



Банк России



# О ЧЕМ ГОВОРЯТ ТРЕНДЫ Макроэкономика и рынки

Бюллетень Департамента исследований и прогнозирования

Март 2024

## ОГЛАВЛЕНИЕ

Краткое содержание	3
<b>1. Инфляция</b>	<b>4</b>
1.1. Локальный пик роста цен пройден, но дорога к 4% еще впереди	4
<b>2. Экономическая динамика</b>	<b>10</b>
2.1. Драйвером роста экономики остается внутренний спрос	11
2.2. Рост кредитования замедлился в начале года	15
<b>3. Финансовые рынки</b>	<b>18</b>
3.1. Денежно-кредитные условия ужесточились в феврале	18
3.2. Спрос на нефтяном рынке отстает от предложения	21

Бюллетень подготовлен Департаментом исследований и прогнозирования по данным на 07.03.2024.  
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](mailto:dip1@cbr.ru).

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

© Центральный банк Российской Федерации, 2024

## Краткое содержание

### Итоги

- Оперативные данные указывают на рост российской экономики в январе – феврале. Его подпитывают внутренний спрос и некоторое восстановление нефтегазового экспорта. Несмотря на замедление розничного кредитования и увеличение сбережений населения в банках, потребительская активность оставалась высокой. Она опирается на продолжающийся рост располагаемых доходов и высокую потребительскую уверенность в условиях острой конкуренции за работников. В такой ситуации после снижения с осенних максимумов месячные темпы роста потребительских цен в январе – феврале оставались повышенными. Сохранение жестких денежно-кредитных условий приведет в предстоящие месяцы к дальнейшему постепенному торможению инфляционных процессов по мере возвращения экономики к сбалансированной траектории роста.
  - Российская экономика по-прежнему ощущает значительные ограничения по труду (нехватка рабочих рук в большинстве отраслей) и капиталу (рекордно высокий уровень загрузки производственных мощностей). Экономика продолжает расти в условиях активного повышения спроса. Источниками роста, по видимому, выступают ранее сделанные инвестиции и меры по оптимизации бизнес-процессов на существующей технологической базе. Тем не менее предложение товаров и услуг все еще отстает от продолжающегося расширения платежеспособного спроса, что поддерживает повышенное инфляционное давление в экономике в целом и потребительском сегменте в частности.
  - Опережающие индикаторы указывают на снижение инфляционного давления в производственном сегменте, которое спустя какое-то время транслируется в розницу. К таким индикаторам можно отнести цены производителей товаров потребительского сегмента и индексы отпускных цен в обрабатывающей промышленности. В то же время устойчивые компоненты роста цен остаются повышенными. Это предполагает более растянутый во времени и инерционный процесс дезинфляции.
  - Кривая доходностей ОФЗ остается инвертированной: доходность 5-летних ОФЗ в начале марта была ниже доходности 2-летних бумаг приблизительно на один процентный пункт. Такая форма кривой предполагает постепенное снижение ключевой ставки по мере замедления инфляционных процессов в экономике. Вместе с тем средняя вмененная инфляция на периоде до 2028 г. и далее, отражаемая в ценах ОФЗ, остается существенно выше 4%.

## 1. Инфляция

В декабре 2023 – феврале 2024 г. месячный рост потребительских цен замедлился по сравнению с осенним пиком. Это отражает действие ужесточившихся денежно-кредитных условий, прежде всего в части возросшей привлекательности сбережений. Тем не менее рост цен остается повышенным. Это предполагает, что для попадания в прогнозный диапазон инфляции 4,0–4,5% в декабре 2024 г. к III или IV кварталу процесс дезинфляции должен усилиться, а месячный рост цен – замедлиться несколько ниже 4% в пересчете на год. Для этого необходимо поддержание жесткой ДКП.

Между тем, по оперативным данным января – февраля, увеличение потребительского спроса и расходов продолжает опережать увеличение сбережений населения благодаря быстрому росту реальных заработных плат и доходов в условиях нехватки рабочих рук в экономике. Это означает, что повышенный инфляционный фон может сохраняться какое-то время, а процесс дезинфляции может оказаться более растянут во времени при прочих равных условиях.

Опережающими индикаторами усиления дезинфляционных тенденций в экономике и на потребительском рынке может выступать широкий круг показателей, которые нужно оценивать в совокупности. В части инфляции это разные показатели, по которым можно судить об устойчивости динамики инфляции (базовый индекс потребительских цен в определении Банка России, усеченные и наименее волатильные показатели инфляции, медианный рост цен, индекс цен производителей в потребительских отраслях, трендовая инфляция, валютный курс и др.). В части рынка труда - это прежде всего динамика занятости, вакансий, номинальных и реальных заработных плат. В части потребительского спроса и сбережений это набор оперативных и опросных показателей, характеризующий динамику покупки населением товаров и услуг; динамика средств населения в банках, особенно на срочных депозитах; динамика инфляционных ожиданий бизнеса и населения.

### 1.1. Локальный пик роста цен пройден, но дорога к 4% еще впереди

- Темпы роста потребительских цен в зимние месяцы понизились относительно пиковых значений осени и стабилизировались на повышенном уровне. Рост цен остается значимо выше 4% в пересчете на год, в том числе и в части устойчивых компонентов инфляции.
- Замедлению темпов роста цен способствовал разворот действия ряда факторов с проинфляционного на дезинфляционное или нейтральное. Это, в частности, относится к курсовой динамике и балансу спроса и предложения на отдельных продовольственных рынках. Расширение потребительского спроса несколько замедлилось по сравнению с летом 2023 г., но оставалось одним из основных факторов повышенного роста цен.

- Инфляционное давление, в том числе в устойчивых компонентах динамики ИПЦ, остается повышенным. Его снижение с последующим достижением цели по инфляции в 2024 г. потребует сохранения жестких денежно-кредитных условий в течение продолжительного периода времени.

В январе рост потребительских цен немного ускорился: до 6,7 с 6,3% м/м SAAR. Замедление в продовольственном сегменте было компенсировано небольшим ускорением в непродовольственном сегменте (за счет нефтепродуктов), а также возвратом к повышенным темпам роста цен в услугах, прежде всего, в санаторно-курортном сегменте. При этом в среднем в последние месяцы текущие темпы роста цен заметно снизились: в декабре – январе рост цен замедлился до 6,5 после 11,5% м/м SAAR в осенние месяцы.

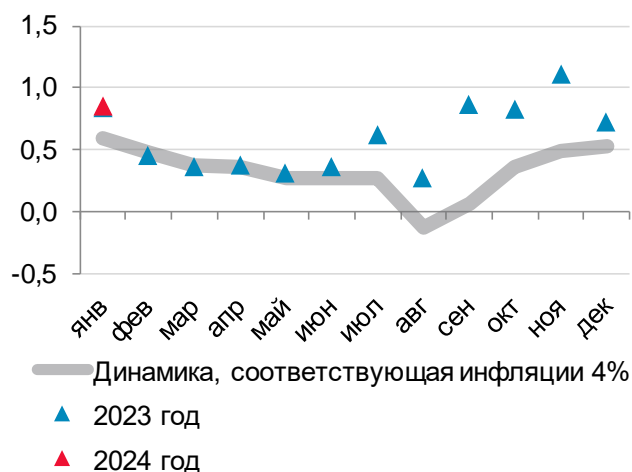
Годовая инфляция в январе незначительно повысилась, до 7,44 с 7,42% в декабре (Таблица 1, Рисунок 2), а к 26 февраля достигла 7,6% из-за выхода из расчета низких темпов роста цен февраля прошлого года. В случае сохранения повышенных темпов роста цен в ближайшие месяцы годовая инфляция продолжит увеличиваться вплоть до середины года из-за эффекта базы.

Таблица 1. Инфляция и ее компоненты

	Янв. 2022	Янв. 2023	Ноя. 2023	Дек. 2023	Янв. 2024
<b>% г/г</b>					
<b>Все товары и услуги</b>	<b>8,7</b>	<b>11,8</b>	<b>7,5</b>	<b>7,4</b>	<b>7,4</b>
<b>Базовая инфляция</b>	<b>9,2</b>	<b>13,7</b>	<b>6,4</b>	<b>6,8</b>	<b>7,2</b>
Прод. товары	11,1	10,2	7,2	8,2	8,1
Непрод. товары	8,7	12,2	5,6	6,0	6,2
Услуги	5,4	13,5	10,4	8,3	8,1
<b>% м/м SAAR</b>					
<b>Все товары и услуги</b>	<b>8,4</b>	<b>6,6</b>	<b>10,3</b>	<b>6,3</b>	<b>6,7</b>
<b>Базовая инфляция</b>	<b>9,1</b>	<b>2,7</b>	<b>10,0</b>	<b>7,2</b>	<b>6,7</b>
Прод. товары	8,4	6,8	12,7	8,9	5,7
– без плодоовощей	<b>9,3</b>	<b>0,6</b>	<b>10,9</b>	<b>8,3</b>	<b>5,3</b>
Непрод. товары	8,6	2,8	5,9	5,3	6,1
– без нефтепрод-ов	<b>8,3</b>	<b>3,2</b>	<b>8,3</b>	<b>6,2</b>	<b>6,1</b>
Услуги	8,0	11,6	12,6	4,2	8,6
– без ЖКУ	<b>11,0</b>	<b>10,4</b>	<b>13,8</b>	<b>4,2</b>	<b>12,4</b>

Источники: Росстат, расчеты ДИП.

