



Банк России



# О ЧЕМ ГОВОРЯТ ТРЕНДЫ Макроэкономика и рынки

Бюллетень Департамента исследований и прогнозирования

Июль 2023

## ОГЛАВЛЕНИЕ

Краткое содержание	3
<b>1. Инфляция</b>	<b>4</b>
1.1. Рост потребительских цен превысил 4% в пересчете на год	4
<b>2. Экономическая динамика</b>	<b>10</b>
2.1. Повышенный рост экономики при растущих ограничениях	11
2.2. Активный рост кредитования в мае	15
<b>3. Финансовые рынки</b>	<b>17</b>
3.1. Сужение спреда доходностей долгосрочных и краткосрочных ОФЗ	17
3.2. Слабая реакция рынка на соглашение стран ОПЕК+	19

Бюллетень подготовлен Департаментом исследований и прогнозирования по данным на 07.07.2023.  
Выводы и рекомендации, содержащиеся в бюллетене, могут не совпадать с официальной позицией Банка России.  
Замечания и предложения по содержанию просим отправлять по адресу [dip1@cbr.ru](mailto:dip1@cbr.ru).

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

© Центральный банк Российской Федерации, 2023

## Краткое содержание

### Итоги

- Российская экономика заметно растет. Наиболее активно, как и прежде, увеличивают производство отрасли, ориентированные на государственный спрос. Ускорившееся расширение розничного кредитования дополнительно разогревает внутренний спрос наряду с дальнейшим улучшением потребительских настроений и ростом трудовых доходов. Рост устойчивых компонент цен постепенно усиливается, несмотря на продолжающееся снижение цен в отдельных сегментах продовольственных и непродовольственных товаров. При этом сохраняются существенные ресурсные ограничения со стороны рынка труда, производственных мощностей и технологий. Сохраняются предпосылки для дальнейшего усиления ценового давления.
  - Оперативные и опросные показатели говорят о дальнейшем увеличении совокупного спроса в экономике при высоком уровне предпринимательской и потребительской уверенности. Набирающая обороты кредитная активность усиливает увеличение спроса, связанного с госрасходами. Кредитный рынок (и спрос, им порождаемый) продолжает расти высокими по историческим меркам темпами. Потребители постепенно отходят от сберегательной модели поведения, тем самым дополнительно повышая спрос на товары и услуги. В условиях активно растущего спроса увеличивается предложение инвестиционных товаров и повышается инвестиционная активность, в частности МСП.
  - Рост потребительских цен приобретает все большую устойчивость, закрепляясь выше уровня 4% в пересчете на год с поправкой на сезонность. Производители товаров и услуг, с одной стороны, сталкиваются с ростом издержек, в том числе в связи с сохраняющимися барьерами для импорта. С другой стороны, они отмечают быстрый рост спроса, который не способны оперативно удовлетворить из-за производственных, трудовых и прочих ограничений. Результатом становится усиление инфляционного давления. С учетом инерции макроэкономических трендов этот процесс продолжит разворачиваться в ближайшие месяцы. Для его нейтрализации требуется уменьшение бюджетного и (или) кредитного импульса. Возможное увеличение инфляционных ожиданий вследствие произошедшего ослабления рубля может стать дополнительным проинфляционным фактором.
  - Кривая доходностей ОФЗ становится более «плоской» – сужается разница в доходностях долгосрочных облигаций и кратко- и среднесрочных. Рост доходностей облигаций на 1–3 года отразил растущие ожидания ужесточения денежно-кредитной политики. Вместе с тем опасения сохранения повышенного дефицита бюджета и объемов заимствований в среднесрочной перспективе по-прежнему определяют все еще значительный положительный спред между доходностями долгосрочных и краткосрочных ОФЗ.

## 1. Инфляция

Повышательный тренд в текущей динамике потребительских цен, который сформировался в IV квартале 2022 г., продолжил развитие в I квартале 2023 г., а в мае–июне еще больше усилился. Динамика цен стала превышать внутригодовую траекторию роста цен, соответствующую 4%. При этом роль устойчивых компонент роста цен, которые в основном и определяют инфляционный тренд, повысилась. Их рост либо приблизился к уровню 4% в пересчете на год с учетом сезонности, либо превысил его.

Немаловажно, что за процессом усиления инфляционного давления в экономике стояли преимущественно факторы спроса. По нашим оценкам, внутренний спрос в экономике уже превысил максимум IV квартала 2021 г., полностью восстановившись после спада. Предложение товаров и услуг позитивно реагировало на спрос. Так, производство в обрабатывающих отраслях в мае обновило исторический максимум, восстановился потребительский импорт (хотя и не по всем позициям и брендам). Тем не менее этого оказалось недостаточно для сдерживания проинфляционного тренда, который определяется ростом спроса, превышающего возможности экономики по его удовлетворению.

В такой ситуации для достижения цели по инфляции в 2024 г. необходимо, чтобы уже к концу 2023 г. текущие темпы роста цен с поправкой на сезонность замедлились и стали соответствовать траектории 4%. Однако требуется время, чтобы развернуть сложившийся проинфляционный тренд, преодолев его инерцию. Трансмиссионный механизм денежно-кредитной политики (ДКП) действует через разные каналы, которые прямо или опосредованно влияют на спрос в экономике с разными временными лагами. При этом на росте цен решения по ДКП в полной мере сказываются только через 3–6 кварталов.

Поэтому ужесточение ДКП должно происходить *до того*, как инфляция разгонится. В противном случае потребуются гораздо большее ужесточение ДКП – охлаждающий эффект на спрос и цены оказывает увеличение *реальной* (с поправкой на рост цен) процентной ставки. В случае же повышенных темпов роста цен *номинальная* процентная ставка должна будет вырасти существенно больше, чем при умеренном росте цен. Это связано как с более высоким темпом роста цен как таковым, так и с вероятным повышением инфляционных ожиданий вслед за этим ростом. В такой ситуации дополнительно увеличивается *реальная* процентная ставка, которая способна вернуть инфляцию к цели.

### 1.1. Рост потребительских цен превысил 4% в пересчете на год

- В мае рост потребительских цен ускорился до 4,7% м/м SAAR при значительном отрицательном вкладе плодоовощной продукции, которая дешевила с опережением привычной сезонности. Годовая инфляция перешла к росту, увеличившись до 2,5%. Судя по оперативным данным, в июне рост цен также превысит 4% в пересчете на год. Годовая инфляция продолжит увеличиваться в ближайшие месяцы с

учетом складывающихся тенденций и пониженных темпов роста цен во втором полугодии 2022 года.

- Увеличение роста цен наблюдалось в товарах с устойчивой ценовой динамикой, мало подверженной колебаниям и частым изменениям – среднее из оценок модифицированных показателей базовой инфляции вплотную приблизилось к уровню 4% в годовом выражении.
- Проинфляционное влияние оказывают несколько факторов. Давление со стороны цен производителей возрастает под давлением роста издержек, в том числе из-за ослабления рубля и дефицита на рынке труда. Трудовые доходы растут с опережением производительности. Потребители постепенно отказываются от сберегательной модели поведения, а производители на этом фоне готовы активнее транслировать возросшие издержки в цены. Ослабление рубля также может повысить инфляционные ожидания.

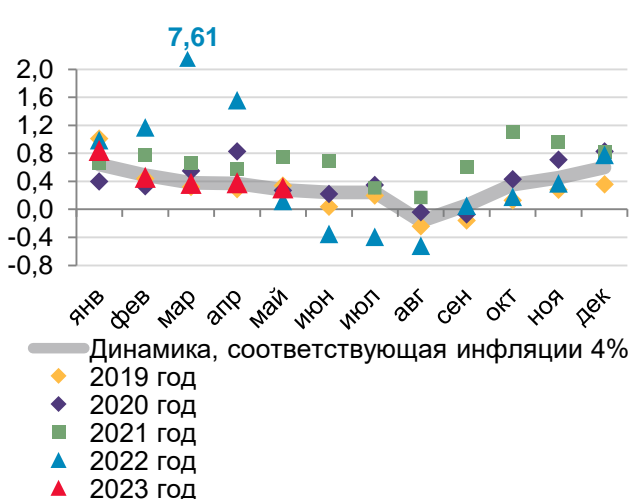
В мае годовая инфляция развернулась, перейдя на траекторию роста и повысившись до 2,5 с 2,3% в апреле (Таблица 1, Рисунок 2). Недельные оценки указывают на ее рост в июне. В целом в ближайшие месяцы эта тенденция продолжится за счет выхода из базы расчета низких значений лета 2022 года. Сезонно сглаженный темп роста потребительских цен в мае повысился до 4,7 с 3,7% м/м SAAR в апреле (Рисунок 3).

