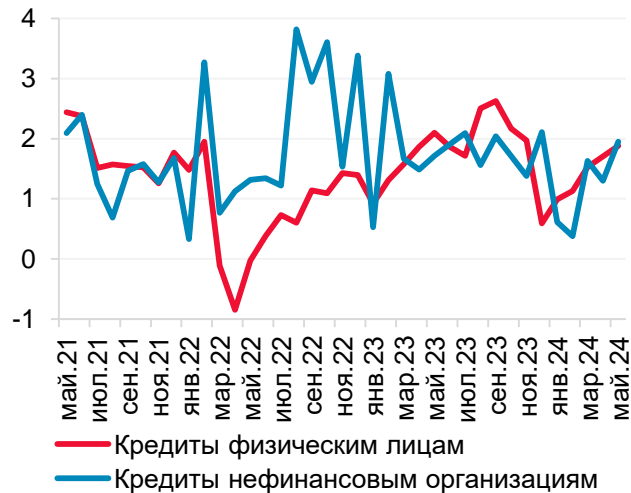
ипотеки. С середины июня ряд банков ввиду исчерпания лимитов [перестал принимать заявки](#) на кредиты по отдельным программам. В последующие месяцы в ипотечном сегменте вероятно охлаждение с небольшим смещением спроса на вторичный рынок.

- Рост необеспеченного потребительского кредитования на фоне высокой потребительской активности ускорился до 1,7 с 1,5% м/м SA, превысив темпы предыдущих лет (Рисунок 25). Почти треть от необеспеченных потребительских кредитов приходится на кредитные карты, портфель которых устойчиво показывает повышенный темп роста. В дальнейшем макропруденциальные меры⁹, вероятно, приведут к смещению структуры выдач в пользу клиентов с низким ПДН и могут замедлить динамику роста портфеля.
- Темп роста портфеля автокредитов повысился до 4,9 с 4,0% м/м SA (Рисунок 25). Устойчиво высокому росту показателя способствуют ожидания дальнейшего [повышения ставок](#), скидки на автомобили со стороны дилеров¹⁰ и программы Trade in. [Введение макропруденциальных требований](#) может привести к некоторому замедлению роста портфеля в части клиентов с ПДН свыше 50%.
- Рост рублевых кредитов нефинансовым организациям в мае ускорился до 2,0 с 1,3% м/м SA в апреле. Кредитование в целом остается основным драйвером роста широкой денежной массы (Рисунок 26).
- Замедление роста средств физических лиц в банках в апреле до 1,0% м/м SA оказалось временным и было компенсировано ускорением в мае до 3,5% м/м SA (Рисунок 27). Действие депозитного канала трансмиссионного механизма денежно-кредитной политики остается эффективным и способствует активному формированию сбережений населения. Прирост средств физических лиц устойчиво превышает прирост потребительского кредитования.
- Рублевые средства организаций после апрельского всплеска, вызванного [переносом части налоговых платежей с апреля на май](#), сократились на 4,0% м/м SA. При этом средний рост показателя с января по май соответствует росту за аналогичный период 2023 г. (1,5%).
- Банковский сектор продолжает показывать высокую прибыль. В мае она составила 281 млрд руб., что сопоставимо с соответствующим показателем 2023 года. Прибыль поддерживалась ростом кредитования и объема эквайринга, а также доходами от [расчетно-кассового обслуживания](#). В свою очередь высокая прибыль позволяет наращивать капитал и создает потенциал для дальнейшего кредитования.

⁹ Сокращение МПЛ и повышение надбавок по кредитам с высокой долговой нагрузкой.

¹⁰ «АВТОСТАТ Оперативка»: итоги мая 2024 года.

Рисунок 22. Рублевое кредитование, % м/м SA



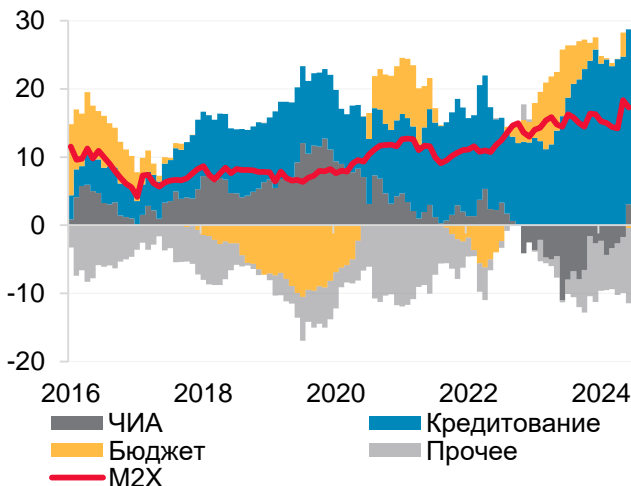
Источники: Банк России, расчеты ДИП.

Рисунок 24. Одобренные ипотечные заявки по сегментам, тыс. ед.



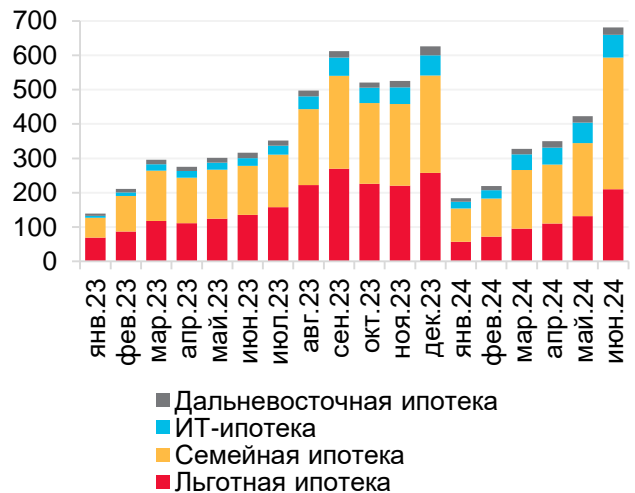
Источники: ДомКлик, расчеты ДИП.

