



Банк России



О ЧЕМ ГОВОРЯТ ТРЕНДЫ Макроэкономика и рынки

Бюллетень Департамента исследований и прогнозирования

Октябрь 2024

ОГЛАВЛЕНИЕ

Краткое содержание	3
1. Инфляция	4
1.1. Устойчивое инфляционное давление остается повышенным	5
2. Экономическая динамика	9
2.1. Постепенное снижение перегрева в экономике	10
2.2. Охлаждение розничного кредитования при стабильно высоком росте корпоративного	14
3. Финансовые рынки	17
3.1. Инвесторы ожидают более высокие процентные ставки	17
3.2. Энергопереход в Китае сдерживает спрос на нефть	20

Бюллетень подготовлен Департаментом исследований и прогнозирования по данным на 11.10.2024.
Выводы и рекомендации, содержащиеся в бюллетене, могут не совпадать с официальной позицией Банка России.
Замечания и предложения по содержанию просим отправлять по адресу: dip1@cbr.ru.

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

© Центральный банк Российской Федерации, 2024

Краткое содержание

Итоги

- В III квартале рост экономики замедлился из-за факторов на стороне как спроса, так и предложения. При этом спрос в экономике и потребительский спрос, в частности, в целом оставались высокими, несмотря на некоторое снижение в августе. В совокупности это пока поддерживает высокое инфляционное давление на фоне произошедшего роста процентных ставок, замедления розничного кредитования и экономики в целом. В дальнейшем проводимая жесткая денежно-кредитная политика приведет к снижению дефицита на рынке труда. Такая тенденция похоже намечается в связи с уменьшением аппетита работодателей к найму из-за более умеренных ожиданий по спросу на их продукцию и по росту инвестиционной активности. Вместе с сохранением высокой нормы сбережений это приведет к охлаждению потребительского спроса, а с ним и динамики потребительских цен.
 - Годовая инфляция в сентябре уменьшилась, однако в этом году ее дальнейшее замедление окажется небольшим. Новый импульс дезинфляции может придать только снижение показателей устойчивой инфляции, для чего требуется охлаждение потребительского спроса от достигнутых к середине года уровней. В условиях значительного повышения утильсбора на автомобили и тарифов на коммунальные услуги возвращение инфляции к 4% в 2025 г. с большой вероятностью требует дальнейшего ужесточения денежно-кредитных условий.
 - Данные и опросные показатели за август и сентябрь в большинстве своем свидетельствуют о замедлении общего роста экономической активности при сохранении высокого уровня потребления домохозяйств. Спад в растениеводстве в этом году из-за погодных условий, вероятно, неблагоприятно скажется на ВВП в III и IV кварталах. При этом больший, чем ожидалось ранее, бюджетный импульс этого года даст дополнительный вклад во внутренний спрос. Для сохранения ценовой стабильности в предстоящие кварталы требуется более сдержанная динамика частного спроса. Жесткость денежно-кредитной политики должна соответствовать данным обстоятельствам.
 - Динамика в разных сегментах российского финансового рынка в сентябре была разнонаправленной. Уровень процентных ставок на разные сроки увеличился под влиянием как проводимой денежно-кредитной политики, так и активных госзаимствований. Курс рубля снизился в условиях сужения внешне-торгового сальдо в III квартале и сохраняющихся лагов во внешнеэкономических расчетах.

1. Инфляция

Рост потребительских цен остается высоким – как в части волатильных, так и в части устойчивых компонентов. Сильный спрос в экономике в целом и потребительском секторе, в частности, по-прежнему способствует росту цен в условиях не поспевающего за спросом увеличения производства и импорта потребительских товаров и услуг.

Ограничения на стороне предложения также приводят к росту себестоимости товаров и услуг – прежде всего из-за увеличения издержек на закупку сырья и материалов, фонда оплаты труда, расширения логистических и платежных издержек. Сильный спрос и высокие инфляционные ожидания позволяют в значительной степени перенести рост издержек в отпускные и розничные цены.

Вместе с тем годовая инфляция в сентябре ушла ниже 9%, и процесс ее постепенного замедления продолжится. Но открытым вопросом являются темпы ее замедления.

