



Банк России



О ЧЕМ ГОВОРЯТ ТРЕНДЫ Макроэкономика и рынки

Бюллетень Департамента исследований и прогнозирования

Май 2023

ОГЛАВЛЕНИЕ

| | |
|--|-----------|
| Краткое содержание | 3 |
| 1. Инфляция | 5 |
| 1.1. Постепенное повышение инфляционного давления | 5 |
| 2. Экономическая динамика | 12 |
| 2.1. Уверенный рост внутреннего спроса | 13 |
| 2.2. Дальнейшее ускорение розничного кредитования | 16 |
| 3. Финансовые рынки | 19 |
| 3.1. Российский рынок: традиционное затишье в первой половине мая | 19 |
| 3.2. Усиление рисков на стороне спроса вызвало снижение сырьевых цен | 20 |
| В фокусе. Растущий спрос на авторынке опережает предложение | 22 |

Бюллетень подготовлен Департаментом исследований и прогнозирования по данным на 25.05.2023.
Выводы и рекомендации, содержащиеся в бюллетене, могут не совпадать с официальной позицией Банка России.
Замечания и предложения по содержанию просим отправлять по адресу dip1@cbr.ru.

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

© Центральный банк Российской Федерации, 2023

Краткое содержание

Итоги

- Рост российской экономики в апреле – начале мая продолжился. За этим стоит возросший спрос со стороны госсектора, дополняемый дальнейшим оживлением потребительского спроса и инвестиционным спросом частного сектора в связи с происходящими структурными изменениями. На этом фоне активно растет кредитование, в том числе розничное. Сохраняющееся действие ряда временных дезинфляционных факторов в сегменте продовольственных и ряда непродовольственных товаров в настоящее время сдерживает рост потребительских цен. Одновременно ресурсные ограничения со стороны факторов производства (труд, производственные мощности и технологии) усиливаются. Это создает предпосылки для усиления ценового давления, в том числе из-за все еще повышенных инфляционных ожидания населения и бизнеса.
 - Оперативные и опросные показатели указывают на продолжение экономического роста в весенние месяцы. При этом рост потребительского спроса ускорился на фоне повышения реальных заработных плат и доходов, усиления общего дефицита на рынке труда и снижения в I квартале нормы сбережений, в том числе из-за активизации розничного кредитования.
 - Рост потребительских цен в апреле–мае оставался умеренным при увеличении темпов роста устойчивых компонентов цен с пониженного уровня. Вместе с тем в производственном звене наблюдается все более выраженный опережающий рост цен на потребительские товары. Это указывает на вероятное повышение инфляционного давления, что может потребовать повышения ключевой ставки для того, чтобы инфляция соответствовала цели вблизи 4% в 2024 году.
 - Умеренная динамика потребительских цен и возврат Минфина России к размещению флоатеров (ОФЗ с переменным купоном) стабилизировали доходности ОФЗ вдоль всей кривой, в большей мере на дальнем конце. Тем не менее опасения сохранения повышенного дефицита бюджета и объемов заимствований в среднесрочной перспективе по-прежнему определяют значительный положительный спред между доходностями долгосрочных и краткосрочных ОФЗ.

В фокусе. Будет ли предложение на рынке автомобилей успевать за восстановлением спроса?

- Рынок автомобилей постепенно восстанавливается после вызовов 2022 г., однако объемы производства и продаж новых автомобилей все еще значительно ниже уровней прошлых лет.
- Косвенные признаки указывают на то, что спрос восстанавливается вслед за ростом экономики, при этом расширение предложения несколько отстает.

-
- Пониженные объемы продаж новых автомобилей приведут к ускорению старения автопарка. Необходимость его обновления может дополнительно подстегнуть спрос на новые автомобили в среднесрочной перспективе.
 - Реакция предложения на эти среднесрочные тенденции в значительной степени будет зависеть от регуляторных и экономических мер, в частности налоговый режим, требования локализации, создание условий для инвестиций и так далее.

1. Инфляция

После достижения апрельского минимума 2,3% годовая инфляция начиная с мая до конца года будет увеличиваться даже в условиях сохранения текущих умеренных темпов роста потребительских цен. Эта тенденция отразит постепенное выхождение из расчета инфляции низких значений прошлого года, когда цены снижались или оставались стабильными после весеннего всплеска.

Текущие темпы роста цен сохраняются на уровне примерно 4% в пересчете на год. При этом структура их роста меняется: рост цен товаров и услуг, отличающихся большой волатильностью, замедляется, в то время как рост цен товаров и услуг, характеризующихся более устойчивой и менее волатильной динамикой, увеличивается. В частности, это происходит из-за постепенного исчерпания дезинфляционного эффекта от очень обильного урожая прошлого года (в сегменте продовольственных товаров) и от крепкого рубля, который преобладал в середине прошлого года и позволил осуществить закупки импортных товаров длительного пользования по низким ценам в рублевом эквиваленте.

На фоне растущего потребительского спроса и ослабления рубля увеличиваются проинфляционные риски, что может привести к повышению текущих темпов роста потребительских цен и более быстрому повышению годовой инфляции. В этом случае для обеспечения инфляции на уровне цели в 2024 г. может потребоваться проведение более жесткой денежно-кредитной политики. При этом потребуются учет значительных временных лагов, с которыми решения по ДКП транслируются в динамику инфляции. Это означает, что номинальные процентные ставки должны будут прирастать быстрее, чем ускорение роста цен и его влияние на рост инфляционных ожиданий.

В то же время снижение нефтегазового дефицита бюджета с текущего уровня до уровня, утвержденного в законе о бюджете на этот и последующие годы (то есть возврат к параметрам бюджетного правила), должно сдерживать совокупный спрос во второй половине 2023 года и далее. Это способно действовать как дезинфляционный фактор, снижающий потребность в ужесточении ДКП.

1.1. Постепенное повышение инфляционного давления

- В апреле рост потребительских цен повысился до 3,8% м/м SAAR при снижении годовой инфляции до 2,3%. Месячные темпы роста цен увеличились в продовольственном и непродовольственном сегментах, оставаясь при этом пониженными. В услугах рост цен сохранился на высоком уровне.
- Медиана и среднее из оценок модифицированных показателей базовой инфляции остаются заметно ниже 4% в годовом выражении. Ослабление рубля пока отразилось в небольшом числе категорий.
- Опросные и оперативные индикаторы свидетельствуют о растущем спросе и повышении готовности к крупным покупкам в условиях улучшения материального благо-

состояния. На этом фоне все больше предприятий видит возможность для повышения цен. В совокупности с отложенным влиянием ослабления рубля это может увеличить рост цен в ближайшие месяцы.

В апреле годовая инфляция снизилась до 2,3 с 3,5% в марте (Таблица 1, Рисунок 2). Завершился выход из базы расчета высоких значений роста цен весны 2022 года. Оценка годовой инфляции на 22 мая была вблизи 2,3%, но в дальнейшем ожидается постепенное повышение годовой инфляции при сохранении текущих недельных темпов роста цен.

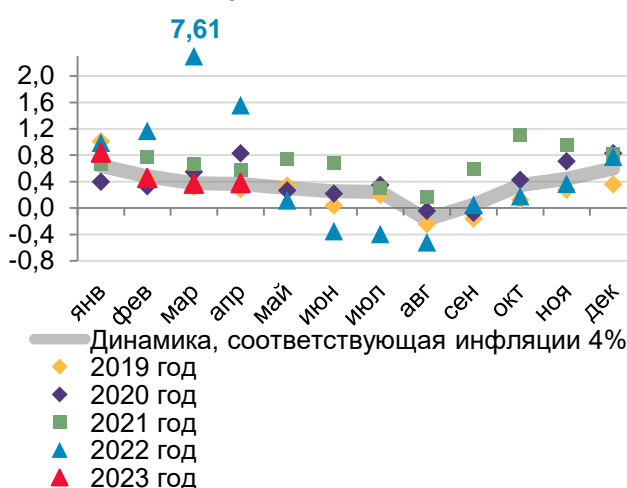
Сезонно сглаженный темп роста потребительских цен повысился в апреле до 3,8 с 3,5% м/м SAAR в марте (Рисунок 3). Динамика в сегментах оставалась схожей с тем, что наблюдалось в предыдущие месяцы. Рост цен продовольственных и непродовольственных товаров немного увеличился, но оставался значительно ниже 4% в пересчете на год. В услугах, наоборот, темпы роста цен снизились, но остались высокими.

Таблица 1. Инфляция и ее компоненты

| | Апр. 2021 | Апр. 2022 | Фев. 2023 | Мар. 2023 | Апр. 2023 |
|-------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| % г/г | | | | | |
| Все товары и услуги | 5,5 | 17,8 | 11,0 | 3,5 | 2,3 |
| Базовая инфляция | 5,5 | 20,4 | 12,7 | 3,7 | 2,0 |
| Прод. товары | 6,6 | 20,5 | 9,3 | 2,6 | 0,0 |
| Непрод. товары | 6,2 | 20,2 | 11,2 | 0,1 | -0,3 |
| Услуги | 3,3 | 10,9 | 13,0 | 9,7 | 9,4 |
| % м/м SAAR | | | | | |
| Все товары и услуги | 6,6 | 19,6 | 3,4 | 3,5 | 3,8 |
| Базовая инфляция | 6,0 | 25,5 | 2,1 | 2,6 | 2,7 |
| Прод. товары | 6,8 | 36,9 | 2,4 | -0,2 | 1,1 |
| – без плодоовощей | 8,9 | 49,3 | -0,5 | 1,0 | 1,0 |
| Непрод. товары | 8,4 | 6,7 | -0,9 | 1,3 | 1,9 |
| – без нефтепродуктов и табака | 7,8 | 8,2 | -1,3 | 1,0 | 1,7 |
| Услуги | 3,8 | 14,9 | 10,9 | 11,5 | 9,9 |
| – без ЖКУ | 3,1 | 21,5 | 14,4 | 15,9 | 12,6 |

Источники: Росстат, расчеты ДИП.

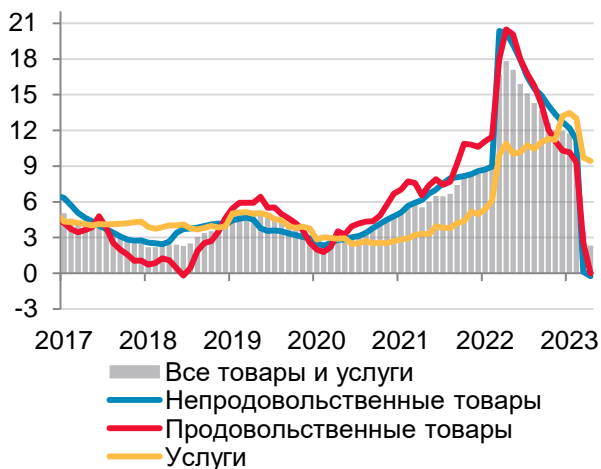
Рисунок 1. Рост цен, соответствующий инфляции 4%, % м/м



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

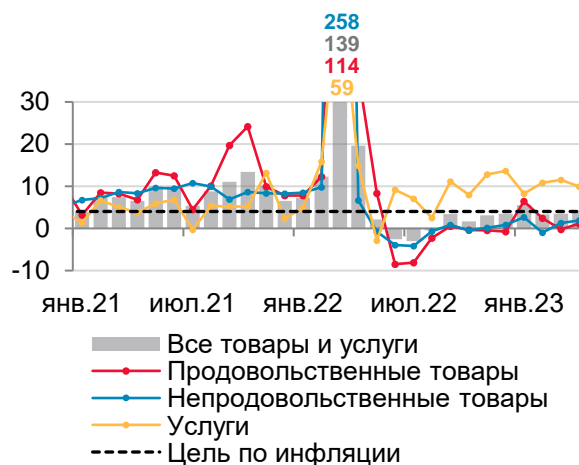
Продовольственные товары подорожали в среднем на 1,1% м/м SAAR после незначительного удешевления в марте, которое в основном произошло в плодоовощной продукции. В апреле динамика ее стоимости вернулась на сезонную траекторию, а в первой половине мая была ниже нее, компенсируя значительный рост в начале года (Рисунок 8).