Рисунок 26. Факторы формирования широкой денежной массы, п.п.



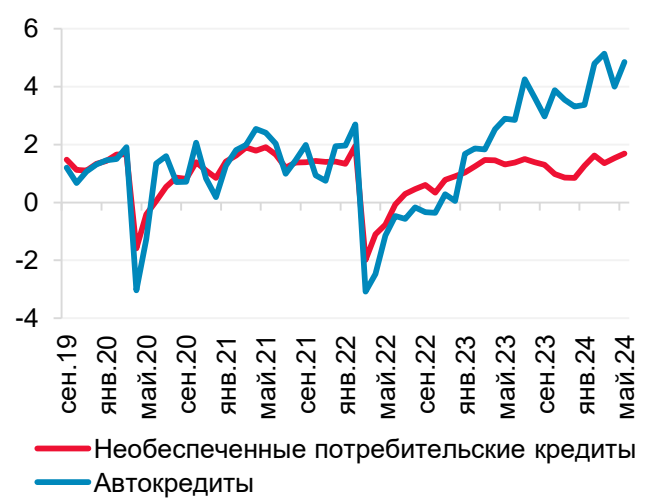
Источники: Банк России, расчеты ДИП.

Рисунок 23. Объем выдач в рамках льготных ипотечных программ, млрд руб.



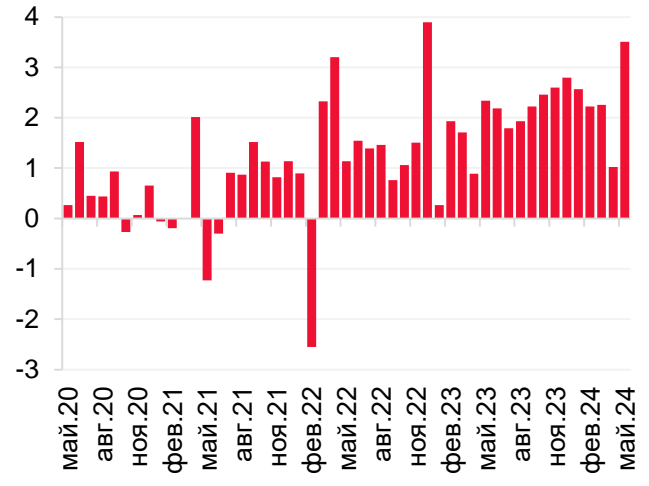
Источники: ДОМ.РФ, расчеты ДИП.

Рисунок 25. Рост необеспеченного потребительского кредитования и автокредитования, % м/м SA



Источники: Банк России, расчеты ДИП.

Рисунок 27. Средства физических лиц в банках, % м/м SA



Источники: Банк России, расчеты ДИП.

3. Финансовые рынки

Динамика российских финансовых рынков в конце II квартала была разнонаправленной. На рынках акций и облигаций с фиксированной доходностью котировки снижались на фоне неблагоприятной динамики потребительских цен и растущих ожиданий ужесточения денежно-кредитной политики участниками рынка. Кроме того, котировки ряда акций скорректировались вниз после прохождения дивидендной отсечки. Вместе с тем на валютном рынке рубль укрепился, прежде всего из-за возросших затруднений с проведением платежей за импорт, что снизило спрос на иностранную валюту. Цены на товары российского экспорта в июне в целом выросли, однако практически полностью благодаря ценам на энергетические товары.

3.1. Доходности ОФЗ выросли вслед за инфляцией

- В течение июня доходности на рынке ОФЗ увеличивались. Статистика потребительских цен и заявления руководства Банка России о реализации проинфляционных рисков и отклонении инфляции от базового прогноза повысили вероятность повышения ключевой ставки для достижения цели по инфляции в 2025 г. и ее поддержания вблизи 4% в дальнейшем. Доходности ОФЗ находятся на 57-121 б.п. выше уровня начала июня, при этом краткосрочные ставки достигли 17%. Реальные доходности ОФЗ-ИН (линкеров) выросли на 75-115 б.п. и обновили рекордные значения.
- С начала июня средняя ожидаемая ставка RUONIA на горизонте 3 и 6 месяцев¹¹ выросла на 93-104 б.п. и достигла 17,8 и 18,4% соответственно. В то же время стоимость годового свопа на ключевую ставку¹² за этот период увеличилась еще сильнее – на 138 б.п. и составляет 19,2%.
- В связи с возросшей рыночной волатильностью Минфин России не проводил аукционы в конце мая и в начале июня, а объем привлечения на остальных аукционах был умеренным. Всего по итогам II квартала 2024 г. ведомство разместило ОФЗ на 506 млрд руб.¹³, что составляет около половины квартального плана заимствований (1 трлн руб.). В основном инвесторам предлагались бумаги с фиксированным купоном, однако во второй половине июня ведомство вернулось к размещению флоатеров, постепенно увеличивая премии по ним.
- Санкции против группы «Московская Биржа» привели к перемещению ликвидности на внебиржевой рынок и временному расширению спредов купли-продажи валют. Спрос на валюту временно снизился в условиях роста неопределенности с расчетами за импорт. При этом предложение валюты было высоким благодаря выплатам налогов и дивидендов компаниями-экспортерами. В результате действия данных

¹¹ OIS RUB RUONIA 3M mid и OIS RUB RUONIA 6M mid (МБ СПФИ).