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

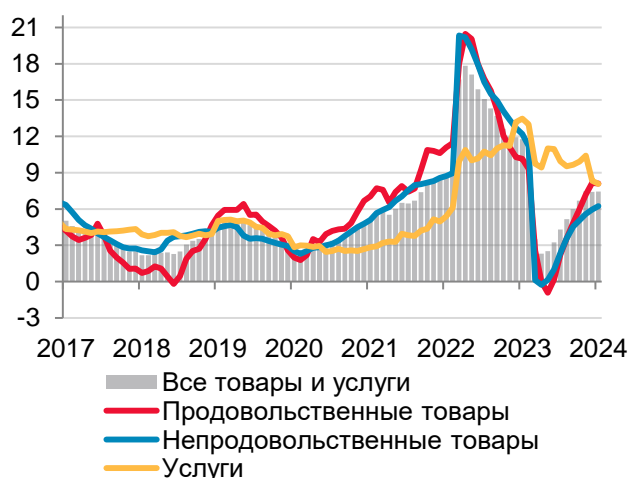


Источники: Росстат, расчеты ДИП.

Удорожание продовольственных товаров замедлилось до 5,7 с 8,9% м/м SAAR в декабре за счет нормализации динамики тех компонентов, которые вносили значительный вклад в рост цен во втором полугодии 2023 года. Несколько снизились сезонно скорректированные темпы удорожания овощей и фруктов. Без их учета рост цен на продовольствие замедлился до 5,3 с 8,3% м/м SAAR. Сдерживающее влияние продолжала оказывать динамика цен на мясopодукты: после ускоренного роста летом – осенью 2023 г. рост цен начиная с декабря резко снизился, а удешевление мяса кур в январе ускорилось до 2,5%. После локального пика в декабре снизились цены на яйца.

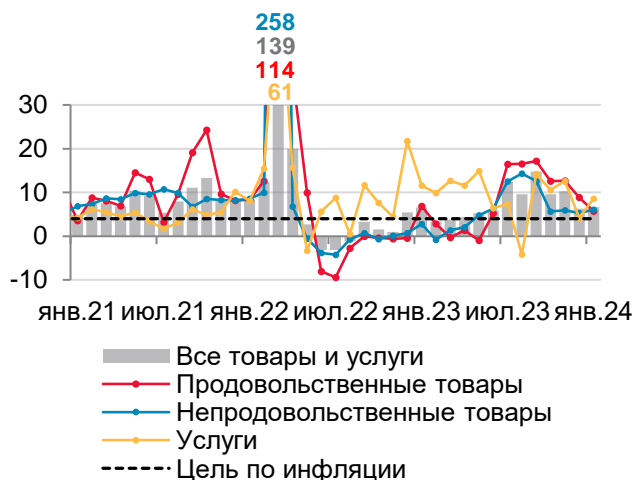
Однако проинфляционные риски в этом сегменте остаются высокими. [Расширение экспорта](#) и существенный рост внутреннего спроса (Рисунок 4) опережают возможности предложения: в 2023 г. производство птицы даже [несколько сократилось](#). Дополнительный спрос со стороны [регионов с неблагоприятной эпизоотической ситуацией](#) повышает риски того, что дезинфляционное влияние динамики цен на продукты животноводства будет быстро исчерпано. В январе также ускорился темп роста цен на молоко и молочную продукцию. Недельные оценки динамики цен в феврале указывают, что дезинфляционное влияние цен продуктов животноводства начало ослабевать.

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



Источник: Росстат.

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



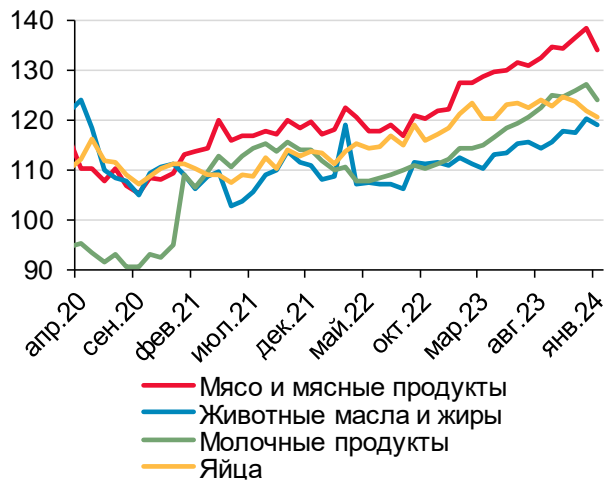
Источники: Росстат, расчеты ДИП.

В непродовольственном сегменте рост цен повысился до 6,1 с 5,3% м/м SAAR в декабре. Наибольший вклад внес рост цен на нефтепродукты. Биржевые (оптовые) цены росли в течение января: участники рынка отмечают существенное влияние аварии на крупном НПЗ, также по итогам января вырос уровень внутренних цен, обеспечивающий равнодоходность с поставками на экспорт. Ограничение экспорта бензина на полгода с 1 марта может сдерживать топливные цены в период сезона ремонтов НПЗ. При этом на динамику экспорта нефтепродуктов влияние этого ограничения будет незначительным – в его структуре большую часть занимает дизельное топливо. Его вывоз не ограничивается.

В разрезе прочих компонентов непродовольственного сегмента характер динамики цен преимущественно сохранялся. Несколько ускорилось удорожание электротоваров и бытовых приборов, при этом рост продаж приостановился, но их уровень остался высоким (Рисунок 5).

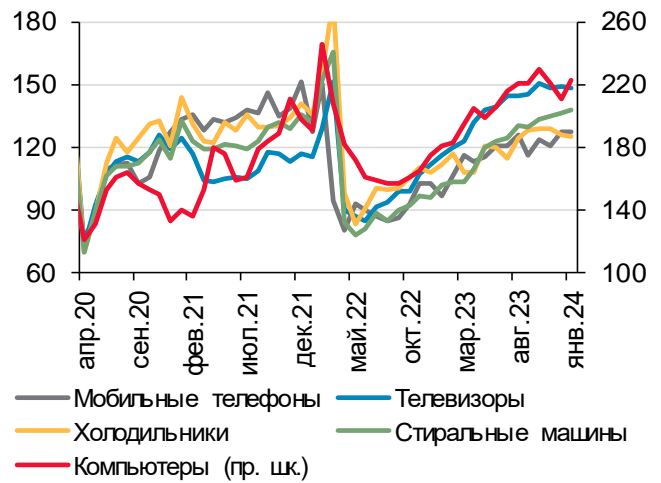
В услугах темп роста цен в январе повысился до 8,6% м/м SAAR. Подорожали услуги внутреннего туризма, оказавшие сдерживающее влияние в декабре. Также ускорился рост стоимости услуг пассажирского транспорта. Без учета туризма и транспорта рост стоимости услуг остался вблизи прошлого месяца (6,6 после 6,1% м/м SAAR в декабре). Наибольшими темпами продолжили дорожать бытовые и медицинские услуги, тогда как основное сдерживающее влияние оказали регулируемые услуги.

**Рисунок 4. Продажи отдельных продовольственных товаров, SA, декабрь 2019 = 100**



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

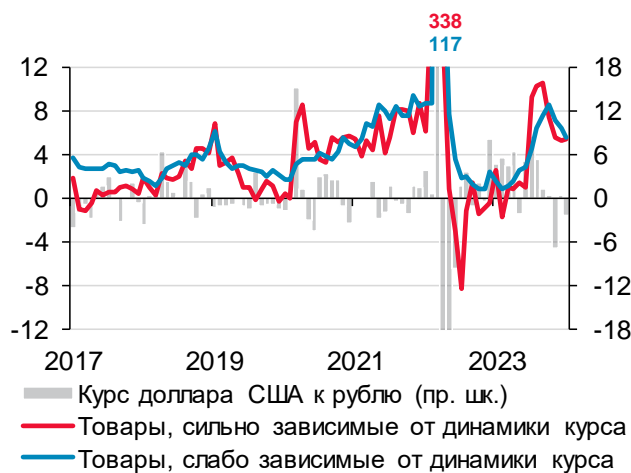
**Рисунок 5. Продажи отдельных электротоваров, SA, декабрь 2019 = 100**



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

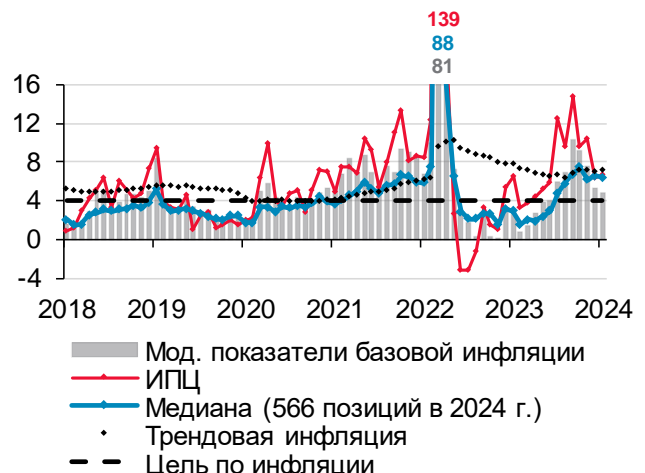
Изменение влияния курсовой динамики с проинфляционного на нейтральное способствовало замедлению роста цен. Медиана роста цен в группе товаров с высокой чувствительностью к динамике курса рубля стала близка к медиане роста цен в группе товаров с низкой чувствительностью. Это косвенно указывает на исчерпание эффекта переноса ослабления рубля в прошлом году в розничные цены (Рисунок 6).

**Рисунок 6. Медианные значения ИПЦ в зависимости от чувствительности к динамике курса (% м/м SAAR) и курс доллара (%)**



Источники: Банк России, Росстат, расчеты ДИП.

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

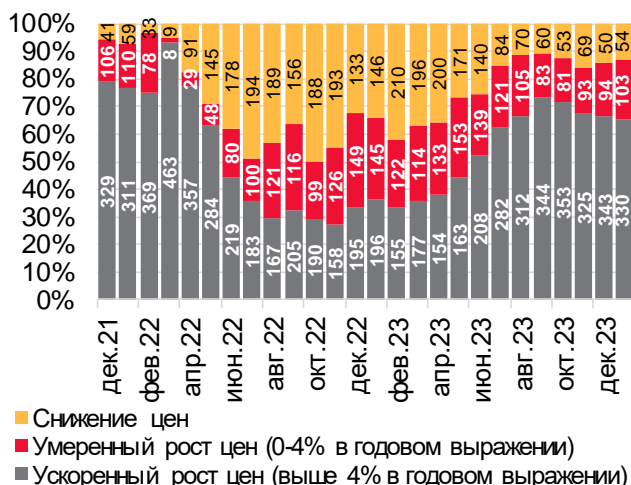


\* Показатели рассчитаны методом исключения наиболее волатильных компонентов и методом усечения.  
Источники: Росстат, расчеты ДИП.