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



Источник: Росстат.

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



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

Без учета овощей и фруктов темп роста цен на продовольствие не изменился по сравнению с мартом, составив 1,0 м/м SAAR. Впервые с мая 2022 г. выросли цены на мясopодукты (0,3% после -0,3% м/м SA в марте) вслед за повышением оптовых цен, которое участники рынка связывают с увеличением издержек в условиях ослабления рубля. Рост цен производителей в пищевой промышленности наблюдается с начала года и создает все больше предпосылок для повышения потребительских цен на продовольствие (Рисунок 4). К тому же в апреле впервые с начала 2022 г. перешли к росту мировые долларовые цены на продовольствие (Рисунок 5), что повышает уровень экспортного паритета цен и цены на продовольственный импорт.

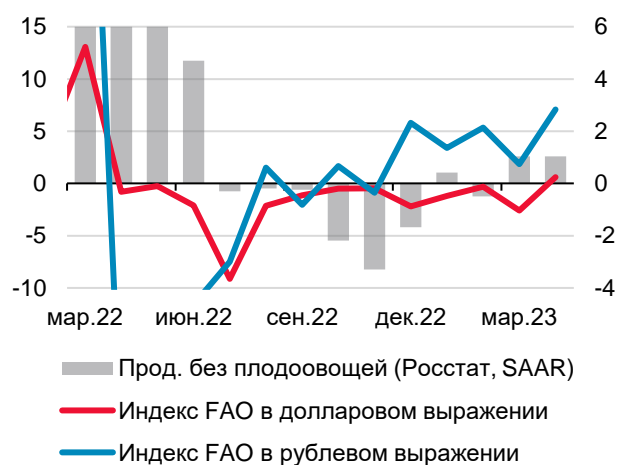
Рисунок 4. ИЦП обрабатывающих отраслей*, м/м SA



* Без учета металлургического производства, а также производства кокса и нефтепродуктов.

Источники: Росстат, расчеты ДИП.

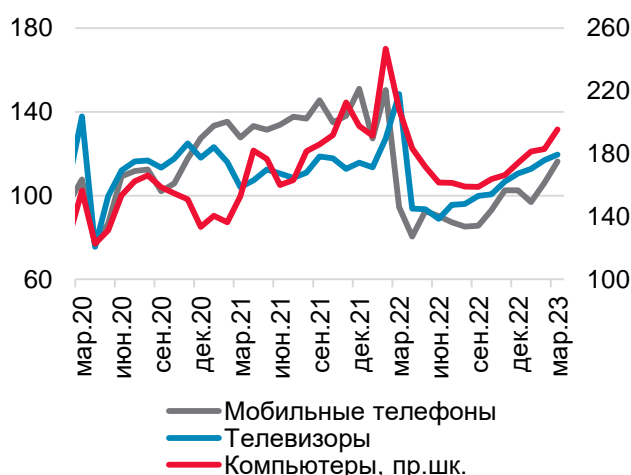
Рисунок 5. Динамика мировых и отечественных цен (в годовом выражении) на продовольственные товары, % м/м SA



Источники: FAO, Росстат, расчеты ДИП.

В непродовольственном сегменте рост цен ускорился до 1,9 с 1,3% м/м SAAR. Наибольший вклад в ускорение внесло удорожание легковых автомобилей. О планируемом повышении цен вследствие ослабления рубля сообщали дилеры как иностранных, так и отечественных автомобилей. Рост стоимости автомобилей продолжился в мае, при этом производители российских марок ожидают, что повышение цен на автомобили по итогам года будет в пределах уровня инфляции. Основное сдерживающее влияние на рост цен в настоящее время вносит динамика цен на электронику и прочие товары длительного пользования. Однако в условиях продолжающегося роста продаж (Рисунок 6, Рисунок 7), ослабления рубля и постепенного снижения запасов, которые были сформированы при более крепком рубле, динамика цен на эти категории в ближайшие месяцы может постепенно усилиться.

Рисунок 6. Продажи отдельных непродовольственных товаров, SA, декабрь 2019 = 100



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

Рисунок 7. Продажи отдельных непродовольственных товаров, SA, декабрь 2019 = 100



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

В услугах рост цен замедлился до 9,9 с 11,5% м/м SAAR в марте, в основном за счет туристических услуг. При этом без учета наиболее волатильных категорий (туризм и воздушный транспорт) темпы роста цен в услугах увеличились до 7,7 с 4,7% м/м SAAR в марте. В бытовых услугах темп роста цен достиг 8,2% м/м SAAR – максимума с мая прошлого года. Это может свидетельствовать об усилении действия проинфляционных факторов на стороне спроса.

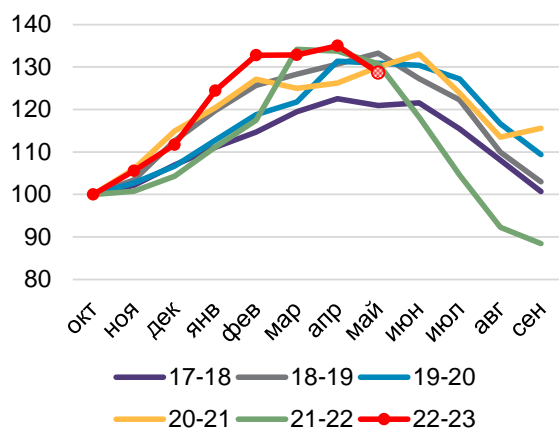
Повышенный рост цен на услуги является результатом догоняющего роста относительных цен после их значительного снижения во время пандемии (Рисунок 9). Ему способствовал в том числе устойчивый рост спроса в сегменте услуг. Восстановление до докоронавирусных уровней уже практически закончилось, и дальнейшая динамика цен в этом сегменте станет важным индикатором устойчивого инфляционного давления.

Кроме того, восстановление относительных цен на услуги, во многом отражающее восстановление доходов, указывает на отсутствие устойчивых сдвигов между услугами и товарами в структуре потребления домохозяйств. При этом внутри каждой из категорий (продовольственные, непродовольственные товары и услуги) такие сдвиги, конечно,

происходят. Они связаны как с развитием новых форм и форматов работы и потребительских привычек в ковидный и пост-ковидный периоды (удаленный, гибридный режим работы, предоставление услуг в цифровом формате), так и с действием санкционных ограничений и других шоков.

В частности, можно отметить, что цены потребительских товаров, поставляемых по параллельному импорту, по сравнению с началом 2022 г. в целом выросли, а по альтернативному импорту (аналоги и новые торговые марки, поставляемые из других стран) – снизились (в расчете на единицу товарной номенклатуры). В условиях восстановившихся цен и объемов потребительского импорта это позволило сектору домохозяйств в целом сохранить прежнюю пропорцию потребления товаров и услуг.

Рисунок 8. Рост цен на плодоовощную продукцию относительно октября по годам, % NSA



Примечание. Значение за май – предварительная оценка по недельным данным. Источники: Росстат, расчеты ДИП.

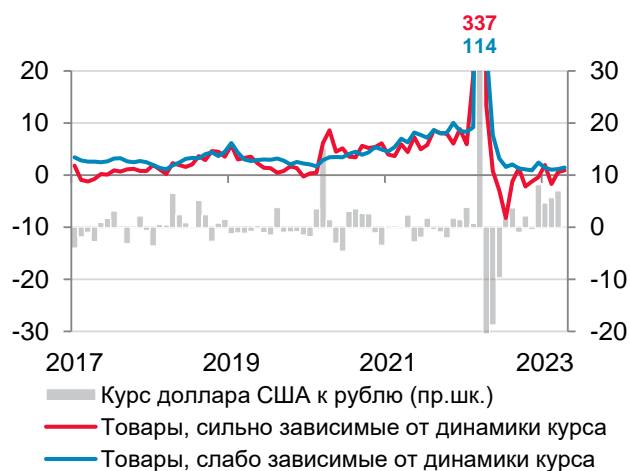
Источники: Росстат, расчеты ДИП.

Рисунок 9. Индекс цен на услуги относительно товаров



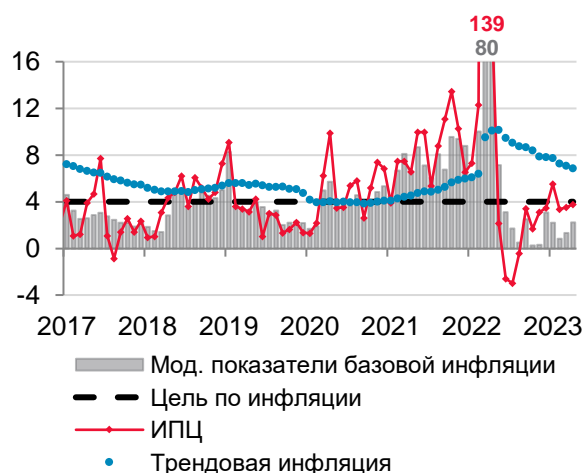
Показатели устойчивой ценовой динамики (медиана распределения и среднее из оценок модифицированных показателей базовой инфляции) остаются пока заметно ниже уровня 4% (Рисунок 11). Это во многом связано с длительным действием дезинфляционных факторов на стороне предложения в товарном сегменте. При этом перенос ослабления рубля в потребительские цены (Рисунок 10) в настоящее время происходит лишь в отдельных категориях и не носит общего характера. Перенос может занять более длительное время, чем обычно, с учетом сформированных/приобретенных в прошлом году в период крепкого рубля запасов импортных товаров, сырья и комплектующих. В целом проинфляционный эффект от [восстановления потребительской активности](#) при сохраняющихся ограничениях на стороне предложения может в ближайшие месяцы перекрыть влияние постепенно затухающих дезинфляционных факторов.

Рисунок 10. Курс доллара США к рублю (%) и медианные значения ИПЦ (% м/м SAAR)



Источники: Банк России, Росстат, расчеты ДИП.

Рисунок 11. Модифицированные показатели* базовой инфляции (% в годовом выражении) и оценка трендовой инфляции (% г/г)



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

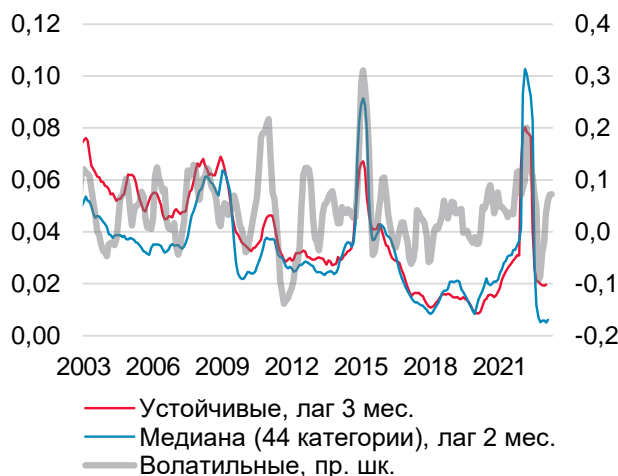
Источники: Росстат, расчеты ДИП.

В последние 20 лет повышению устойчивого инфляционного давления часто предшествовало ускорение роста цен наиболее волатильных компонентов с лагом примерно в один квартал (Рисунок 12). Поэтому происходящее в последние месяцы усиление роста цен наиболее волатильных компонентов может предвещать последующее увеличение роста цен наиболее устойчивых компонентов ИПЦ.

Такая взаимосвязь может показаться парадоксальной: ведь товары и услуги с волатильными ценами, как правило, сильнее всего подвержены действию временных разовых факторов. Они часто «зашумляют» устойчивые ценовые тренды и их часто исключают при расчете разновидностей базового индекса цен. Однако противоречия тут нет. Действительно, периоды роста волатильных цен могут затем сопровождаться периодами их падения. Однако периоды более устойчивого всплеска инфляции часто начинаются с повышенного роста именно волатильных компонент ИПЦ. Связано это, по всей видимости, с высокой гибкостью цен на такие товары.