Таблица 1. Инфляция и ее компоненты

	Май 2021	Май 2022	Мар. 2023	Апр. 2023	Май 2023
<b>% г/г</b>					
<b>Все товары и услуги</b>	<b>6,0</b>	<b>17,1</b>	<b>3,5</b>	<b>2,3</b>	<b>2,5</b>
<b>Базовая инфляция</b>	<b>6,0</b>	<b>19,9</b>	<b>3,7</b>	<b>2,0</b>	<b>2,1</b>
Прод. товары	7,4	20,1	2,6	0,0	-0,9
Непрод. товары	6,7	19,2	0,1	-0,3	0,2
Услуги	3,3	10,0	9,7	9,4	11,0
<b>% м/м SAAR</b>					
<b>Все товары и услуги</b>	<b>10,3</b>	<b>2,5</b>	<b>3,5</b>	<b>3,7</b>	<b>4,7</b>
<b>Базовая инфляция</b>	<b>9,7</b>	<b>4,4</b>	<b>3,0</b>	<b>3,7</b>	<b>5,7</b>
Прод. товары	14,3	9,7	-0,3	1,0	-1,3
– без плодоовощей	<b>11,4</b>	<b>16,0</b>	<b>1,0</b>	<b>1,1</b>	<b>5,1</b>
Непрод. товары	9,7	-0,6	1,3	1,9	4,6
– без нефтепродуктов и табака	<b>9,9</b>	<b>-0,7</b>	<b>1,0</b>	<b>1,7</b>	<b>2,7</b>
Услуги	5,6	-3,3	11,7	10,1	13,8
– без ЖКУ	<b>6,2</b>	<b>-7,8</b>	<b>16,2</b>	<b>12,9</b>	<b>19,1</b>

Источники: Росстат, расчеты ДИП.

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



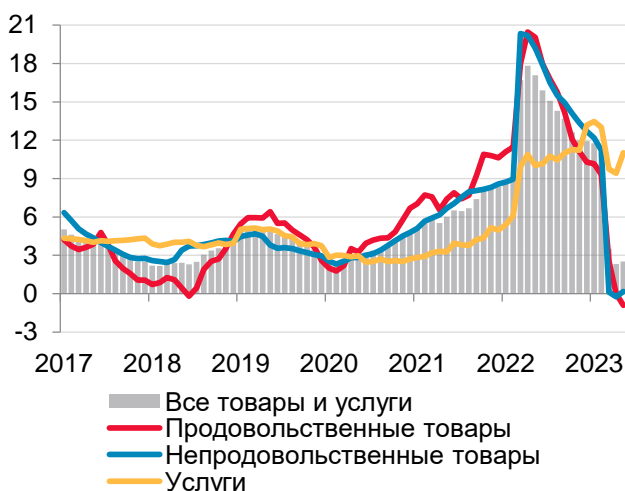
Источники: Росстат, расчеты ДИП.

Рост продовольственных цен сдерживало удешевление плодоовощной продукции, опережающее привычную сезонность. Из-за этого цены в среднем снизились на 1,3% м/м SAAR. Без учета овощей и фруктов рост продовольственных цен ускорился до 5,1% м/м SAAR. Основным драйвером выступило удорожание мясopодуKтов: производители объясняют это [расширением экспорта](#) одновременно с ростом [внутреннего потребления](#)

сверх [ожиданий](#). В мае также значительно ускорились темпы роста цен на сахар (мировые цены растут с начала года), что может в дальнейшем повлиять на динамику цен товаров, производимых с использованием сахара.

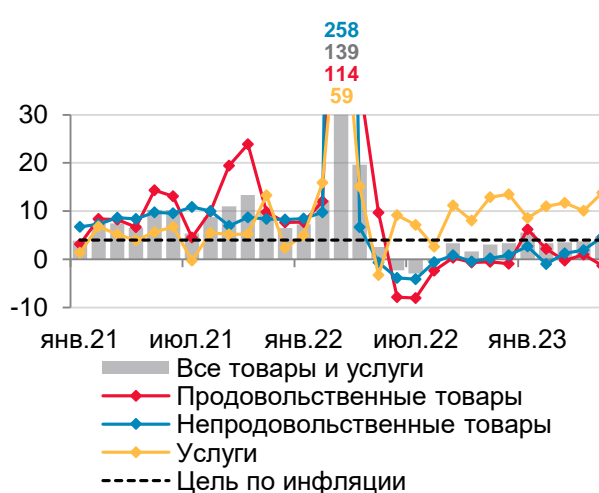
В непродуктовом сегменте темп роста цен повысился до 4,6 с 1,9% м/м SAAR. Наибольший вклад внесло удорожание топлива из-за сниженного предложения в период [плановых ремонтов на НПЗ](#) на фоне роста внутреннего спроса, а также ожидаемого [снижения демпферных выплат](#). Без нефтепродуктов темпы роста цен на непродовольственные товары также выросли (до 2,9 с 2,0% м/м SAAR).

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



Источник: Росстат.

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



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

Ускоренное удорожание наблюдается в отдельных категориях непродовольственных товаров. Так, в условиях [восстановления спроса](#) и значительных производственных ограничений ускорился рост цен на отечественные автомобили. Автодилеры также [сообщают](#) о планируемом повышении цен на импортные автомобили из-за ослабления рубля и исчерпания запасов, приобретенных при более крепком курсе в течение 2022 года. Впервые с марта 2022 г. зафиксировано удорожание смартфонов. Динамика цен прочих товаров длительного пользования, в особенности электроники, оставалась пониженной в мае.

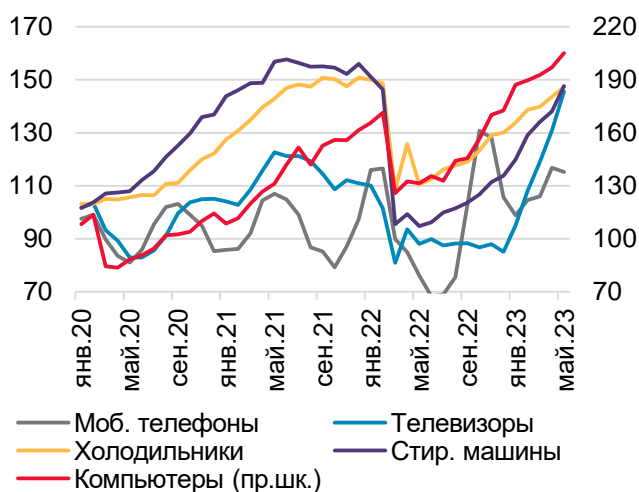
Сдерживающее влияние на динамику цен в этом сегменте могут оказывать высокие запасы, которые преимущественно восстановились к уровням февраля 2022 г. (Рисунок 4). Наиболее сильное удешевление в сегменте, которое пришлось на телевизоры (-12,7% к декабрю), [ритейлеры объясняли](#) стремлением распродать теряющие актуальность модели в условиях продолжающегося переключения спроса на более дешевые модели китайского и отечественного производства.

В услугах рост цен ускорился до 13,8 с 10,1% м/м SAAR в апреле, преимущественно за счет туристической сферы, в том числе внутренних авиаперелетов. В этом году повышение цен на внутренний туризм в начале летнего сезона отпусков было более выраженным, чем ранее. Это, в частности, связано с ограниченными возможностями и удорожанием выездного туризма при запаздывающей подстройке предложения на внутреннем

рынке. Без учета туризма и воздушного транспорта темпы роста цен в услугах замедлились до 5,2 с 7,7% м/м SAAR в апреле.

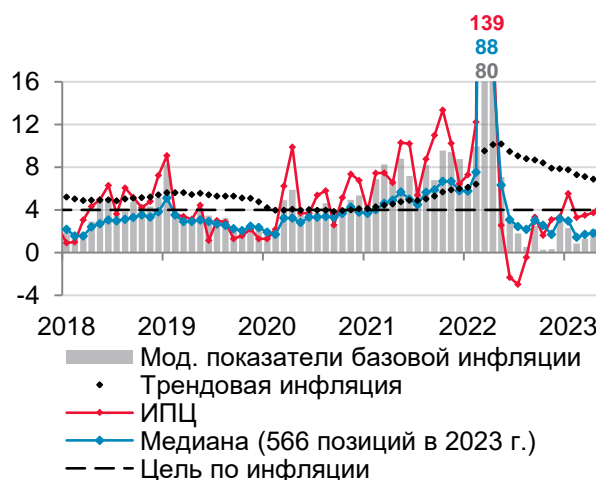
В мае повысились показатели устойчивой ценовой динамики, медиана распределения и среднее из оценок модифицированных показателей базовой инфляции. При этом последний показатель вплотную приблизился к уровню 4% в годовом выражении. Это говорит о росте проинфляционного давления со стороны товаров с устойчивой ценовой динамикой и усилении общего инфляционного тренда (Рисунок 5).

**Рисунок 4. Изменение запасов электроники и бытовой техники, SA, декабрь 2019 = 100**



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

**Рисунок 5. Модифицированные показатели\* базовой инфляции (% в годовом выражении) и оценка трендовой инфляции (% г/г)**

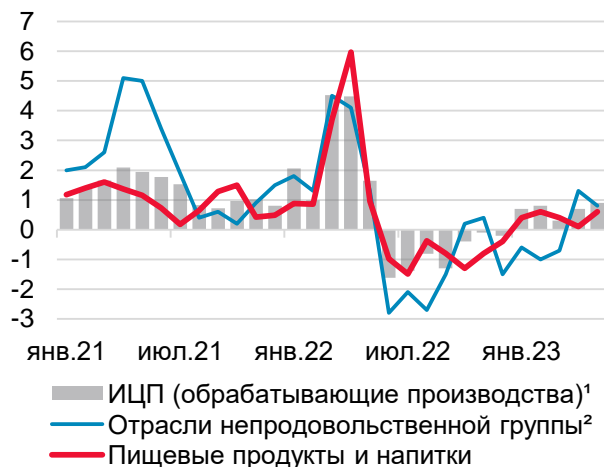


\* Показатели рассчитаны методом исключения наиболее волатильных компонент и методом усечения.