¹² IRS RUB vs RUB KEYRATE 1Y mid (МБ СПФИ).

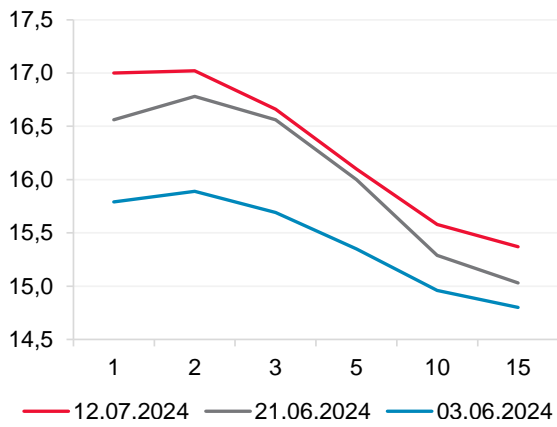
¹³ С учетом дополнительных размещений после аукционов.

факторов рубль заметно укрепился. По итогам июня средний курс доллара США составил 87,76 руб., а юаня – 11,98 руб. (в мае – 90,61 и 12,49 руб. соответственно).

- В июне завершился перевод основной части корпоративных еврооблигаций в отечественную инфраструктуру путем выпуска замещающих облигаций¹⁴. Наиболее активными в данном процессе были банки. Всего с начала года российские эмитенты разместили замещающие облигации на 466 млрд руб., из которых половина была размещена банками в июне. Основная часть бумаг номинирована в долларах США, однако все выплаты по ним осуществляются в рублях через российские депозитарии. В дальнейшем участники рынка ожидают начала процесса замещения еврооблигаций Минфина России.
- Несмотря на высокие ставки, эмитенты продолжали размещать новые облигации в июне. Без учета замещающих бумаг объем корпоративных размещений в июне составил 794 млрд руб. (в мае – 768 млрд руб.), в основном в рублях с фиксированным купоном. Доля бумаг в рублях с плавающей ставкой по сравнению с маем сократилась с 29 до 22%. В целом компании допускают дальнейший рост рыночных ставок.
- Инвесторы ожидают первого снижения ключевой ставки ФРС США до 5,00–5,25% в сентябре (CME FedWatch). Макроэкономическая статистика за июнь указывает на некоторое охлаждение экономики в США: инфляция снизилась сильнее ожиданий и составила 3%, уровень безработицы превысил консенсус-прогноз и достиг 4,1%, а индекс деловой активности в сфере услуг (ISM) опустился ниже 50 пунктов.
- Более выраженное снижение инфляции в еврозоне в сравнении с США позволило ЕЦБ снизить процентные ставки уже в июне – на 25 б.п. В результате ставка по основным операциям рефинансирования составляет 4,5%. В то же время инфляционное давление остается на повышенном уровне, особенно в секторе услуг.
- Замедление инфляции в США и ожидания смягчения ДКП в крупнейших экономиках вызвали снижение доходностей на долговых рынках в развивающихся странах. В частности, доходности 10-летних государственных облигаций Бразилии с начала июня снизились до 11,6 до 11,8%, а Индонезии – до 6,8 с 6,9%. В то же время в Китае и Индии доходности государственных бумаг почти не изменились в условиях более закрытых финансовых рынков и оставались вблизи 2,3 и 7,0% соответственно.

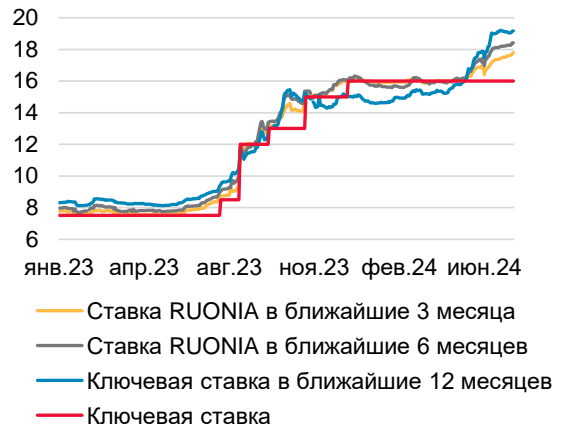
¹⁴ В соответствии с Указом Президента Российской Федерации от 05.07.2022 № 430 (ред. от 18.12.2023) «О репатриации резидентами – участниками внешнеэкономической деятельности иностранной валюты и валюты Российской Федерации» российские компании должны были завершить процесс выпуска замещающих облигаций до 1 июля 2024 года.

Рисунок 28. Кривая бескупонной доходности ОФЗ, % годовых



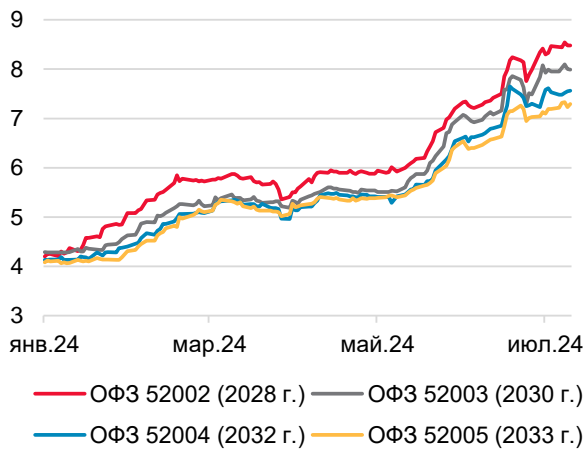
Источник: ПАО Московская Биржа.