В этой связи стоит понаблюдать за развитием следующих макроэкономических взаимосвязей:

- высокие процентные ставки сдерживают рост спроса со стороны частного сектора, в том числе на кредит (уже наблюдается);

- аппетит бизнеса к расширению производства в расчете на дальнейший быстрый рост спроса нормализуется (уже наблюдается);

- планы бизнеса по найму дополнительного персонала корректируются вниз, снижая накопившееся напряжение на рынке труда (уже наблюдается);

- темпы роста заработных плат постепенно сближаются с ростом производительности (процесс только начался);

- темпы роста потребления домохозяйств замедляются в соответствии с ростом доходов при сохранении высокой нормы сбережений (появились первые признаки);

- рост потребительских цен тормозится с текущих уровней (пока не наблюдается).

Видно, что макроэкономические процессы постепенно развиваются по изложенной выше логике.

Однако следует принять во внимание и дополнительные факторы, влияющие на спрос и цены. Расширение бюджетного дефицита в этом году, значительное повышение утильсбора на автомобили и запланированные повышения тарифов на коммунальные услуги в предстоящие годы темпами, существенно превышающими 4%, – это все проинфляционные факторы разного характера. Но все они влияют на общий уровень потребительских цен. А в условиях незаякоренных и высоких инфляционных ожиданий действие даже разовых факторов может иметь значимый вторичный повышательный эффект на инфляционные ожидания и потребительские цены.

Подобный эффект должна компенсировать денежно-кредитная политика. Это означает, что средний уровень ключевой ставки на прогнозном горизонте должен быть выше, чем был бы без них при прочих равных условиях. Этого можно достичь посредством

дополнительного повышения ключевой ставки на ближайших заседаниях, либо более длительного поддержания высокой ставки в предстоящие кварталы, либо комбинацией обоих действий.

1.1. Устойчивое инфляционное давление остается повышенным

- В III квартале общий рост цен отличался существенной волатильностью. Она была связана прежде всего с такими разовыми факторами, как повышенная индексация коммунальных тарифов и изменение сезонности в услугах туризма и транспорта. Устойчивое инфляционное давление остается повышенным без явного тренда на снижение.
- Среднесрочные проинфляционные риски по-прежнему высокие. Для формирования устойчивых дезинфляционных тенденций и возвращения инфляции к цели потребуется поддержание жестких денежно-кредитных условий продолжительное время.
- Двухзначная индексация тарифов в середине 2025 г. и повышение утильсбора на автотранспорт – это новые проинфляционные факторы разового действия, которые внесут дополнительный вклад в рост цен. Чтобы ДКП решила эту задачу, необходимо не дать проявиться вторичным эффектам от этого на инфляцию в условиях высоких и незакоренных ожиданий.

В сентябре рост потребительских цен ускорился до 9,8 с 7,5% м/м SAAR в августе. Ускорение относительно августа – в существенной степени результат разворота в динамике цен на услуги туризма и транспорта из-за изменения их сезонности (в августе их динамика привела к временному снижению цен на услуги). Показатели устойчивого инфляционного давления изменились слабо. Они остаются значительно выше 4% SAAR, о явных признаках дезинфляционного тренда пока говорить преждевременно. Годовая инфляция снизилась до 8,6 с 9,1% за счет постепенного выхода из расчета очень высоких значений осени 2023 г. (Таблица 1). Накопленный за 9 месяцев рост цен составил 6,3% SA. С учетом значительной инерции в ценовой динамике и возможного действия дополнительных проинфляционных факторов в IV квартале рост цен по итогам года, видимо, превысит текущий прогнозный интервал Банка России.

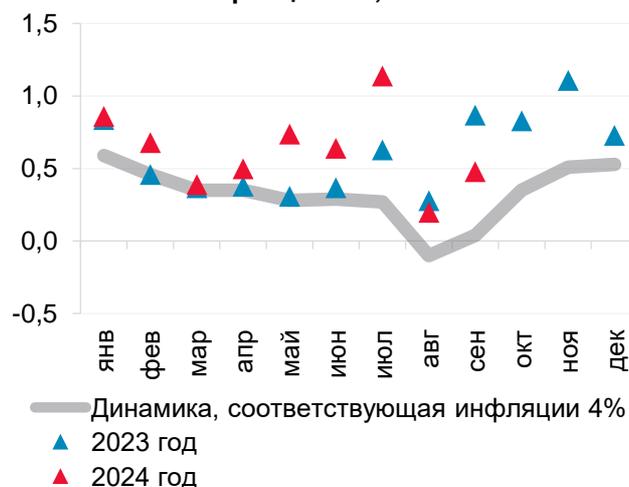
Удорожание продовольственных товаров в сентябре замедлилось до 10,1 с 15,6% м/м SAAR в августе. Удешевление овощей и фруктов приблизилось к привычной сезонности после заметного отставания летом, которое значительно повышало общий рост цен на продовольствие с корректировкой на сезонность. В то же время рост цен прочих продовольственных товаров ускорился до 11,5 с 8,0% м/м SAAR. Повысились темпы роста цен на масла и молочные продукты, хлебобулочные изделия, а также мясо. [Производители мяса](#) и [молока](#) отмечают уверенный рост спроса и отставание возможностей расширения предложения, что позволяет транслировать издержки в цены.