Аналитические показатели ценовой динамики продолжают указывать на сохранение инфляционного давления на повышенном уровне относительно цели Банка России. Среднее из оценок модифицированных показателей базовой инфляции продолжило снижение, но остается значимо выше 4% в годовом выражении (Рисунок 7). Медиана

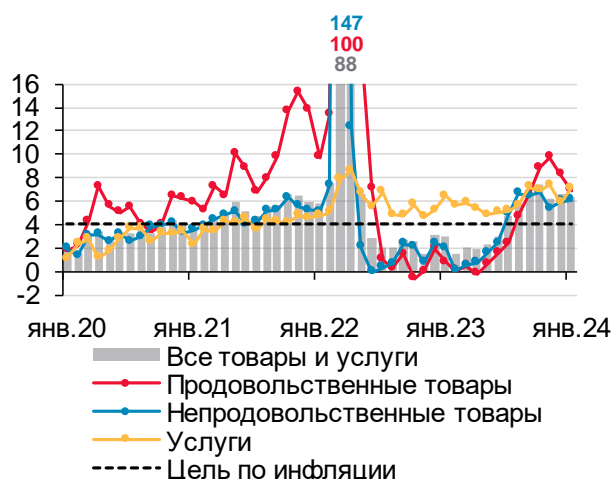
распределения роста цен понизилась за счет динамики цен продовольственных товаров (Рисунок 9). Вес ускоренно дорожающих позиций снижается очень медленно (Рисунок 8). При этом оценка трендовой инфляции в январе повысилась до 7,19 с 7,08% в декабре. Это лишний раз подтверждает вывод о растянутости во времени процесса дезинфляции, несмотря на исторически высокий уровень номинальных процентных ставок.

**Рисунок 8. 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.

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



\* 566 компонентов в корзине 2024 года.  
Источники: Росстат, расчеты ДИП.

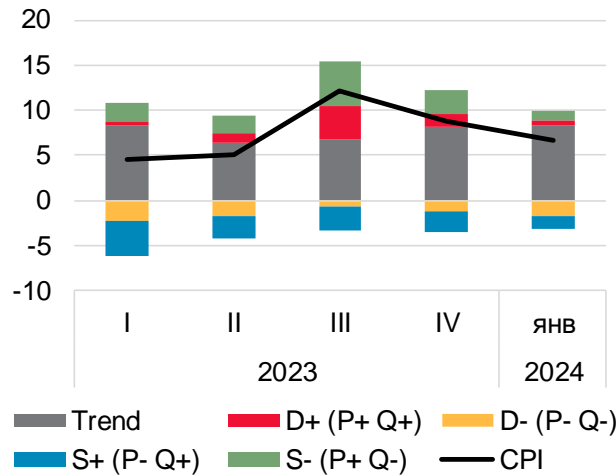
Замедлению роста цен в начале года способствовали одновременно факторы спроса и предложения. В начале 2024 г. снизился до нуля баланс вклада в динамику цен относительно тренда со стороны про- и дезинфляционных факторов предложения (Рисунок 10). В III–IV кварталах 2023 г. положительный (проинфляционный) баланс этих факторов вносил весомый вклад в ускорение инфляции и усиление инфляционного тренда. Положительный баланс про- и дезинфляционных факторов спроса также начал уменьшаться к концу 2023 г., а в начале 2024 г. баланс стал слабо отрицательным.

Однако трендовая (устойчивая, инерционная) составляющая роста цен остается высокой. Ее снижению может способствовать усиление дезинфляционного вклада отрицательного баланса шоков спроса, которое, судя по ситуации на рынке труда, будет происходить постепенно.

Конечно, замедлению инфляции также могут помочь более значительные положительные шоки предложения (то есть увеличение предложения отдельных товаров, которое обеспечивает снижение цен на них). Но в январе вклад таких шоков в рост цен был меньше, чем в каждый из кварталов 2023 года.



**Рисунок 10. Декомпозиция среднего квартального роста цен в годовом выражении (% SAAR) на шоки спроса и предложения (п.п.) в различные периоды**



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

В соответствии с недельными данными цены в феврале выросли на 0,6%, что соответствует 5,1% м/м SAAR<sup>1</sup>. Рост стоимости наблюдаемой на недельной основе корзины и медиана распределения в среднем за февраль оказались несколько ниже январских значений (Рисунок 11). В разрезе компонентов динамика цен была разнонаправленной (Рисунок 12). Рост цен на продукты животноводства ускорился, но остался сдержанным. Рост цен в непродовольственном сегменте замедлился за счет товаров длительного пользования, что может быть связано с замедлением роста спроса по мере охлаждения необеспеченного потребительского кредитования. Оценки ИПЦ за месяц иногда существенно отклоняются от недельных (так было в январе 2024 года), поэтому анализ на основе недельных данных является предварительным, а итоговые суждения и выводы о динамике цен нужно делать только на месячных данных.

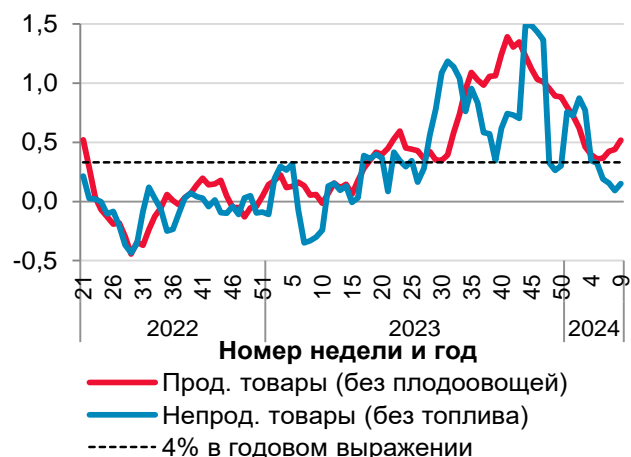
**Рисунок 11. Темп роста стоимости и медиана распределения недельных приростов цен, %**



Примечание: Без плодоовощей и регулируемых тарифов.

Источники: Росстат, расчеты ДИП.

**Рисунок 12. Скользящий темп роста цен за 4 недели, %**

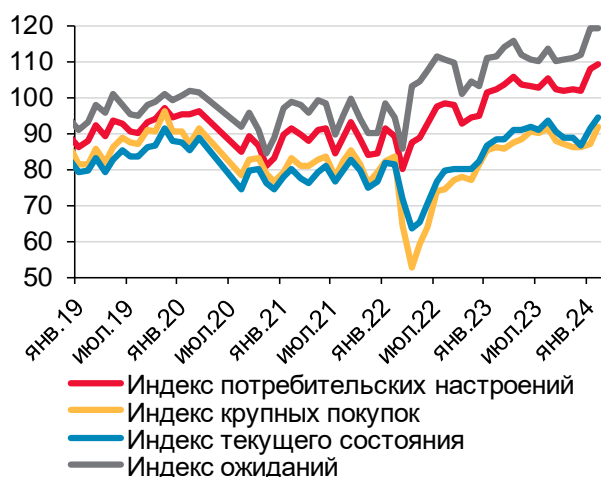


Источники: Росстат, расчеты ДИП.

<sup>1</sup> Оценка индекса потребительских цен на еженедельной основе производится по сокращенному перечню товаров и услуг и может не совпадать с итоговым значением. В наименьшей степени в недельных данных представлены услуги, что как правило формирует наибольшее расхождение.

Ужесточение ДКП в полной мере еще не отразилось на динамике потребительского спроса. Индекс потребительских настроений в феврале вновь обновил исторический максимум (Рисунок 13). Оперативные индикаторы потребительской активности также остаются на высоком уровне ([СберИндекс](#), [Ромир](#)). С учетом того, что трудовые доходы продолжают повышаться, а инфляционные ожидания населения чувствительны к росту продовольственных цен, проинфляционные риски остаются высокими. Оценки наблюдаемой и ожидаемой населением инфляции снизились в январе и феврале, но по-прежнему выше среднего уровня 2023 г. (Рисунок 14). Все это в совокупности означает, что для устойчивого снижения инфляционного давления и выхода в этом году на цель по инфляции Банка России потребуется поддержание жестких денежно-кредитных условий продолжительное время. Следует отметить, что при устойчивом снижении инфляции и инфляционных ожиданий достигнутая жесткость денежно-кредитных условий (то есть неизменность реальных процентных ставок и кредитной активности, которую эти ставки обеспечивают) может поддерживаться при постепенно снижающейся ключевой ставке.

**Рисунок 13. Индекс потребительских настроений и его субагрегаты, п.**



Источник: ООО «инФОМ».

**Рисунок 14. Прямые оценки годовой инфляции: медианные значения, % годовых**



Источник: ООО «инФОМ».

## 2. Экономическая динамика

Опережающие и оперативные индикаторы указывают на усиление роста российской экономики в январе – феврале после некоторого торможения в ноябре – декабре прошлого года. Однако произошедшее торможение через эффект высокой статистической базы, вероятно, приведет к формально более низким темпам роста ВВП со снятой сезонностью в I квартале по сравнению с IV кварталом 2023 года. Одновременно повышательная динамика января-февраля создает задел для роста ВВП II квартала по отношению к I кварталу.