Как же рост волатильных цен предвосхищает рост неволатильных цен? Наиболее вероятный и очевидный механизм — эффект переноса валютного курса и всплесков спроса в цены. Товары и услуги с волатильными ценами, такие как свежие фрукты и овощи и туристические услуги, обычно быстро реагируют на это из-за коротких сроков оборачиваемости и динамического ценообразования (в зависимости от спроса). По сравнению с ними низковолатильные цены (например, на непродовольственные товары), как правило, более инертны и пересматриваются реже. Но ценовые импульсы доходят и до них — только с запозданием. Возможно, какую-то роль играют и инфляционные ожидания: меняясь в ответ на колебания цен волатильных товаров и услуг, они могут привести к изменению спроса и цен на товары и услуги с низкой волатильностью.

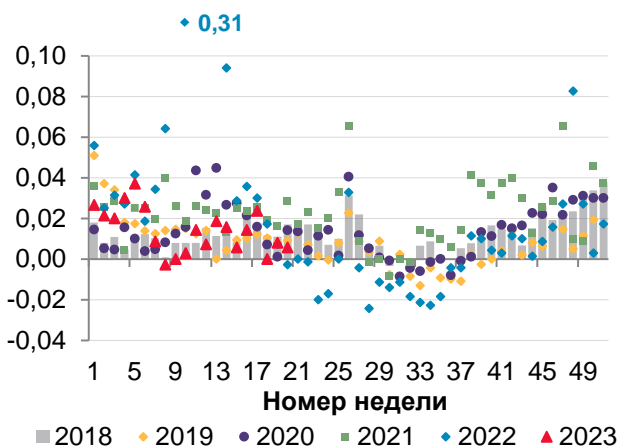
Рисунок 12. Натуральный логарифм накопленного за 6 месяцев роста цен наиболее волатильных и устойчивых категорий потребительской корзины, SA



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

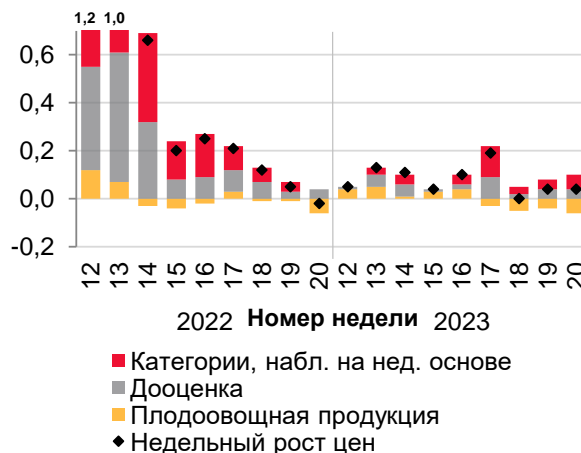
Недельные темпы роста цен за три недели мая сохранялись на пониженном уровне после ускорения в конце апреля (Рисунок 13). Основное дезинфляционное влияние вносило снижение стоимости плодоовощной продукции (Рисунок 14). При этом медиана распределения и темп роста стоимости наблюдаемой на недельной основе корзины (без плодоовощной продукции и регулируемых услуг) несколько повысились относительно апреля и по оценке на 22 мая составили соответственно 3,5 и 5,5% в годовом выражении. Доля и вес товаров, цены на которые растут ускоренным темпом, также были выше апрельского уровня. Это обусловлено в основном ускорением удорожания отдельных «тяжелых» категорий с большим весом в потребительской корзине: мясoproдуктов, смартфонов, автомобилей, топлива.

Рисунок 13. Среднесуточный прирост цен, %



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

Рисунок 14. Декомпозиция недельного роста цен, п.п.



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

2. Экономическая динамика

Российская экономика остается на траектории роста, получая подпитку от растущего спроса со стороны государства, населения и инвестиций.

Оживление потребительского спроса стало заметной и набирающей силу тенденцией в последние месяцы. Она обусловлена растущим спросом на труд при дефиците предложения, ускоряющимся ростом реальных заработных плат, увеличением потребительской уверенности и снижением уровня тревожности, а также накоплениями, сделанными в предыдущие кварталы, когда наблюдалась высокая норма сбережений.

Инвестиции частного сектора тоже увеличиваются, хотя об этом можно пока судить только по косвенным и опросным данным. Тем самым повышенный уровень неопределенности не привел к спаду частных инвестиций в этом году. Почему? Вероятнее всего, компании, также как они поступали во время адаптации к коронакризису, переформатировали свои инвестиционные программы на решение более краткосрочных задач¹. Это может быть связано с созданием ремонтных мощностей, мощностей по производству критически важных запчастей и комплектующих (там, где возможно). Вместе с тем часть таких инвестиций связана с действием льготных госпрограмм по импортозамещению. На это, в частности, указывает рост долгосрочного кредитования под пониженные относительно рыночных ставки.

Также стоит отметить, что в среднесрочной перспективе можно ожидать роста доли инвестиций в основной капитал в ВВП относительно 2021 г. из-за повышения скорости амортизации капитала при уменьшении его технологической эффективности. Поэтому, вероятно, в ближайшие годы валовое накопление основного капитала и инвестиции в основной капитал будут расти опережающими темпами по сравнению с другими компонентами внутреннего спроса в структуре ВВП.

Расширение масштаба производства товаров по госзаказам как части агрегированного спроса в экономике также увеличивает ВВП. При этом на общий объем предложения товаров и услуг, производимых для частного потребления и инвестиций, это влияет только косвенно и с задержкой во времени – через создание новых возможностей для бизнеса, например в результате завершения государственных инфраструктурных проектов.

В результате развития отмеченных выше тенденций обостряется конкуренция за ресурсы – трудовые, производственные, финансовые. Это уже видно по рекордно низкой безработице при росте занятости, рекордно высокому или близкому к этому уровню загрузке производственных мощностей во многих отраслях экономики, высоких темпах роста корпоративного кредитования. Это означает, что динамика внутреннего предложения товаров и услуг отстает от динамики внутреннего спроса. В случае невозможности закрыть этот разрыв за счет увеличения импорта экономика войдет в фазу перегрева, когда на дальнейший рост спроса будут в большей мере реагировать цены и гораздо в меньшей степени – производство.

¹ См. [Н. Карлова, Е. Пузанова. Изменение бизнес-процессов после пандемии COVID-19: результаты опроса предприятий \(2022\)](#).

Важную роль в повышенном спросе играет высокий положительный бюджетный импульс, сформировавшийся в прошлом году в результате проведения контрциклической бюджетной политики. Возврат бюджета к своим устойчивым среднесрочным параметрам, определяемым бюджетным правилом, позволил бы как минимум частично сдерживать формирующийся «навес» совокупного спроса.

2.1. Уверенный рост внутреннего спроса

- По оценке ДИП на основе предварительных данных Росстата, рост ВВП в I квартале составил 0,6%² к/к SA. Оперативные данные свидетельствуют о сохранении схожего темпа роста ВВП и во II квартале (Рисунок 15). Расширение выпуска по-прежнему ограничивает внешний спрос, в то время как на стороне внутреннего спроса оживление потребительской активности сопровождается сохранением повышенной инвестиционной активности и стимулом со стороны бюджета.
- В конце I квартала (Рисунок 16) рост активности ускорился. Это произошло главным образом за счет восстановления оптового товарооборота³, которое продолжилось и в апреле, судя по динамике погрузок на РЖД. Значительный вклад в восстановление активности в последние кварталы вносит обрабатывающая промышленность (Рисунок 18).
- Несмотря на сохранение неоднородной и разнонаправленной динамики выпуска в разрезе подотраслей, на агрегированном уровне все три группы (потребительские, промежуточные и инвестиционные отрасли) с начала года увеличили производство (Рисунок 19). К концу I квартала главным драйвером выпуска стал потребительский спрос, в то время как динамика инвестиционных отраслей замедлилась после двухмесячного периода активного роста.
- Переход выпуска группы потребительских отраслей к активному росту соотносился с восстановлением спроса домохозяйств⁴ (Рисунок 23), произошедшим на фоне ускорения роста реальных зарплат (Рисунок 20) и постепенного отказа от сберегательных настроений (Рисунок 22). Так, по оценке Росстата, в I квартале доля доходов, направляемых населением на покупку товаров и услуг, превысила соответствующие уровни допандемических 2017–2019 гг. (Рисунок 24), а норма сбережений после значительного роста в 2022 г., начала постепенно снижаться (Рисунок 25). Оперативные индикаторы свидетельствуют о закреплении тенденции к постепенному снижению сберегательных настроений в начале II квартала.
- Опросные индикаторы⁵ как крупных предприятий, так и в сегменте МСП в апреле-мае (Рисунок 17) сигнализируют о сохранении роста активности, позитивных деловых

² Сезонно сглаженные оценки получены ДИП на основе предварительной оценки Росстатом динамики ВВП в I квартале – -1,9% г/г.

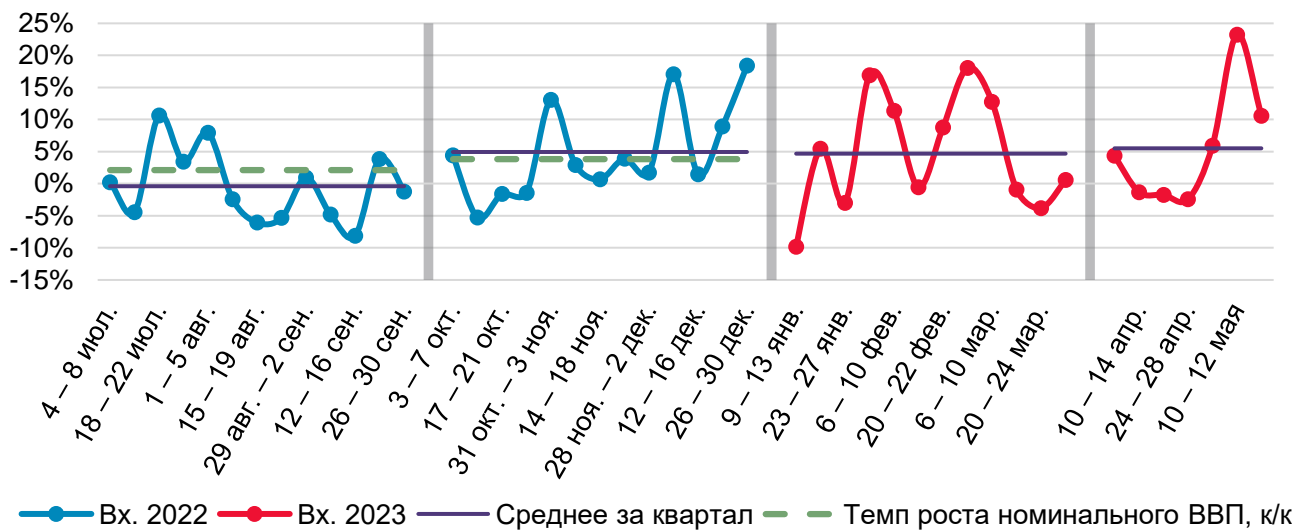
³ Преимущественно в связи с увеличением оптовых продаж дизельного топлива.

⁴ Преимущественно на непродовольственные товары.

⁵ В апреле индикаторы бизнес-климата Банка России и РСПП, а также индекс предпринимательской уверенности Росстата и индекс промышленного оптимизма ИЭП продемонстрировали рост, индекс PMI снизился, но остался в положительной зоне. В мае индекс промышленного оптимизма ИЭП зафиксировался на лучшем значении за последние 15 месяцев.