Источники: Росстат, расчеты ДИП.

Также возросло проинфляционное давление со стороны динамики цен производителей (Рисунок 6). Рост цен продолжился как в пищевой промышленности, так и в отраслях производства товаров непродовольственной группы. Перенос ослабления рубля в потребительские цены по-прежнему носит ограниченный характер (Рисунок 7). Однако [опросные индикаторы](#) свидетельствуют о росте издержек производителей из-за ослабления рубля в июне. Этот рост может транслироваться в отпускные и розничные цены на фоне роста спроса. Постепенно этот рост может распространиться на более широкий перечень товаров, где ранее перенос издержек в конечные цены ограничивался с целью привлечения потребителей на фоне повышенных сберегательных настроений. [Согласно опросным данным](#), адаптация потребителей к новым брендам на фоне роста доходов приведет к дальнейшему улучшению потребительских настроений. По последним данным [опроса ООО «инФОМ»](#), инфляционные ожидания в июне несколько снизились (Рисунок 8), однако произошедшее за последние недели ослабление рубля может привести к их повышению в ближайшие месяцы, дополнительно смещая баланс рисков в сторону проинфляционных факторов.

Рисунок 6. ИЦП обрабатывающих отраслей, м/м SA



<sup>1</sup> Без учета металлургического производства, а также производства кокса и нефтепродуктов.

<sup>2</sup> Производство текстильных, бумажных, резиновых и пластмассовых изделий.

Источники: Росстат, расчеты ДИП.

Рисунок 7. Курс доллара США к рублю (%) и медианные значения ИПЦ (% м/м SAAR)



Источники: Банк России, Росстат, расчеты ДИП.

Рисунок 8. Прямые оценки годовой инфляции: медианные значения, %



Источники: ООО «инФОМ».

Недельные оценки указывают, что в июне месячный рост цен превысил траекторию, соответствующую инфляции 4% в пересчете на год. При этом недельная динамика цен характеризуется высокой волатильностью (Рисунок 9). За всплеском на первой неделе, вызванным отдельными компонентами (автомобили, авиабилеты, внутренний туризм), последовало замедление недельных темпов роста цен до околонулевых значений, после чего снова произошло ускорение, но уже по широкому перечню позиций.

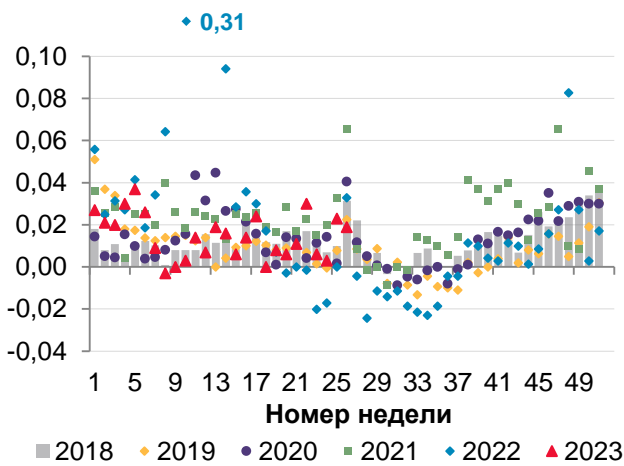
Динамика по компонентам оставалась схожей с майской. В продовольственном сегменте ускоренным темпом продолжали расти цены на мясопродукты и сахар, тогда как сдерживающее влияние оказывало удешевление макаронных, крупяных изделий и молоч-



ной продукции. Среди непродовольственных товаров продолжилось ускоренное удорожание топлива, автомобилей, строительных материалов. Однако в последние две недели к ним добавилось удорожание электроники. [Участники рынка ожидают](#) дальнейшего повышенного роста цен в этой категории в ближайшее время вследствие ослабления рубля.

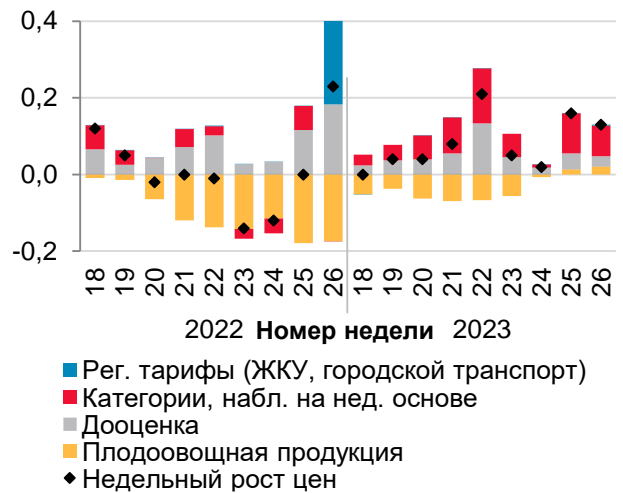
Несмотря на сохраняющуюся волатильность недельных темпов роста цен, проинфляционные риски нарастают. Доля и удельный вес в потребительской корзине товаров, цены на которые росли ускоренным темпом (выше 4% в годовом выражении), заметно возросли в конце июня (Рисунок 12). Высокими темпами росла стоимость наблюдаемой на недельной основе корзины товаров и услуг (без плодоовощной продукции и регулируемых услуг) (Рисунок 11).

**Рисунок 9. Среднесуточный прирост цен, %**



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

**Рисунок 10. Декомпозиция недельного роста цен, п.п.**



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

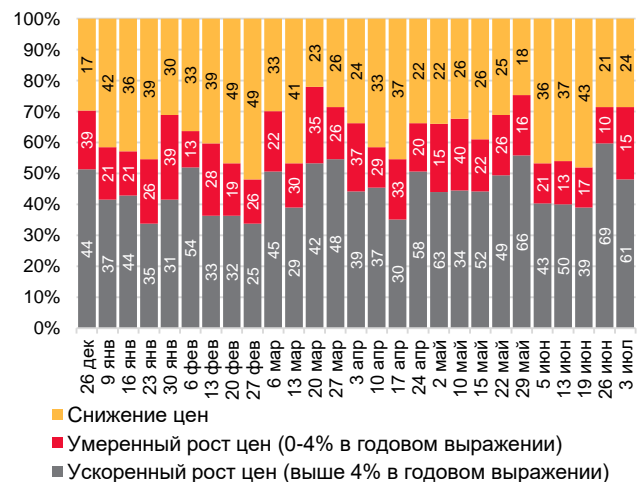
**Рисунок 11. Темп роста стоимости и медиана распределения недельных приростов цен, %**



Примечание. Расчет сделан на основании расширенного списка товаров и услуг без плодоовощной продукции и регулируемых тарифов.

Источники: Росстат, расчеты ДИП.

**Рисунок 12. Распределение индексов цен наблюдаемых на недельной основе категорий товаров и услуг\***



\* Столбцы – доля позиций (без учета плодоовощной продукции и регулируемых услуг, всего – 85 категорий), числа – их вес в недельной оценке ИПЦ.

Источники: Росстат, расчеты ДИП.

Несмотря на существенный вклад отдельных категорий в ускорение инфляции, повышение инфляционного давления наблюдается также среди устойчивых компонент потребительской корзины. Это может вызвать повышение инфляционных ожиданий. [Опрос ООО «инФОМ»](#) показал дальнейший рост склонности населения к потреблению и улучшение оценки благоприятности момента для крупных покупок. Значимый вклад в рост цен может иметь ослабление рубля. В условиях активного расходования бюджетных средств и роста кредитования, а также по мере исчерпания влияния факторов, которые сдерживают рост цен (в том числе повышенных товарных запасов и повышенной нормы сбережений населения), инфляционные риски нарастают.

## 2. Экономическая динамика

Российская экономика вплотную приблизилась к своему предыдущему циклическому пику, а в части внутреннего спроса – превысила его.

Значительный бюджетный импульс в сочетании с активным ростом кредитного импульса привел к тому, что спрос в экономике оказался выше своего равновесного уровня. Предложение товаров и услуг все сильнее отстает от спроса, несмотря на высокие темпы роста. В результате обостряется дефицит производственных факторов – трудовых ресурсов и производственных мощностей. Это провоцирует повышенный рост цен на них.

С точки зрения процессов структурной трансформации текущая ситуация в российской экономике «с высоты птичьего полета» выглядит следующим образом. В целом трансформация больше затронула географию экспортных и импортных поставок, чем их физический объем. Основной причиной стала высокая адаптивность многих компаний, показавших способность оперативно перестраивать производственные процессы и логистические цепочки, пусть зачастую ценой возросших затрат. При этом процессы замещения импорта внутренним производством происходят не так быстро.

Вместе с тем картина выглядит структурно более рельефной и контрастной на уровне отдельных отраслей, производств и компаний. Так, далеки от восстановления автомобильная и лесная промышленность, авиаперевозки. Напротив, отрасли, ориентированные на госзаказ, и обрабатывающая промышленность в целом, индустрия внутреннего туризма достигли рекордных показателей.