Такая экономическая динамика свидетельствует об адаптации российской экономики к высоким номинальным процентным ставкам, что раньше наблюдалось только в периоды высокой инфляции. Возможными причинами этого выступают существенно возросшие инфляционные ожидания экономических агентов, которые лишь недавно начали постепенно снижаться. Это уменьшает их восприимчивость к номинальному уровню процентных ставок. Кроме того, наблюдая сохраняющееся высокое качество кредитного портфеля и рост доходов заемщиков, банки склонны активно развивать кредитование. В частности, ослабляются неценовые условия выдачи кредитов. Помимо этого, важную роль в стимулировании спроса в экономике играют программы льготного кредитования и сохранение положительного бюджетного импульса.

Появляются также свидетельства возросшей гибкости предпринимателей в ответ на многочисленные шоки и ограничения, с которыми они столкнулись в последние годы. В частности, острота кадровой проблемы может частично сниматься за счет повышения эффективности производства благодаря лучшей организации труда, оптимизации использования рабочего времени, в том числе его интенсификации и так далее. Эти изменения, если они носят устойчивый характер, увеличивают потенциальный *уровень* российского ВВП (при прочих равных условиях).

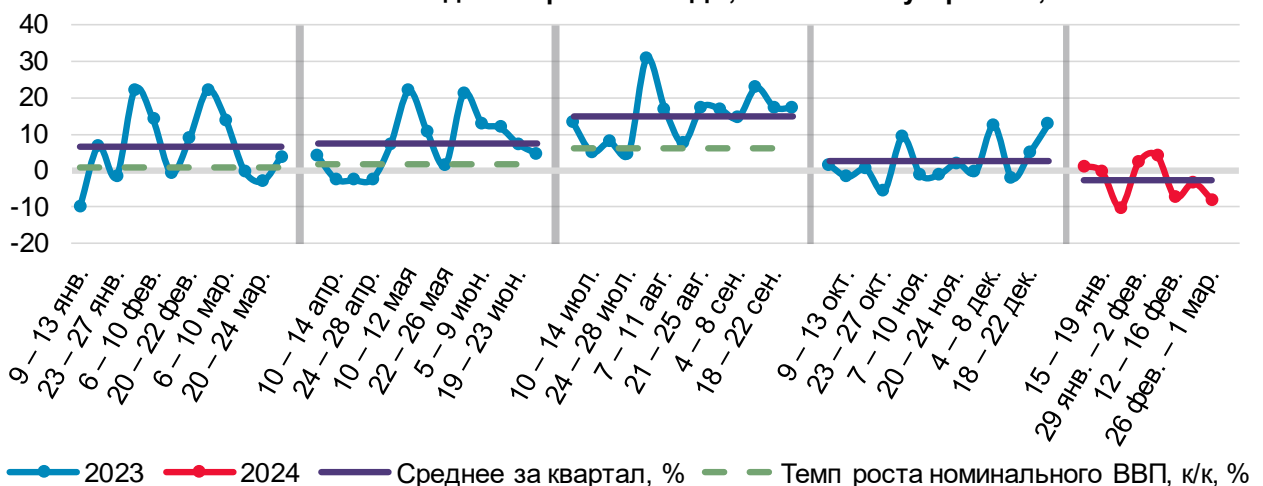
## 2.1. Драйвером роста экономики остается внутренний спрос

- Рост экономической активности в I квартале 2024 г. продолжается. При этом в поквартальной динамике рост более умеренный, чем в IV квартале 2023 г.<sup>2</sup>, в том числе из-за статистического эффекта в результате торможения роста в конце прошлого года. Основными драйверами роста остаются внутренний и государственный спрос при сдержанной динамике внешнего спроса.
- Финансовые потоки в целом снизились относительно уровня IV квартала при разнородной динамике по укрупненным отраслям. На них могла сказаться более сдержанная динамика цен, в том числе экспортных товаров. Положительную динамику продолжают демонстрировать отрасли инвестиционного и потребительского спроса.
- Конъюнктурные опросы тоже демонстрируют разнонаправленные тенденции. Индикатор бизнес-климата Банка России в январе вырос на 0,3 п., в основном за счет роста ожиданий. Индекс промышленного оптимизма в феврале снизился за счет негативной динамики оценок спроса. Индекс прогнозов промышленности в феврале остался на неизменном уровне: улучшение баланса ожидаемых изменений спроса и выпуска компенсировалось снижением баланса планов по найму. Опросы PMI указывают на замедление темпов расширения деловой активности за счет сектора услуг, в то же время рост сегмента обработки продолжил ускоряться благодаря увеличению внутреннего спроса (Рисунок 17).

<sup>2</sup> Согласно опубликованной Росстатом первой оценке ВВП за 2023 г., в начале февраля и более ранним данным за I–III кварталы, рост экономики в IV квартале составил 1,2% к/к SA (оценка ДИП). В апреле, когда станет доступна вторая оценка ВВП за 2023 г., первая оценка за IV квартал и будут актуализированы данные за первые три квартала, оценки сезонно-сглаженной внутригодовой динамики в 2023 г. могут измениться.

- В январе активность в строительстве, оптовой торговле и сельском хозяйстве немного снизилась относительно декабря (Рисунок 16). В промышленном производстве наблюдалась обратная картина (Рисунок 18). Выпуск в отраслях инвестиционной группы, характеризующихся высоким вкладом и волатильностью динамики, вновь резко вырос после сокращения в конце года (Рисунок 19). На фоне позитивной динамики в потребительском сегменте выпуск в обработке в январе вышел на исторический максимум. При этом негативная динамика наблюдалась в некоторых отраслях инвестиционного спроса<sup>3</sup> и промежуточного спроса<sup>4</sup>.
- Быстрый рост доходов способствует расширению потребительского спроса (Рисунок 20), даже при одновременном увеличении нормы сбережений (Рисунок 23). Основным источником роста доходов – повышение трудовых доходов на фоне увеличения жесткости на рынке труда (Рисунок 25). Об этом свидетельствовало как снижение индекса HeadHunter (Рисунок 21), так и уровня безработицы (Рисунок 24), который в январе опустился до нового исторического минимума (2,8% SA). Снижение безработицы обеспечивал активный рост спроса на труд. По данным Росстата потребность работодателей в работниках в январе выросла на 2,2% м/м SA.
- Сохраняющийся дефицит кадров, который, согласно опросам предприятий промышленности, вышел в январе 2024 г. на исторический максимум, будет поддерживать высокую конкуренцию за кадры даже в условиях коррекции вниз планов найма (конъюнктурные опросы). Это может мешать выравниванию роста производительности труда с ростом заработных плат, замедляя процесс сближения возможностей предложения и уровня потребительского спроса. В этих условиях требуется поддержание жесткости ДКУ продолжительное время.

Рисунок 15. Темп роста<sup>5</sup> объема входящих платежей к среднему в предыдущем квартале, взвешенный по доле отраслей в ВДС, сезонность устранена, %



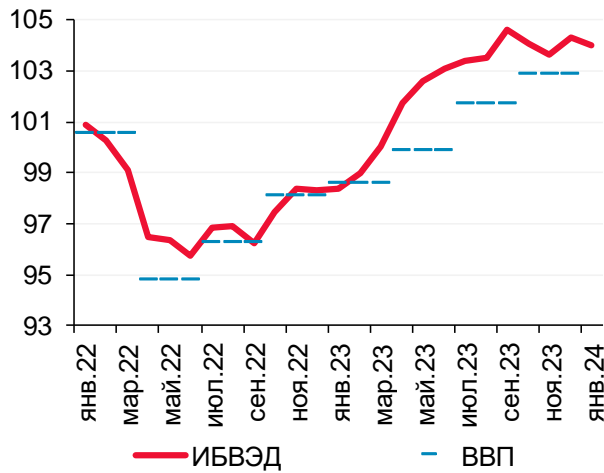
Источники: Банк России, Мониторинг отраслевых финансовых потоков.

<sup>3</sup> Производство прочей неметаллической продукции, прежде всего цемента и изделий из бетона.

<sup>4</sup> Металлургия и производство нефтепродуктов.

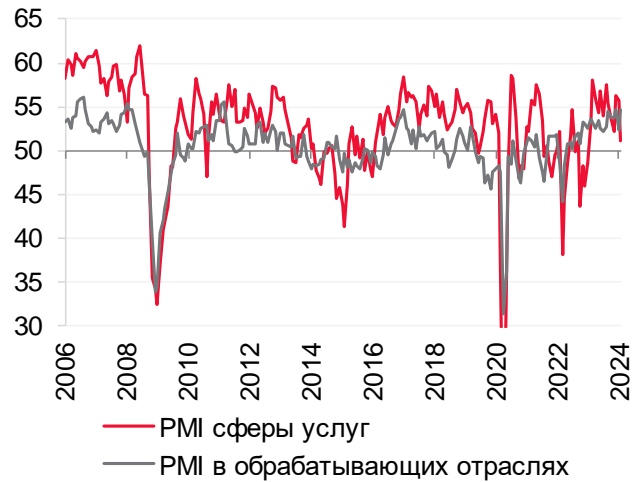
<sup>5</sup> Под темпами роста понимается процентное изменение величины:  $g = \frac{(x_1 - x_0)}{x_0} * 100$ .

**Рисунок 16. Динамика выпуска базовых видов экономической деятельности и ВВП, IV квартал 2021 г. = 100**



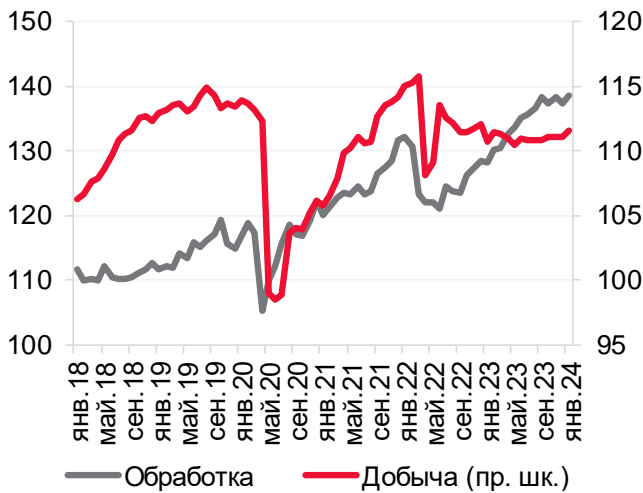
Источники: Росстат, расчеты ДИП.

