



Банк России



О ЧЕМ ГОВОРЯТ ТРЕНДЫ Макроэкономика и рынки

Бюллетень Департамента исследований и прогнозирования

Апрель 2024

ОГЛАВЛЕНИЕ

Краткое содержание	3
1. Инфляция	5
1.1. Устойчивому росту цен вблизи 4% еще предстоит сформироваться	5
2. Экономическая динамика	10
2.1. Признаки замедления экономического роста в начале года отсутствуют	10
2.2. Роль кредитного канала трансмиссии ДКП усилилась	14
3. Финансовые рынки	17
3.1. Участники рынка закладывают постепенное снижение ключевой ставки со второго полугодия	17
3.2. Рост цен сырьевых товаров оказывает поддержку экспорту	20
В фокусе. О проинфляционных рисках на рынке труда с позиции международных сопоставлений	23

Бюллетень подготовлен Департаментом исследований и прогнозирования по данным на 12.04.2024.
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

Краткое содержание

Итоги

- Оперативные и опросные данные указывают на уверенный рост российской экономики в январе – феврале и его вероятное продолжение в марте. Рост особенно заметен в промышленности, оптовой и розничной торговле и общепите. Расширение экономической активности повышает спрос на трудовые ресурсы, обостряя конкуренцию за них между компаниями и поддерживая высокие темпы увеличения трудовых доходов. Доходов хватает как на наращивание сбережений, так и на повышение уровня потребления. Поэтому снижение инфляционного давления в экономике и потребительском секторе происходит медленно, несмотря на жесткие денежно-кредитные условия. Для возвращения инфляции к цели необходимо поддержание жестких денежно-кредитных условий продолжительное время.
 - Высокий потребительский спрос сохраняется. Помимо роста доходов, он поддерживается активным автокредитованием и необеспеченным потребительским кредитованием, темпы роста которого остаются повышенными, несмотря на увеличение ставок по кредитам и ужесточение макропруденциального регулирования. Это создает предпосылки для продолжения роста цен повышенными темпами темпом выше 4% в пересчете на год.
 - В марте месячный рост потребительских цен ощутимо затормозился. Однако в этом торможении большую роль сыграли разовые дезинфляционные факторы на рынке отдельных товаров и услуг. Показатели устойчивой инфляции снижаются медленными темпами, оставаясь на повышенном уровне. При этом накопленное отклонение вверх от траектории роста цен, выводящей на 4% по итогам года, составило 0,5 п.п. в I квартале.
 - Оперативные данные по платежному балансу за март показали значительное увеличение экспорта при в целом неизменных значениях импорта. Соответственно профицит счета текущих операций был максимальным с конца 2022 года.
 - На российских финансовых рынках в марте преобладал позитивный фон. При этом в доходностях облигаций сохраняется высокая премия за инфляционный риск. Рынок акций рос. Валютный курс оставался стабильным. При этом ввиду лагов, связанных со сроками транспортировки и прохождения платежей, поступления от возросшего в марте экспорта окажут влияние на валютный рынок только в предстоящие месяцы.

В фокусе. О проинфляционных рисках на рынке труда с позиции международных сопоставлений

- В ряде стран с формирующимися рынками номинальный рост зарплат находится около своих многолетних максимумов, намного превышая доковидные уровни. Важной причиной повышенной динамики стала ковидная и постковидная структурная перестройка экономик в целом и рынков труда в частности.

- В отдельных странах, прежде всего Центральной и Восточной Европы относительно неблагоприятная динамика предложения труда привела к значительному ускорению роста заработных плат с конца 2020 г. и последующему увеличению инфляции. При этом в 2023 г. рост зарплат оставался повышенным, создавая значимые проинфляционные риски. В странах с благоприятной демографией и низкой зависимостью от миграции увеличение зарплат и инфляции было более умеренным и временным.
- Структурные изменения, которые претерпела российская экономика в последние годы, нашли отражение в том числе в усилении напряженности на рынке труда. Дисбаланс между спросом и предложением на рынке труда формирует предпосылки для устойчивого повышения зарплат темпами, опережающими рост производительности труда. Этот фактор может удлинять лаги трансмиссии жесткой ДКП в динамику спроса и цен.
- Решения Банка России по ДКП будут способствовать дальнейшему постепенному приведению темпов роста совокупного спроса в соответствие с возможностями расширения предложения в экономике, обеспечив возврат инфляции к цели в 2024 г. и ее дальнейшую стабилизацию вблизи 4%. При этом важным представляется продолжение реализации комплекса мер макроэкономической политики, направленных на перераспределение труда в пользу относительно эффективных компаний, а также общее повышение производительности труда.

1. Инфляция

В марте рост потребительских цен замедлился после стабилизации в январе-феврале, но основное влияние оказали разовые факторы¹. Эти факторы несколько снизили месячный рост цен по сравнению с ростом цен наиболее устойчивых компонентов потребительской корзины, который остается повышенным. Несмотря на то что общий дезинфляционный тренд по-прежнему сохраняется, он пока носит не такой выраженный характер, как следует из мартовского месячного индекса потребительских цен.

Почему же за значительным ослаблением инфляционного давления в конце 2023 г. не последовало такого же продолжения в начале 2024 года? Наш анализ показывает, что в III квартале 2023 г., максимальном по текущим темпам роста цен, сошлись сильнодействующие проинфляционные факторы как на стороне спроса, так и на стороне предложения. В частности, именно на этот период пришелся максимальный рост издержек, о чем сообщали респонденты разных опросов. К концу года рост издержек значительно замедлился, что привело к существенному ослаблению проинфляционного действия факторов предложения. Проинфляционное действие факторов спроса также снизилось, однако не так сильно с учетом продолжающегося значительного расширения спроса. Тем самым для устойчивого замедления текущего роста потребительских цен с поправкой на сезонность до 4% в пересчете на год требуется более значительное замедление роста спроса.

Динамика и факторы роста потребительских цен косвенно указывают на *умеренную жесткость денежно-кредитных условий*, несмотря на высокие номинальные процентные ставки. Такая жесткость достаточна для постепенного замедления роста цен, но не обеспечивает ее быстрое замедление. При этом происходящая адаптация потребителей и производителей к возросшим процентным ставкам в условиях сохраняющегося бюджетного стимула может дать новый импульс росту спроса в экономике, который в краткосрочной перспективе, вероятно, будет опережать возможности расширения предложения. В этих условиях может наблюдаться выраженная инерция текущего повышенного роста цен.

1.1. Устойчивому росту цен вблизи 4% еще предстоит сформироваться

- Сезонно сглаженный рост цен в марте снизился относительно января – февраля и приблизился к целевому уровню (в пересчете на год). Аналитические показатели ценовой динамики изменились разнонаправленно, но в целом указывают на то, что инфляционное давление осталось на повышенном уровне. Поэтому говорить о выходе цен на устойчивую траекторию, соответствующую годовому росту цен в 4%, пока преждевременно.
- Инфляционные ожидания населения и предприятий в целом продолжают снижаться, но остаются повышенными. Потребительская активность сохраняется на

¹ Примером может служить сильное и опережающее обычную сезонность снижение цен на отдельные виды плодоовощной продукции.

высоком уровне. Снижение инфляционного давления носит постепенный характер и потребует сохранения жестких денежно-кредитных условий продолжительное время.

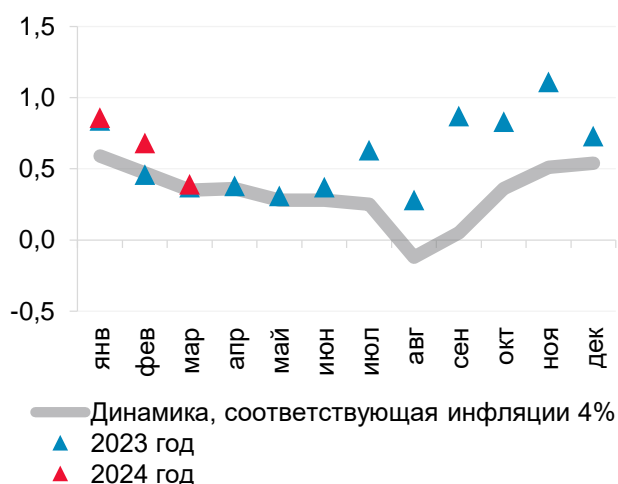
В марте рост потребительских цен ощутимо замедлился и приблизился к уровню, соответствующему 4% инфляции: 4,5 после 6,3% м/м SAAR в январе – феврале (Рисунок 1). Снижение темпов роста цен во многом вызвано действием разовых факторов: значительным отклонением вниз от обычной сезонности динамики цен на плодоовощную продукцию и замедлением роста волатильного компонента услуг после всплеска в феврале. Рост цен наиболее устойчивых компонентов потребительской корзины замедлился, но не так сильно, как общий рост цен, и держался на уровне выше 4%. Годовая инфляция осталась на февральском уровне – 7,7% (Таблица 1).

Таблица 1. Инфляция и ее компоненты

	Мар.	Мар.	Янв.	Фев.	Мар.
	2022	2023	2024		
% г/г					
Все товары и услуги	16,7	3,5	7,4	7,7	7,7
Базовая инфляция	18,7	3,7	7,2	7,6	7,8
Прод. товары	18,0	2,6	8,1	8,1	8,1
Непрод. товары	20,3	0,1	6,2	6,6	6,7
Услуги	9,9	9,7	8,1	8,5	8,3
% м/м SAAR					
Все товары и услуги	140,1	4,2	6,3	6,3	4,5
Базовая инфляция	179,0	2,8	6,7	6,8	6,1
Прод. товары	115,4	0,6	5,4	2,8	1,3
– без плодоовощей	89,7	0,8	5,3	5,4	5,2
Непрод. товары	258,8	1,5	6,1	3,2	3,1
– без нефтепрод-ов	331,5	1,6	6,1	3,8	3,2
Услуги	61,1	13,0	7,6	15,2	10,9
– без ЖКУ	104,5	17,5	10,2	20,3	13,0

Источники: Росстат, расчеты ДИП.