Большинство проблем, связанных с поддержанием текущих объемов производства, так или иначе решаются. При этом происходят запаздывание в реализации и удорожание стоимости сложных проектов, что негативно сказывается на их экономической эффективности. Поэтому в части экономики, ориентированной на внутренний спрос, основные структурные сдвиги еще впереди. Технологический вызов пока не приобрел большую остроту, однако со временем будет усиливаться. Еще одним вызовом для экономики выступают риски нарушения работы перестроенных трансграничных цепочек поставок, в том числе технологических, из-за вторичных санкций.

## 2.1. Повышенный рост экономики при растущих ограничениях

- В II квартале благодаря дальнейшему расширению частного внутреннего спроса и сохранению высоких бюджетных вливаний в экономику рост ВВП продолжился повышенными темпами I квартала (+0,7% к/к SA<sup>1</sup>). На это также указывают [статистика входящих платежей в ПС БР](#) (Рисунок 13) и динамика выпуска базовых отраслей (Рисунок 14). Агрегированный выпуск вплотную приблизился к уровням 2021 года.
- Рост внутреннего, в том числе государственного спроса на продукцию обрабатывающей промышленности выступил одним из основных положительных факторов экономической динамики в II квартале. Наибольший вклад в рост внесли группы товаров инвестиционного<sup>2</sup>, а также потребительского спроса (Рисунок 17). В добыче выпуск стабилизировался (Рисунок 16). В условиях продления Россией добровольного сокращения добычи нефти на 0,5 б/с до конца 2024 г. дальнейшая динамика в отрасли в среднесрочной перспективе в большей степени будет определяться спросом на прочие сырьевые товары (уголь, металлы). Кроме того, в конце лета временный негативный вклад в показатель выпуска окажет дополнительное добровольное сокращение поставок нефти на внешние рынки еще на 0,5 млн б/с.
- Улучшение потребительских настроений и рост экономической активности последних месяцев поддержали уверенный рост потребления (Рисунок 18) и изменение стратегии поведения в сторону [увеличения разнообразия приобретаемых товаров](#) с постепенным отходом от режима экономии. На это указывают опережающая динамика СТМ<sup>3</sup> в премиальном и среднем сегментах продаж (Рисунок 20), а также рост доли респондентов, считающих текущий момент подходящим для покупки дорогостоящих товаров<sup>4</sup>. В результате устойчивые темпы роста демонстрирует как повседневное потребление (Рисунок 19), так и расходы на товары длительного пользования, на которые в 2022 г. сформировался отложенный спрос.
- В ближайшей перспективе сохранятся условия для дальнейшего расширения потребительского спроса. Фиксируемое опросами продолжение роста спроса на труд на фоне обновления уровнем безработицы очередного исторического минимума (Рисунок 23) позволяет ожидать дальнейшего активного роста реальных заработных плат (Рисунок 22). На фоне роста финансового оптимизма (Рисунок 24) и готовности банков активно расширять потребительское кредитование это будет способствовать наращиванию расходов и снижению нормы сбережения с повышенных уровней, в первую очередь за счет большого объема активов, накопленных в высоколиквидной форме (Рисунок 25).

<sup>1</sup> Скорректированная на сезонность оценка ДИП на основе первой оценки Росстатом динамики ВВП в I квартале (-1,8% г/г).

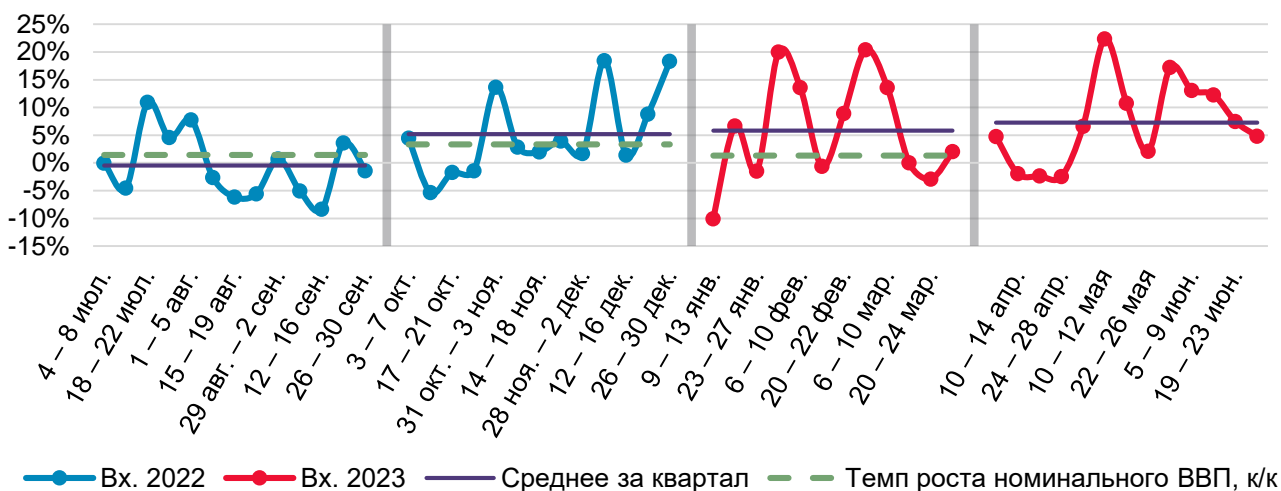
<sup>2</sup> За исключением «наиболее тяжелых отраслей» (производство «готовых металлических изделий, кроме машин и оборудования» и «прочих транспортных средств и оборудования»), темпы роста сохранились на сопоставимом уровне.

<sup>3</sup> Собственные торговые марки.

<sup>4</sup> До уровней 2021 года.

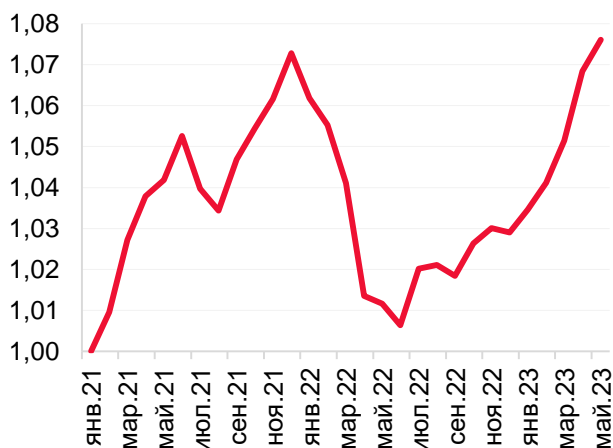
- Хотя опережающие индикаторы (Рисунок 15) свидетельствуют о сохранении оптимизма большинством предприятий<sup>5</sup>, планы будущего выпуска корректируются вниз на фоне снижения интенсивности роста спроса. Уровень текущих продаж остается удовлетворительным, однако потенциал дальнейшего расширения выпуска повышенными темпами с учетом кадрового дефицита (Рисунок 21) и загрузки мощностей, близкой к предельной, представляется ограниченным.

**Рисунок 13. Темп роста<sup>6</sup> объема входящих платежей к среднему в предыдущем квартале, взвешенный по доле отраслей в ВДС, сезонность устранена, %**



Источники: Банк России, Мониторинг отраслевых финансовых потоков.

**Рисунок 14. Динамика выпуска базовых видов экономической деятельности, SA, 01.2021=1**



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

**Рисунок 15. PMI в обрабатывающей промышленности и услугах, пункты**

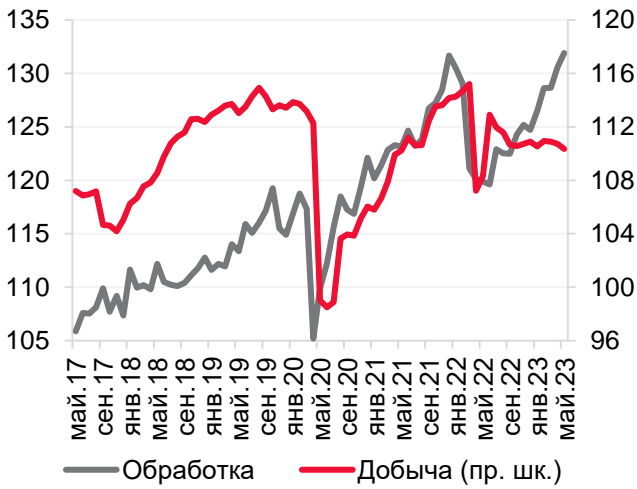


Источник: S&P Global.

<sup>5</sup> [Индекс RSBI МСП снизился до 53,7 в мае с 54,1 в апреле](#). Индекс промышленного оптимизма ИЭП в июне снизился на 2 пункта, прогнозов промышленности – на 3 пункта, деловой среды РСПП – на 0,6 пункта. [Индекс инвестиционной активности ЦМАКП](#) в апреле стабилизировался после мартовского скачка.

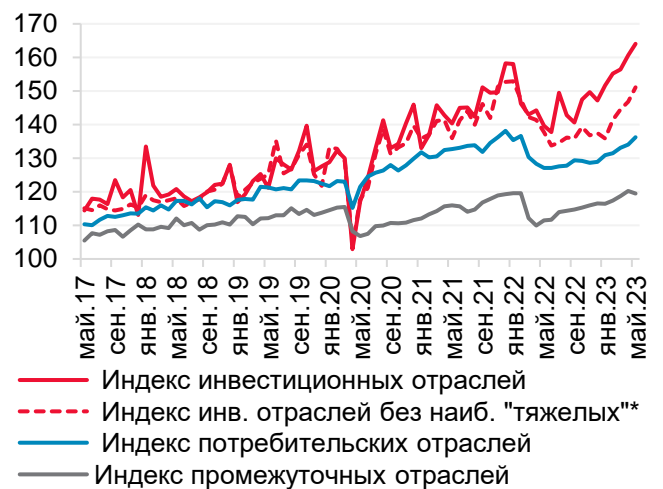
<sup>6</sup> Под темпами роста понимается процентное изменение искомой величины:  $g = \frac{(x_1 - x_0)}{x_0} * 100$ .