**Рисунок 17. PMI в обрабатывающей промышленности и услугах, п.**



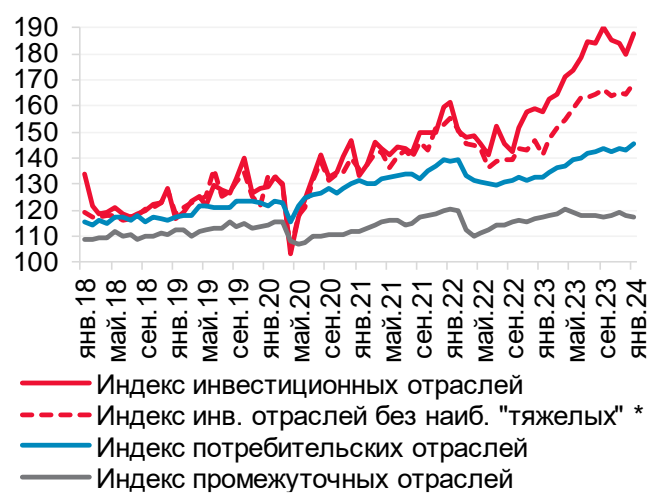
Источник: S&P Global.

**Рисунок 18. Индексы добычи полезных ископаемых и обрабатывающего производства (2014 = 100), SA**



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

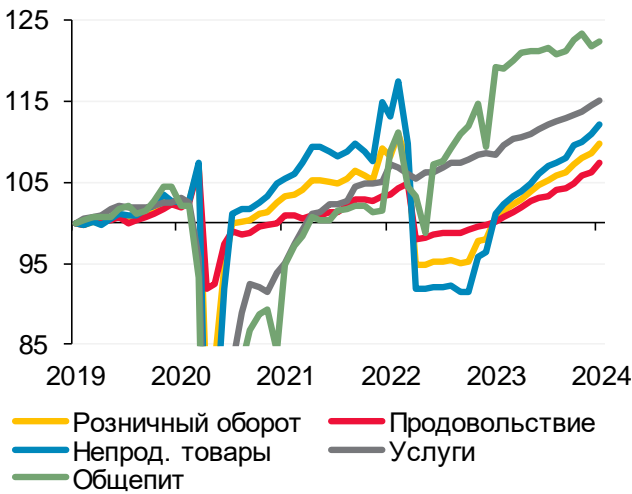
**Рисунок 19. Выпуск групп отраслей обрабатывающей промышленности, SA, 01.2016 = 100%**



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

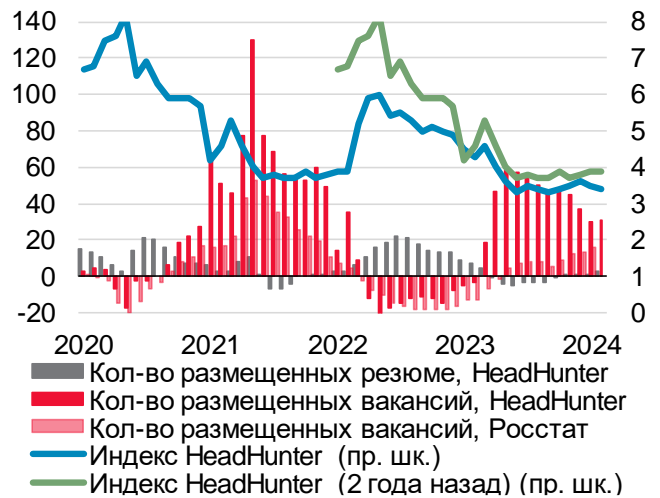
\* Под наиболее «тяжелыми» в группе инвестиционных отраслей подразумеваются производства готовых металлических изделий, кроме машин и оборудования, и прочих транспортных средств и оборудования.

**Рисунок 20. Динамика оборота розничной торговли, сегмента платных услуг и общепита, 01.2019 = 100, SA, %**



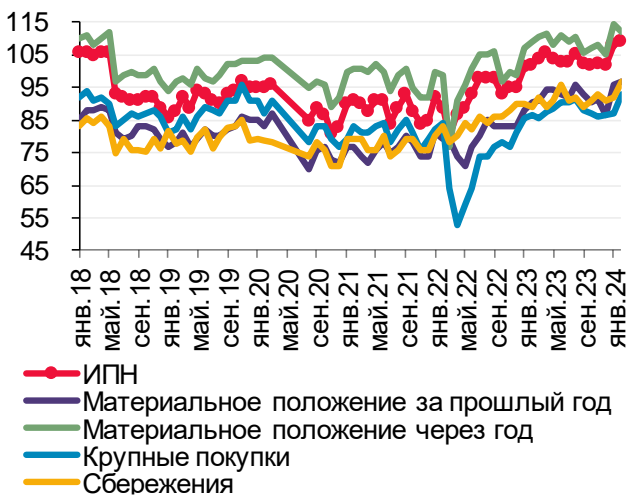
Источники: Банк России, Росстат, расчеты ДИП.

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



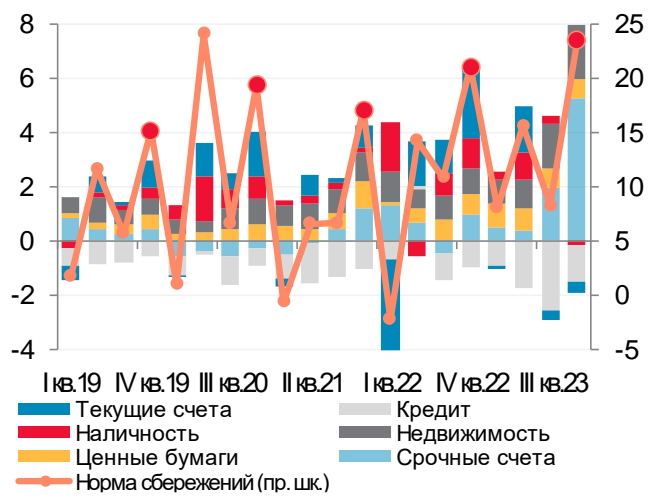
Источники: Росстат, HeadHunter.

**Рисунок 22. Потребительские и финансовые настроения домохозяйств, п.**



Источник: ООО «инФОМ».

**Рисунок 23. Динамика компонентов (трлн руб.) и нормы сбережений (% , правая шкала)**



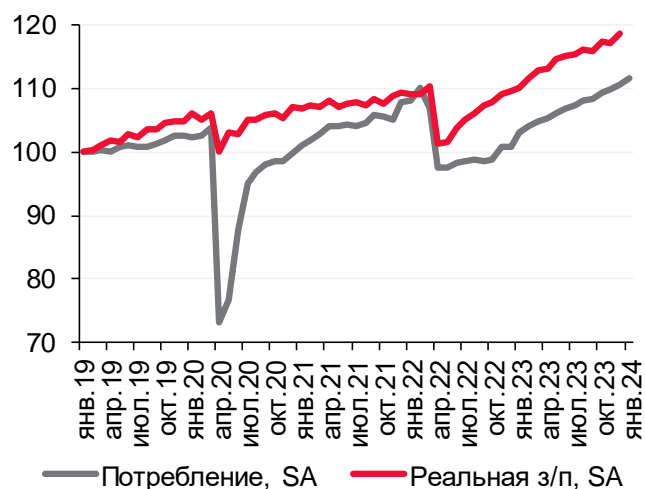
Источники: Банк России, Росстат, расчеты ДИП.

Рисунок 24. Уровень безработицы, %



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

Рисунок 25. Динамика прокси показателя потребления (сумма оборота розницы, услуг и общепита) и реальной зарплаты, 01.2019 = 100, SA, %



Источник: Росстат, расчеты ДИП.

## 2.2. Рост кредитования замедлился в начале года

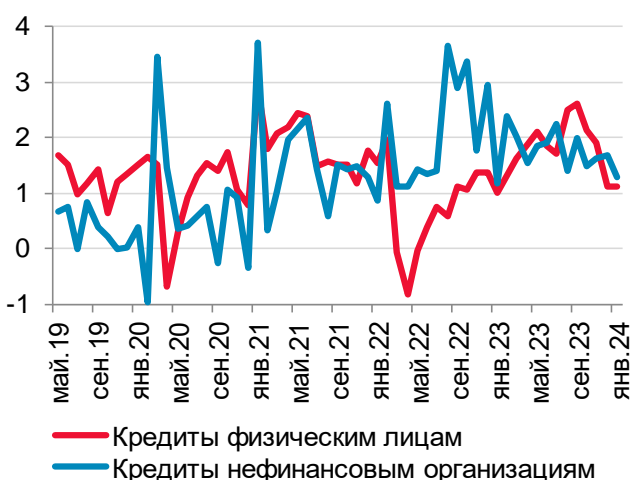
- Рост кредитования в начале года (с поправкой на сезонность) оказался ниже темпов лета – осени 2023 года. Этому способствовали повышение ставок, ужесточение условий по льготным программам и действие макропруденциальных лимитов и надбавок. Тем не менее пока рано говорить о формировании устойчивой тенденции к замедлению и стабилизации роста кредитов на умеренном уровне, согласующемся со снижением инфляции к цели.
- Рост кредитования физических лиц в январе был сопоставим с декабрьским (+1,1% м/м SA<sup>6</sup>, Рисунок 26). При этом его структура изменилась. По нашим оценкам, рост необеспеченных потребительских кредитов ускорился до 1,3 с 0,8% м/м SA<sup>7</sup> в декабре (Рисунок 29), что близко к средним уровням первого полугодия 2023 г. (1,2% м/м SA). Отметим, что ускорение роста произошло на фоне дальнейшего роста кредитных ставок (Рисунок 29). Это может отражать, с одной стороны, адаптацию банков к ужесточившимся макропруденциальным требованиям, а с другой – остающийся высоким спрос на кредиты в условиях уверенного роста доходов населения и повышенных инфляционных ожиданий.
- Рост автокредитов остается высоким на фоне продолжающегося восстановления продаж новых легковых автомобилей. Дополнительную поддержку спросу оказывает действие программы льготного автокредитования даже после ужесточения ее условий.