Рисунок 29. Фиксированные ставки процентных свопов и ключевая ставка Банка России, % годовых



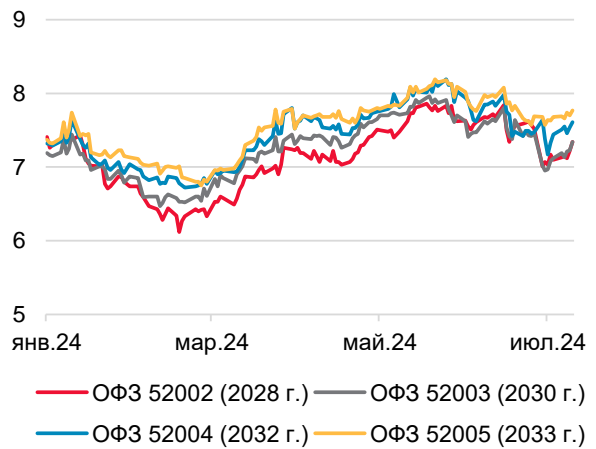
Примечание. Ожидания по средней ключевой ставке и RUONIA представляют собой фиксированные ставки процентных свопов OIS RUB RUONIA 3M mid, OIS RUB RUONIA 6M mid и IRS RUB vs RUB KEYRATE 1Y mid. Источники: Банк России, Cbonds.

Рисунок 30. Реальные доходности ОФЗ-ИН, % годовых



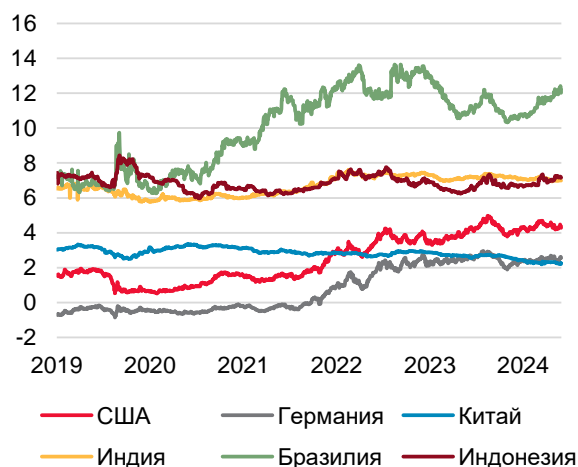
Источник: ПАО Московская Биржа.

Рисунок 31. Вмененная инфляция из ОФЗ-ИН и ОФЗ-ПД, %



Источник: ПАО Московская Биржа.

Рисунок 32. Доходности 10-летних государственных облигаций, % годовых



Источник: Cbonds.

Рисунок 33. Волатильность курса доллара к рублю, %



Источник: Банк России, данные внебиржевого валютного рынка.

3.2. Разнонаправленная динамика цен сырьевых товаров

- С начала июня котировки сырьевых товаров демонстрировали разнонаправленную динамику. Индекс цен сырьевых товаров Bloomberg скорректировался вниз на 2%: котировки промышленных металлов и сельскохозяйственных товаров снизились на 5 и 7% при росте цен на энергетические товары и драгоценные металлы на 1 и 3% соответственно (Рисунок 34).
- Повышательное давление на нефтяные котировки оказала эскалация геополитической напряженности на Ближнем Востоке, начало сезона ураганов в США и пожаров – в Канаде (Рисунок 36). Сокращение предложения нефти из России в рамках сделки ОПЕК+ способствовало снижению дисконта российских сортов нефти к мировым бенчмаркам. Цена на нефть марки Urals¹⁵ выросла на 14%, до 81 долл. США / барр. (Рисунок 35).
- Дополнительный импульс нефтяным ценам придал пересмотр Минэнерго США среднесрочных прогнозов баланса спроса и предложения на рынке в сторону большего дефицита в 2024 г. (0,5 млн б/с) (Рисунок 37). Усиление дефицита происходит из-за продления странами ОПЕК+ 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 Россия – на 0,471 млн б/с) (Рисунок 38). Смягчение ограничений может быть пересмотрено, если этого потребует ситуация на рынке.
- Страны ОПЕК+ также продлили на 2025 г. действовавшее до конца 2024 г. добровольное сокращение добычи (в том числе Россия – на 0,5 млн б/с) при расширении

¹⁵ На базисе CIF в порту Аугуста.

совокупных квот на 0,3 млн б/с с января 2025 г. за счет ОАЭ, обладающих большим объемом свободных мощностей.