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

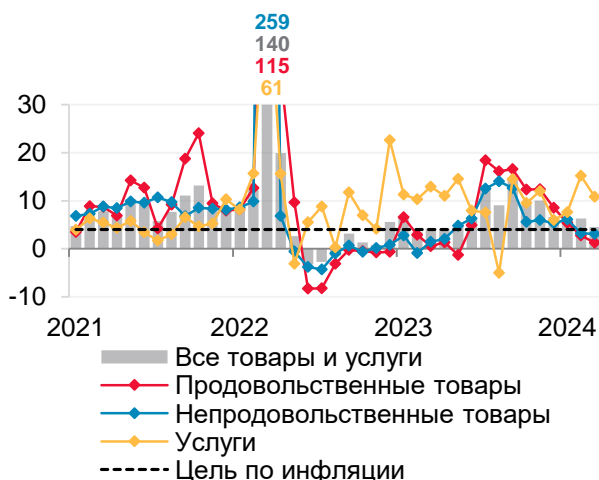


Источники: Росстат, расчеты ДИП.

Цены на продовольственные товары в марте повысились всего на 1,3% м/м SAAR. Этому способствовало опережающее сезонность снижение цен на овощи и фрукты, в том числе из-за того, что [увеличилось производство тепличных овощей и импорт бананов](#). Без учета этой категории рост цен на продовольствие замедлился незначительно – до 5,2 с 5,4% м/м SAAR.

Рост цен на продовольствие остается наиболее волатильным из всех крупных компонентов. После сильного ускорения роста в III квартале из-за одновременного повышения спроса и ограниченности предложения в динамике цен на продовольствие наиболее ярко проявились дезинфляционные тенденции по мере решения проблем на стороне предложения и замедления роста спроса (Рисунок 4). Однако дезинфляционное влияние динамики цен продуктов животноводства постепенно ослабевает. В марте вновь ускорился рост цен на мясопродукты: повышенные темпы удорожания могут поддерживаться высоким внутренним спросом и [расширением экспорта](#) при росте мировых цен. Также ускорился рост цен на молоко и молочную продукцию, в том числе под влиянием [повышения минимальных экспортных цен молочной продукции из Беларуси](#).

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



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

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



Источники: Банк России, Росстат, расчеты ДИП.

В непродовольственном сегменте рост цен остался сдержанным – 3,1 после 3,2% м/м SAAR. Наибольшее сдерживающее влияние оказало временное снижение цен на автомобили одной марки, производитель которой до конца марта вводил большие скидки на автомобили 2023 года. Скидки и ожидавшееся с 1 апреля 2024 г. повышение утилизационного сбора [помогали автодилерам](#) избавляться от избыточных запасов, сформированных в прошлом году. В ближайшее время [дилеры ожидают умеренного роста](#) цен из-за прогнозируемого охлаждения спроса.

Рост цен на прочие непродовольственные товары в среднем ускорился. К умеренному росту перешли цены на топливо. Несмотря на сокращение производства бензина, объемы поставок на внутренний рынок поддерживаются [за счет запасов](#) при постепенном [восстановлении поврежденных мощностей](#) и ограничениях на экспорт. В марте [биржевые \(оптовые\) цены на топливо существенно выросли](#), однако действие демпферного механизма будет сдерживать дальнейший рост цен.

В услугах темп роста цен снизился до 10,9 с 15,2% м/м SAAR в феврале. Этому способствовало замедление повышения цен на услуги воздушного и железнодорожного транспорта, а также зарубежного туризма, которые обеспечили февральский всплеск. При этом стоимость отечественных направлений для туризма заметно возросла – в основном за счет поездок на Черноморское побережье России. Без учета перечисленных компонентов рост стоимости услуг остается повышенным (6,1 после 7,5% м/м SAAR). Наибольшими темпами подорожали услуги организаций культуры, бытовые и медицинские услуги, а сдерживающее влияние оказал регулируемый сегмент.

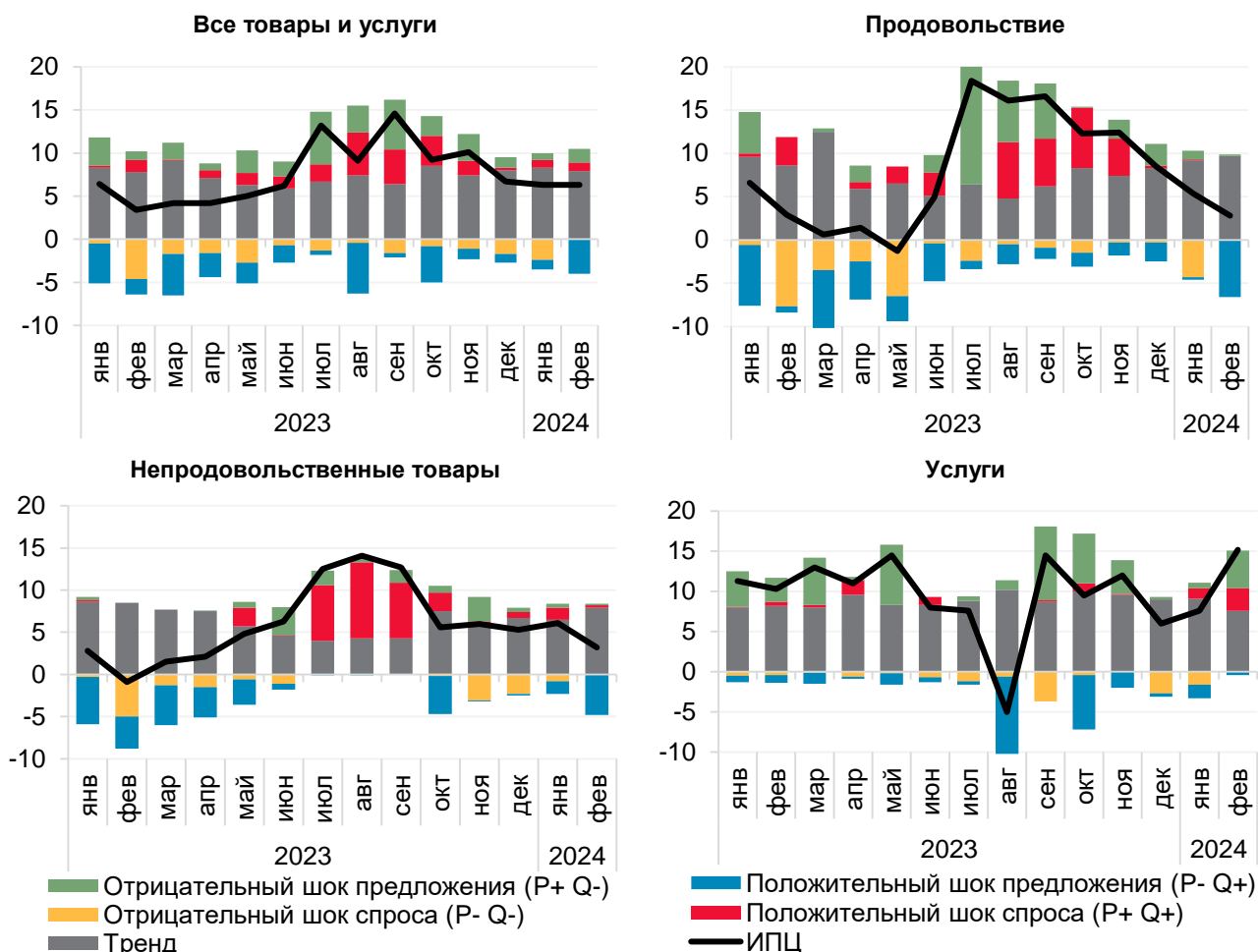
Влияние обменного курса рубля на динамику потребительских цен остается в целом нейтральным. Медиана роста цен в группе товаров с высокой чувствительностью к курсу рубля по-прежнему остается несколько ниже группы товаров с низкой чувствительностью (Рисунок 3).

Аналитические показатели ценовой динамики в марте изменились разнонаправленно. Средняя из оценок модифицированных показателей базовой инфляции в марте

почти не изменилась и соответствует 4,5% в пересчете на год (Рисунок 5). Медиана распределения роста цен немного снизилась (до 5,12 с 5,41% м/м SAAR в феврале), но остается выше 4% в годовом выражении по всем укрупненным компонентам. При этом вес ускоренно дорожающих позиций (выше 4% в пересчете на год) перестал снижаться, что также говорит о существенном вкладе отдельных позиций в замедление текущего роста цен (Рисунок 6). Оценка трендовой инфляции повысилась до 7,18 с 7,09% в феврале. Таким образом, несмотря на заметное снижение текущих темпов роста цен, в части устойчивых компонентов инфляционное давление сохраняется на повышенном уровне.

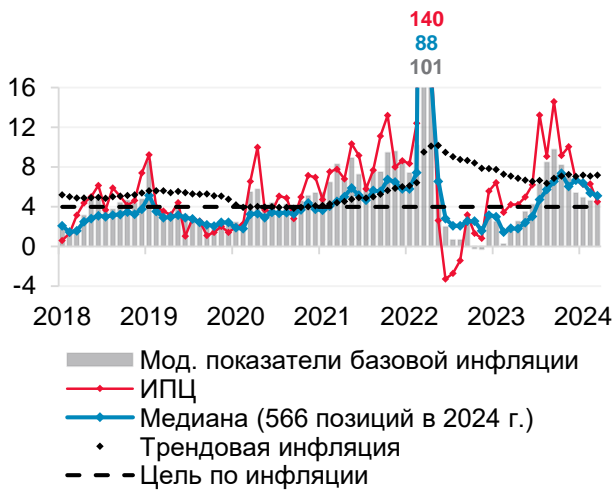
Инфляционное давление в I квартале 2024 г. стало снижаться гораздо медленнее, чем в конце 2023 г., и в целом сохраняется на повышенном относительно цели Банка России уровне. В конце 2023 г. резко снизился вклад факторов предложения в рост цен (Рисунок 4) (в начале 2024 года также проявился, вероятно, временный дезинфляционный эффект на стороне предложения в товарном сегменте). Проинфляционное действие факторов спроса также снизилось, однако менее значительно с учетом продолжающегося значительного расширения спроса. Это привело к торможению процесса дезинфляции. Тем самым для устойчивого замедления текущего роста потребительских цен с поправкой на сезонность до 4% в пересчете на год требуется дальнейшее замедление роста спроса.