**Рисунок 16. Динамика индексов добычи полезных ископаемых и обрабатывающего производства (средний уровень 2014 = 100)**



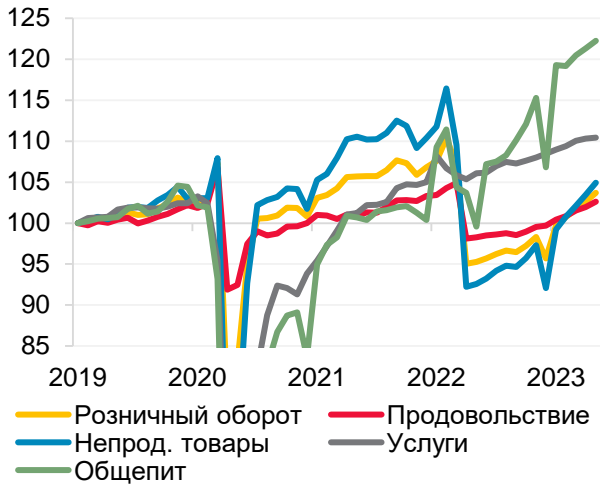
Источники: Росстат, расчет ДИП.

**Рисунок 17. Выпуск групп отраслей обрабатывающей промышленности, SA, 01.2016=100%**



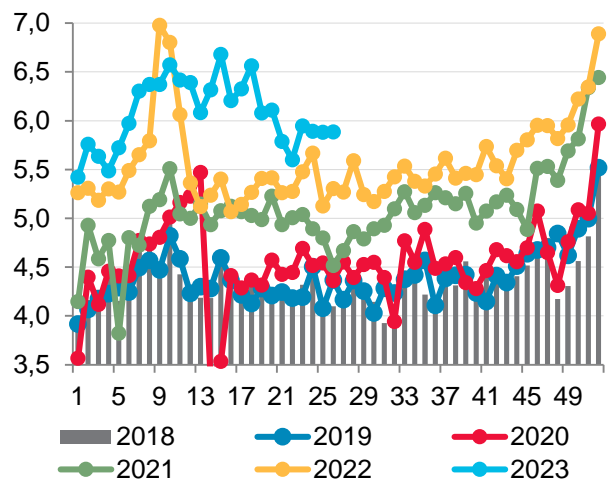
Источники: Росстат, расчет ДИП.

**Рисунок 18. Динамика оборота розничной торговли, сегмента платных услуг и общепита, 01.2019=100, SA**



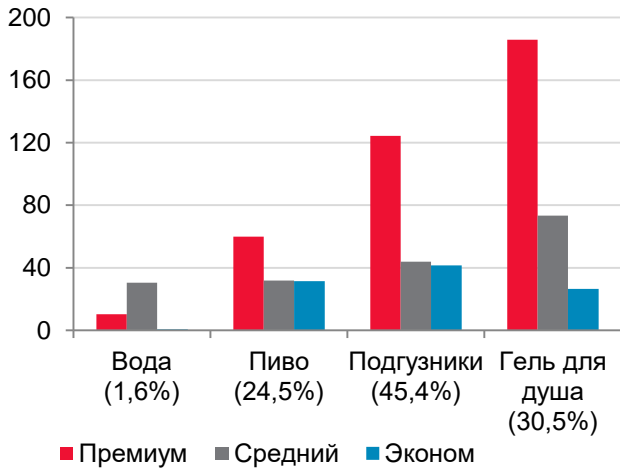
Источники: Банк России, Росстат, расчеты ДИП.

**Рисунок 19. Динамика номинальных повседневных недельных расходов населения, тыс. руб.**



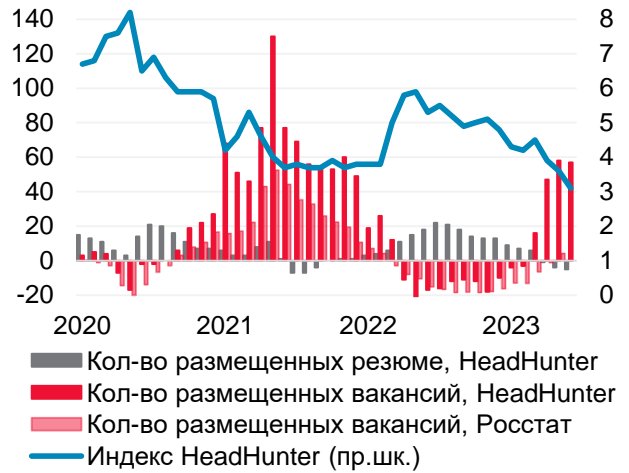
Источник: Ромир.

**Рисунок 20. Доля СТМ в категории (в скобках) и динамика их продаж, 12М по апрель 2023, % г/г**



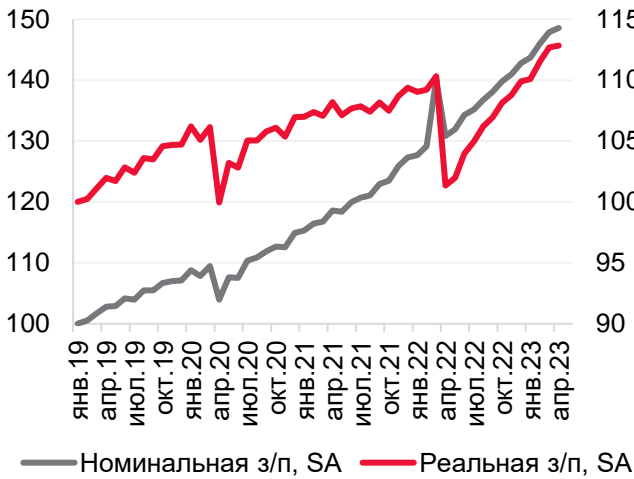
Источник: NielsenIQ.

**Рисунок 21. Динамика резюме, вакансий (% г/г) и индекса HeadHunter, пунктов**



Источники: Росстат, HeadHunter, расчеты ДИП.

**Рисунок 22. Динамика заработных плат, 01.2019=100**



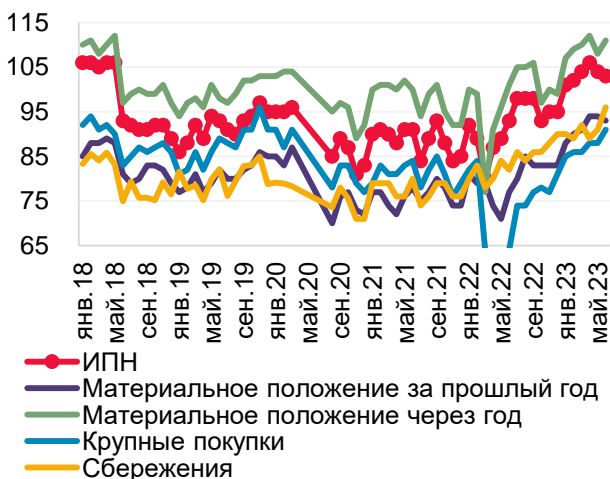
Источники: Росстат, расчеты ДИП.

**Рисунок 23. Уровень безработицы, %**



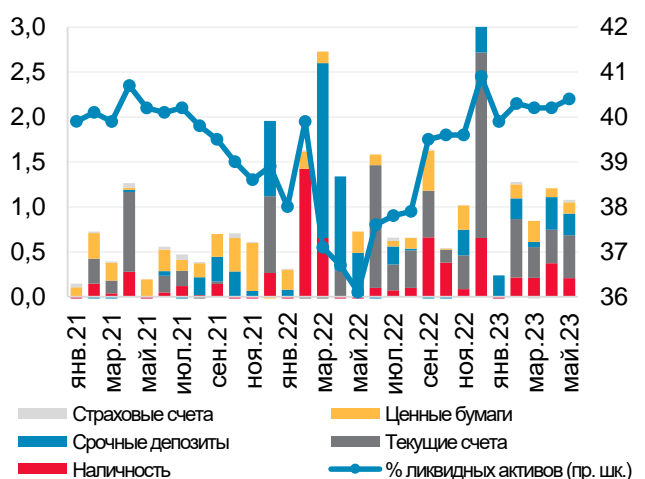
Источники: Росстат, расчеты ДИП.

**Рисунок 24. Динамика индекса потребительских настроений и его компонент, пунктов**



Источник: ООО «ИНФОМ».

**Рисунок 25. Операции домохозяйств с отдельными финансовыми активами, трлн руб.**



Источники: Банк России, оценки ДИП.