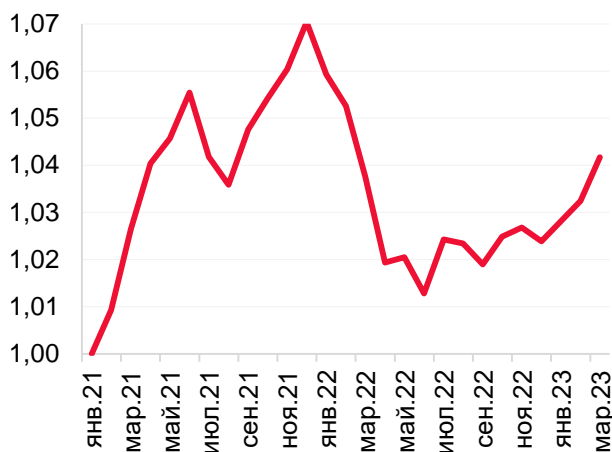
настроений и оптимистичных ожиданий относительно будущего выпуска. Дополнительным поводом для оптимизма может служить первое за 15 месяцев увеличение экспортных заказов в обработке. Вместе с тем ограниченные возможности для расширения выпуска в условиях повышенного спроса на труд (Рисунок 21) и недостаточных производственных мощностей⁶ стимулируют предприятия увеличивать инвестиции. Это, в частности, подтверждается повышательной динамикой долгосрочного кредитования юридических лиц. Если предложение не будет своевременно подстраиваться под расширение спроса, экономика может вступить в фазу перегрева.

Рисунок 15. Темп роста⁷ объема входящих платежей к среднему в предыдущем квартале, взвешенный по доле отраслей в ВДС, сезонность устранена, %



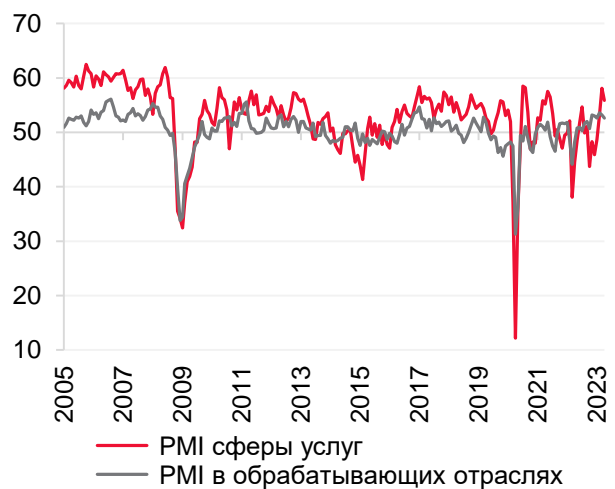
Источники: Банк России, Мониторинг отраслевых финансовых потоков.

Рисунок 16. Динамика выпуска базовых видов экономической деятельности, % м/м SA



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

Рисунок 17. PMI в обрабатывающей промышленности и услугах, пунктов

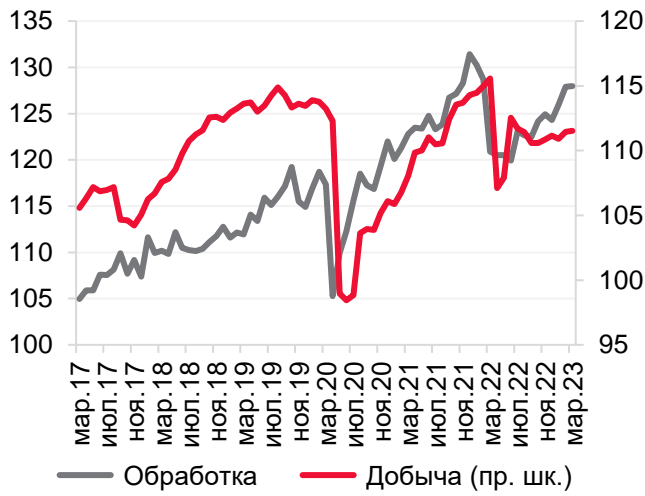


Источник: S&P Global.

⁶ Согласно апрельскому опросу предприятий ИЭП, достаточность персонала находится на минимальном уровне за всю историю наблюдений, а дефицит мощностей вплотную приблизился к рекордным уровням 2008 года.

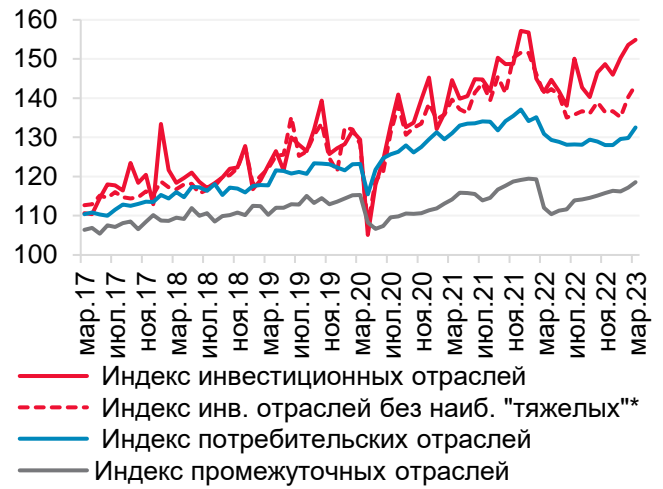
⁷ Под темпами роста понимается процентное изменение искомой величины: $g = \frac{(x_1 - x_0)}{x_0} * 100$.

Рисунок 18. Динамика индексов добычи полезных ископаемых и обрабатывающего производства (2014 = 100%)



Источники: Росстат, расчет ДИП.

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



* Исключаются производства «готовых металлических изделий, кроме машин и оборудования» и «прочих транспортных средств и оборудования».

Источники: Росстат, расчет ДИП.

Рисунок 20. Динамика заработной платы, % г/г



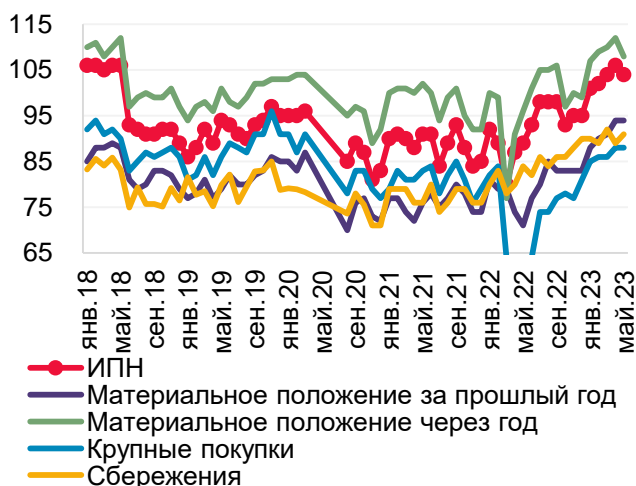
Источники: Росстат, СберИндекс, расчеты ДИП.

Рисунок 21. Уровень безработицы, %



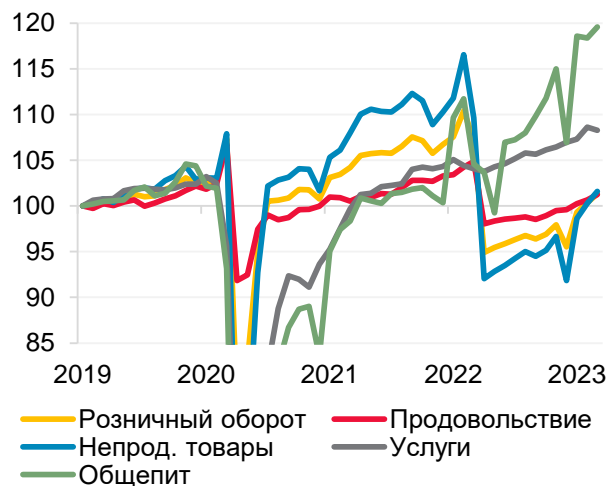
Источники: Росстат, расчеты ДИП.

Рисунок 22. Динамика индекса потребительских настроений и его компонентов, пунктов



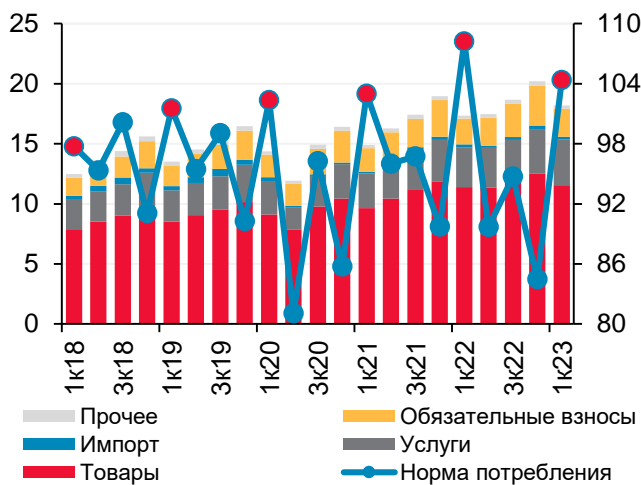
Источник: инфОМ.

Рисунок 23. Динамика оборота розничной торговли, сегмента платных услуг и общепита (01.2019=100%, SA)



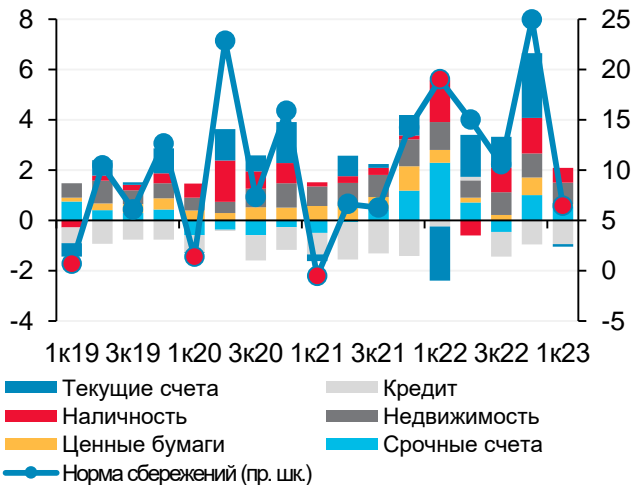
Источники: Банк России, Росстат, расчеты ДИП.

Рисунок 24. Динамика основных компонентов расходов домохозяйств (трлн руб.), и нормы потребления (% пр. шк.)



Источник: Росстат.

Рисунок 25. Динамика основных компонентов сбережений населения (трлн руб.) и нормы сбережений (% пр. шк.)



Источники: Банк России, Росстат, оценки ДИП.

2.2. Дальнейшее ускорение розничного кредитования

- В апреле продолжилось ускорение роста рублевого кредитования физических лиц до 2,2 с 1,9% м/м SA⁸ (Рисунок 26). Как и месяцем ранее, активный рост портфеля, скорее всего, происходил во всех основных сегментах. Например, выросло число ипотечных сделок (Рисунок 29) при оставшемся значительном объеме выдач в рамках льготных программ (Рисунок 27). Вместе с тем повышение активности могло

⁸ По оценке ДИП.

быть частично связано с предстоящим с 1 мая ужесточением макропруденциальной политики.