Рисунок 4. Декомпозиция роста цен, % м/м SAAR



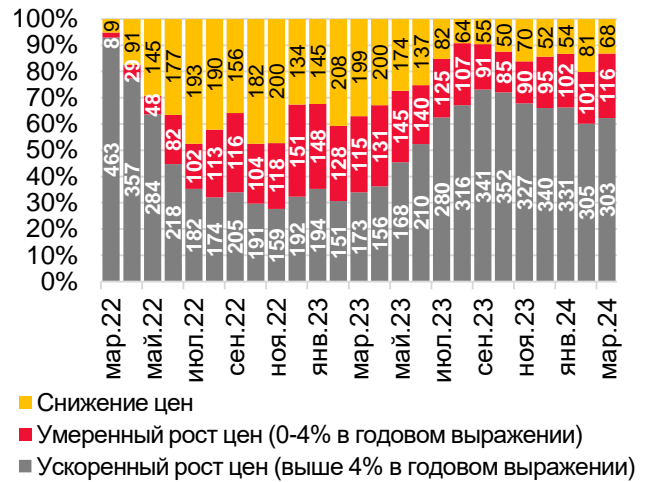
Источники: Росстат, [Сапова, Харламова \(2023\)](#), расчеты ДИП.

Рисунок 5. 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.

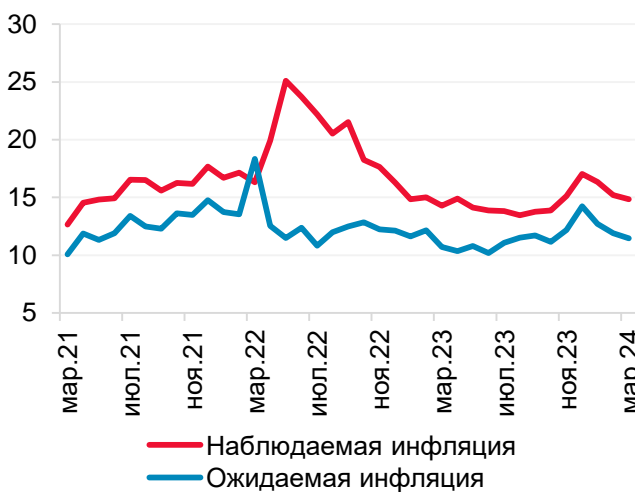
Рисунок 6. Суммарный вес товаров и услуг*, распределенный на основе сезонно сглаженных темпов роста цен



* Без плодоовощной продукции и регулируемых услуг.
 Примечание. Числа – количество позиций.
 Источники: Росстат, расчеты ДИП.

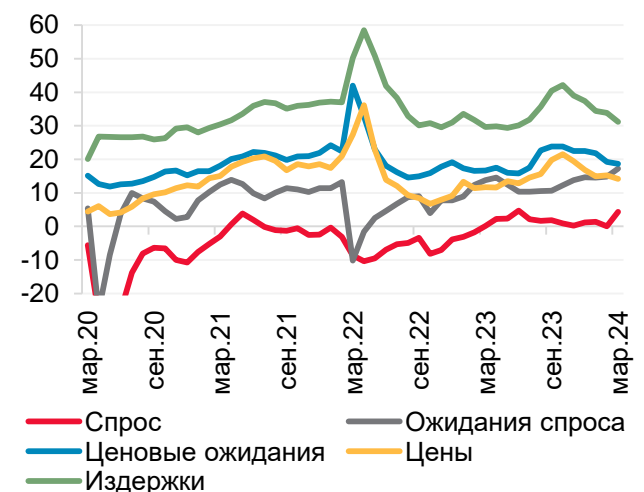
Несмотря на снижение инфляционного давления, устойчивой дезинфляционной динамике, выводящей на траекторию роста цен вблизи 4%, еще предстоит сформироваться. Инфляционные ожидания населения в марте продолжили снижаться, но остаются вблизи высоких уровней осени 2023 г. (Рисунок 7). Ценовые ожидания предприятий в целом по экономике скорректировались вниз в условиях замедления роста издержек (Рисунок 8). При этом в розничной торговле давление со стороны цен производителей повысилось.

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



Источник: ООО «ИНФОМ».

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



Источник: Банк России.

2. Экономическая динамика

В I квартале 2024 г. российская экономика продолжила расти, возможно, даже более быстрыми темпами, чем в IV квартале 2023 года. Исключением выступает топливная промышленность, которая снизила производство по разным причинам, не связанным с внутренним спросом. Источниками роста выступают потребительский и государственный спрос, а также некоторое восстановление ненефтегазового экспорта. В результате напряженность на рынке труда еще больше усилилась, а рост номинальных зарплат, по данным за январь, ускорился (правда, видимо, частично за счет выплаты премий по итогам года).

Позитивная экономическая динамика России в целом за период 2022–2024 гг. определялась действием нескольких факторов.

Во-первых, повышением уровня бюджетных расходов при изменении параметров бюджетного правила. Уровень цен на нефть в расчете базовых нефтегазовых доходов был значительно повышен, с 46 долл. США/барр. в изначально утвержденном бюджете на 2022 г. до 60 долл. США/барр. в 2024 году.

Во-вторых, так же, как и в острый ковидный период, часть спроса домохозяйств оказалась «заперта» внутри страны из-за резкого усложнения логистики зарубежных поездок и их существенного подорожания. Это стимулировало спрос домохозяйств на услуги внутреннего туризма, услуги общепита, товары длительного пользования и жилье.

В-третьих, процессы импортозамещения создают дополнительный спрос на товары и услуги промежуточного и инвестиционного назначения. Увеличивается спрос на внутренние факторы производства, растет доля валового накопления основного капитала в ВВП.

Вероятно, действие данных факторов носит долгосрочный характер. Тем самым возросший уровень внутреннего спроса сохранится. Вместе с тем поддерживать дальнейший рост экономики этим факторам становится все сложнее, в частности из-за бюджетных ограничений. Поэтому в дальнейшем вероятно замедление темпов роста до более устойчивых уровней вне зависимости от проводимой денежно-кредитной политики.

2.1. Признаки замедления экономического роста в начале года отсутствуют

- Опубликованная Росстатом квартальная оценка ВВП за 2023 г. подтвердила небольшое замедление роста экономики в конце года. В I квартале 2024 г. расширение экономической активности, по нашим оценкам, продолжилось сопоставимым темпом или даже ускорилось, а экономика продолжила отклоняться вверх от траектории сбалансированного роста. На это, в частности, указывают динамика выпуска базовых отраслей (Рисунок 9), опросных индикаторов деловой активности², а также ряд других оперативных индикаторов.

² [Индикатор бизнес-климата Банка России](#) достиг рекордного уровня на всей истории, оптимизм в промышленности повысился до максимального уровня с 2022 г. (опросы Сергея Цухло), а индекс PMI в обработке обновил 18-летний рекорд.

- Большинство отраслей, ориентированных на внутренний спрос, демонстрирует устойчивый рост. Выпуск в обрабатывающих отраслях ускоряется при стагнации в добывающем секторе (Рисунок 11). Вместе с тем рост в обрабатывающей промышленности по-прежнему характеризуется высокой волатильностью и разнородностью в отраслевом разрезе (Рисунок 12).
- В частности, это характерно для динамики выпуска в широком спектре отраслей *инвестиционной* группы. Рост производства готовых металлических изделий, машин и оборудования³ и неметаллической минеральной продукции был частично нивелирован снижением производства компьютеров, электронных и оптических изделий, автотранспортных средств (за вычетом легковых автомобилей). В *промежуточных* отраслях падение в нефтепереработке компенсировалось высоким результатом в металлургии. В *потребительских* отраслях темпы роста выпуска остаются стабильными, сдерживающее влияние оказала динамика пищевой, а также автомобильной промышленности.
- Потребительский спрос продолжает расти высокими темпами. Месячный рост оборотов розничной торговли ускорился в феврале до максимальных за двенадцать месяцев темпов в 1,4% м/м SA с порядка 1% м/м SA в среднем за предыдущие месяцы (Рисунок 13). Усложнение логистики и удорожание зарубежных поездок в последние два года привели к переориентации значительной части потребительского спроса на внутренний туризм⁴, услуги и российские товары длительного пользования, что придает дополнительный стимул внутреннему спросу при расширении доходов.
- Судя по динамике оперативных индикаторов, потребительские расходы по-прежнему не демонстрируют признаков устойчивого замедления роста. Сдерживает охлаждение потребительской активности усиливающаяся жесткость рынка труда⁵ (Рисунок 15, Рисунок 16), сопровождающаяся повышением текущих реальных зарплат (Рисунок 14) и уверенности населения в будущих трудовых доходах⁶ (Рисунок 17). Индексы потребительских настроений обновляют рекорды (Рисунок 19). Рост нормы сбережений (Рисунок 20) до максимумов (без учета всплеска в пандемию из-за ограничительных мер) сопровождается повышением склонности к крупным покупкам.
- Судя по фронтальному росту оптимизма респондентов различных по составу выборки опросов (МСП, PMI, ИБК Банка России, Сергей Цухло), предприниматели по-

³ Не включенных в другие группировки.

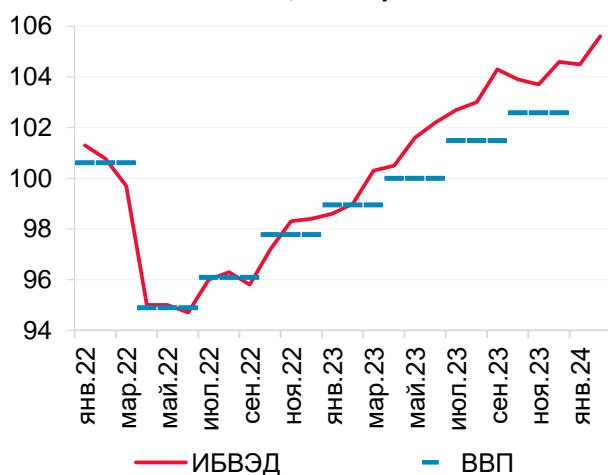
⁴ Входящие платежи в предоставлении временного проживания (гостиницы) в I квартале были выше на 36% уровня I квартала 2023 года.

⁵ Уровень безработицы и разрыв между спросом и предложением труда находится на исторических минимумах (2,8% SA и 50 тыс. человек SA в феврале соответственно). Индекс HeadHunter в марте с учетом корректировки на сезонность снизился на 0,16 п. (до 3,2 п. SA), также обновив исторический минимум.

⁶ Дополнительно способствуют росту оптимизма объявленное расширение мер социальной поддержки, рост доплат и повышение окладной части заработных плат медицинским работникам, озвученные в послании Президента Российской Федерации Федеральному Собранию.