Таблица 1. Инфляция и ее компоненты

	Сент. 2022	Сент. 2023	Июль 2024	Авг. 2024	Сент. 2024
% г/г					
Все товары и услуги	13,7	6,0	9,1	9,1	8,6
Базовая инфляция	17,1	4,6	8,6	8,4	8,3
Прод. товары	14,2	4,9	9,7	9,7	9,2
Непрод. товары	14,9	4,6	6,7	6,1	5,6
Услуги	11,0	9,7	11,4	11,7	11,6
% м/м SAAR					
Все товары и услуги	3,4	14,9	16,2	7,5	9,8
Базовая инфляция	3,6	11,3	6,1	7,7	9,1
Прод. товары	0,1	17,2	14,9	15,6	10,1
– без плодоовощей	0,1	11,4	7,1	8,0	11,5
Непрод. товары	0,7	12,7	8,2	6,9	6,5
– без нефтепрод-ов	0,5	9,7	4,4	5,3	5,4
Услуги	11,8	14,5	28,5	-1,6	13,6
– без ЖКУ	16,8	18,4	9,9	-8,3	17,4

Источники: Росстат, расчеты ДИП.

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



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

Риски сохранения высоких темпов роста цен в продовольственном сегменте повысились из-за [снижения прогнозов урожая](#) и ускорения роста мировых цен на продовольствие. Кроме того, в этом году завершается действие [квоты на беспошлинный импорт](#) мяса кур, сдерживающий цены (цена на мясо кур снизилась на 4,6% с начала года).

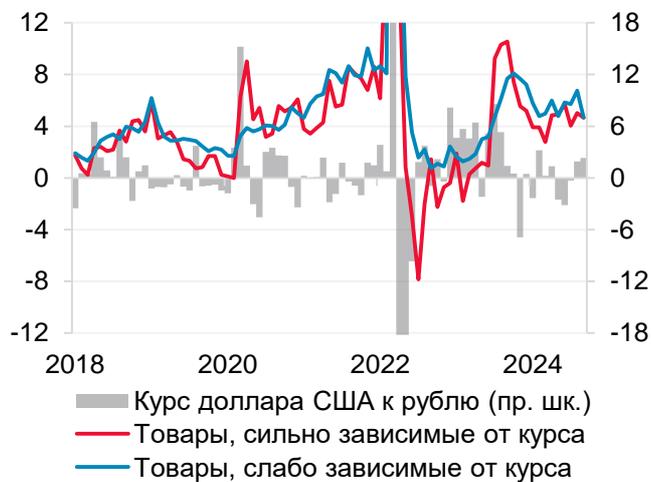
В непродовольственном сегменте рост цен остался вблизи темпов прошлого месяца (6,5 после 6,9% м/м SAAR в августе). Динамика цен на топливо остается повышенной, при этом сильнее всего подорожал бензин АИ с маркировкой 98 и выше. Влияние ослабления рубля в сентябре значимо не отразилось в динамике цен. Медиана роста цен на товары и услуги с высокой чувствительностью к изменению курса рубля слабо скорректировалась в III квартале (Рисунок 3).