## 2.2. Активный рост кредитования в мае

- В мае продолжался быстрый рост во всех сегментах розничного кредитования на фоне увеличения потребительской уверенности, смягчения банковских условий выдачи кредитов и действия программ льготного кредитования.
- Рост кредитов нефинансовым организациям в рублях несколько ускорился, что можно объяснить, в частности, оживлением деловой активности и инвестиционного спроса.
- Банки демонстрируют высокую прибыльность: их финансовый результат превысил значения соответствующего периода 2021 года. Это создает возможности для дальнейшего наращивания кредитования.

В мае рост кредитования оставался высоким во всех розничных сегментах, составив в целом по портфелю физических лиц 2,3% м/м SA (29,0% SAAR), как и в апреле. Средний объем выдач по ипотечным жилищным кредитам за последние три месяца существенно превысил уровни последних лет на фоне действия программ льготного кредитования и сохранения благоприятной динамики доходов населения (Рисунок 28, Рисунок 29, Рисунок 30). При этом регуляторные меры Банка России по дестимулированию выдач «льготной ипотеки от застройщика» отражаются на росте средневзвешенной ставки на первичном рынке (Рисунок 31). Рост автокредитов в мае остался на максимальном историческом уровне 2,9% м/м SA (26,5% SAAR). Во многом это отражает реализацию отложенного спроса благодаря насыщению рынка автомобилями с пробегом и марками из дружественных стран, а также возобновлению [льготных программ кредитования](#). При этом банки выдают автокредиты заемщикам с наилучшим кредитным качеством, что сдерживает накопление кредитных рисков.

Рост необеспеченных потребительских кредитов все еще превышает высокие темпы конца 2022 – начала 2023 г., несмотря на некоторое замедление в мае (Рисунок 27) – до 1,6 с 1,8% м/м SA (19,4% SAAR). Спрос на кредиты растет на фоне повышения потребительской уверенности. Банки более активно одобряют заявки на кредиты ввиду улучшения общей экономической ситуации и, возможно, стремятся нарастить портфель до ужесточения макропруденциальных мер.

Рост корпоративного кредитования также остается высоким. Портфель рублевых кредитов нефинансовым организациям в мае увеличился на 1,8% после 1,5% м/м SA в апреле. Рост портфеля кредитов ИП сохранился на уровне 3,6% м/м SA. В годовом выражении наблюдалось ускорение роста рублевых долгосрочных кредитов при некотором замедлении роста среднесрочного портфеля и более ощутимом замедлении роста краткосрочного кредитования. Ускорение в корпоративном сегменте – следствие расширения деловой активности и роста инвестиционного спроса. Сохранению активного роста портфеля кредитов финансовым организациям (2,3% против 3,6% м/м SA в апреле) могла способствовать деятельность компаний лизинговой отрасли.

Темп роста рублевых депозитов населения в мае ускорился до 2,1 с 0,9% м/м SA. Рост объема депозитов, вероятно, поддерживается высокими бюджетными расходами. В годовом выражении наблюдалось ускорение роста вкладов до востребования и сроком

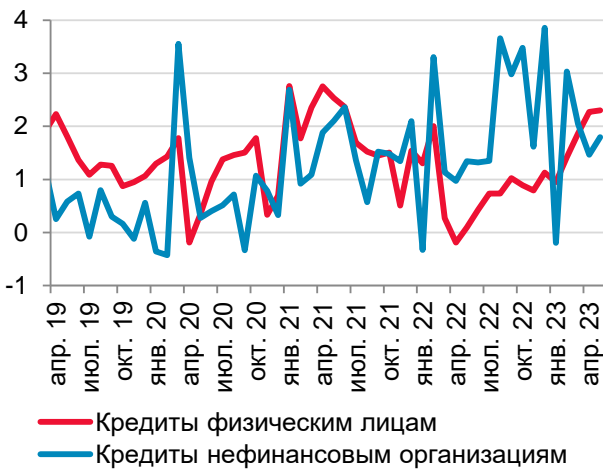
до 30 дней, а также долгосрочных и среднесрочных вкладов, что отчасти могло быть обусловлено эффектом базы. Снижение валютных депозитов физических лиц замедлилось до 2,4 с 4,2% м/м SA на фоне роста интереса к вкладам в юанях, дирхамах, тенге и лирах.

Рублевые депозиты компаний в апреле ускорили темпы роста до 1,6 с 1,5% м/м SA. Объем валютных средств корпоративных клиентов снизился на 1,4% м/м SA в апреле и на 3,9% м/м SA в мае, годовое снижение ускорилось до 2,3 с 0,9% г/г.

Высокие темпы роста депозитов, поддерживаемые кредитной активностью и бюджетными расходами, способствовали сохранению высоких темпов роста широкой денежной массы (Рисунок 32, Рисунок 33).

В мае банковский сектор получил чистую прибыль в размере 273 млрд руб., с начала года – 1378 млрд руб., что существенно превышает показатели 2021 года. Прибыльность банковского сектора способствует активному расширению кредитования в дальнейшем.

**Рисунок 26. Динамика рублевого кредитования, % м/м SA**



Источники: Банк России, расчеты ДИП.

**Рисунок 27. Динамика розничного кредитования, % м/м SA**



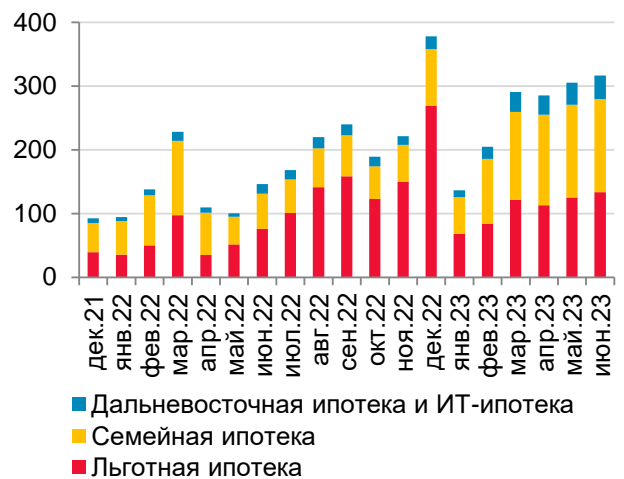
Источники: Банк России, расчеты ДИП.

**Рисунок 28. Количество выданных ипотечных кредитов, млн шт.**



Источники: Банк России, расчеты ДИП.

**Рисунок 29. Объем выдач в рамках льготных ипотечных программ, млрд руб.**

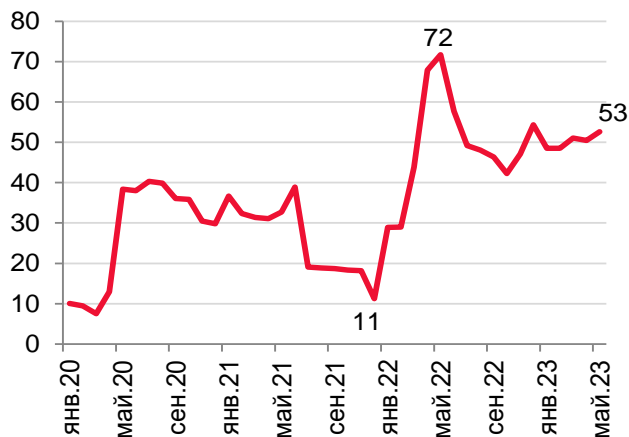


Примечание: июнь 2023 г. по данным на 29.06.

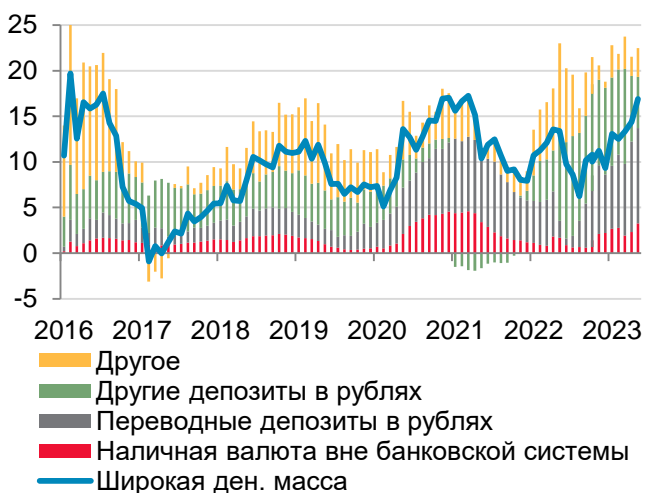
Источники: ДОМ.РФ, расчеты ДИП.