<sup>6</sup> Темп роста в декабре с поправкой на списание под секьюритизацию кредитов.

<sup>7</sup> Темп роста в декабре с поправкой на списание под секьюритизацию кредитов. Рост м/м NSA в декабре и январе -0,1 и 0,9%, соответственно.

- При этом по сравнению с ажиотажным спросом второго полугодия 2023 г. ощутимое охлаждение произошло в ипотечном сегменте после ужесточения условий по программе «Льготная ипотека»<sup>8</sup>. Выдачи в начале года по льготным программам значительно снизились, но их уровень остался выше, чем за соответствующий период предыдущих лет (Рисунок 27). Снижение числа ипотечных сделок и одобренных ипотечных заявок (Рисунок 28) позволяет ожидать более медленного роста ипотечного кредитования, чем в 2023 году.
- Рост рублевых кредитов нефинансовым организациям замедлился – до 1,3 с 1,7% м/м SA в декабре<sup>9</sup>. Это связано как с ужесточением денежно-кредитных условий, так и с возможным переносом части выплат по государственным контрактам с конца на начало года, что несколько снизило спрос на оборотные средства.
- Высокие ставки по вкладам увеличивают привлекательность сбережений. На фоне растущих доходов населения это поддерживает высокие темпы роста вкладов домохозяйств – 2,6% м/м SA в январе против 2,8% м/м SA в декабре (Рисунок 31). Темп роста рублевых средств организаций в январе замедлился до 1,3 с 2,0% м/м SA.
- Рост денежной массы в последние месяцы в целом стабилизировался на повышенном уровне. При этом вклад бюджета в последние месяцы значительно снизился, а основным источником роста денежной массы стало кредитование. С учетом бюджетных проектировок на 2024 г. вклад бюджета в рост денежных агрегатов, вероятно, увеличится. Поэтому основной вклад в замедление роста денежной массы в 2024 г. должно внести замедление роста кредитования до более умеренного уровня.

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



Источники: Банк России, расчеты ДИП.

Рисунок 27. Объем выданных в рамках льготных ипотечных программ, млрд руб.



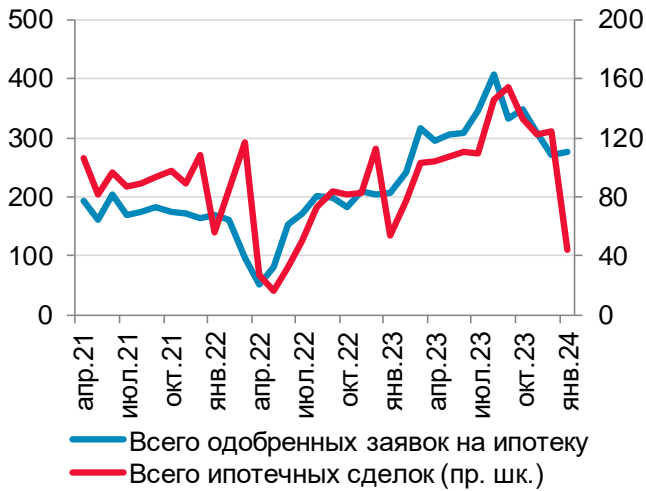
Источники: ДОМ.РФ, расчеты ДИП

<sup>8</sup> Первоначальный взнос повышен до 30 с 20%, а максимальную сумму кредитов уровняли по регионам.

<sup>9</sup> Темп роста портфеля кредитов ИП замедлился до 1,5 с 2,2% м/м SA.



**Рисунок 28. Количество одобренных ипотечных заявок и сделок, тыс. шт.**



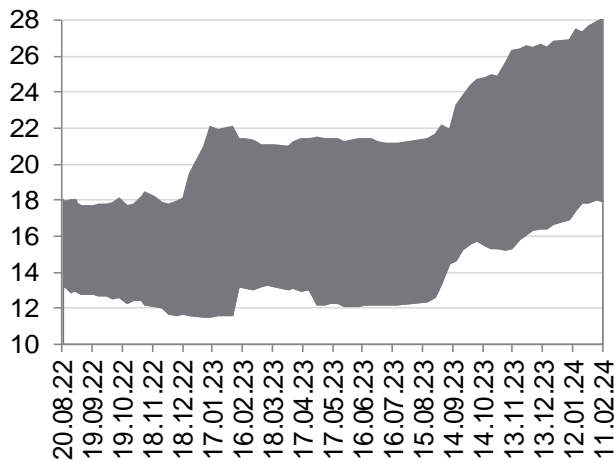
Источники: Домклик, расчеты ДИП.

**Рисунок 29. Динамика розничных кредитов, % м/м SA**



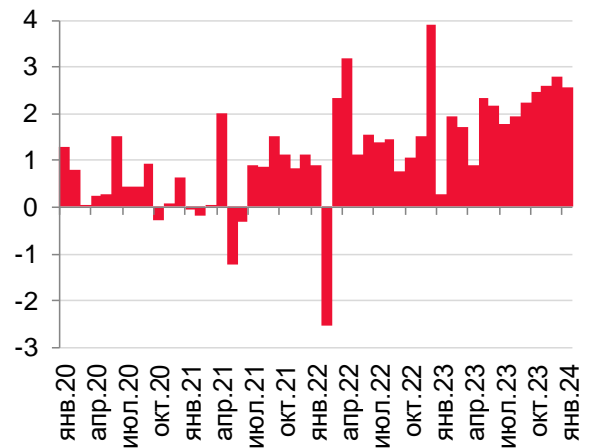
Источники: Банк России, расчеты ДИП.

**Рисунок 30. Диапазон средней ставки по потребительским кредитам, %**



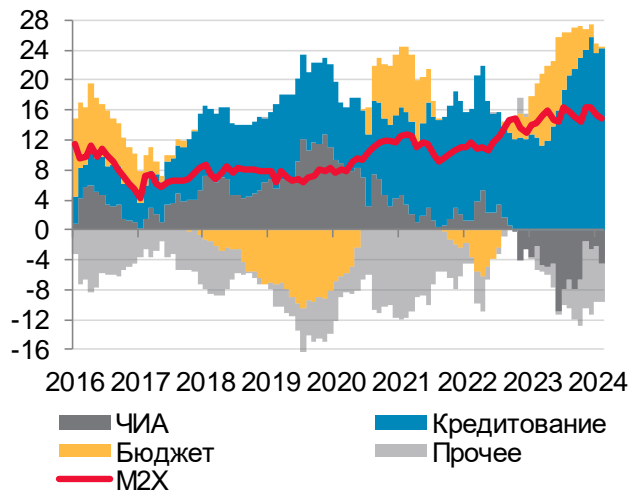
Источники: banki.ru, расчеты ДИП.

**Рисунок 31. Рост средств физических лиц в банках, % м/м SA**



Источники: Банк России, расчеты ДИП.

**Рисунок 32. Факторы формирования широкой денежной массы, п.п (с устранением валютной переоценки)**



Источники: Банк России, расчеты ДИП.

## 3. Финансовые рынки

### 3.1. Денежно-кредитные условия ужесточились в феврале

- В феврале и начале марта денежно-кредитные условия ужесточились. Доходности ОФЗ с начала февраля увеличились на 50–107 б.п. вдоль всей кривой. Ее наклон (5 лет – 2 года) остался отрицательным (-83 б.п.<sup>10</sup>). Значительное влияние на динамику рынка оказал пересмотр вверх прогноза диапазона среднего значения ключевой ставки в 2024 г. до 13,5–15,5% по итогам февральского решения Совета директоров по ДКП.
- Непосредственно после решения доходности ОФЗ прибавили 11–14 б.п. в коротком и 4–7 б.п. в средне- и долгосрочном сегменте. Всего во второй половине февраля и начале марта доходности кратко- и среднесрочных ОФЗ повысились еще на 28–56 б.п. со дня заседания Совета директоров Банка России.
- Участники рынка процентных свопов пересмотрели свои ожидания в сторону более медленного снижения ключевой ставки во второй половине 2024 года. В течение февраля фиксированные ставки процентных свопов на RUONIA сроком 3 и 6 месяцев<sup>11</sup> оставались вблизи 15,9 и 15,6% соответственно. В то же время стоимость свопа на ключевую ставку сроком 1 год<sup>12</sup> в первой половине февраля составляла 14,6–14,7%, но в день заседания по ключевой ставке выросла почти на 20 б.п. и в начале марта закрепились вблизи 15,1%.
- Реальные доходности ОФЗ с привязкой к инфляции<sup>13</sup> (так называемые линкеры) за февраль также существенно выросли на 67–91 б.п. и превысили отметку 5% на всех сроках до погашения, отражая ужесточение денежно-кредитных условий. При этом рост реальных доходностей линкеров был более выраженным в сравнении с доходностями классических ОФЗ.
- В результате с начала февраля вмененная инфляция<sup>14</sup> на горизонте 4 года снизилась с 6,9 до 6,6%, а 9 лет – с 7,2 до 6,9% (Рисунок 39). Этот уровень все еще значительно выше 4%, косвенно указывая на повышенную инфляционную премию в этом сегменте финансового рынка.
- Минфин России продолжил размещать преимущественно ОФЗ с фиксированным купоном в условиях устойчивого спроса со стороны банков и прочих инвесторов.

<sup>10</sup> На 7 марта.

<sup>11</sup> OIS RUB RUONIA 3M mid и OIS RUB RUONIA 6M mid (МБ СПФИ).

<sup>12</sup> IRS RUB vs RUB KEYRATE 1Y mid (МБ СПФИ).