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 (%)

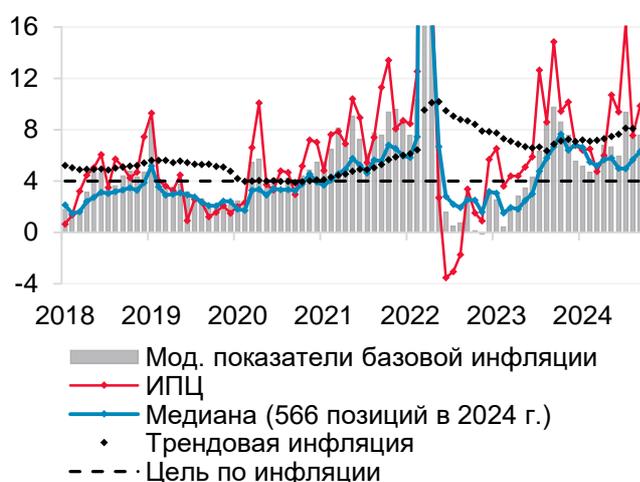


Источники: Банк России, Росстат, расчеты ДИП.

Динамика цен в услугах, определившая высокую волатильность ИПЦ в III квартале, в сентябре развернулась к росту после временного снижения в августе (13,6 после -1,6% м/м SAAR в августе). Новая сезонность в динамике спроса и цен на услуги транспорта и туризма пока не может быть формально оценена статистическими методами, что вносит дополнительную волатильность в динамику цен сезонно сглаженных индексов. Без учета туризма и транспорта темпы снизились, но остались высокими – 10,6 после 12,6% м/м SAAR в августе. Стабильно высокие темпы роста цен на услуги (с поправкой на разовые факторы) свидетельствуют о значительном проинфляционном влиянии со стороны спроса в этом сегменте, который наиболее чувствителен к росту издержек на труд и соответственно к сохраняющемуся дефициту на рынке труда.

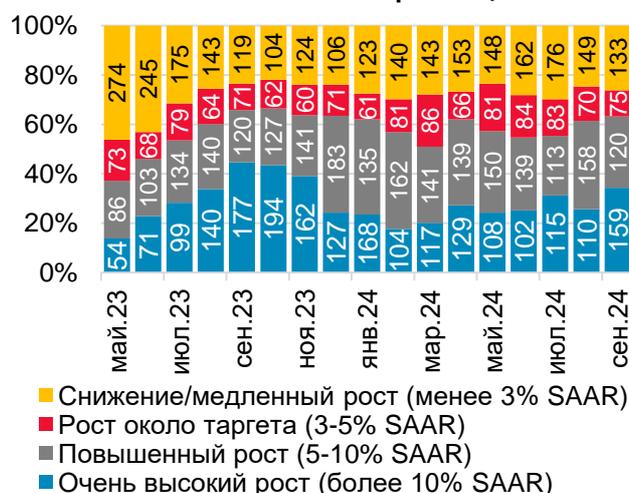
Аналитические показатели ценовой динамики пока не указывают на устойчивый дезинфляционный тренд. Среднее из оценок модифицированных показателей базовой инфляции осталось вблизи прошлого месяца (Рисунок 4). Медиана распределения роста цен выросла, суммарный вес ускоренно дорожающих позиций почти не изменился, при этом в его структуре выросла доля позиций с очень высоким ростом цен (Рисунок 5). Оценка трендовой инфляции в сентябре возросла.

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



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

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



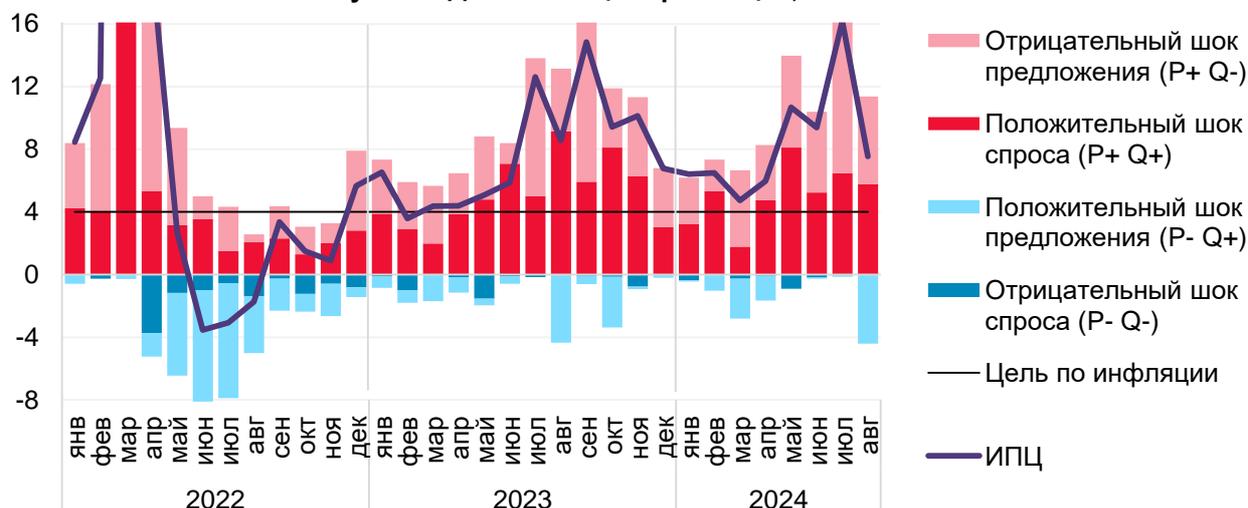
* Без плодоовощной продукции и регулируемых услуг.
Примечание. Числа – количество позиций.
Источники: Росстат, расчеты ДИП.