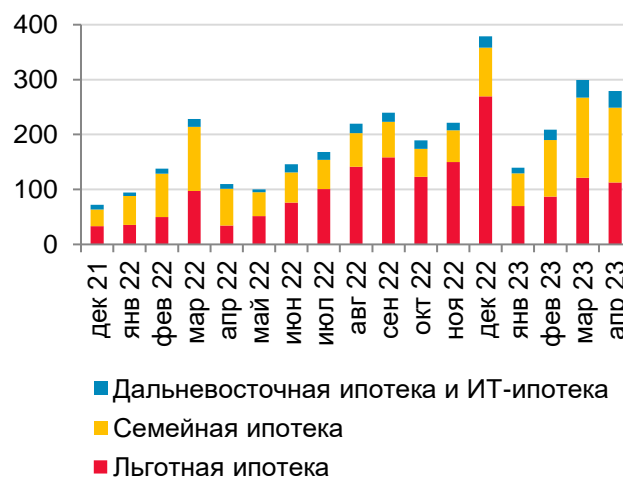
- В целом оживлению в розничном кредитовании, в частности, в сегменте необеспеченных потребительских кредитов, способствуют [повышение аппетита банков к риску](#) при росте доходов населения и расширение потенциала роста кредитования за счет высокой прибыльности банков в прошлые месяцы.
- Рост рублевых кредитов нефинансовым организациям остается высоким, несмотря на замедление до 1,5 с 2,1% м/м SA в марте. В годовом выражении существенное замедление роста наблюдалось в сегменте краткосрочных кредитов при ускорении в долгосрочном и среднесрочном сегментах. Кроме того, ряд компаний активно привлекает средства путем выпуска облигаций⁹.
- В апреле, по предварительной оценке, годовой рост денежной массы M2 и широкой денежной массы (с исключением валютной переоценки) замедлился. Основной вклад в рост широкой денежной массы¹⁰ в 2023 г. продолжает вносить расширение кредитования. При этом ускорение роста этого денежного агрегата с начала года произошло в основном посредством увеличения бюджетного дефицита и его финансирования за счет покупок банками ОФЗ (Рисунок 30).
- В апреле банковский сектор получил чистую прибыль в размере 224 млрд руб. (с начала года – 1,1 трлн руб.), что ощутимо превышает значение в апреле 2021 года. Такой результат, скорее всего, обеспечен повышением [чистого комиссионного и чистого процентного доходов банков](#). Благоприятная динамика прибыли банковского сектора, вероятно, будет способствовать активному расширению кредитования в дальнейшем.

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



Источники: Банк России, расчеты ДИП

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

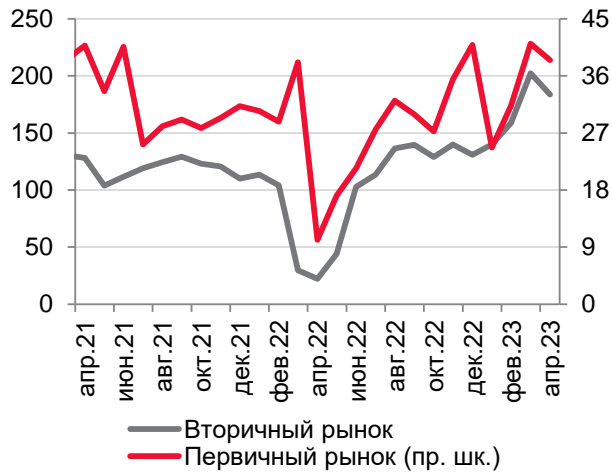


Источники: ДОМ.РФ, расчеты ДИП.

⁹ На это может указывать ускорение роста рублевого портфеля прочих долговых обязательств.

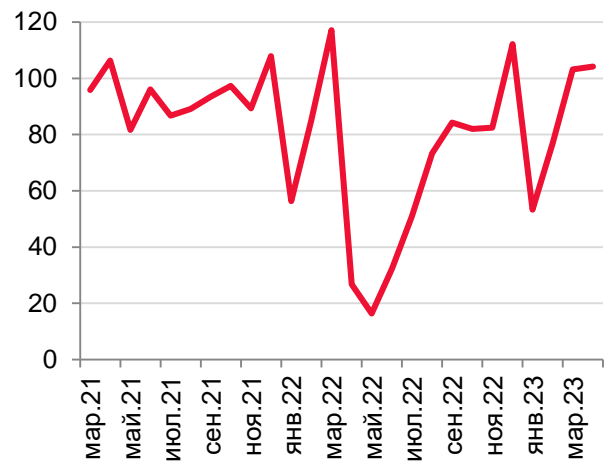
¹⁰ Оценка на 1 апреля.

Рисунок 28. Динамика одобренных ипотечных заявок, тыс. ед.



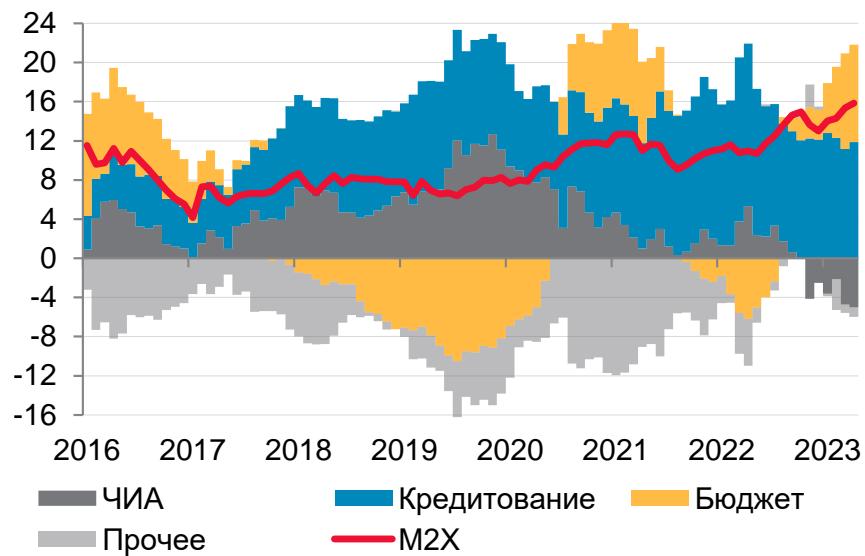
Источник: Домклик, расчеты ДИП.

Рисунок 29. Динамика ипотечных сделок, тыс. ед.



Источник: Домклик, расчеты ДИП.

Рисунок 30. Факторы роста широкой денежной массы, п.п.



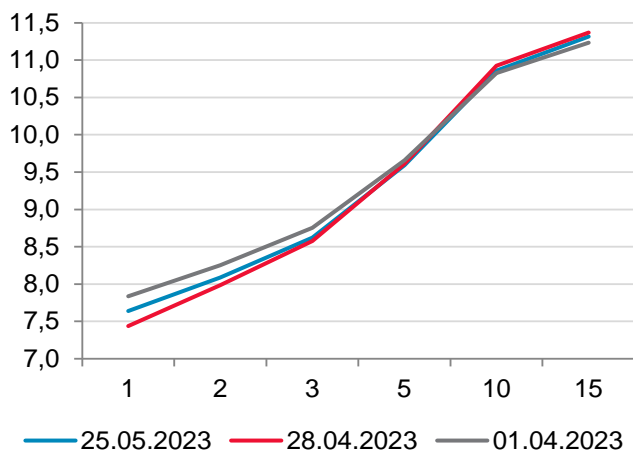
Источники: Банк России, расчеты ДИП.

3. Финансовые рынки

3.1. Российский рынок: традиционное затишье в первой половине мая

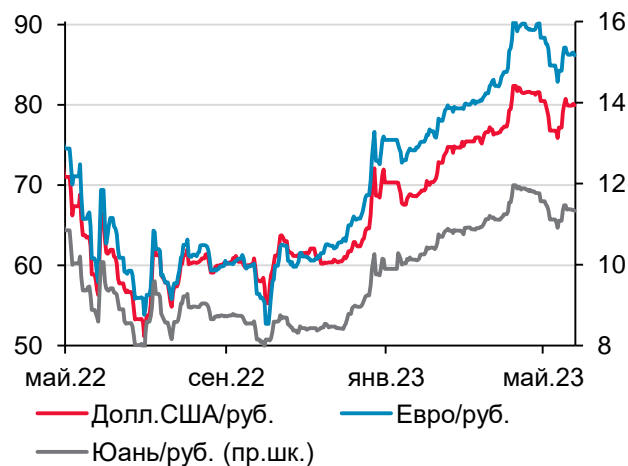
- Доходности длинных ОФЗ продолжают держаться на повышенных уровнях, отражая оценку участниками рынка возросшей неопределенности относительно динамики государственных финансов в долгосрочной перспективе. К концу апреля наклон кривой ОФЗ (10 лет – 2 года) составлял более 300 б.п., однако в мае он несколько снизился (до 280 б.п.). В то же время в целом активность в первой половине мая оставалась невысокой из-за традиционного периода отпусков.
- Решение Банка России сохранить ключевую ставку и сигнал по дальнейшей ее траектории в целом совпали с ожиданиями рынка и почти не повлияли на рынок ОФЗ.
- Регистрация в конце апреля нового выпуска ОФЗ-ПК оказала положительное влияние на динамику доходностей: инвесторы отреагировали на возможное размещение флоатеров на будущих аукционах, которые могут снизить объем размещения ОФЗ с фиксированным купоном. Первое (и пока единственное) в этом году размещение флоатеров ОФЗ произошло в начале мая: в рынок были размещены бумаги на 76 млрд руб. по номиналу (при спросе в 261 млрд. рублей). Отсутствие предложения флоатеров на следующем аукционе свидетельствует о взвешенном подходе к предложению бумаг и нежелании стремительно наращивать долю ОФЗ с плавающим купоном.
- В конце апреля Минфин России провел первое размещение ОФЗ на двух площадках: Московской Бирже и Санкт-Петербургской валютной бирже. Размещение ОФЗ на двух площадках не должно приводить к размыванию или сегментированию ликвидности, так как инвесторы могут реализовать на Московской Бирже бумаги, приобретенные на Санкт-Петербургской валютной бирже.

Рисунок 31. Кривая бескупонной доходности ОФЗ, %



Источник: Cbonds.

Рисунок 32. Динамика курсов валют Банка России



Источник: Cbonds.

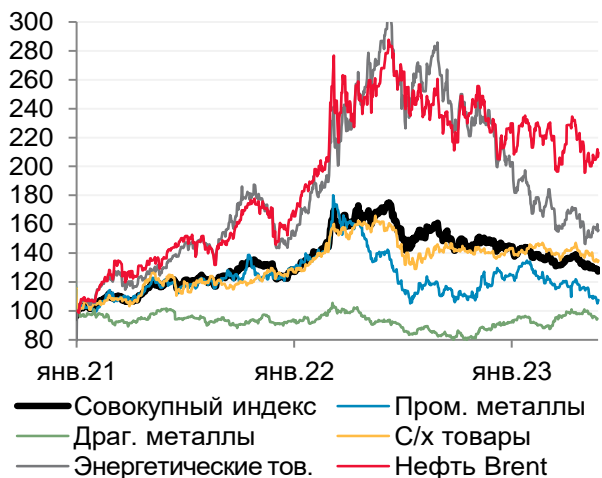
3.2. Усиление рисков на стороне спроса вызвало снижение сырьевых цен

- За период с 17 апреля по 25 мая индекс цен сырьевых товаров Bloomberg потерял 8%: котировки энергетических и сельскохозяйственных товаров сократились на 9%, промышленных и драгоценных металлов – на 12 и 5% соответственно (Рисунок 33). Цена нефти марки Urals¹¹ снизилась вслед за котировками эталонных сортов на 10%, до 57 долл. США / барр. (Рисунок 34). Фьючерсная кривая нефти опустилась ниже уровня конца марта (Рисунок 35), перед решением ОПЕК+ о сокращении добычи нефти.
- С середины апреля котировки большинства сырьевых товаров сократились из-за возросших опасений относительно дальнейшей динамики мировой экономики. Замедление роста промышленной активности в Китае в апреле при продолжающемся спаде производственной активности и объемов грузоперевозок в США вкуче с проблемами в банковском секторе добавили пессимизма инвесторам в отношении перспектив роста потребления сырьевых товаров.
- Понижительное давление на нефтяные котировки усилил продолжающийся рост добычи и экспорта из Ирана и Венесуэлы (смягчение санкций), на которые не распространяется сделка ОПЕК+.
- В целях балансировки спроса и предложения, которая позволит поддержать мировые цены на комфортных для бюджетов стран – экспортеров нефти уровнях, страны ОПЕК+ приступили к запланированному на период с мая по декабрь сокращению добычи нефти на 1,7 млн б/с¹² (Рисунок 36). В апреле, по данным вторичных источников, добыча нефти в странах ОПЕК снизилась на 0,3 млн б/с из-за перебоев поставок из Ирака и Нигерии (Рисунок 37). С мая нефтяной рынок может перейти в состояние дефицита (Рисунок 38).
- Котировки природного газа в крупном европейском хабе относительно середины апреля упали на 38%, до 25 евро/МВт-ч (Рисунок 34). Понижительное давление на цены оказывает слабый спрос в Европе и Азии на фоне теплой погоды и высоких запасов. По данным Bloomberg, в первой половине мая простаивало на воде в ожидании продажи около 5 млрд куб. м СПГ. Это почти вдвое больше, чем за последние шесть лет в это время года. Сдерживающее влияние на цены также оказал запуск странами ЕС механизма совместных закупок голубого топлива на тендерной основе.
- Продление зерновой сделки до середины июля оказало сдерживающее влияние на мировые цены сельскохозяйственной продукции. В краткосрочной перспективе это будет способствовать нормализации продовольственной инфляции в мире.