зитивно оценивают и будущую динамику заказов. При этом возможности наращивания предложения по-прежнему отстают от спроса. Потенциал дальнейшего снижения безработицы небольшой (Рисунок 18) и может не позволить удовлетворить рекордный рост рабочих мест⁷.

Рисунок 9. Выпуск базовых видов экономической деятельности и ВВП, IV квартал 2020 г. = 100⁸



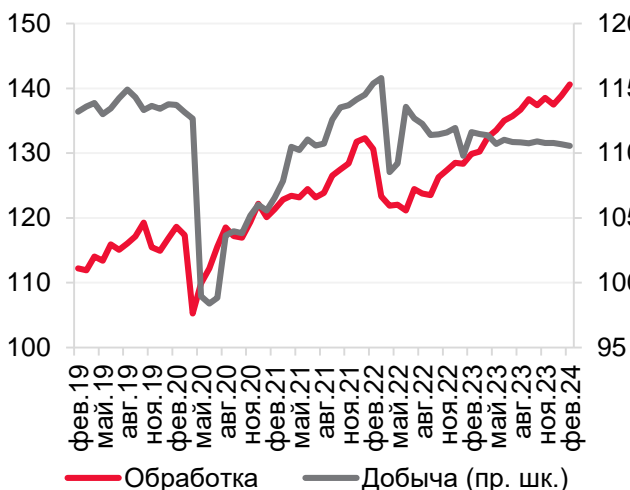
Источники: Росстат, расчеты ДИП.

Рисунок 10. PMI в обрабатывающей промышленности и услугах, п.



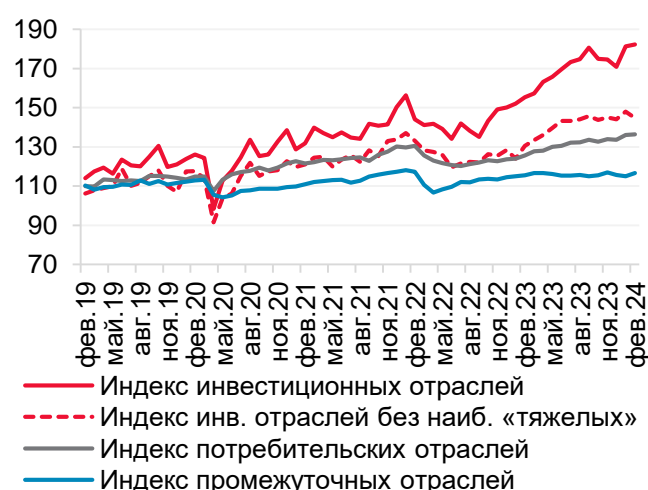
Источник: S&P Global.

Рисунок 11. Индексы добычи полезных ископаемых и обрабатывающего производства (2014 = 100), SA



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

Рисунок 12. Выпуск групп отраслей обрабатывающей промышленности (2014 = 100%), SA⁹



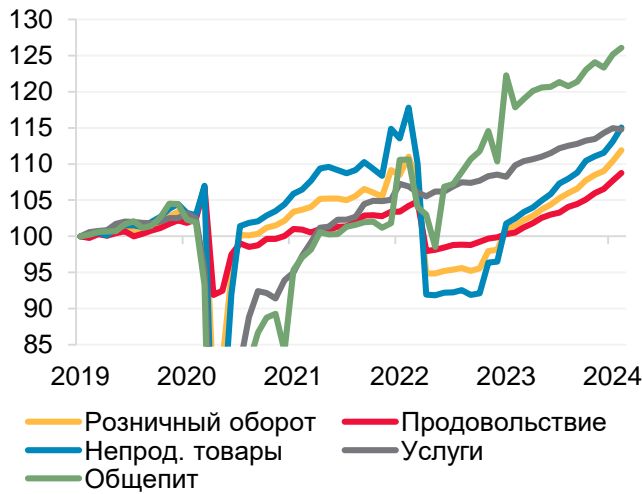
Источники: Росстат, расчеты ДИП.

⁷ Согласно опросу PMI, в обработке темпы создания рабочих месте в марте максимальные за 24 года.

⁸ Оценка ИБВЭД без учета вклада сельского хозяйства в сентябре – ноябре рассчитана на основе агрегированного показателя, по составу и динамике повторяющего композицию ИБВЭД и включающего сезонно сглаженные темпы роста выпуска прочих базовых отраслей относительно предыдущего месяца.

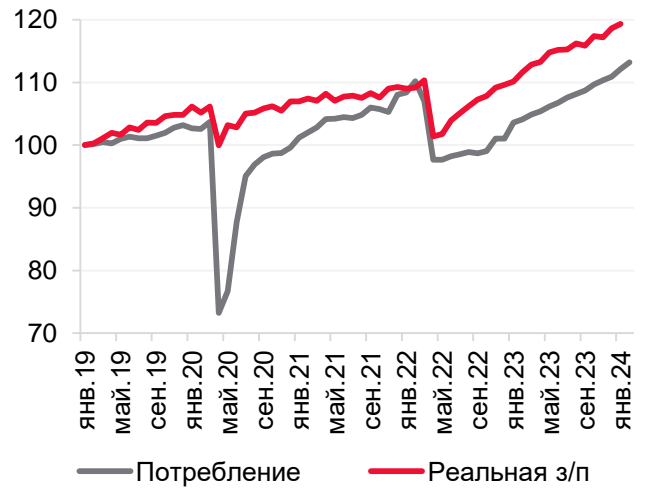
⁹ Под наиболее «тяжелыми» отраслями подразумеваются производства «готовых металлических изделий, кроме машин и оборудования» и «прочих транспортных средств и оборудования», которые имеют наибольший вес в структуре добавленной стоимости инвестиционной группы.

Рисунок 13. Оборот розничной торговли, сегмента платных услуг и общепита, 01.2019 = 100, SA, %



Источники: Банк России, Росстат, расчеты ДИП.

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



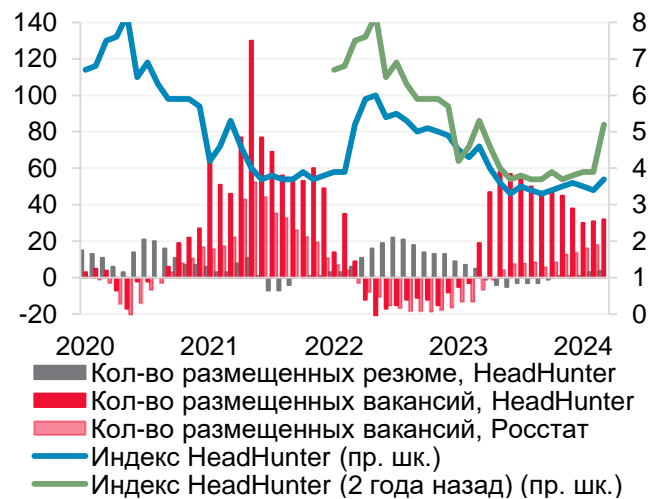
Источники: Росстат, расчеты ДИП.

Рисунок 15. Рабочая сила и спрос на труд, тыс. чел., SA



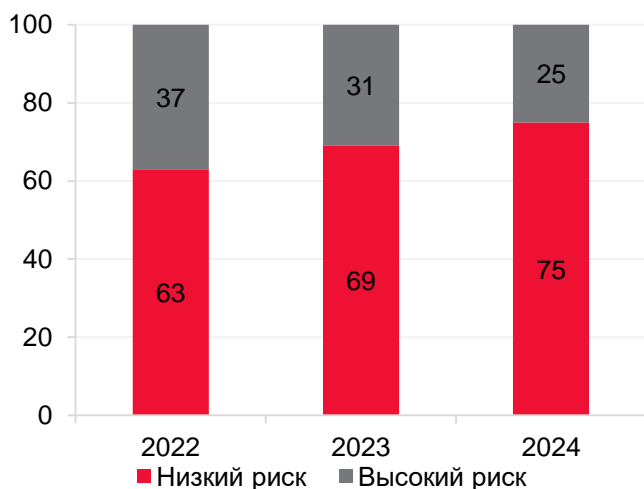
Источники: Росстат, расчеты ДИП.

Рисунок 16. Количество резюме, вакансий (% г/г) и индекс HeadHunter



Источники: Росстат, HeadHunter.

Рисунок 17. Уровень риска потери работы, %



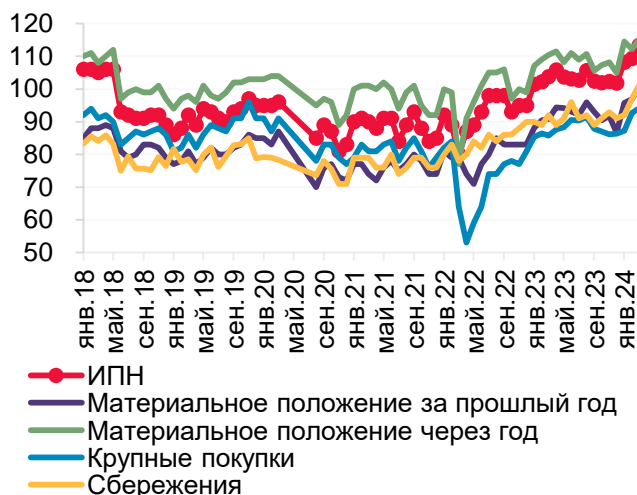
Источники: Ромир, ANCOR.

Рисунок 18. Уровень безработицы, %



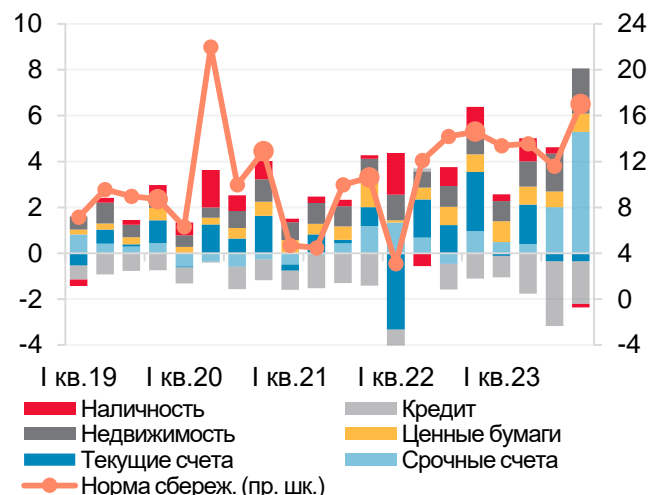
Источники: Росстат, расчеты ДИП.