Декомпозиция роста цен на основе работы (Sheremirov, 2022¹) указывает на то, что вклад факторов спроса в повышенный рост цен остается значительным и в совокупности с апреля устойчиво превышает 4 п.п., несмотря на охлаждение потребительского спроса

¹ Sheremirov V. (2022). Are the Demand and Supply Channels of Inflation Persistent? Evidence from a Novel Decomposition of PCE Inflation. Federal Reserve Bank of Boston Current Policy Perspectives. November 4, 2022.

в августе (Рисунок 6). В среднем за последний скользящий квартал существенное проинфляционное влияние на изменение цен оказывали и факторы предложения²: они внесли примерно равный вклад в ускоренный рост цен вместе со спросом (Рисунок 7).

Рисунок 6. Декомпозиция* роста цен, % м/м SAAR



* Используются данные Росстата по ИПЦ и физобъемам розничных продаж по 45 категориям товаров и услуг с суммарным весом более 80% потребительской корзины. Идея метода основана на базовой модели совокупного спроса и предложения: если изменение цены (P) и объема потребления (Q) происходит разнонаправленно, преимущественно причиной этих изменений считается сдвиг кривой предложения, при сонаправленной динамике — кривой спроса. В отличие от основного метода исходной статьи, удаление тренда не производится.

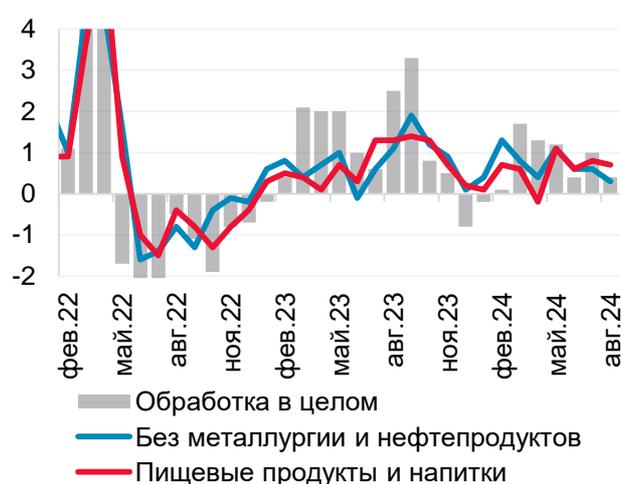
Источники: Росстат, расчеты ДИП.

Рисунок 7. Вклад спроса и предложения в рост цен, п.п. 3ММА SAAR



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

Рисунок 8. Индекс цен производителей в обработке, % м/м



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

Хотя в сентябре впервые с апреля этого года несколько [снизились инфляционные ожидания населения](#), а также замедляется рост розничного кредитования и потребления

² Среди основных факторов в июле рост был связан с индексацией тарифов, в августе увеличился вклад продовольствия (в основном за счет плодоовощей).

населения, их высокий уровень по-прежнему позволяет производителям переносить издержки в цены.