<sup>13</sup> Серии ОФЗ-ИН.

<sup>14</sup> Вмененная инфляция отражает инфляционные ожидания инвесторов, извлекаемые из динамики доходностей ОФЗ. Вмененная инфляция представляет собой разницу между номинальной доходностью выпуска с фиксированным купоном и реальной доходностью линкера с аналогичным сроком до погашения.

При этом с конца января на аукционах размещаются и короткие выпуски<sup>15</sup> для повышения ликвидности короткого участка кривой ОФЗ. Однако основным объемом заимствований по-прежнему привлекается в длинных бумагах. В феврале и начале марта Минфин России разместил ОФЗ на сумму 372 млрд руб.<sup>16</sup>, из которых 26 млрд руб. составляют короткие выпуски.

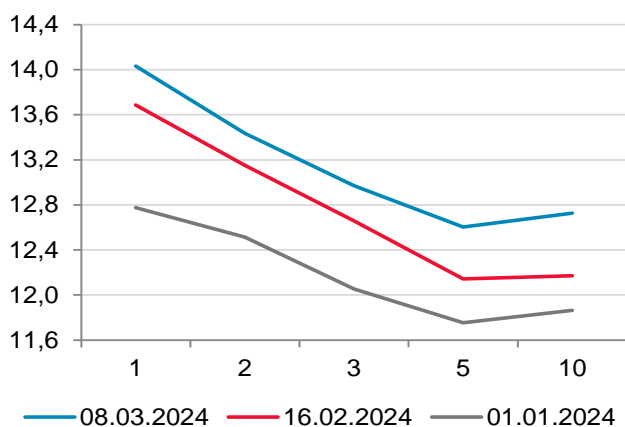
- Средний курс доллара США в условиях неопределенности относительно новых санкционных ограничений США на пике достигал 93,2 руб. / долл. США. Рост спроса на иностранную валюту привел к краткосрочному дефициту валютной ликвидности: вмененная ставка по сделкам однодневных валютных свопов (в валютной паре рубль / долл. США) в долларах США сильно выросла и на пике достигала почти 40%. К концу месяца по мере снижения неопределенности после объявления новых пакетов санкций спрос на иностранную валюту нормализовался. В результате курс доллара снизился до 90,7 руб. / долл. США к концу февраля, а вмененные ставки по свопам – до 3–4% (в конце февраля – начале марта ставка кратковременно выросла, но быстро вернулась к привычному уровню).
- На глобальных рынках доходности государственных облигаций преимущественно увеличивались. Ослабление дезинфляционных трендов и ужесточение риторики ФРС США привели в феврале к росту доходности 10-летних казначейских облигаций США до 4,25 с 3,88%. При этом индекс доллара DXY к основным мировым валютам оставался стабильным. Комментарии председателя ФРС в Конгрессе США были восприняты рынком как смягчение риторики, доходности 10-летних казначейских облигаций США в начале марта снизились до 4,07%.
- В экономиках США и еврозоны сохраняется неопределенность относительно сроков перехода к смягчению ДКП, что связано с повышенным инфляционным давлением и отсутствием устойчивых тенденций к их снижению. Участники рынка пересмотрели ожидания по траектории ставки ФРС вверх: начало снижения ставки не ранее июня до уровня 4,50–4,75%<sup>17</sup> в конце 2024 г. с текущего 5,25–5,50%. В свою очередь, представители ЕЦБ отметили преждевременность обсуждения о возможности снижения ставок на горизонте ближайших кварталов. В результате доходности 10-летних государственных облигаций Германии в феврале выросли до 2,40 с 2,14%.
- Изменение доходностей в развитых странах по-разному повлияло на рынки госдолга СФР. Доходности 10-летних государственных облигаций Китая и Индии в феврале изменились слабо и остались вблизи 2,4 и 7,1% соответственно. В то же время в Бразилии они выросли до 10,9 с 10,6%, несмотря на постепенное снижение ключевой ставки центральным банком.

<sup>15</sup> Выпуски ОФЗ-ПД 26219, 26226 и 26207. Объем в обращении каждого выпуска составляет 350 млрд руб., анонсированный объем доразмещения – по 100 млрд рублей.

<sup>16</sup> С учетом дополнительного размещения после аукциона.

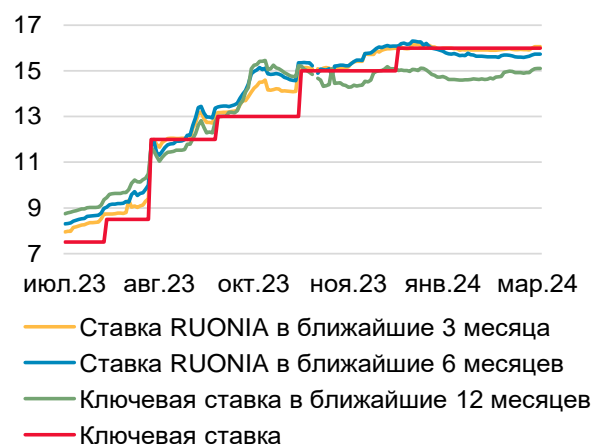
<sup>17</sup> Данные CME FedWatch Tool.

**Рисунок 33. Кривая бескупонной доходности ОФЗ, %**



Источник: ПАО Московская Биржа.

**Рисунок 34. Фиксированные ставки процентных свопов и ключевая ставка Банка России, % годовых**



\* Средние ожидаемые ставки представляют собой фиксированные ставки процентных свопов OIS RUB RUONIA 3M mid, OIS RUB RUONIA 6M mid и IRS RUB vs RUB KEYRATE 1Y mid.

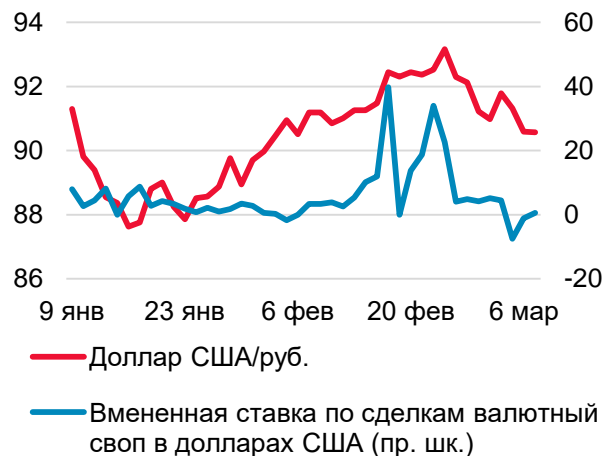
Источники: Банк России, Cbonds.

**Рисунок 35. Процентный коридор Банка России и краткосрочная ставка рынка МБК, % годовых**



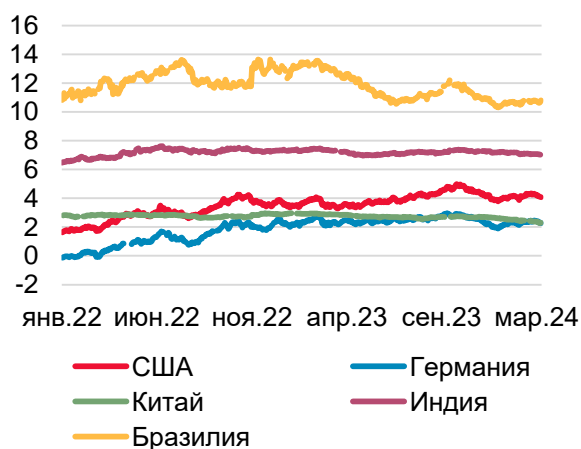
Источник: Банк России.

**Рисунок 36. Курса доллара США и вмененная ставка по валютным свопам в долларах США**



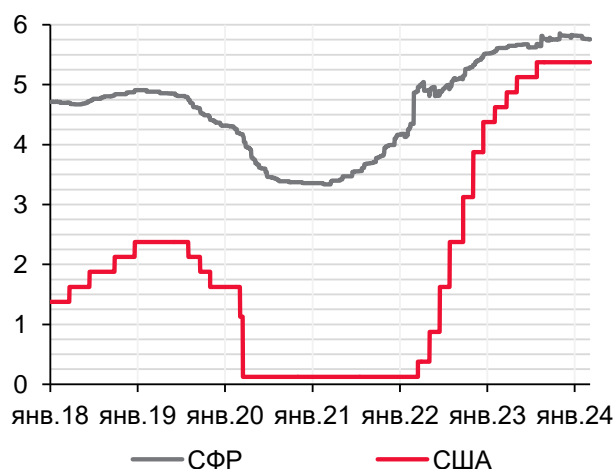
Источники: Банк России, ПАО Московская Биржа, НКО НКЦ, расчеты ДИП.

**Рисунок 37. Доходности 10-летних государственных облигаций**



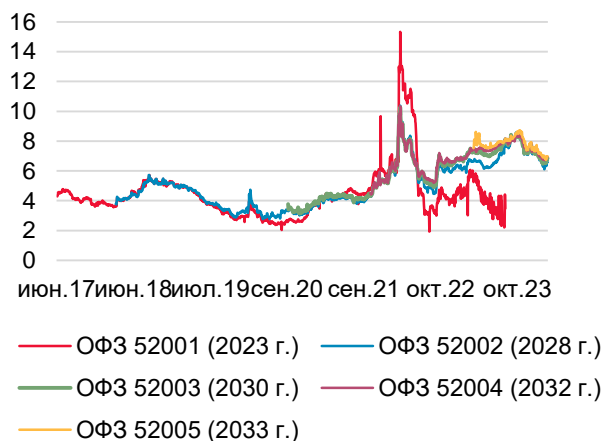
Источник: Cbonds.

**Рисунок 38. Ключевые ставки центральных банков, % годовых**



Источники: BIS, расчеты ДИП.

**Рисунок 39. Вмененные инфляционные ожидания из ОФЗ-ИН и ОФЗ-ПД, %**



Источник: ПАО Московская Биржа.