¹¹ На базисе CIF в порту Аугуста.

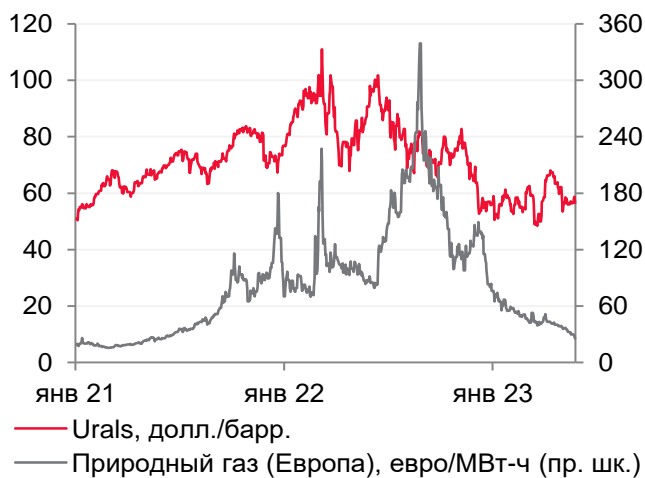
¹² Включая сокращение добычи нефти Россией на 0,5 млн б/с, которое по заявлению Заместителя Председателя Правительства Российской Федерации А. Новака было реализовано к началу мая.

Рисунок 33. Индексы Bloomberg цен товаров и металлов (01.01.2021 = 100)



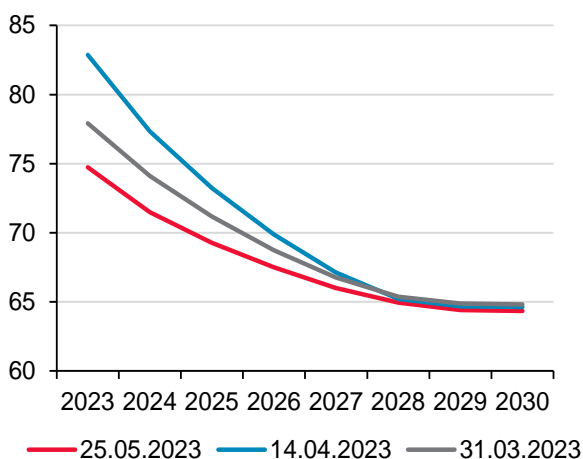
Источники: Investing.com, Bloomberg, расчеты ДИП.

Рисунок 34. Цена нефти Urals и природного газа в Европе



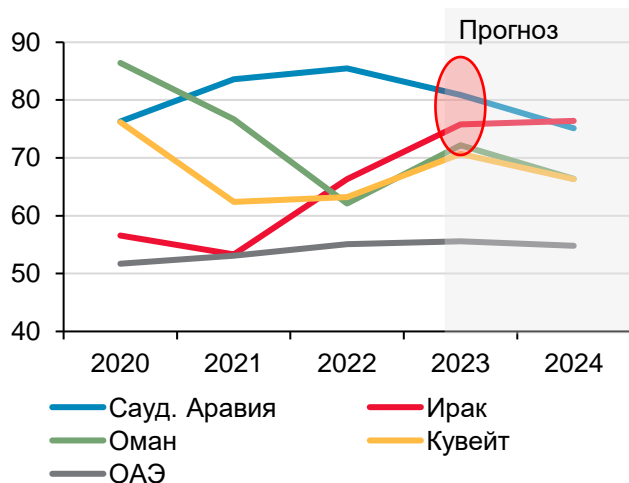
Источники: Investing.com, расчеты ДИП.

Рисунок 35. Фьючерсная кривая (Brent), долл. США /барр.



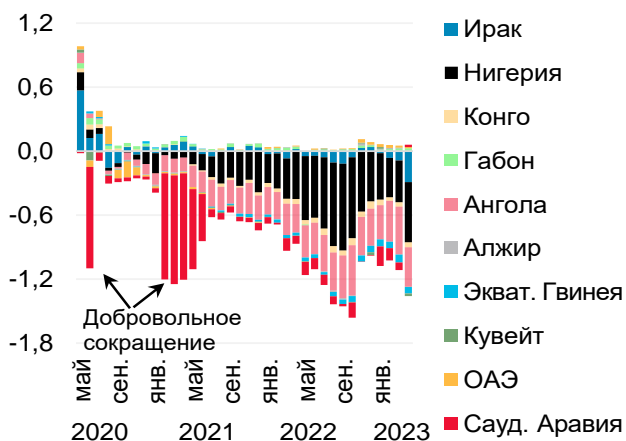
Источник: ICE.

Рисунок 36. Цена нефти, балансирующая госбюджеты стран-экспортеров нефти, долл. США /барр.



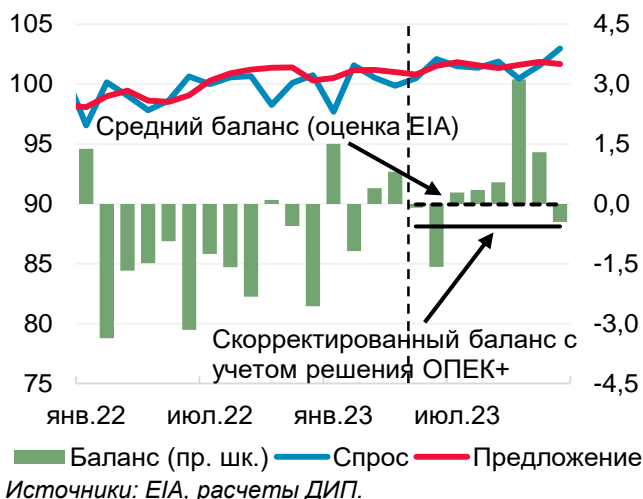
Источники: МВФ, расчеты ДИП.

Рисунок 37. Отклонение добычи нефти ОПЕК от квот («+» – превышение квот), млн б/с



Источники: ОПЕК, расчеты ДИП.

Рисунок 38. Основные показатели мирового рынка жидкого топлива, млн б/с



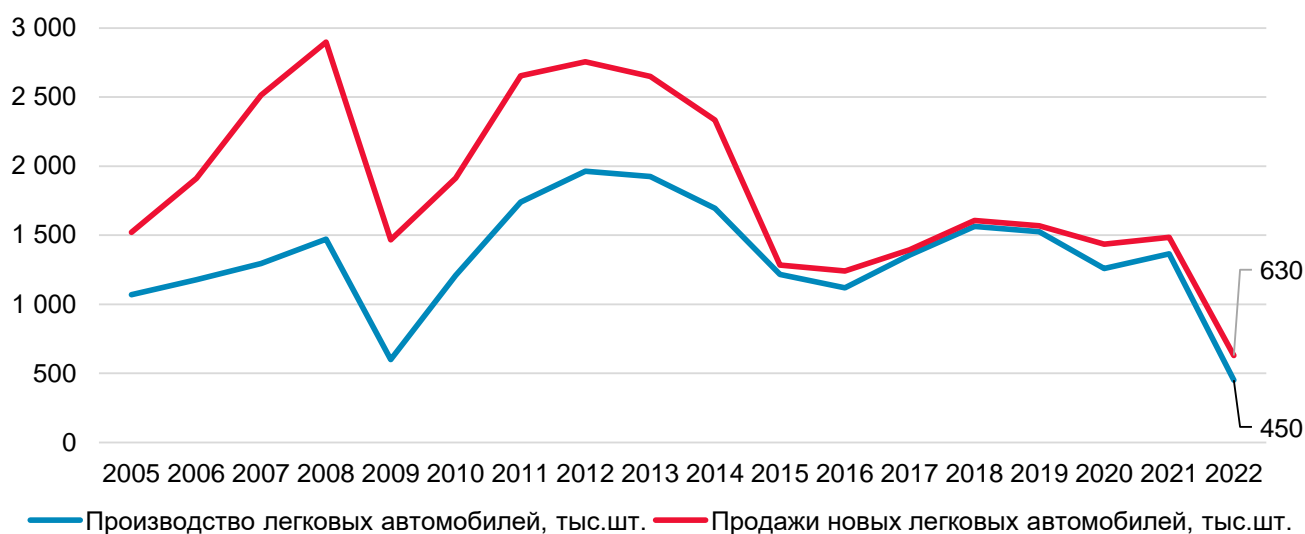
Источники: EIA, расчеты ДИП.

В фокусе. Растущий спрос на авторынке опережает предложение

- Рынок автомобилей постепенно восстанавливается после вызовов 2022 г., однако объемы производства и продаж новых автомобилей все еще значительно ниже уровней прошлых лет.
- Косвенные признаки указывают на то, что спрос восстанавливается вслед за ростом экономики, при этом расширение предложения несколько отстает.
- Пониженные объемы продаж новых автомобилей и рост импорта подержанных автомобилей ведут к дальнейшему старению автопарка. Необходимость его обновления может дополнительно подстегнуть спрос на новые автомобили в среднесрочной перспективе.
- Реакция предложения на эти среднесрочные тенденции в значительной степени будет зависеть от регуляторных и экономических мер, в частности от налогового режима, требования локализации, создания условий для инвестиций и так далее.

В последние два десятилетия динамика производства и продаж автомобилей была нестабильна, находясь под воздействием глобальных и локальных экономических и геополитических факторов, которые вызывали значительные структурные сдвиги (Рисунок 39). В 2022 г. среди сегментов российской экономики одним из наиболее чувствительных к действию санкций оказался автомобильный рынок, который к тому моменту еще не полностью восстановился от коронавирусного шока глобальных цепочек поставок. Снижение поставок привело к значительной просадке внутреннего производства и импорта автомобилей, а выросшая неопределенность и значительное увеличение цен – к снижению спроса.

Рисунок 39. Объем российского рынка легковых автомобилей: производство и продажи новых автомобилей (2005–2022 гг.), тыс. ед.



Источники: Росстат, ЕМИСС, OICA.

После падения в II квартале 2022 г. автомобильный рынок постепенно восстанавливается (Рисунок 40), но уровень производства остается примерно в три раза ниже, чем до падения. Российским производителям потребуется дополнительное время для того, чтобы в полной мере решить проблемы с заменой поставщиков комплектующих. По данным Росстата, объем запасов автомобилей продолжает снижаться (Рисунок 41).

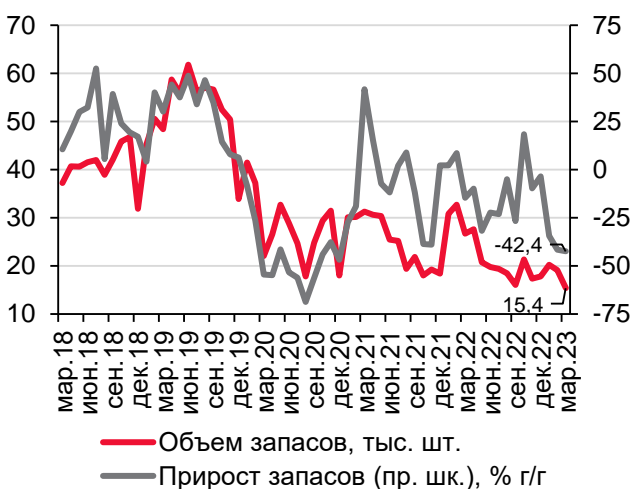
Картину финансового состояния основных участников автомобильного рынка отражают финансовые потоки автопроизводителей и предприятий, специализирующихся на торговле автомобилями, то есть фирм в отраслях «Производство автотранспортных средств, прицепов и полуприцепов» (29) и «Торговля оптовая и розничная автотранспортными средствами и мотоциклами и их ремонт» (ОКВЭД2 45). Падение входящих финансовых потоков в производстве в 2022 г. было более выраженным (Рисунок 51), чем в продажах (Рисунок 53). Динамика финансовых потоков в I квартале 2023 г. в производстве подтверждает тенденцию постепенного восстановления, которое пока носит неустойчивый характер. При этом рост исходящих финансовых платежей в производстве может косвенно указывать на рост издержек в связи с перестройкой цепочек поставщиков (Рисунок 52).