Баланс рисков остается смещенным в сторону проинфляционных. В 2025 г. значительный дополнительный относительно ожиданий конца лета вклад в рост цен внесут временные факторы на стороне предложения. Так, индексация коммунальных услуг 1 июля 2025 г. составит 11,9% вместо 5,7%, планировавшихся ранее, что дополнительно добавит 0,4 п.п. к индексу потребительских цен в 2025 году. Еще одним проинфляционным фактором регуляторного характера станет резкое увеличение ставок утильсбора на автотранспорт с 1 октября 2024 г. (с последующим увеличением темпами, существенно превышающими 4% в 2025 г. и далее). Всплеск ввоза автомобилей перед 1 октября позволил дилерам создать запасы автомобилей по старому тарифу утильсбора, поэтому новый утильсбор будет переноситься в цены постепенно. Тем не менее, по нашим оценкам, к концу 2025 г. накопленный эффект на ИПЦ от повышения утильсбора может составить от 0,4 до 0,6 п.п.

Эти проинфляционные факторы носят разовый характер. Они прямо влияют на общий уровень потребительских цен, но не на устойчивые темпы роста цен. Однако в условиях незаякоренных и высоких инфляционных ожиданий действие таких факторов может иметь осязаемые вторичные проинфляционные эффекты на потребительские цены. На это обязана реагировать денежно-кредитная политика: средний уровень ключевой ставки на прогнозном горизонте при прочих равных условиях должен оказаться выше, чтобы купировать подобные вторичные эффекты. Этого можно достичь посредством дополнительного повышения ключевой ставки на ближайших заседаниях, либо еще более длительного поддержания высокой ставки в предстоящие кварталы, либо комбинацией обоих действий.

2. Экономическая динамика

Рост экономики в III квартале продолжается более умеренными темпами, чем в первом полугодии, судя по оперативным индикаторам и опросам. Важно отметить, что динамика внутреннего спроса замедляется. Так, постепенно охлаждается спрос на кредиты (число заявок) в сегментах розничного кредитования и кредитования МСП. Вместе с тем банки сохраняют высокий аппетит к риску. В частности, они ужесточают неценовые условия кредитования только в силу возросших макропруденциальных требований.

Что касается потребительского спроса, то в сентябре его рост получил дополнительный импульс после просадки в августе. Несмотря на сохраняющуюся высокую сберегательную активность населения, рост доходов позволяет наращивать потребление одновременно со сбережениями. Наблюдаемое увеличение импорта потребительских товаров вместе с увеличением их внутреннего производства отражает усиление спроса со стороны домохозяйств.

Спрос со стороны государства будет более высоким, чем ранее ожидалось. С учетом этого для снижения инфляции в условиях практически полного использования производственного потенциала экономики потребуется более умеренный рост спроса в частном секторе.

Внешний спрос (экспорт) в целом остается стабильным. В результате замедляющийся рост совокупного спроса, внутреннего и внешнего, приводит к меньшей напряженности и на рынке труда, которая пока остается высокой.

Таким образом, со стороны спроса создаются предпосылки для торможения роста цен, в том числе потребительских. Эти предпосылки реализуются при условии, что повышение производственных возможностей экономики не столкнется с новыми ограничениями и (или) ценовыми шоками.

2.1. Постепенное снижение перегрева в экономике

- Оперативная статистика указывает на продолжение роста экономической активности в III квартале, хотя и более умеренными темпами, чем во II квартале³. Об этом, в частности, свидетельствует динамика производства в базовых отраслях (Рисунок 10). Это также заметно по динамике [финансовых потоков](#) (Рисунок 9), которые показывают замедление роста объема входящих платежей по сравнению с уровнем II квартала. Опросные индикаторы также фиксируют постепенное уменьшение оптимизма предприятий, которые снижают свои прогнозы спроса и параметров производственной активности⁴, хотя большинство конъюнктурных индексов остаются в зоне расширения активности.
- Динамика промышленности в III квартале сложилась неоднородной. Августовский рост в добыче и обработке компенсировал снижение в предыдущие два месяца (Рисунок 12). Наряду с этим сохранился волатильный характер роста в группе отраслей инвестиционного спроса⁵ обрабатывающей промышленности (Рисунок 13) и слабая динамика в добывающем секторе, которая сдерживается охлаждением внешнего спроса⁶. Сентябрьский конъюнктурный опрос зафиксировал снижение деловой активности в обработке впервые с середины 2022 г. (индекс PMI – 49,5 п.,

³ Оценка роста ВВП в II квартале была повышена до 4,1% г/г. Согласно оценке ДИП, обновленные цифры Росстата соответствует сезонно-сглаженным темпам роста в 1,0 и 0,6% к/к SA в I и II кварталах соответственно.