Рисунок 19. Индексы потребительских и финансовых настроений, п.



Источник: ООО «инФОМ».

Рисунок 20. Компоненты сбережений (трлн руб.) и норма сбережений (% SA, пр. шк.)



Источники: Росстат, Банк России, расчеты ДИП.

2.2. Роль кредитного канала трансмиссии ДКП усилилась

- Жесткие денежно-кредитные условия все сильнее проявляются через кредитный канал трансмиссионного механизма. Рост кредитования в целом замедлился в последние месяцы, однако все еще остается на повышенном уровне. При этом структура роста по сегментам значительно поменялась.
- Темпы роста розничного кредитования в феврале практически не изменились, сохраняясь на уровне 1,1% м/м SA¹⁰ третий месяц подряд (Рисунок 21). Охлаждение

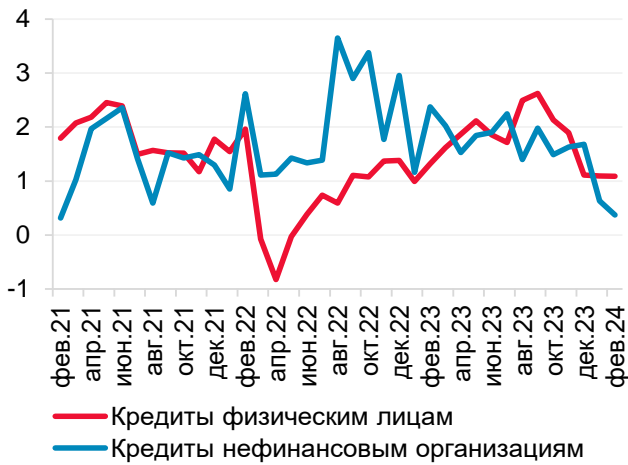
¹⁰ Здесь и далее в разделе сезонно сглаженная динамика – оценка ДИП.

в ипотечном сегменте после ужесточения условий выдач по льготной ипотеке компенсируется ускорением роста в других сегментах. Темп роста необеспеченного потребительского кредитования ускорился до 1,6% м/м SA в феврале с 1,3% м/м SA в январе. Спрос на кредит остается значительным, несмотря на высокие ставки на фоне продолжающегося роста заработных плат.

- Существенное ускорение темпов роста произошло в сегменте автокредитования – до 4,8% м/м SA в феврале. По предварительным данным, в марте этот рост мог ускориться. Это происходит на фоне увеличения продаж автомобилей: как новых, так и с пробегом. Большая часть автокредитов выдается на покупку подержанных авто.
- Среди причин столь высокого спроса на автокредиты выделяются возобновление программ господдержки, стремление приобрести автомобили до вступления в силу нового порядка начисления утилизационного сбора с 1 апреля, а также разнообразие акций и скидок дистрибьюторов, нацеленных снизить затоваренность складов. Еще одним фактором повышенного роста автокредитования может являться переток спроса из сегмента необеспеченных потребкредитов, где действуют макропруденциальные лимиты. Некоторые клиенты банков до введения лимитов могли предпочитать брать необеспеченные кредиты для покупки автомобиля ради меньшей бумажной волокиты при оформлении сделки.
- Рост рублевых кредитов нефинансовым организациям продолжает постепенно замедляться – до 0,4 с 0,6% м/м SA в январе¹¹. Ключевым драйвером роста портфеля выступило [проектное финансирование](#). Замедление связано с ужесточением денежно-кредитных условий, снижением спроса на кредиты со стороны предприятий, получивших бюджетные средства после исполнения госконтрактов, а также со снижением кредитной активности системно значимыми банками в связи с отменой послаблений по нормативу краткосрочной ликвидности с марта 2024 года.
- Темпы роста вкладов домохозяйств по-прежнему высоки – 2,2% м/м SA в феврале против 2,6% м/м SA в январе (Рисунок 26). Такая тенденция сохраняется из-за привлекательности высоких ставок по депозитам (Рисунок 25) при том, что доходы населения продолжают расти. Темп роста рублевых средств организаций остался на уровне 1,3% м/м SA, как и в январе, что согласуется с темпами [роста внутреннего спроса](#), а также связано с [поступлением бюджетных средств](#).
- Рост широкой денежной массы в последние месяцы немного замедлился, но остается на повышенном уровне (Рисунок 27). При этом вклад бюджета остается наибольшим относительно 2022–2023 гг., а основным источником роста денежной массы остается кредитование.

¹¹ Темп роста портфеля кредитов ИП замедлился до 1,5 с 2,2% м/м SA.

Рисунок 21. Рублевое кредитование, % м/м SA



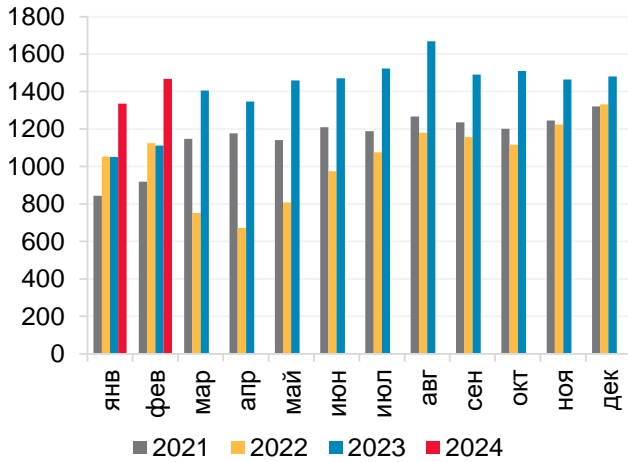
Источники: Банк России, расчеты ДИП.

Рисунок 22. Розничное кредитование, % м/м SA



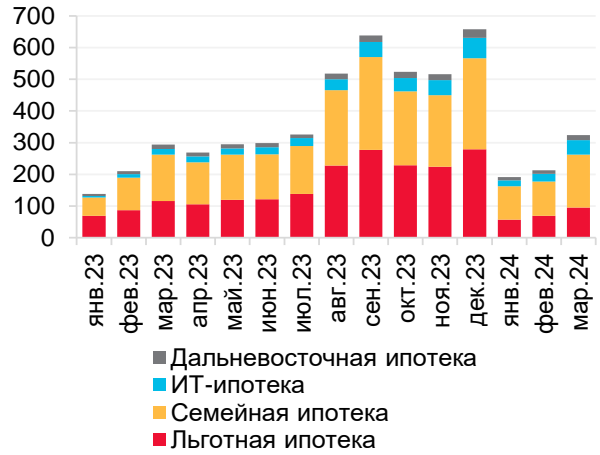
Источники: Банк России, расчеты ДИП.

Рисунок 23. Объем выдач по потребительским кредитам, млрд руб.



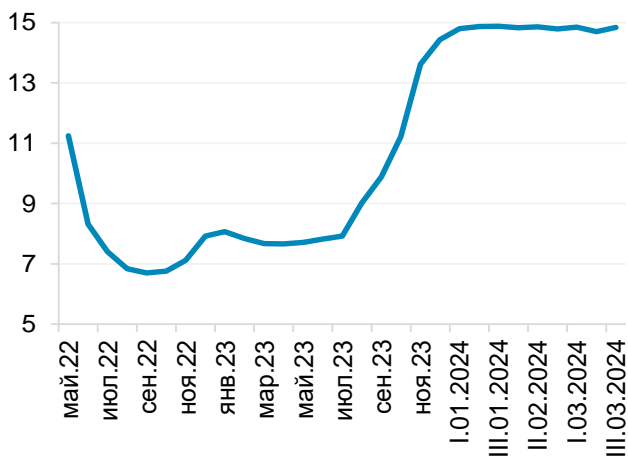
Источники: Банк России, расчеты ДИП.

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



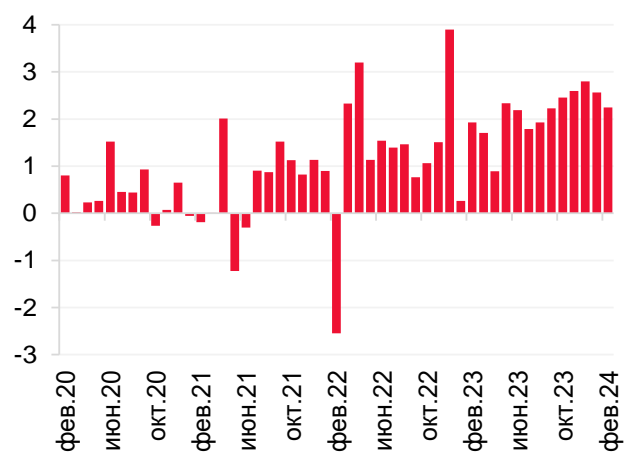
Источники: ДОМ.РФ, расчеты ДИП.

Рисунок 25. Максимальная процентная ставка 10 кредитных организаций, привлекающих наибольший объем депозитов физических лиц, %



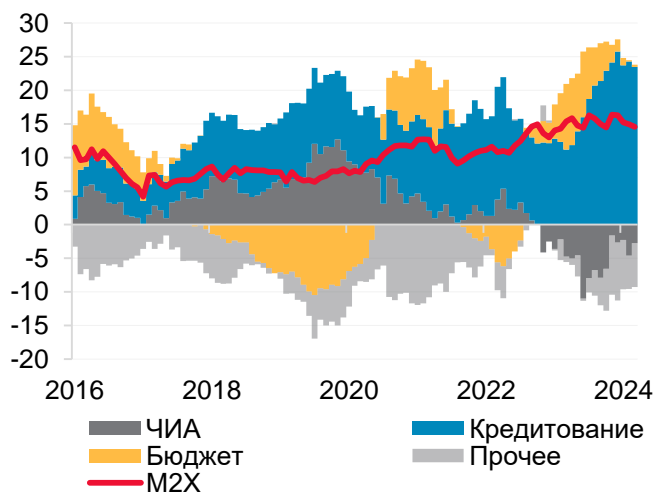
Примечание. Римские числа – номер декады.
Источники: Банк России, расчеты ДИП.

Рисунок 26. Средства физических лиц в банках, % м/м SA



Источники: Банк России, расчеты ДИП.