Рисунок 40. Динамика производства легковых автомобилей



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

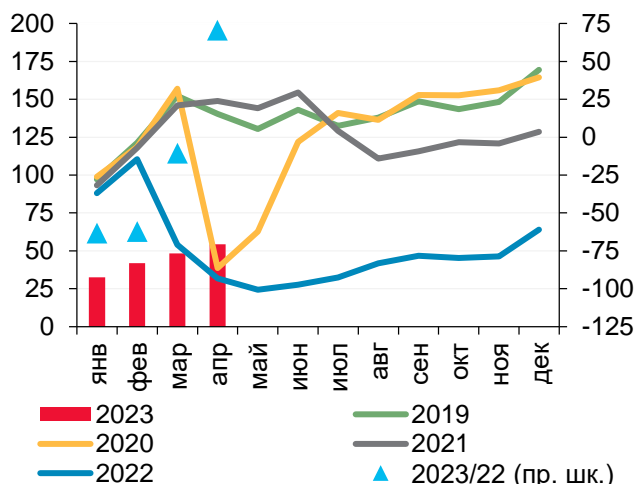
Рисунок 41. Динамика запасов легковых автомобилей



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

Объем продаж новых автомобилей в этом году также медленно восстанавливается (Рисунок 42, Рисунок 43). При этом разрыв с уровнем продаж до падения в 2022 г. немного меньше, чем в динамике производства. Это указывает на опережающее восстановление импорта новых легковых автомобилей. Причем оно происходит более интенсивно в натуральном, чем в стоимостном объеме, что может говорить о снижении доли премиальных легковых автомобилей, переориентации импорта в сторону новых автомобилей с меньшей мощностью двигателя. В целом это отражает структурное изменение внешних поставок автомобилей: доля продаж автомобилей иностранных марок из недружественных стран в I квартале составила всего около 6% при значительном увеличении доли продаж китайских производителей (Рисунок 44).

Рисунок 42. Динамика продаж новых легковых и легких коммерческих автомобилей, тыс. ед. и % г/г



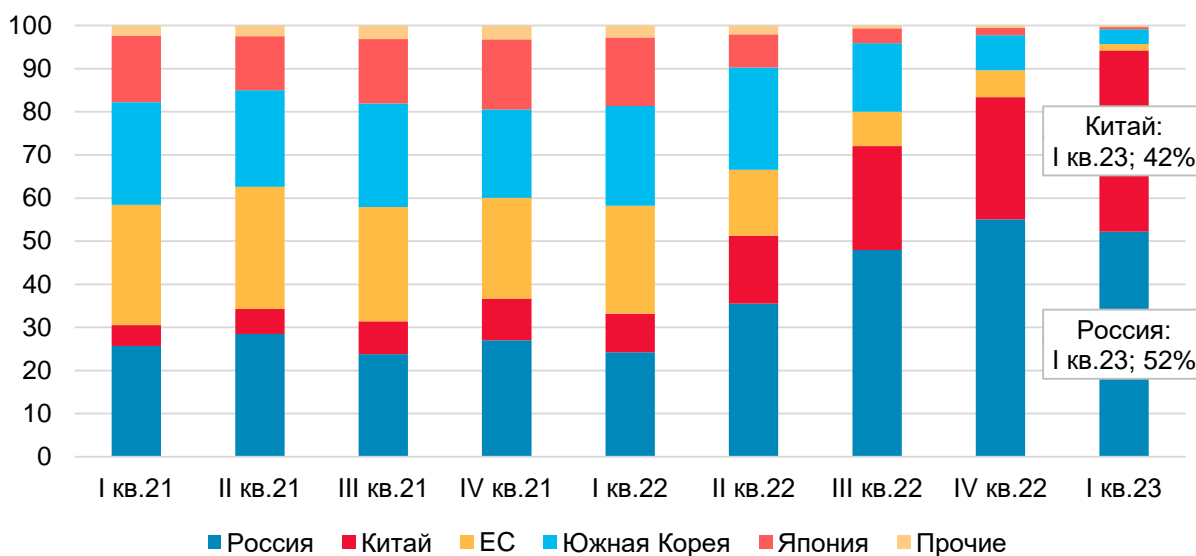
Источники: АЕБ, расчеты ДИП.

Рисунок 43. Уровень (индекс) и прирост продаж новых легковых и легких коммерческих автомобилей



Источники: АЕБ, расчеты ДИП.

Рисунок 44. Доля брендов различных стран в продажах новых легковых автомобилей за квартал, %

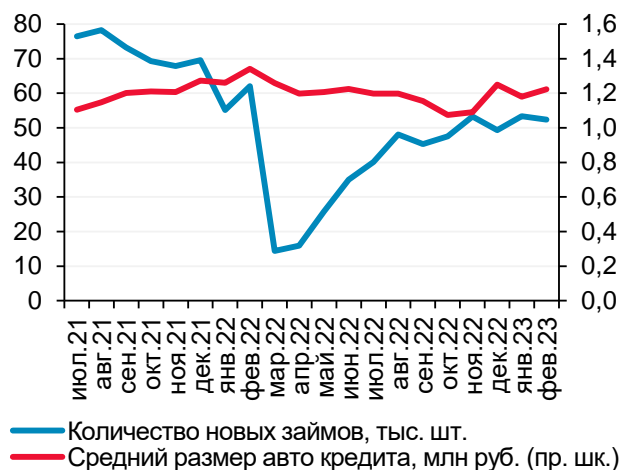


Источники: АЕБ, Автостат.

После существенного сокращения общего количества новых кредитов на покупку автомобиля в период с марта по август 2022 г., за последние месяцы динамика автокредитов частично восстановилась и стабилизировалась, но все еще находится ниже уровня начала 2022 г. (Рисунок 45). При этом объем кредитования покупок автомобилей с пробегом в последние кварталы резко вырос и стал превышать объем кредитования на покупки новых автомобилей (Рисунок 46), тогда как в предыдущие годы объем кредитования в сегменте подержанных автомобилей был в разы ниже, чем в сегменте новых. На увеличение спроса на подержанные автомобили указывает и рост их импорта. По данным Автостата импорт подержанных легковых автомобилей за 2022 год составил 259,7 тыс. штук, что на 35% больше объема импорта новых автомобилей в прошлом

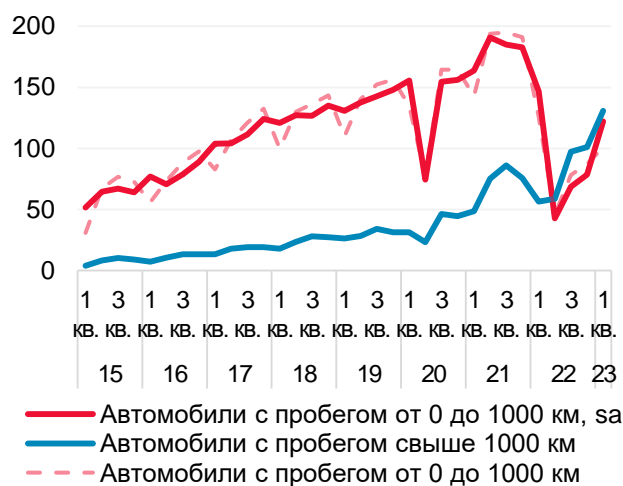
году. За период с января по апрель текущего года было ввезено 141 тыс. подержанных автомобилей, что на 17% больше ввоза новых машин. Такие изменения во многом стали следствием ограниченности предложения новых автомобилей: оно не успевает подстраиваться под растущий спрос.

Рисунок 45. Количество новых автокредитов и средний размер автокредита



Источники: Банк России, расчеты ДИП.

Рисунок 46. Общая сумма выданных кредитов за квартал, млрд руб.

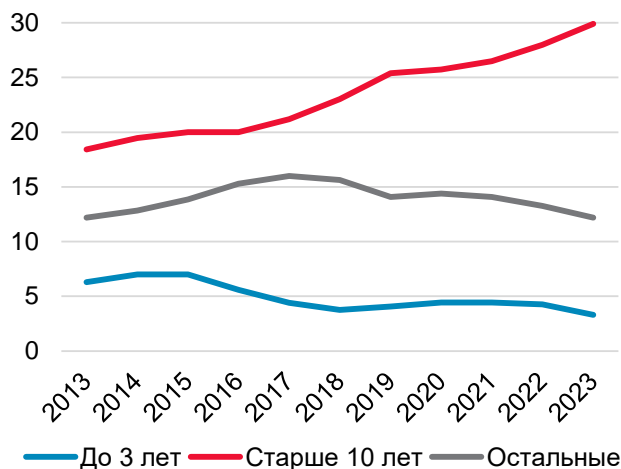


Источник: Банк России.

Пониженное предложение новых автомобилей и увеличение поставок подержанных автомобилей из-за рубежа вместо новых могут привести к дальнейшему старению автопарка. В предыдущие годы средний возраст парка постепенно рос¹³ даже при тех объемах продаж новых автомобилей, который наблюдался до падения 2022 г. (Рисунок 48). Например, в 2021 г. по сравнению с 2011 г. доля автомобилей возрастом 7–10 и 11–15 лет была значительно больше, тогда как доля автомобилей моложе 6 лет сократилась (Рисунок 47, Рисунок 49). При этом обеспеченность собственными легковыми автомобилями в России составила 328 штук на 1000 человек в 2021 г., что на 35% выше, чем в 2011 г. (Рисунок 50). Такой уровень обеспеченности гораздо ниже среднего уровня в развитых странах, но сопоставим со средним уровнем в странах с формирующимися рынками.

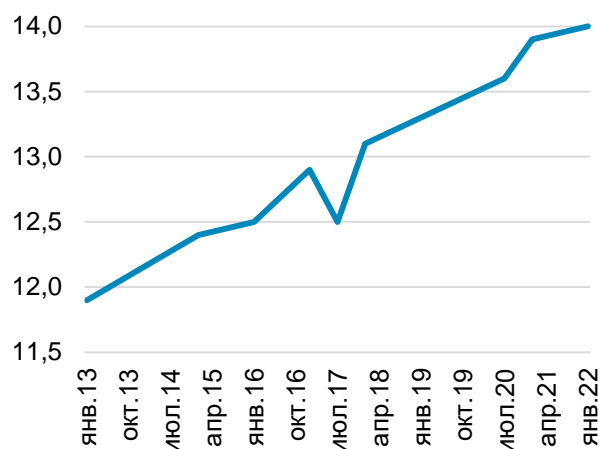
¹³ В среднем возраст легковых автомобилей отечественного производства на пять лет выше, чем иномарок. Средний возраст легковых автомобилей отечественных марок на 1 января 2018 г. составлял 16,6 года, по сравнению с 10,9 года у иномарок. В зависимости от региона возраст автопарка варьируется. По данным Автостата, в Москве самый молодой автопарк (средний возраст – 10,4 года). Наиболее старые легковые автомобили находятся на Камчатке (24,4 года). Высокий средний возраст частично может объясняться тем, что старые автомобили, которые уже не используются для передвижения, не снимаются с регистрации и таким образом попадают в статистику.