- В мае – июне страны ОПЕК+ в целом дисциплинированно соблюдали принятые на себя обязательства, сократив добычу на 0,3 млн б/с относительно апреля. Добыча нефти в США с марта стабилизировалась, и пока производители не могут вернуться к ее наращиванию. Сокращение с мая числа действующих буровых установок компенсируется бурением более протяженных горизонтальных и наклонных скважин, повышающих эффективность извлечения сланцевой нефти.
- Котировки природного газа на крупном европейском хабе снизились на 9%, до 32 евро/МВт-ч при росте цен на СПГ в Азии на 4%, до 42 долл./МВт-ч (Рисунок 39). Рост цен на СПГ обусловлен повышенным спросом из-за жаркой погоды, а также перебоев в поставках СПГ из Австралии и Малайзии. Повышательный импульс ценам в Азии также придал запрет на перевалку российского СПГ в европейских портах, откуда большая часть грузов транспортируется в Азию. Мера вступит в силу в конце марта 2025 г. и, по нашим оценкам, не окажет значительного влияния на экспорт.
- Котировки большинства цветных металлов понизились¹⁶. На стороне предложения уменьшились опасения по поводу перебоев в поставках никеля из Индонезии, а на стороне спроса отмечается относительно слабый спрос Китая (со стороны производителей нержавеющей стали, электромобилей, а также строительного сектора). Это вызвало рост складских запасов металлов на Лондонской бирже металлов.
- Цены на пшеницу снизились после выхода более оптимистичного, чем ожидалось прогноза Минсельхоза США на 2024–2025 годы. Ожидаемое снижение поставок из России, Украины и ЕС может частично компенсировать рост экспорта из США и Аргентины. Дополнительный понижательный эффект на котировки российской пшеницы оказал временный запрет импорта зерна в Турцию (с 21 июня по 15 октября) и введение заградительных импортных пошлин ЕС (с 1 июля). При этом Минсельхоз России не ожидает снижения объема экспорта из-за возможности перенаправить выпадающие объемы в другие страны.
- В целом при разнонаправленном движении котировок изменение ценовой конъюнктуры российского сырьевого экспорта по итогам июня оказалось скорее благоприятным. По данным Центра ценовых индексов Газпромбанка, композитный индекс цен товаров российского сырьевого экспорта, взвешенный по стоимостным объемам экспорта, вырос за июнь на 4%. Однако этот рост вызван прежде всего временными геополитическими факторами, в то время как влияние фундаментальных факторов было в целом нейтральным.

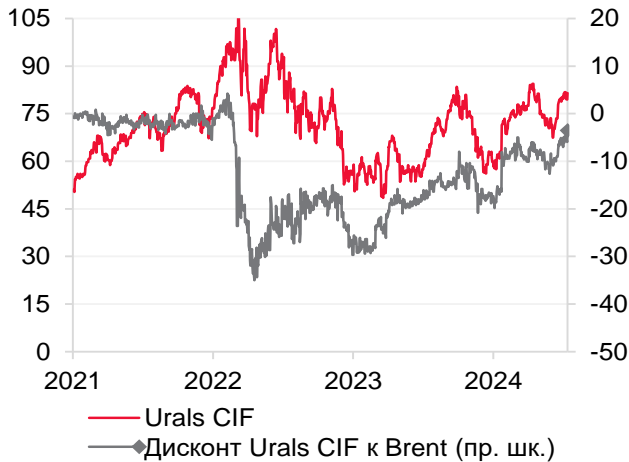
¹⁶ Цены на никель, алюминий, свинец, медь и цинк уменьшились на 14, 6, 3, 2 и 1% соответственно.

Рисунок 34. Индексы Bloomberg цен товаров и металлов (01.01.2021 = 100)



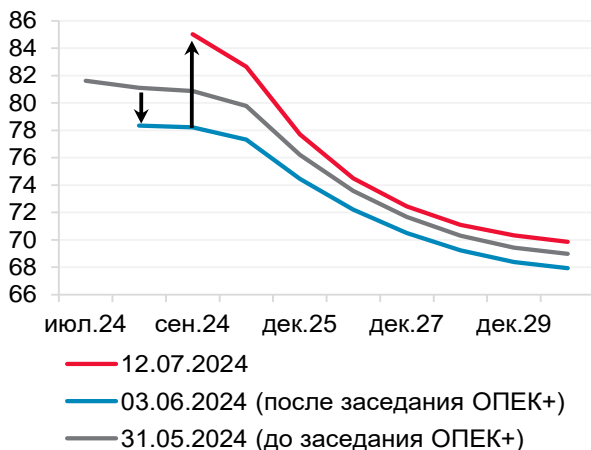
Источники: Investing.com, Bloomberg, расчеты ДИП.

Рисунок 35. Цена на нефть марки Urals и дисконт к марке Brent, долл. США / барр.



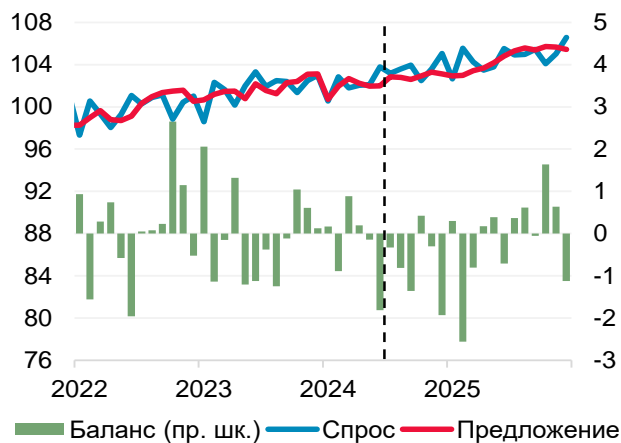
Источники: Investing.com, расчеты ДИП.

Рисунок 36. Фьючерсная кривая (Brent), долл. США / барр.



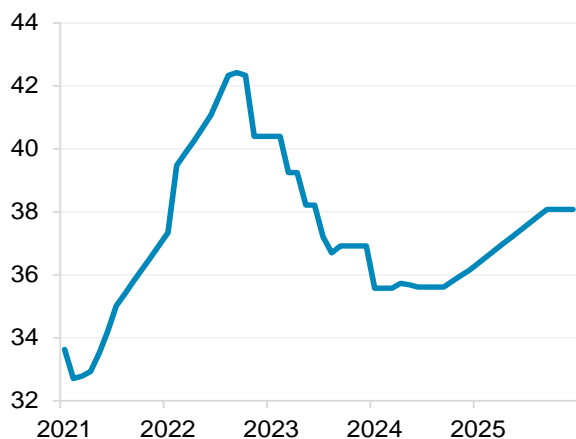
Источник: ICE.