**Рисунок 30. Доля выдач льготной ипотеки в общем объеме ИЖК, %**

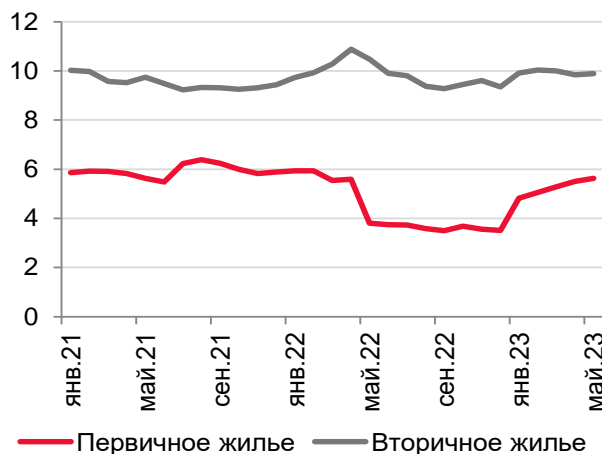


**Рисунок 32. Вклад наличных и депозитов в рост широкой денежной массы, п.п.**

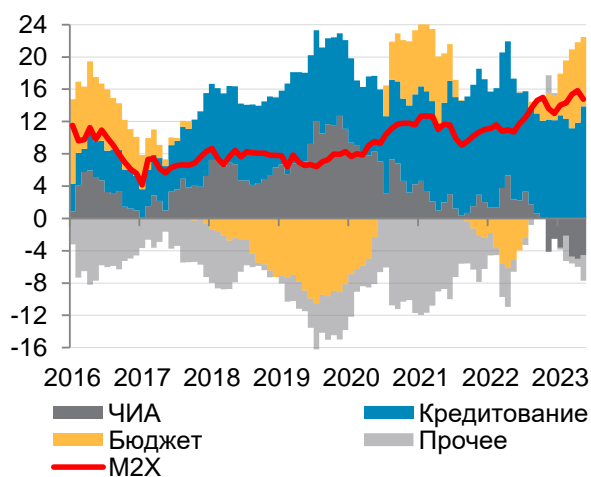


Источники: Банк России, расчеты ДИП.

**Рисунок 31. Динамика средневзвешенных ипотечных ставок, п.п.**



**Рисунок 33. Декомпозиция факторов роста широкой денежной массы со стороны активов, п.п.**



Источники: Банк России, расчеты ДИП.

## 3. Финансовые рынки

### 3.1. Сужение спреда доходностей долгосрочных и краткосрочных ОФЗ

- Ожидания по динамике инфляции и росту дефицита бюджета продолжают определять динамику доходностей на российском рынке.
- Угол наклона кривой ОФЗ (10 лет – 2 года) продолжил снижаться на фоне роста доходностей: с 270 б.п. накануне июньского решения Банка России по ставке в начале июня до 259 б.п. в начале июля. Если динамику краткосрочных доходностей опреде-

ляют ожидания по инфляции и ключевой ставке, то долгосрочные доходности учитывают потенциальные значительные потребности в заимствованиях со стороны Минфина России.

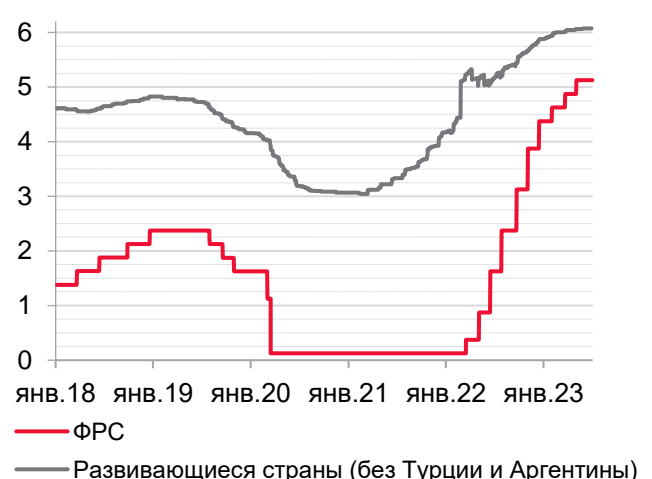
- Минфин России при этом предпочитает не увеличивать заимствования в кратко- и среднесрочных сегментах (которые и так являются достаточно загруженными с точки зрения сроков погашения существующих выпусков), а размещать бумаги в долгосрочном сегменте. Так, объявление во второй половине июня о размещении нового выпуска с погашением в 2038 г. привело к росту 10-летних доходностей выше 11%.
- Долгосрочные ОФЗ с фиксированным купоном добавляют существенный объем процентного риска в портфели инвесторов. В связи с этим в условиях большого и стабильного объема предложения со стороны Минфина России эти бумаги пользуются ограниченным спросом со стороны ключевых инвесторов – банков. Размещая ОФЗ по текущим доходностям, Минфин России фиксирует спред около 3,5 п.п. к ключевой ставке – при этом ранее ОФЗ с доходностью около 11% размещались лишь в 2015 году. Тогда российский рынок активно восстанавливался после периода резкого роста доходностей в конце 2014 г., а инфляция в среднем по году составила 15,6% (в 2023 г. ожидается 3,9–4,9%).
- Рубль в июне продолжал постепенно слабеть к доллару США, евро и юаню. Всего с начала июня рубль потерял к доллару США 11,5%, к евро – 15,3%, к юаню – 11,5%. Ослабление рубля выступает значимым проинфляционным фактором из-за переноса растущих рублевых цен импортных товаров и услуг в цены производителей и потребительские цены, а также возможного повышения инфляционных ожиданий.

**Рисунок 34. Динамика доходностей казначейских облигаций США**

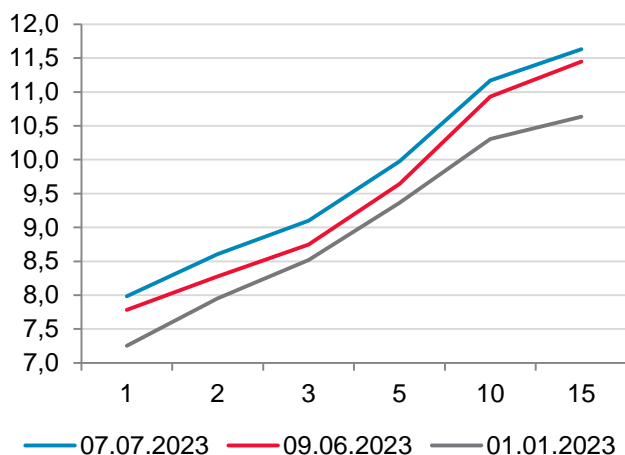


Источник: Cbonds.

**Рисунок 35. Динамика ключевых ставок центральных банков, % годовых**



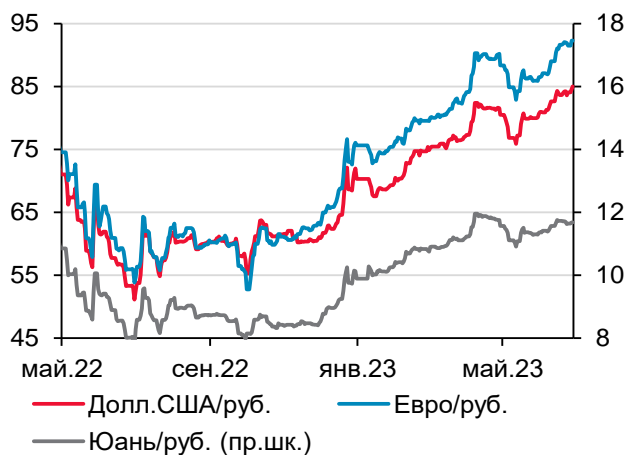
Источники: BIS, расчеты ДИП.

**Рисунок 36. Кривая бескупонной доходности  
ОФЗ, %**

Источник: Cbonds.

**Рисунок 37. Волатильность изменения  
курса рубля, %**

Источники: Cbonds, расчеты ДИП.

**Рисунок 38. Динамика курсов валют  
Банка России**

Источник: Cbonds.

### 3.2. Слабая реакция рынка на соглашение стран ОПЕК+

- С начала июня индекс цен сырьевых товаров Bloomberg прибавил 4%: цены энергетических и сельскохозяйственных товаров выросли на 9 и 4%, промышленных металлов – на 1% при сокращении цен драгоценных металлов на 2% (Рисунок 39). Цена нефти марки Urals<sup>7</sup> выросла на 3%, до 55 долл. США / баррель. Цена природного газа на крупном европейском хабе увеличилась на 25%, до 33 евро/МВт-ч, вслед за сезонной активизацией спроса на фоне перебоев поставок из Норвегии (Рисунок 40).
- Общее повышательное давление на котировки сырьевых товаров оказали ослабление доллара США (индекс DXY сократился на 2%) и рост рисков появления редкого

<sup>7</sup> На базисе CIF в порту Аугуста.

климатического явления [Эль-Ниньо](#), характеризующегося продолжительными экстремально жаркими погодными условиями, которые могут спровоцировать сокращение урожаев в сельском хозяйстве и производства промышленных металлов при росте потребления энергетических товаров.