Рисунок 47. Численность автопарка, млн ед.



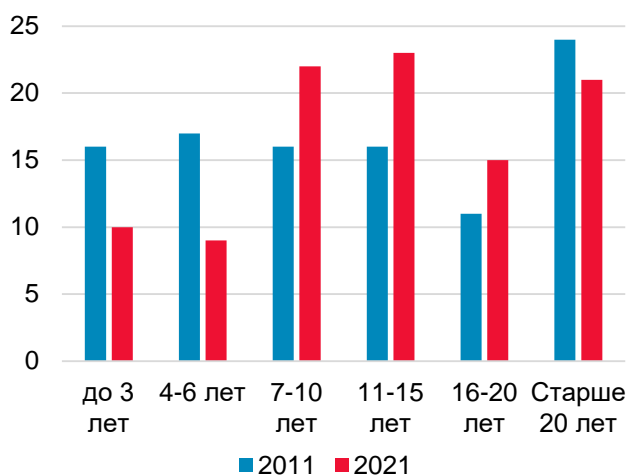
Источники: Автостат, расчеты ДИП.

Рисунок 48. Средний возраст парка легковых автомобилей в России, лет



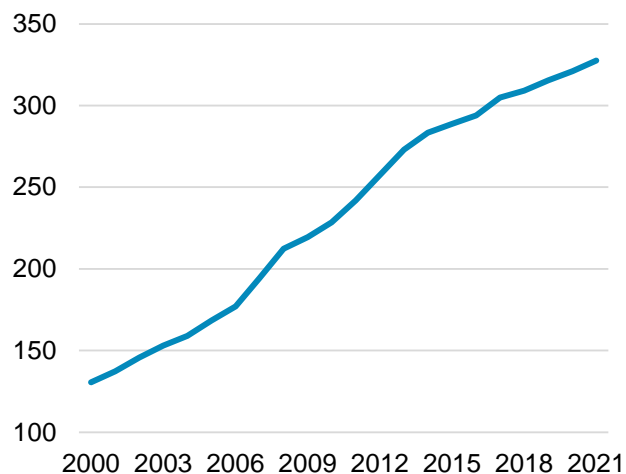
Источники: Автостат, расчеты ДИП.

Рисунок 49. Доля сегментов в возрастной структуре парка легковых автомобилей, %



Источник: Автостат.

Рисунок 50. Собственные легковые авто на 1000 человек населения, ед.



Источник: Росстат.

Дальнейшее восстановление экономики по мере адаптации к изменившимся внешним условиям будет поддерживать расширение потребительского спроса, в том числе и на автомобили. Дополнительный спрос на автомобили делает все более актуальной необходимость обновления стареющего автопарка. На этом фоне мы видим три основные развилки для рынка автомобилей в зависимости от реакции предложения:

- 1. Расширение производства на уже существующих площадках российских и иностранных производителей.** Это потребует решения проблем с поставками комплектующих для российских производителей и создания привлекательных условий для захода на простаивающие площади новых иностранных производителей из дружественных стран.
- 2. Увеличение импорта автомобилей (как новых из «дружественных» стран, так и подержанных).** В случае, если расширение внутреннего производства окажется

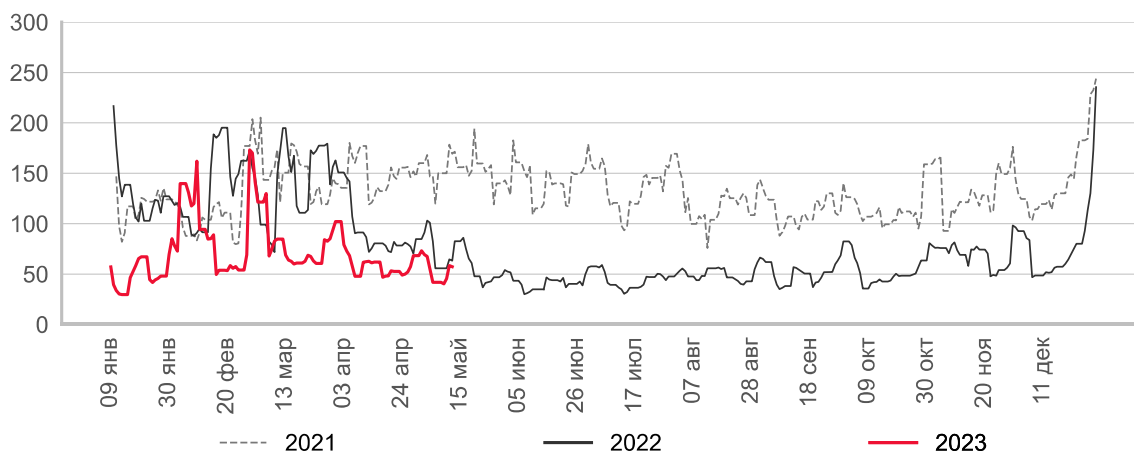
недостаточным, удовлетворить спрос может увеличение поставок готовых автомобилей из-за рубежа. Похожая модель функционирования уже была характерна для российского рынка автомобилей в период с 2000-х до середины 2010-х годов.

3. Поддержание существующего автопарка. Если расширение предложения автомобилей по первым двум каналам будет недостаточно для удовлетворения спроса, потребители будут вынуждены продлевать сроки использования своего текущего парка. Это может привести к значительному росту спроса на услуги по текущему и капитальному ремонту автомобилей и на запчасти.

Отдельной дополнительной развилкой выступает активное развитие рынка каршеринга. Он позволяет частично удовлетворять спрос на самостоятельные автопоездки без владения автомобилем в условиях ограниченного предложения новых автомобилей.

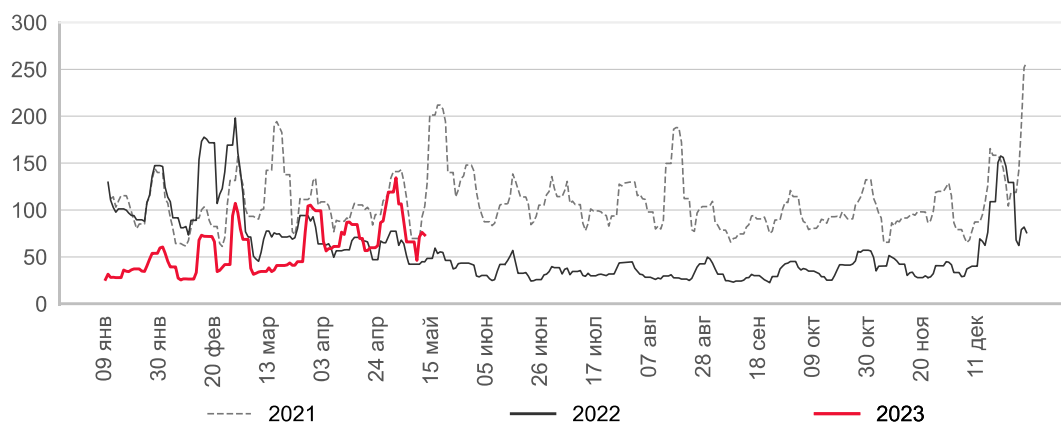
Неопределенность относительно того, каким будет итог структурной перестройки рынка автомобилей, пока высока. Скорее всего, в той или иной степени реализуются все три развилки. При этом некоторая настройка нового равновесия мерами экономического характера (импортные пошлины на новые автомобили и комплектующие, требования по локализации, налоговый режим) вполне возможна, но требует понимания баланса рисков и выгод от принимаемых решений.

Рисунок 51. Средний дневной поток входящих платежей за скользящие семь дней в отрасли «Производство автотранспортных средств, прицепов и полуприцепов» (ОКВЭД2 29), индекс (100 – среднемесячный уровень в 2019 г.)



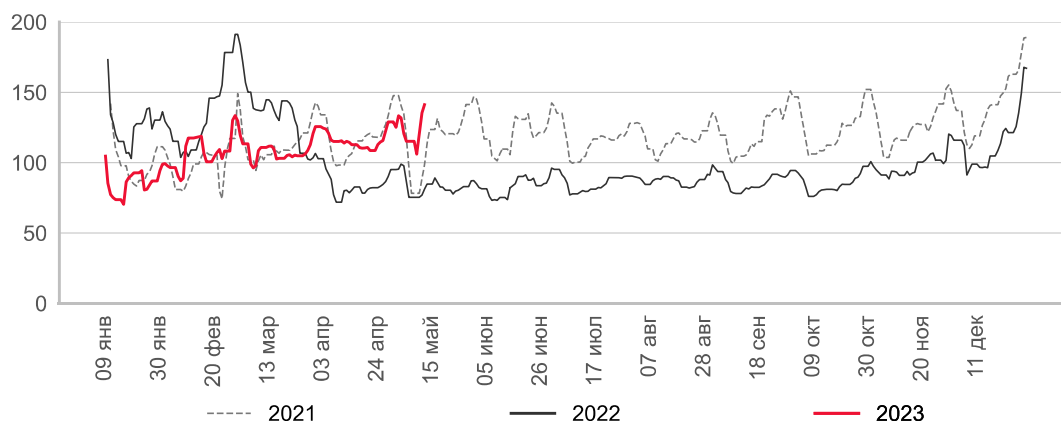
Источник: Банк России.

Рисунок 52. Средний дневной поток исходящих платежей за скользящие семь дней в отрасли «Производство автотранспортных средств, прицепов и полуприцепов» (ОКВЭД2 29), индекс (100 – среднемесячный уровень в 2019 г.)



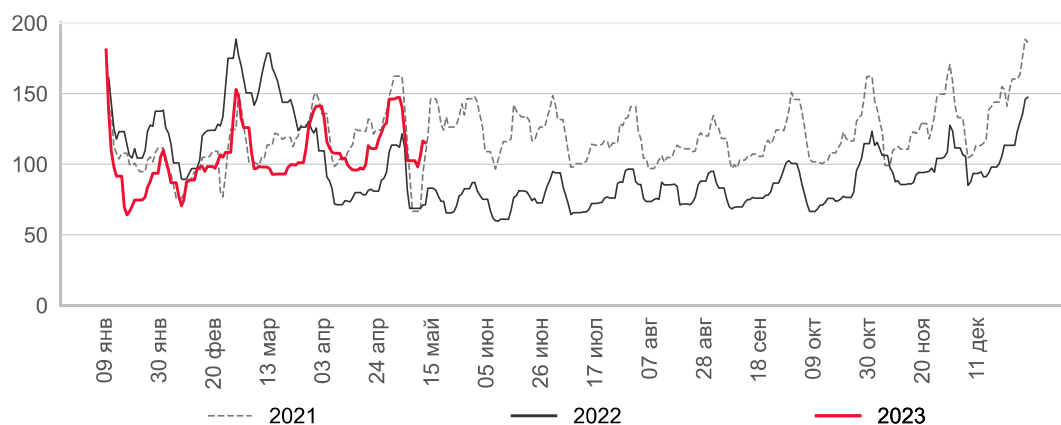
Источник: Банк России.

Рисунок 53. Средний дневной поток входящих платежей за скользящие семь дней в отрасли «Торговля оптовая и розничная автотранспортными средствами и мотоциклами и их ремонт» (ОКВЭД2 45), индекс (100 – среднемесячный уровень в 2019 г.)



Источник: Банк России.

Рисунок 54. Средний дневной поток исходящих платежей за скользящие семь дней в отрасли «Торговля оптовая и розничная автотранспортными средствами и мотоциклами и их ремонт» (ОКВЭД2 45), индекс (100 – среднемесячный уровень в 2019 г.)



Источник: Банк России.

Александр Морозов, директор

Артур Ахметов

Кристина Вировец

Сергей Власов

Ирина Крячко

Татьяна Кузьмина

Софья Мякишева

Максим Неваленный

Екатерина Петренева

Алексей Поршаков

Белла Рабинович

Арина Сапова

Марина Стародубцева

Юлия Ушакова

Анастасия Хажгериева

Мария Харламова

Яна Чернышова

Дмитрий Чернядьев