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



Источники: EIA, расчеты ДИП.

Рисунок 38. 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 39. Цена природного газа в Европе и СПГ в Азии



Источники: Investing.com, расчеты ДИП.

Фокус. Рынок труда усиливает проинфляционные риски

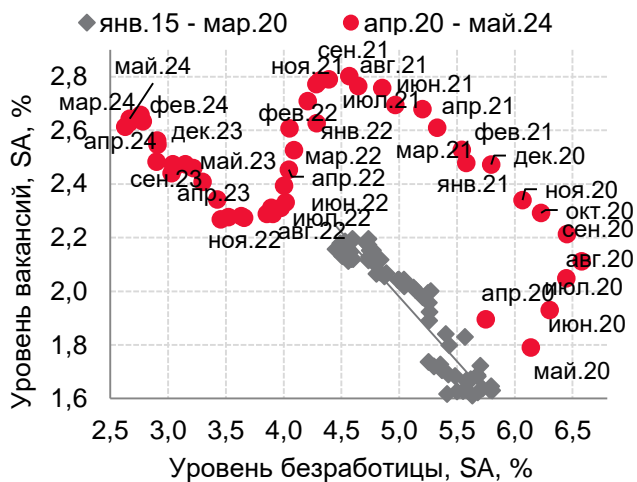
- Российский рынок труда характеризуется высокой конкуренцией за кадры: большинство показателей в первом полугодии обновили свои исторические максимумы/минимумы или близки к ним.
- Спрос на труд достиг исторического пика и продолжает расти при неоднородной картине по отраслям.
- Возможности расширения предложения труда ограничены негативными демографическими тенденциями.
- Такая ситуация провоцирует рост зарплат темпами существенно выше производительности труда, что создает дополнительные проинфляционные риски.
- Проводимая продолжительное время жесткая ДКП может способствовать восстановлению баланса и стабилизации на рынке труда через охлаждение спроса на труд. Это позволит сбалансировать ситуацию в экономике и на рынке труда с учетом длительного времени, которое требуется для подстройки предложения товаров и услуг на рынке через инвестиции в новое оборудование и технологии.

Российский рынок труда характеризуется значительным перегревом, который усиливался в первой половине года. На фоне активно растущего спроса на труд при ограниченном предложении в очередной раз обновляли свои минимумы показатели безработицы и индекс HeadHunter, на рекордно высоких уровнях находилась занятость и экономическая активность (Рисунок 18 – Рисунок 20).

Увеличение жесткости рынка труда вследствие перегрева экономики и быстрого роста спроса на труд отражается как движение влево-вверх по кривой Бевериджа, что отчетливо просматривается на российских данных (Рисунок 40). После временного отклонения кривой вправо во время коронакризиса, вызванного структурной трансформацией спроса на труд и возникновением значительного разрыва между требуемыми и предлагаемыми навыками (*skill mismatch*), в 2021-2023 гг. она вернулась на траекторию 2015–2019 гг., однако с более высоким уровнем вакансий и рекордно низким уровнем безработицы.

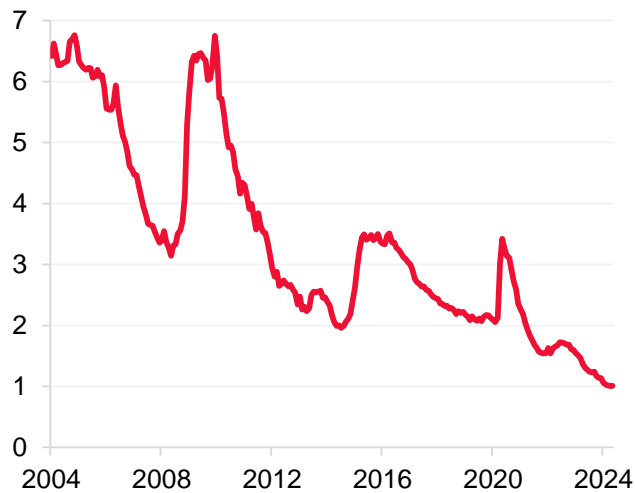
В сложившихся условиях высокой конкуренции за кадры рост спроса на труд провоцирует ускоренный рост заработных плат. В результате в последние кварталы значительно расширился разрыв между темпами роста реальных зарплат и производительности труда (Рисунок 42).