### 3.2. Спрос на нефтяном рынке отстает от предложения

- С начала февраля котировки большинства сырьевых товаров выросли под влиянием ослабления доллара США (индекс DXY -2%). Индекс цен сырьевых товаров Bloomberg прибавил 2%: цены на энергетические товары увеличились на 1%, на промышленные и драгоценные металлы – на 4 и 7% соответственно при снижении котировок сельскохозяйственных товаров на 3% (Рисунок 40).
- Геополитическая риск-премия вернулась в нефтяные котировки из-за проблем судоходства в Красном море (Рисунок 42). Неопределенность относительно дальнейшего санкционного давления на российский экспортный сектор в феврале выросла.

Это вызвало опасения касательно возможных перебоев в поставках сырья из России, что стало причиной ускоренного роста цен на российскую нефть по сравнению с мировыми бенчмарками. В результате цена на нефть марки Urals<sup>18</sup> выросла на 10%, до 76 долл. США / барр. (Рисунок 41).

- В январе на мировом нефтяном рынке образовался излишек жидкого топлива (по оценкам Минэнерго США, 0,6 млн б/с – Рисунок 43). Это обусловлено как сезонным сокращением спроса, так и недовыполнением некоторыми странами ОПЕК+ взятых на себя обязательств по дополнительному сокращению добычи на 0,8 млн б/с в I квартале<sup>19</sup>. При этом крупные участники соглашения выполняют свои обязательства в полной мере. В феврале ситуация незначительно улучшилась, но недовыполнение ограничений ОПЕК сохранилось при восстановлении добычи в Ливии и Венесуэле<sup>20</sup>, освобожденных от обязательств в рамках сделки ОПЕК+. Коммерческие запасы в странах ОЭСР выросли вместо ожидавшегося ранее сокращения. Это указывает на смещение баланса спроса и предложения на нефтяном рынке в феврале в сторону избытка предложения.
- Международное энергетическое агентство продолжило пересматривать краткосрочный прогноз на 2024 г. в сторону большего избытка предложения, отмечая замедление роста мирового потребления при расширении предложения стран вне ОПЕК. Более консервативный среднесрочный прогноз Минэнерго США также предполагает расширение профицита на рынке к концу 2025 г. (Рисунок 43), что окажет понижающее давление на нефтяные цены и приведет к росту коммерческих запасов в странах ОЭСР выше пятилетней средней величины (Рисунок 45).
- Для поддержания стабильности на нефтяном рынке страны ОПЕК+, включая Россию, продлили добровольные ограничения в размере 2,2 млн б/с на II квартал 2024 года. При этом Россия начиная с апреля поэтапно сократит добычу нефти еще на 0,471 млн б/с к концу второго квартала<sup>21</sup>. Эта мера является дополнением к добровольному сокращению добычи на 0,5 млн б/с, объявленному Россией в апреле 2023 г., которое продлится до конца 2024 года.
- Ограничения нефтяного экспорта в рамках договоренностей ОПЕК+ продолжают сдерживать динамику добычи полезных ископаемых. При этом на стоимостные объемы нефтегазового экспорта влияние данных ограничений может быть нейтральным с учетом возможного повышения мировых цен на нефть.
- Котировки природного газа на крупном европейском хабе снизились на 7%, до 26 евро/МВт-ч (Рисунок 41). Понижительная динамика связана со слабым спросом в Европе и Азии ввиду теплой погоды и высокой заполненности хранилищ. Планы

<sup>18</sup> На базисе CIF в порту Аугуста.

<sup>19</sup> В январе члены ОПЕК добывали на 0,15 млн б/с больше, чем предполагают их обязательства (Рисунок 44).

<sup>20</sup> По данным опросов Thomson Reuters и Bloomberg.

<sup>21</sup> Текущие обязательства предполагают ограничение экспорта нефти на 0,3 млн б/с, нефтепродуктов – на 0,2 млн б/с.

американских производителей продолжить снижать добычу в 2024 г. для поддержания цен на голубое топливо на внутреннем рынке удержали цены от еще большего падения. Это решение может снизить объемы экспорта американского СПГ и повысить спрос на газ из других стран.

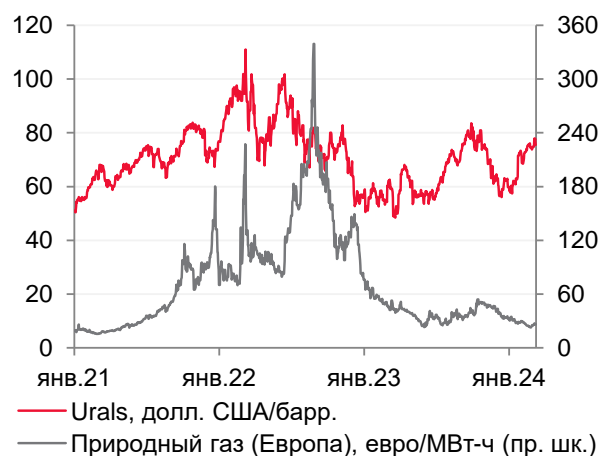
- Мировые цены на зерновые культуры, в частности пшеницу, снижались из-за увеличения предложения на рынке, в том числе со стороны России. Минсельхоз России ожидает роста экспорта зерна в 2024 г. на 6%, до 70 млн тонн. Высокий объем предложения российской пшеницы будет сдерживать цены на мировых рынках зерна.

**Рисунок 40. Индексы Bloomberg цен товаров и металлов (01.01.2021 = 100)**



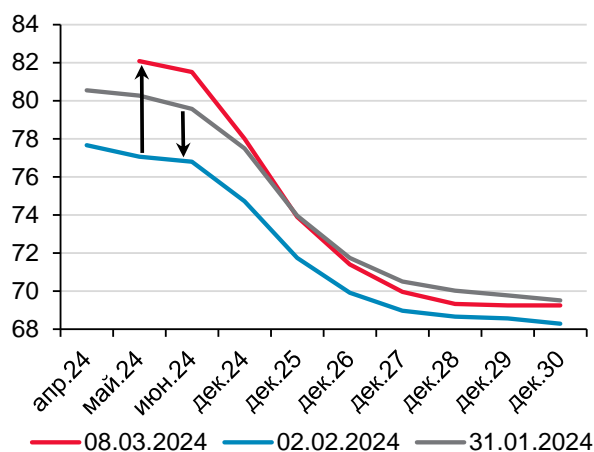
Источники: Investing.com, Bloomberg, расчеты ДИП.

**Рисунок 41. Цена на нефть марки Urals и природный газ в Европе**



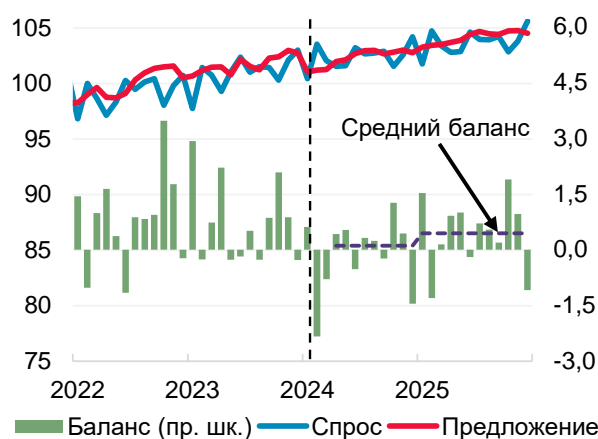
Источники: Investing.com, расчеты ДИП.

**Рисунок 42. Фьючерсная кривая (Brent) до и после новостей об отказе от перемирия на Ближнем Востоке, долл. США / барр.**



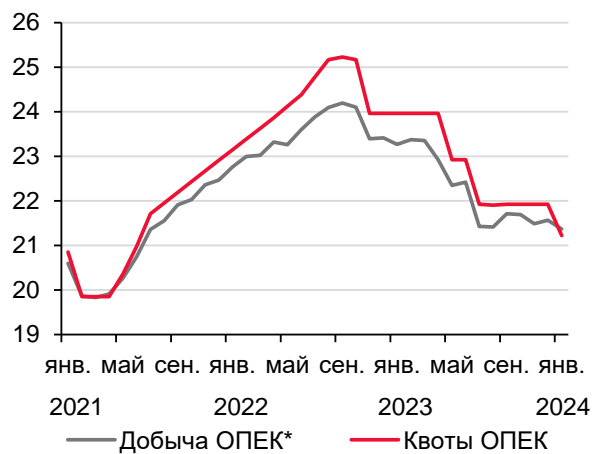
Источник: ICE.

**Рисунок 43. Основные показатели мирового рынка жидкого топлива, млн б/с**



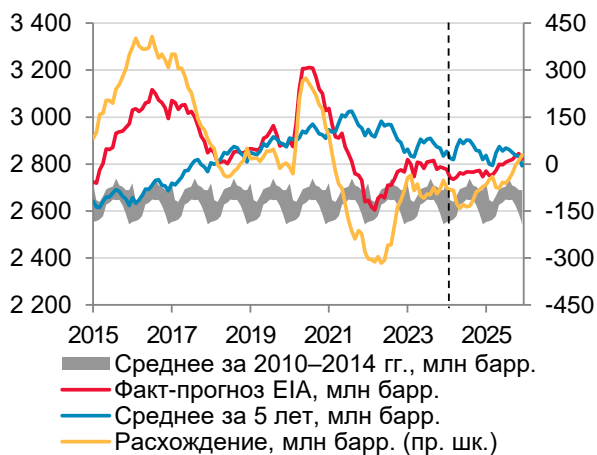
Источники: EIA, расчеты ДИП.

**Рисунок 44. Квоты с учетом добровольных сокращений добычи и добыча нефти ОПЕК, млн б/с**



Источник: ОПЕК.

**Рисунок 45. Коммерческие запасы нефти и нефтепродуктов в странах ОЭСР**



Источники: EIA, расчеты ДИП.



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