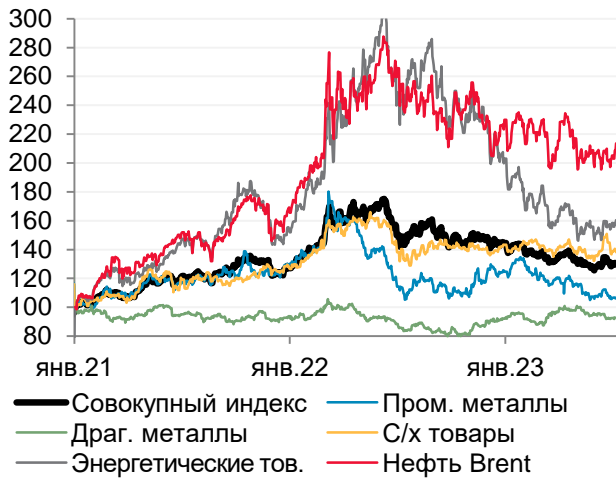
- Страны ОПЕК+ согласовали новые цели по добыче нефти, которые дали противоречивые сигналы рынку. *Квоты* были снижены совокупно на 1,3 млн б/с начиная с 2024 года. Однако это решение может привести к увеличению добычи в рамках новых квот на 0,2 млн б/с из-за того, что некоторым странам квоты были увеличены (Рисунок 41). Валовое сокращение квот на 1,5 млн б/с (в том числе России на 0,5 млн б/с) по сути отражает представление о реальных возможностях стран с учетом естественного сокращения добычи, в то время как повышение на 0,2 млн б/с квоты ОАЭ, вероятно, приведет к увеличению фактической добычи – в 2010-е гг. страна активно инвестировала в разведку новых месторождений и обладает потенциалом, заметно превышающим ее квоту.
- Повышательное давление на цену нефти оказало решение ряда стран ОПЕК+ о продлении на 2024 г. *добровольного сокращения* добычи сверх квот на 1,7 млн б/с<sup>8</sup> (в том числе России на 0,5 млн б/с). В дополнение Саудовская Аравия увеличит объем добровольного сокращения добычи еще на 1,0 млн б/с (всего 1,5 млн б/с) в июле–августе, а Россия – еще на 0,5 млн б/с (до 1,0 млн б/с) в августе с возможностью дальнейшего продления. По оценкам вторичных источников, страны ОПЕК строго выполняли свои намерения по добровольному сокращению добычи в мае–июне.
- В итоге по сравнению с апрелем добыча стран ОПЕК+ может сократиться на 1,0 млн б/с в июле на срок действия добровольного сокращения добычи Саудовской Аравией и увеличиться на 0,2 млн б/с начала 2024 г. (при 100%-ном использовании квоты ОАЭ).
- Добровольное сокращение добычи Саудовской Аравией в зависимости от оценок разных аналитиков должно либо ускорить переход нефтяного рынка к дефициту, либо усилить его<sup>9</sup>. Однако опасения относительно замедления роста мировой экономики не позволили повысить фьючерсную кривую нефти в отличие от апрельского решения (Рисунок 42). В отсутствие негативных шоков на стороне спроса при сохранении тренда на замедление роста буровой активности в США<sup>10</sup> решение ОПЕК+ может привести к дефициту нефти на рынке – значительно большему, чем текущие оценки, что приведет к восстановлению нефтяных цен (Рисунок 44).
- Россия и Узбекистан заключили контракт на два года на ежегодную поставку около 3 млрд м<sup>3</sup> природного газа с 1 октября 2023 г. (около 0,5% от годовой добычи газа в России). Рост спроса на российский газ объясняется как увеличением внутреннего потребления, так и наращиванием поставок из Узбекистана в Китай.

<sup>8</sup> Относительно добычи в феврале 2023 года.

<sup>9</sup> Оценки дефицита в июле ведущих энергетических агентств варьируются от 0,4 до 2,7 млн б/с.

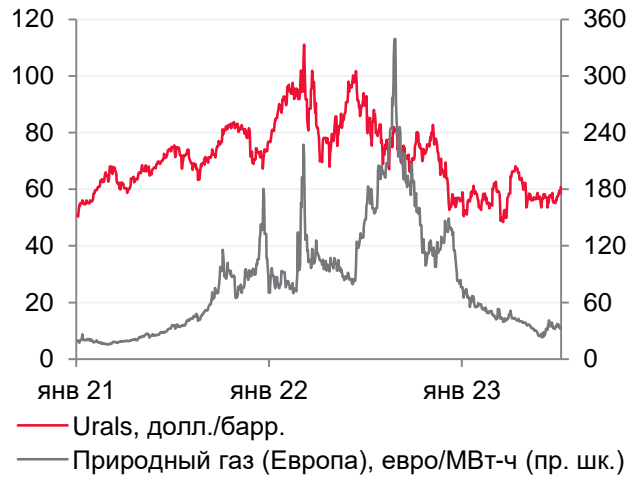
<sup>10</sup> По данным опросов ФРБ Далласа, в II квартале не зафиксировано существенного изменения деловой активности в сланцевом секторе США (Рисунок 43).

**Рисунок 39. Индексы Bloomberg цен товаров и металлов (01.01.2021 = 100)**



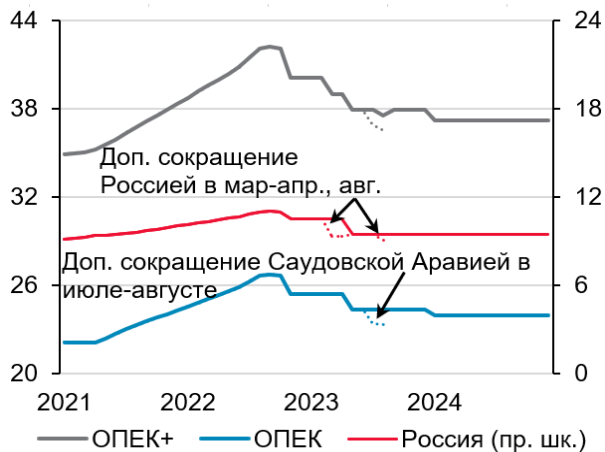
Источники: Investing.com, Bloomberg, расчеты ДИП.

**Рисунок 40. Цена нефти Urals и природного газа в Европе**



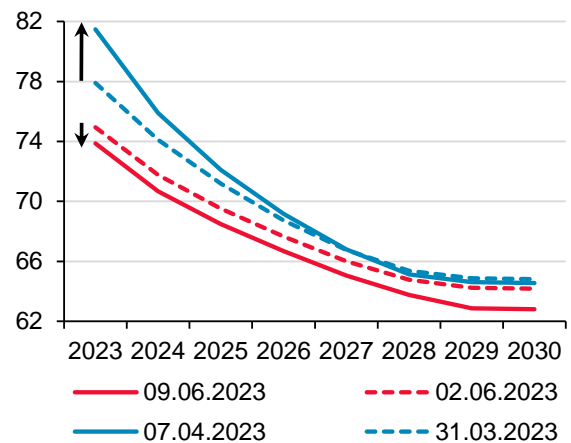
Источники: Investing.com, расчеты ДИП.

**Рисунок 41. Квоты ОПЕК+ с учетом добровольных сокращений добычи нефти, млн б/с**



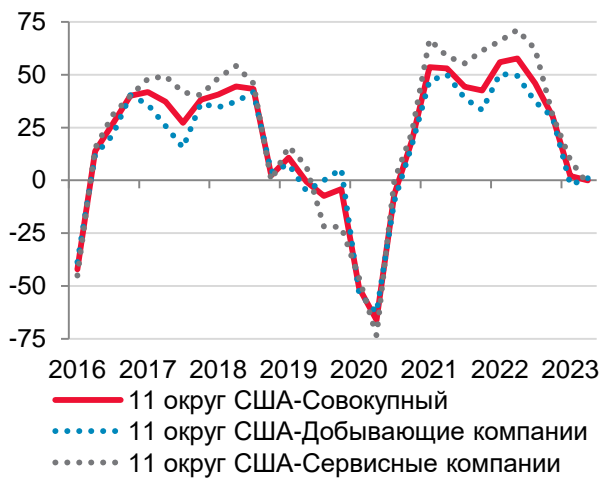
\* Без Ирана, Ливии, Венесуэлы, Мексики, освобожденных от обязательств в рамках сделки ОПЕК+.  
 Источники: ОПЕК, расчеты ДИП.

**Рисунок 42. Фьючерсная кривая (Brent) до и после заседаний ОПЕК+ 2 апреля и 4 июня, долл. США/барр.**



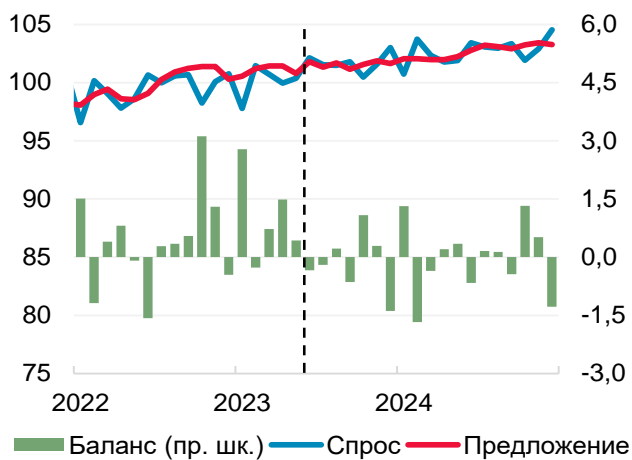
Источник: ICE.

**Рисунок 43. Показатель бизнес-активности нефтяных компаний США\*, пунктов**



\* Положительное (отрицательное) значение показывает улучшение (ухудшение) активности к предыдущему кварталу.  
 Источник: ФРБ Далласа.

**Рисунок 44. Основные показатели мирового рынка жидкого топлива, млн б/с**



Источники: EIA, расчеты ДИП.

Александр Морозов, директор

Артур Ахметов

Кристина Вировец

Сергей Власов

Ирина Крячко

Татьяна Кузьмина

Александра Москалева

Софья Мякишева

Максим Неваленный

Екатерина Петренева

Светлана Попова

Алексей Поршаков

Белла Рабинович

Арина Сапова

Марина Стародубцева

Юлия Ушакова

Анастасия Хажгериева

Мария Харламова

Анна Цветкова

Яна Чернышова

Дмитрий Чернядьев