Рисунок 40. Кривая Бевериджа



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

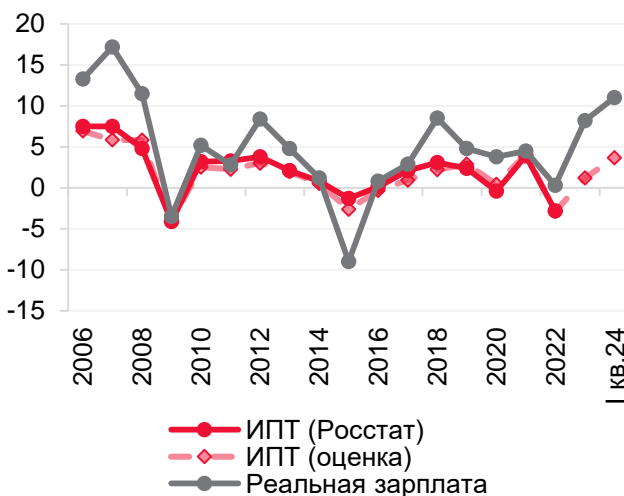
Рисунок 41. Отношение численности безработных к потребности работодателей в работниках, SA



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

Для достижения ценовой стабильности разрыв между ростом реальных трудовых доходов и производительности труда необходимо сокращать, так как этот разрыв создает дополнительные проинфляционные риски, создавая предпосылки для раскручивания спирали «цены – зарплаты – цены» (Рисунок 43). Увеличение издержек компаний на единицу продукции (*unit labour cost*), среди которых значимую роль играют издержки на труд, стимулирует повышение цен с целью сохранения маржинальности. Это особенно заметно в условиях опережающего роста спроса. Наблюдаемый разрыв между зарплатами и производительностью как раз говорит о том, что покупательная способность населения растет быстрее, чем производственные возможности экономики.

Рисунок 42. Реальная заработная плата и индекс производительности труда (ИПТ), % г/г



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

Рисунок 43. ИПЦ и разрыв между ростом реальной з/п и производительностью труда (лаг – 1 год), % г/г



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

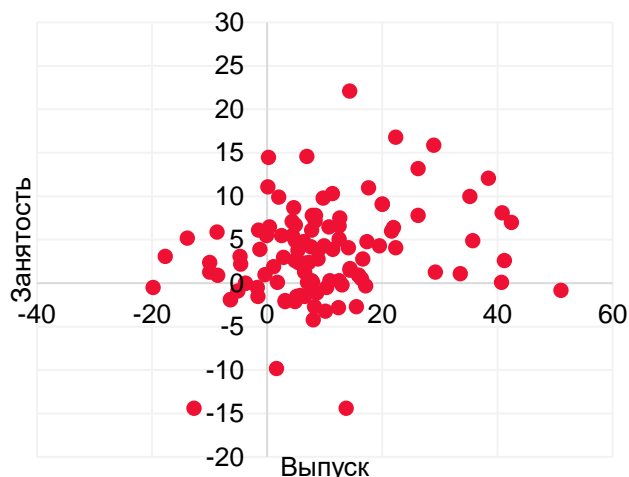
Этот разрыв можно сократить посредством увеличения темпов роста производительности труда. Однако это требует значительных инвестиций в оснащение и автоматизацию производств, отладку оборудования, подготовку и переподготовку кадров. Все это длительные по времени процессы. Поэтому в кратко- и среднесрочной перспективе стабилизации ситуации на рынке труда можно и нужно добиваться посредством охлаждения текущего спроса на труд, который невозможно удовлетворить без значительного завышения уровня оплаты труда относительно производительности. Это также может позволить сбалансировать динамику занятости по секторам, которая за последние два года стала заметно неоднородной (Рисунок 44).

Рисунок 44. Изменение численности занятых по ВЭД в I квартале 2024 г. к I кварталу 2022 г., тыс. чел.



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

Рисунок 45. Выпуск и занятость в отраслях промышленности в I квартале 2024 г., прирост, % г/г



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

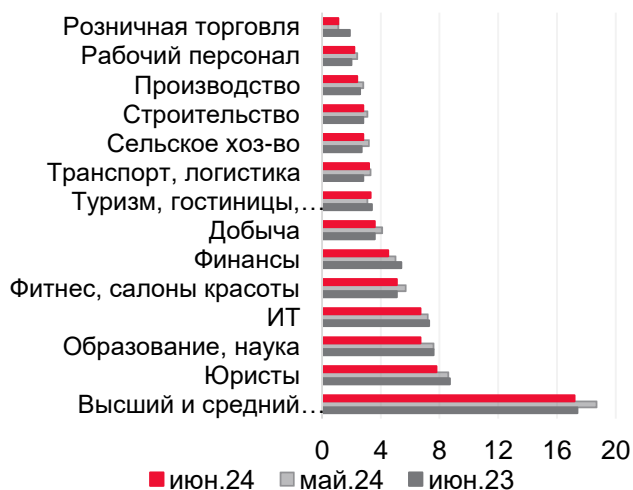
За два года значительно выросла занятость в промышленности и ИТ, а также в административной деятельности, где основной прирост обеспечили охранные службы, и в строительстве, которое значительно поддержали программы льготной ипотеки. При этом в отраслях, показавших снижение занятости, потребность в работниках сохранилась: торговля и сельское хозяйство, гостиницы и общепит также испытывают выраженную нехватку кадров, за которые им приходится конкурировать в том числе с указанными выше секторами (Рисунок 46).

Примечательно, что также есть отрасли, в которых снижение выпуска сопровождается ростом занятости (Рисунок 45). Это может отражать стратегии предприятий по удержанию работников и созданию запаса кадров в условиях кадрового голода, несмотря на сокращение выпуска и доходов, например, в ожидании улучшения ситуации в будущем. Такая ситуация негативно влияет на эффективность распределения трудовых ресурсов внутри экономики.