⁴ Индекс предпринимательской уверенности Росстата в III квартале перешел к снижению, индекс прогнозов промышленности ИМП РАН в сентябре продолжил снижение, достигнув двухлетнего минимума за счет корректировки вниз оценок спроса, планов выпуска и ожидаемых отпускных цен, а индекс бизнес климата Банка России опустился до уровней начала 2023 года.

⁵ Корректировка выпуска вверх в целом по **инвестиционной** группе (+1,0% м/м SA в августе после -1,9% м/м SA в июле) практически всецело обусловлена повышательной динамикой в отраслях с наибольшим весом в структуре (без их учета выпуск инвестиционной группы снизился на 2,2% м/м SA в августе).

⁶ Восстановительная динамика, по-видимому, практически всецело обусловлена расширением суточной добычи газа, на объемы нефтедобычи сдерживающее влияние по-прежнему оказывают обязательства,

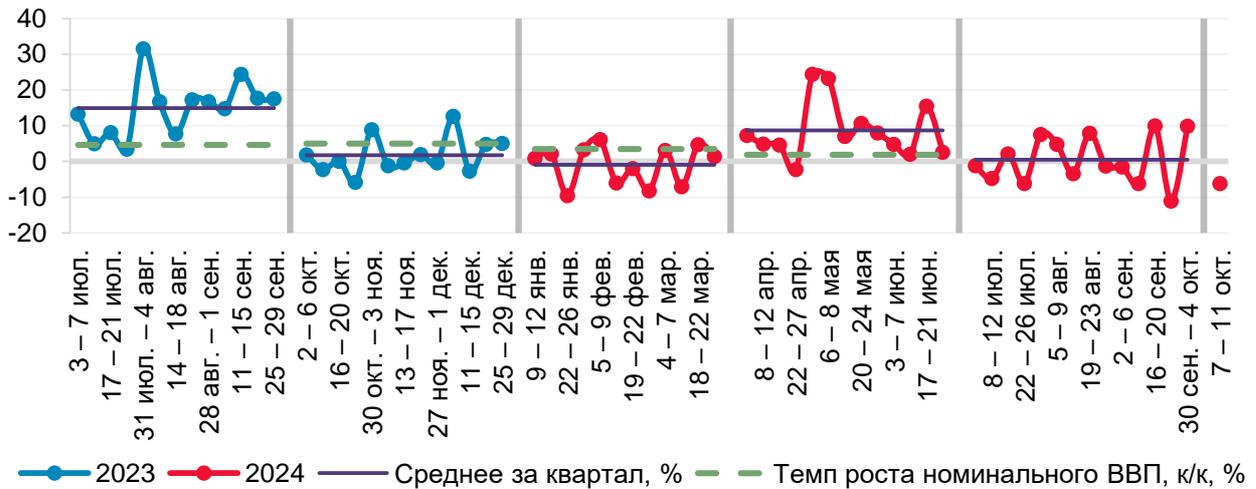
Рисунок 11). Частично замедление роста активности, а по отдельным показателям – ее снижение, вызвано ограничениями на стороне предложения. Например, респонденты указывают на ухудшение дисциплины поставщиков из-за проблем с оплатой импорта, а также из-за задержек поставок по железным дорогам. Косвенно на значительную роль факторов предложения указывает также сохранение высокого ценового давления, несмотря на уменьшение темпов роста.