Рисунок 27. Факторы формирования широкой денежной массы п.п. (с устранением валютной переоценки)



Источники: Банк России, расчеты ДИП.

3. Финансовые рынки

3.1. Участники рынка закладывают постепенное снижение ключевой ставки со второго полугодия

- С начала марта и до заседания Совета директоров по ключевой ставке 22 марта доходности ОФЗ выросли вдоль всей кривой на 68–96 б.п. из-за пересмотра инвесторами траектории процентных ставок, в том числе на фоне неопределенности относительно источников финансирования будущих бюджетных расходов.
- Реакция рынка на решение Банка России оставить ключевую ставку на уровне 16% годовых была нейтральной. Впоследствии в конце марта – начале апреля доходности краткосрочных выпусков (1–2 года) снизились на 22 б.п., до 14,0–14,5%, в то время как в средне- и долгосрочном сегменте (от 3 лет) доходности прибавили 28–52 б.п. и достигли 13,4–14,0%.
- С учетом роста доходностей классических ОФЗ вмененная инфляция¹² на горизонте 4 лет выросла с 6,3 до 7,2%, а 6 лет – с 6,6 до 7,4%. При этом реальные доходности (ОФЗ-ИН¹³) после сильного роста в феврале в целом стабилизировались в марте – начале апреля.

¹² 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.

¹³ Бумаги с привязкой к инфляции, линкеры.

- Участники рынка процентных инструментов по-прежнему ожидают снижения ключевой ставки во второй половине года. При этом с начала марта ожидания сместились в сторону более медленного снижения ставки на горизонте в 1 год. Средняя ожидаемая ставка RUONIA в ближайшие 3 и 6 месяцев¹⁴, оцениваемая из котировок овернайт индексных свопов на RUONIA, закрепились вблизи 15,9-16,0% (в начале марта – 15,9 и 15,6% соответственно), а средняя ожидаемая ключевая ставка¹⁵ в течение года (фиксированная ставка годовых процентных свопов на ключевую ставку) выросла до 15,3-15,4% (в начале марта – 14,9%).
- Минфин России полностью выполнил план заимствований на I квартал (800 млрд руб.). С начала апреля были размещены ОФЗ на сумму 164 млрд рублей¹⁶. На последних аукционах размещались только ОФЗ с фиксированным купоном, основную часть составили долгосрочные выпуски. Спрос на аукционах остается устойчивым, однако стоимость заимствований последовательно увеличивается.
- Оперативные данные по платежному балансу за март показали значительное увеличение экспорта при в целом неизменных значениях импорта. Соответственно профицит счета текущих операций был максимальным с конца 2022 года.
- Валютный курс оставался стабильным. Средний курс доллара США в марте почти не изменился и составил 91,69 руб./долл. США, юаня – 12,68 руб./юань (в январе – 88,98 руб./долл. США и 12,38 руб./юань), а в начале апреля рубль немного ослабился относительно доллара США. Динамика курса рубля относительно начала марта в целом соответствует изменениям курсов валют других СФР (Рисунок 33). Ввиду лагов, связанных со сроками транспортировки и прохождения платежей, поступления от возросшего в марте экспорта окажут влияние на валютный рынок только в предстоящие месяцы.
- Дефицита валютной ликвидности не наблюдалось: вмененные ставки по сделкам однодневных валютных свопов вернулись к уровням конца января – начала февраля.
- Доходности государственных облигаций развитых стран остаются на повышенных уровнях в условиях сдержанной риторики центральных банков из-за замедления дезинфляции и сильной макроэкономической статистики. ФРС США в марте оставила ключевую ставку на уровне 5,25–5,50% и просигнализировала о возможном замедлении сокращения баланса. Инвесторы закладывают два снижения ставки во второй половине года до уровня 4,75–5,00% (CME FedWatch), что совпадает с прогнозом ФРС. ЕЦБ на заседании в апреле также оставил процентные ставки неизменными и допустил их снижение во второй половине года.
- Доходности государственных облигаций СФР в марте – начале апреля увеличивались вслед за доходностями в развитых странах. В частности, доходности 10-летних государственных облигаций Бразилии выросли почти на 70 б.п. и достигли

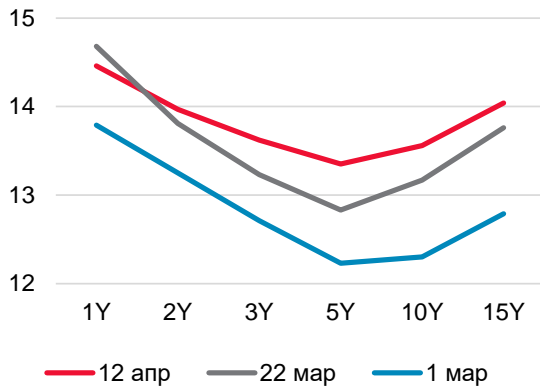
¹⁴ OIS RUB RUONIA 3M mid и OIS RUB RUONIA 6M mid (МБ СПФИ).

¹⁵ IRS RUB vs RUB KEYRATE 1Y mid (МБ СПФИ).

¹⁶ С учетом дополнительного размещения после аукциона.

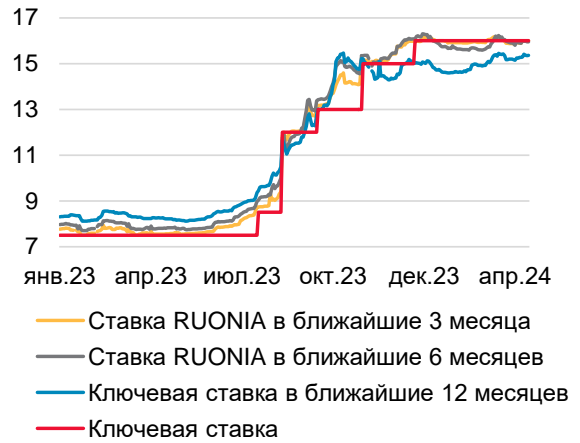
11,4%, а в Мексике – на 90 б.п., до 10,2%. В то же время доходности облигаций Китая и Индии, стран с меньшей открытостью финансовых рынков, почти не изменились и остались вблизи 2,3 и 7,1% соответственно.

Рисунок 28. Кривая бескупонной доходности ОФЗ, % годовых



Источник: ПАО Московская Биржа.

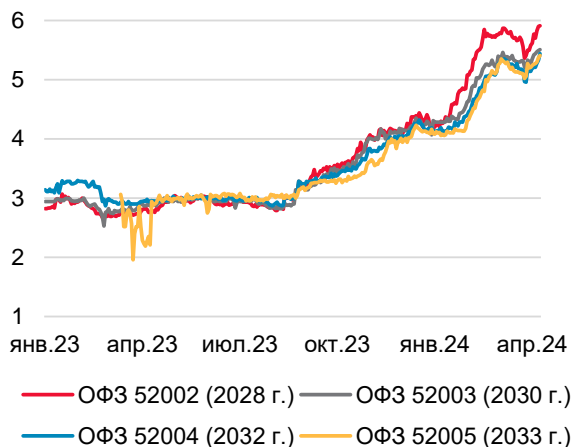
Рисунок 29. Фиксированные ставки процентных свопов и ключевая ставка Банка России, % годовых



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.

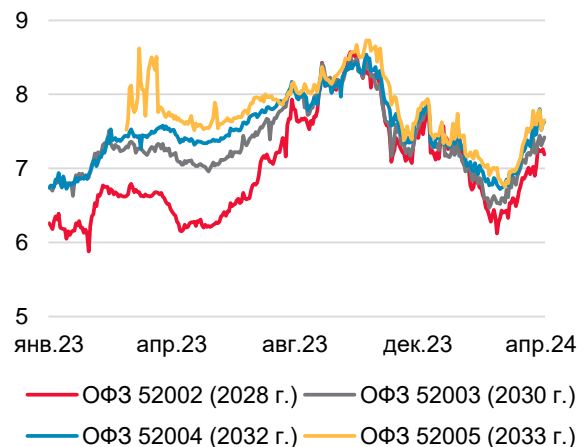
Источники: Банк России, ПАО Московская биржа, Cbonds.

Рисунок 30. Реальные доходности ОФЗ-ИН, % годовых



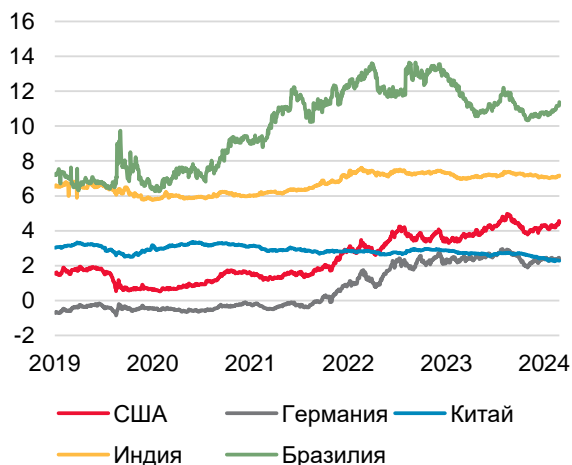
Источник: ПАО Московская Биржа.

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. Динамика курса рубля и индекса доллара США (индекс, 100 = 03.01.2024)



Источники: Cbonds, расчеты ДИП.

3.2. Рост цен сырьевых товаров оказывает поддержку экспорту

- За период с первой декады марта по 12 апреля котировки большинства сырьевых товаров повысились на фоне улучшения перспектив роста мировой экономики и усиления геополитических рисков на Ближнем Востоке. Индекс цен сырьевых товаров Bloomberg прибавил 5%: котировки энергетических товаров, промышленных и драгоценных металлов увеличились на 7, 6 и 9% соответственно при неизменном уровне цен на сельскохозяйственные товары (Рисунок 34).
- Повышение цен на сырьевые товары, основные статьи российского экспорта, приводит к росту объемов экспорта. При этом динамика курса рубля в большей степени чувствительна к динамике нефтегазового экспорта, поскольку в рамках бюджетного правила рост дополнительных нефтегазовых доходов компенсируется поручениями Минфина России на дополнительную закупку валюты для ФНБ.
- Цена на нефть марки Urals¹⁷ выросла на 13%, до 84 долл. США/барр., вслед за мировыми бенчмарками (Рисунок 35, Рисунок 36). Повышательное давление на котировки оказал пересмотр прогнозов ведущих международных организаций в сторону дефицита нефти на рынке за счет более активного роста спроса и более сдержанного расширения предложения (Рисунок 37). Минэнерго США повысило среднесрочный прогноз цены нефти Brent на 2024 и 2025 гг. на 6 и 8 долл. США, до 89 и 87 долл. США/барр. соответственно.
- На апрельском заседании члены ОПЕК+ подтвердили планы продления добровольных ограничений в размере 2,2 млн б/с на II квартал 2024 г., потребовав от всех стран к концу апреля обеспечить полное соответствие производственных показателей целевым, а также представить планы компенсации недовыполнения обязательств в предыдущие месяцы.