В то же время увеличение валового оборота рабочей силы и рост числа резюме (Рисунок 19) показывают большую готовность людей к смене работы, в том числе в по-

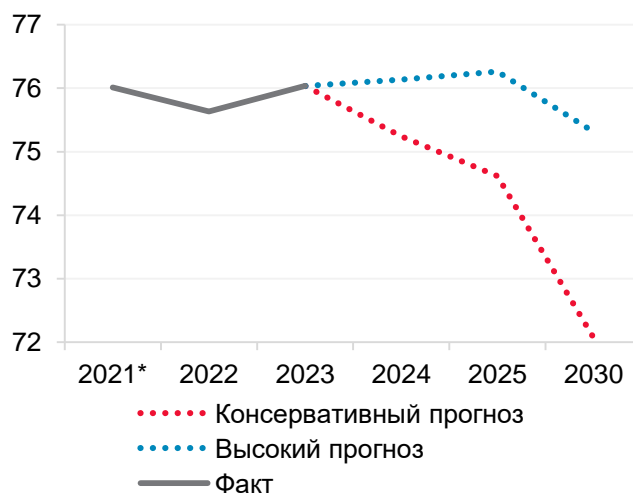
исках более высокой оплаты труда (Рисунок 21). Это, с одной стороны, может способствовать нормализации ситуации благодаря увеличению мобильности рабочей силы и более эффективному перераспределению трудовых ресурсов между компаниями и отраслями, а с другой – оказывать повышательное давление на зарплаты через необходимость компаний удерживать или переманивать кадры.

Рисунок 46. Индекс HeadHunter в профессиональных областях, п.



Источник: HeadHunter.

Рисунок 47. Рабочая сила, млн чел.



* Оценка, с учетом результатов ВПН-2020.

Примечание: Консервативный прогноз подразумевает сохранение уровней участия в рабочей силе во всех возрастных когортах на текущем уровне, высокий – продолжение текущей динамики, в том числе высоких темпов роста экономической активности в старших когортах в условиях пенсионной реформы.

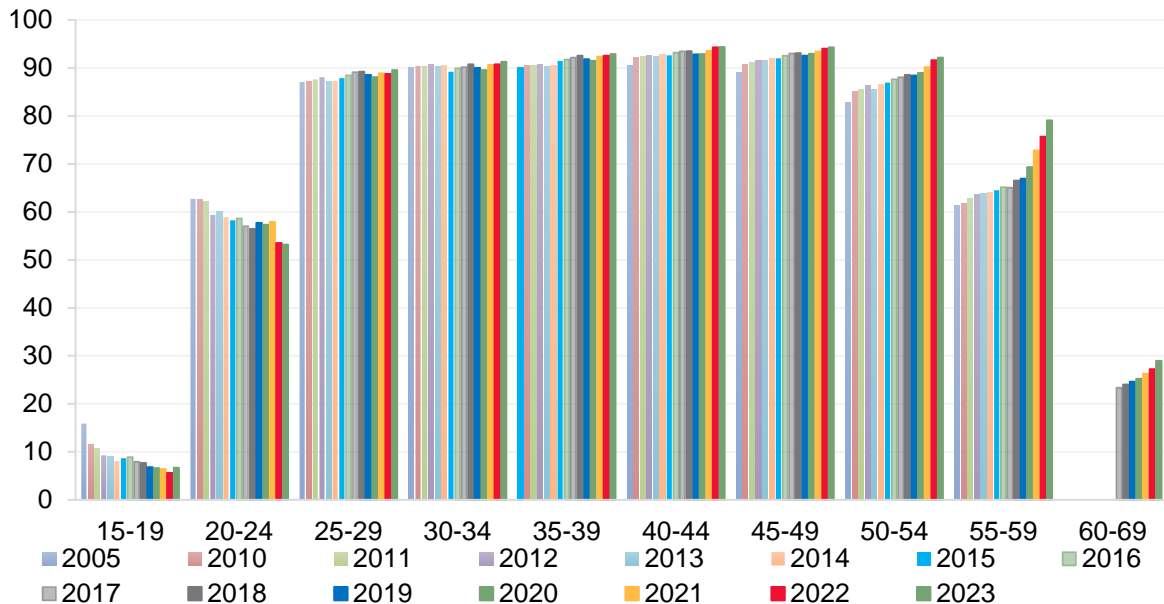
Источники: Росстат, расчеты ДИП.

Ограничения на стороне предложения труда при развитии текущих неблагоприятных демографических тенденций на горизонте 5 лет могут стать еще более выраженными. Несмотря на то что уровень участия в рабочей силе в 2023 г. достиг своего максимума в большинстве возрастных когорт, особо значительные изменения произошли в возрастных группах, затронутых пенсионной реформой, – это смогло лишь компенсировать сокращение численности трудоспособного населения (Рисунок 48). На горизонте 5 лет сохранение текущего уровня экономической активности во всех возрастных группах будет означать заметное сокращение предложения труда (Рисунок 47). Лишь в случае продолжения роста уровня участия в рабочей силе можно будет увидеть стабилизацию численности работников, а возможности для этого в наиболее производительных возрастных когортах практически исчерпаны.

Жесткая ДКП будет способствовать нормализации ситуации на рынке труда через охлаждение перегретого спроса на трудовые ресурсы. Это будет также вести к сокращению разрыва между ростом зарплат и ростом производительности, а также, вероятно, к повышению требований к работникам и улучшению качества рабочей силы. Восстанов-

ление баланса на рынке труда будет сдерживаться невысокой межотраслевой и межрегиональной мобильностью трудовых ресурсов, ограничением трудовой миграции из ближнего зарубежья. Вместе с тем можно ожидать совершенствования процесса перераспределения кадров в более производительные и эффективные отрасли.

Рисунок 48. Уровень участия в рабочей силе по возрастным группам, %



Источник: Росстат.

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

Арина Сапова

Марина Стародубцева

Анастасия Хажгериева

Мария Харламова

Дмитрий Чернядьев