¹⁷ На базисе CIF в порту Аугуста.

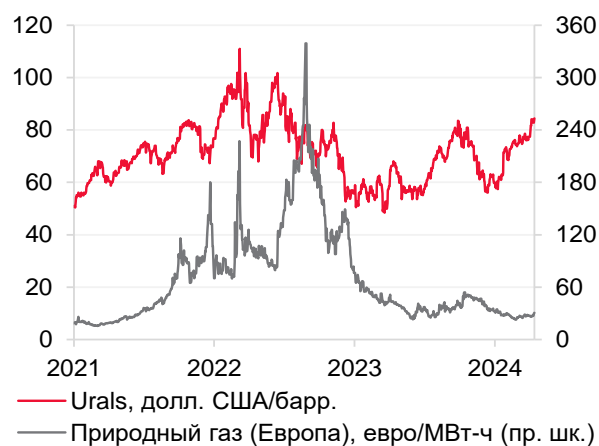
- Дополнительный повышательный импульс нефтяным ценам придало сокращение добычи нефти в США в I квартале на 0,4 млн б/с. Недавние опросы ФРБ Далласа и Канзас-Сити показали, что расширение деловой активности сланцевых производителей сдерживает [повышенная текучесть кадров](#) (Рисунок 38). Также нефтяные компании не спешат наращивать инвестиции из-за высокой неопределенности в преддверии выборов в США¹⁸. Добыча по-прежнему в значительной мере поддерживается за счет использования законсервированных скважин (DUCs) вместо бурения новых (Рисунок 39).
- Котировки природного газа в Европе выросли на 24%, до 31 евро/МВт-ч (Рисунок 35). Однако, вероятно, преимущественно это объясняется временными геополитическими факторами.

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



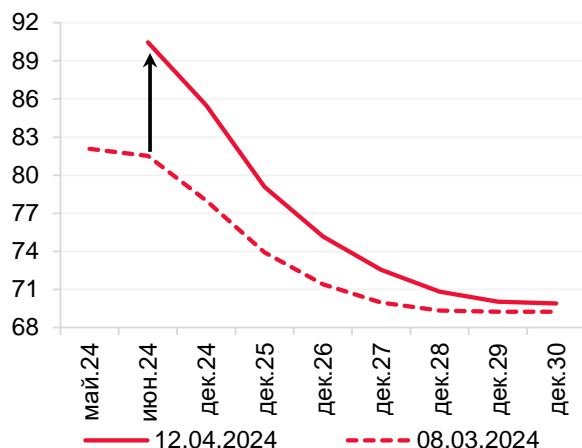
Источники: Investing.com, Bloomberg, расчеты ДИП.

Рисунок 35. Цена на нефть марки Urals и природный газ в Европе



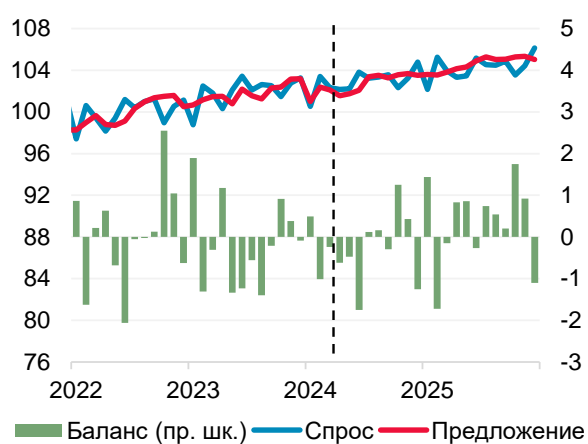
Источники: Investing.com, расчеты ДИП.

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



Источник: ICE.

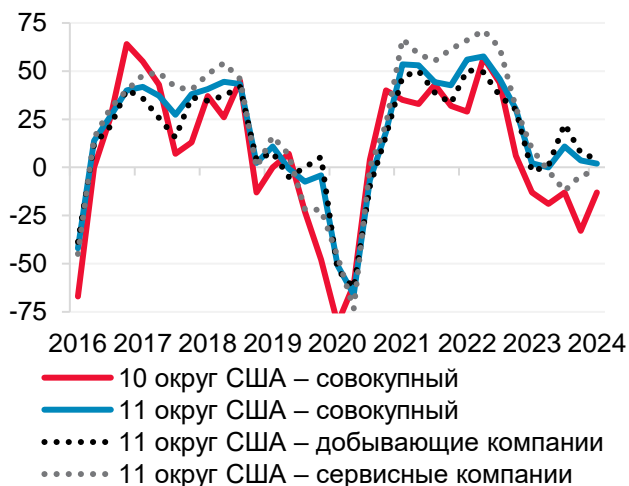
Рисунок 37. Основные показатели мирового рынка жидкого топлива, млн б/с



Источники: EIA, расчеты ДИП.

¹⁸ Например, в отношении изменений возможности бурения на частных землях.

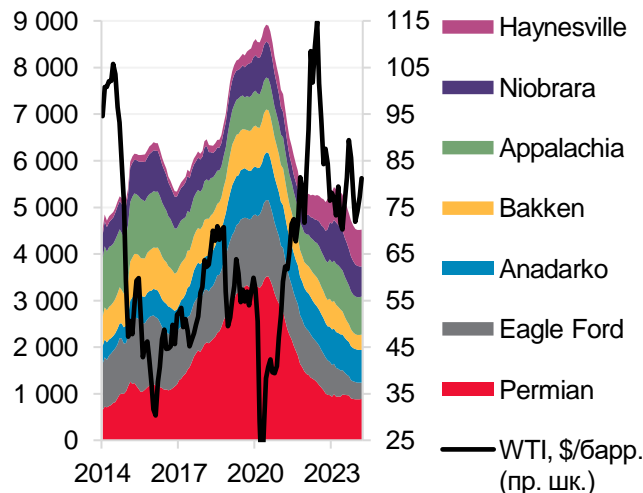
Рисунок 38. Показатель бизнес-активности нефтяных компаний США, пунктов*



* Положительное (отрицательное) значение показывает улучшение (ухудшение) активности к прошлому кварталу.

Источник: ФРБ Далласа, Канзас-Сити.

Рисунок 39. Число пробуренных, но незавершенных скважин в США и цена нефти WTI



Источники: EIA, расчеты ДИП.

В фокусе. О проинфляционных рисках на рынке труда с позиции международных сопоставлений

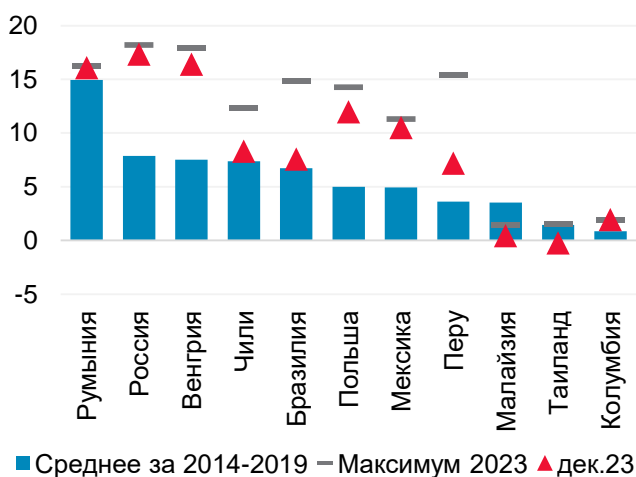
- В ряде стран с формирующимися рынками номинальный рост зарплат находится около своих многолетних максимумов, намного превышая доковидные уровни. Важной причиной повышенной динамики стала ковидная и постковидная структурная перестройка экономик в целом и рынков труда в частности.
- В отдельных странах, прежде всего Центральной и Восточной Европы (ЦВЕ), относительно неблагоприятная динамика предложения труда привела к значительному ускорению роста заработных плат с конца 2020 г. и последующему повышению инфляции. При этом в 2023 г. рост зарплат оставался повышенным, создавая значимые проинфляционные риски. В странах с благоприятной демографией и низкой зависимостью от миграции увеличение зарплат и инфляции было более умеренным и временным.
- Структурные изменения, которые претерпела российская экономика в последние годы, нашли отражение в том числе в усилении напряженности на рынке труда. Дисбаланс между спросом и предложением на рынке труда формирует предпосылки для устойчивого повышения зарплат темпами, опережающими рост производительности труда. Этот фактор может удлинять лаги трансмиссии жесткой ДКП в динамику спроса и цен.
- Решения Банка России по ДКП будут способствовать дальнейшему постепенному приведению темпов роста совокупного спроса в соответствие с возможностями расширения предложения в экономике, обеспечив возврат инфляции к цели в 2024 г. и ее дальнейшую стабилизацию вблизи 4%. При этом важным представляется продолжение реализации комплекса мер макроэкономической политики, направленных на перераспределение труда в пользу относительно эффективных компаний, а также и общее повышение производительности труда.

В последние годы в России наблюдается высокий устойчивый рост номинальной и реальной заработной платы. Существенное изменение баланса спроса на труд и его предложения в сторону нехватки рабочих рук приводит к тому, что уровень безработицы регулярно обновляет свои исторические минимумы. Повышенная конкуренция между работодателями за работников приводит к быстрому росту заработной платы. Пример России не является исключением, и похожая ситуация наблюдается в ряде других стран.

Во многих странах с формирующимися рынками (далее – СФР) рост номинальных зарплат находится около своих многолетних максимумов, намного превышая доковидные уровни (Рисунок 40). Общей причиной во многом являются структурные последствия пандемии коронавируса для рынка труда. Жесткие и длительные ограничения на мобильность в период пандемии, в том числе и самоограничения населения, вызвали сильное проседание спроса на услуги и тем самым массовый уход работников из этой сферы.

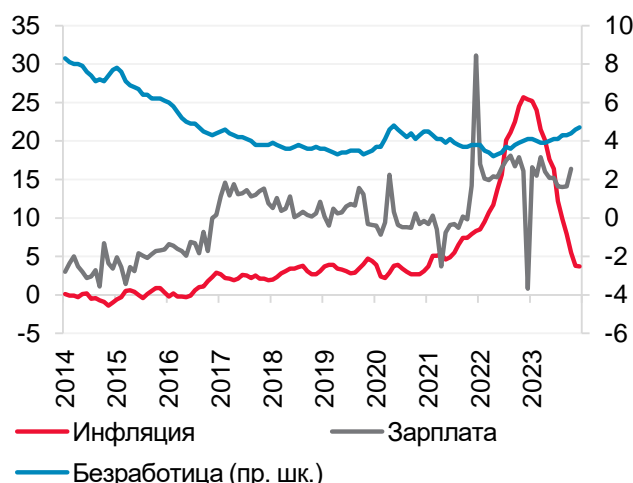
По мере ослабления противоэпидемических ограничений сфера услуг, наоборот, стала одной из наиболее быстро растущих за счет масштабных государственных программ поддержки спроса. После снятия ограничений заметно выросли траты на услуги, в частности на развлечения, туризм, активно развивалась сфера доставки. Спрос на работников в этих секторах начал увеличиваться, однако к тому моменту многие работники переобучились, и не все отрасли с растущим потребительским спросом на свою продукцию смогли найти нужное количество работников. Все это в постпандемийный период привело к повышению конкуренции между работодателями, которая отражалась в повышении зарплат темпами, превышающими рост производительности труда и, как следствие, нарастающими проинфляционными рисками.

Рисунок 40. Номинальные зарплат в крупнейших СФР, % г/г



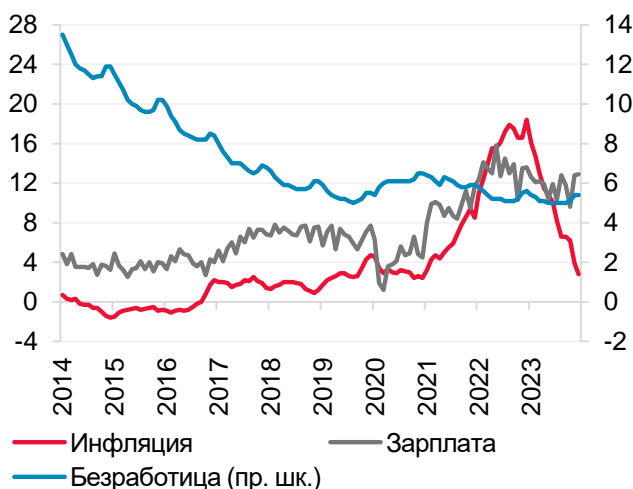
Источники: Росстат, Cbonds, расчеты ДИП.

Рисунок 41. Инфляция, зарплаты (% г/г) и безработица (%) в Венгрии



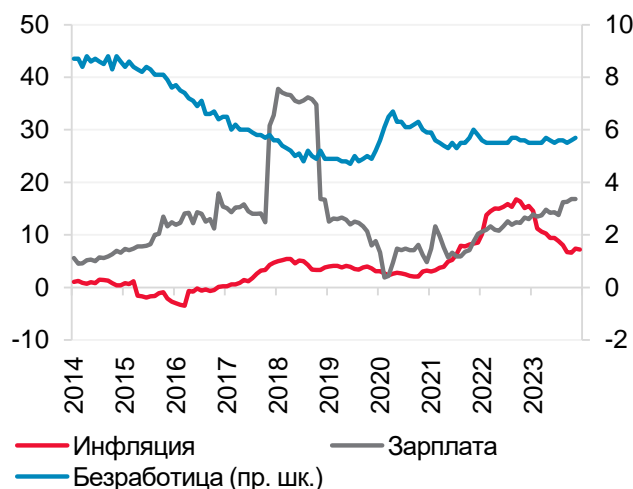
Источники: Cbonds, расчеты ДИП.

Рисунок 42. Инфляция, зарплаты (% г/г) и безработица (%) в Польше



Источники: Cbonds, расчеты ДИП.

Рисунок 43. Инфляция, зарплаты (% г/г) и безработица (%) в Румынии



Источники: Cbonds, расчеты ДИП.

Таким образом, ключевое влияние на состояние рынка труда оказала динамика предложения. В СФР, характеризующихся долгосрочным трендом на сокращение численности и старение населения, происходило дополнительное выбытие работников. В допандемийный период этот фактор во многом компенсировал приток рабочей силы из других стран. Однако в период пандемии многие мигранты были вынуждены вернуться в свои страны и в условиях межстрановых ограничений на мобильность не смогли быстро вернуться. Дополнительно усиливал дефицит рабочей силы во многих СФР отток высококвалифицированных кадров в соседние развитые страны.

Показательными примерами СФР, где в той или иной степени имели место все описанные выше факторы, являются страны Центральной и Восточной Европы (далее – ЦВЕ). Так, в Венгрии, Польше и Румынии до начала 2022 г. наблюдалось устойчивое сокращение численности населения и его старение. Показатель безработицы после резкого роста в 2020 г. вернулся к допандемийным локальным минимумам. В этих условиях в конце 2020 – 2021 г. наблюдалось активное ускорение роста зарплат, которое с лагом в пределах нескольких кварталов транслировалось в ускорение роста цен (Рисунок 41 – Рисунок 43).

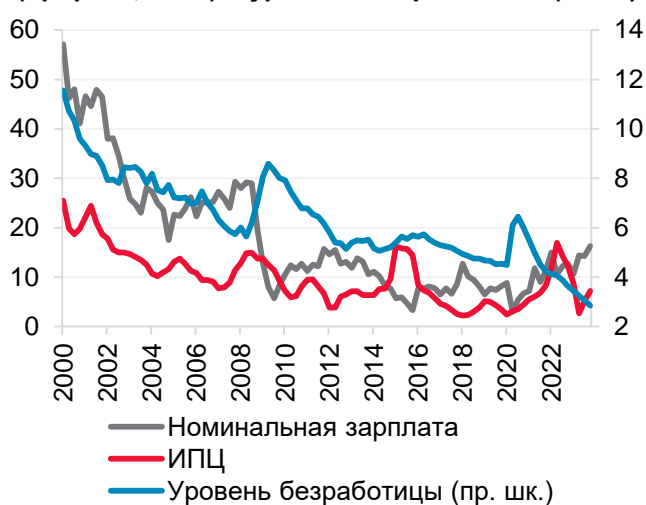
Инфляция в подавляющей части СФР превышает среднее значение в допандемийный период, а также часто выше цели центральных банков по инфляции. Однако, по нашему мнению, примеры стран Латинской Америки и особенно стран Азиатско-Тихоокеанского региона в этом отношении значительно менее показательны. Динамика зарплат и цен после пандемии в целом была сонаправленной, но, как правило, рост зарплат был догоняющим и следовал за ускорением инфляции (то есть восстанавливался реальный уровень зарплат). Таким образом, не возникало «залипания» роста зарплат на повышенном уровне и, соответственно, устойчивых проинфляционных рисков со стороны рынка труда. В целом различия в характере проинфляционных рисков со стороны рынка труда между различными странами и группами стран объясняются широким спектром факторов, которые требуют более детального изучения. К этим факторам, в частности, относятся отраслевая структура роста экономик, демографические тенденции, чувствительность рынка труда к миграционным потокам, развитость профсоюзов, доля неформального сектора в экономике и прочие факторы.

Мы полагаем, что текущая конъюнктура российского рынка труда в большей степени схожа с представленным выше кейсом для избранных стран ЦВЕ. При этом дополнительное усиление напряженности на рынке труда в постковидный период произошло в 2022 г. из-за сильного изменения внешних условий, которое привело к структурной перестройке экономики. Это провоцирует высокую конкуренцию за работников и в условиях исторически низкой безработицы вызывает повышенный рост зарплат. Такое сочетание создает проинфляционные риски, которые учитываются при принятии решений по ДКП.

Вместе с тем демографическая ситуация в России складывается таким образом, что возможности для существенного расширения предложения труда в ближайшие годы выглядят ограниченными (Рисунок 45). Смягчение напряженности на рынке труда возможно за счет нивелирования дисбаланса между спросом на труд и предложением

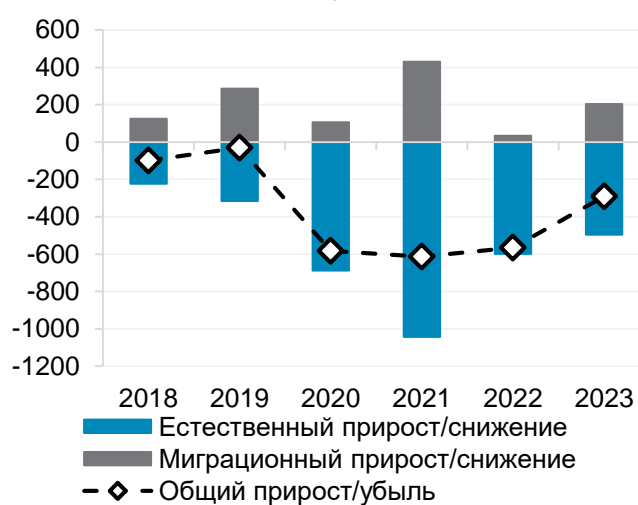
труда. Так, в условиях сохраняющихся проинфляционных рисков со стороны динамики совокупного спроса в экономике решения Банка России по ДКП направлены на приведение темпов роста спроса в соответствие с возможностями расширения предложения. Это станет залогом возвращения инфляции к цели в 2024 г. и ее дальнейшей стабилизации вблизи 4%. Наряду с этим важным сопутствующим условием для ограничения проинфляционного давления со стороны рынка труда, в том числе на более длительном временном горизонте, является продолжение реализации комплекса мер, направленных на перераспределение труда из относительно неэффективных в эффективные компании и повышение производительности труда.

Рисунок 44. Номинальная зарплата, ИПЦ (прирост, % г/г) и уровень безработицы (% SA)



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

Рисунок 45. Факторы изменения численности населения, тыс. чел.



* Новые регионы пока не учтены в численности населения России. Миграционный прирост в 2023 г. включает в том числе прибывших из новых регионов.

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