- Более явно проявились в августе и признаки охлаждения потребительского спроса. По нашим оценкам, потребительский спрос относительно июля не вырос. Однако в сентябре вновь наблюдалось некоторое оживление потребительского спроса (Рисунок 15). Частично покупательский интерес мог быть вызван всплеском спроса на автомобили в ожидании роста цен на них после увеличения утильсбора с 1 октября. Этот же фактор стал одной из причин роста импорта в августе – сентябре.
- Продолжающийся рост доходов, прежде всего трудовых (Рисунок 14), оказывается достаточным и для роста сбережений, и для поддержания возросшего объема потребления. Наблюдается постепенный сдвиг населения к более сберегательной модели поведения. Так, впервые за 4 месяца к дальнейшему росту перешел показатель склонности к накоплению сбережений, а доля предпочитающих направлять средства на крупные покупки уменьшилась (Рисунок 17).
- Постепенный отход от потребительской модели поведения будет способствовать более умеренному росту потребления и снижению инфляционного давления. Вместе с тем сохраняющийся высокий рост доходов в условиях острой нехватки кадров воспрепятствует его быстрому уменьшению. Показатель безработицы в очередной раз обновил свой исторический минимум (Рисунок 18) при сохранении высокой конкуренции за персонал (Рисунок 19). Ситуация на рынке труда является лакмусовой бумажкой для понимания того, сформировался ли и насколько силен дезинфляционный тренд. Именно через постепенную нормализацию ситуации на рынке труда должна формироваться тенденция на постепенное сближение темпов роста зарплат и производительности.
- Повысить спрос может государственный бюджет, оказавшийся более стимулирующим, чем предполагалось ранее. В опубликованных бюджетных проектировках предельный структурный первичный дефицит федерального бюджета на 2024 г. повышен с 1,6 до 2,0 трлн рублей. При этом заложена возможность его дополнительного увеличить еще на 1,1 трлн рублей. По всей видимости, частично дополнительные расходы уже могли отразиться в динамике совокупного спроса и кредита в прошедшей части года, в частности через более активное кредитование предприятий под будущие бюджетные ассигнования. Однако влияние значительной части дополнительных расходов транслируется в экономику в IV квартале. Добавочное (относительно предыдущих ожиданий) расширение государственного спроса при ограни-

взятые на себя Россией в рамках соглашения ОПЕК+. Также на фоне стагнации внешнего спроса на российский уголь и металлы объемы добычи прочих полезных ископаемых не демонстрируют тенденции к росту.

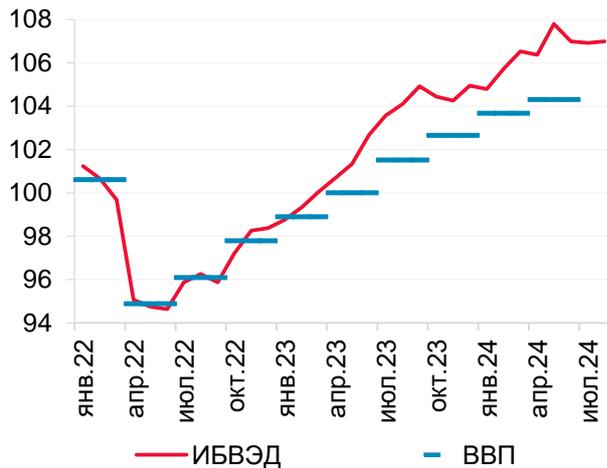
ченных возможностях расширения предложения является разовым проинфляционным фактором. При прочих равных это означает, что ДКП должна будет на ближайшие кварталы дополнительно охладить частный спрос через поддержание более жестких денежно-кредитных условий. Вместе с тем на прогнозном периоде 2025-2027 гг. бюджетные проектировки исходят из возврата к бюджетному правилу. Нормализация бюджетной политики с приверженностью к таким бюджетным параметрам внесет вклад в уменьшение инфляционного давления в экономике.

Рисунок 9. 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 10. Выпуск базовых видов экономической деятельности и ВВП, IV квартал 2021 г. = 100



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

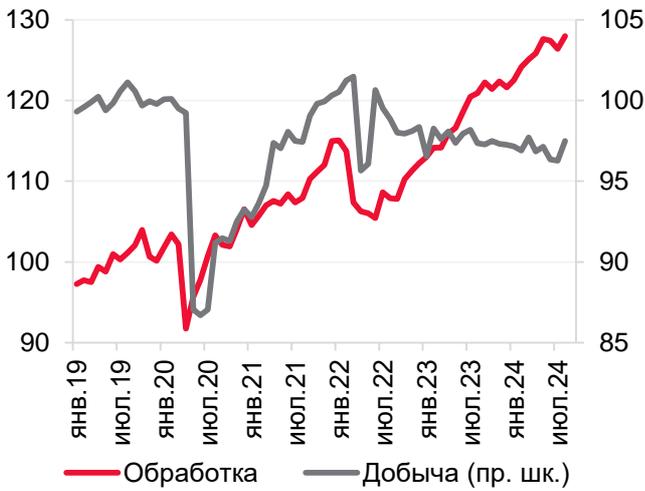
Рисунок 11. PMI в обрабатывающей промышленности и услугах, пунктов



Источник: S&P Global.

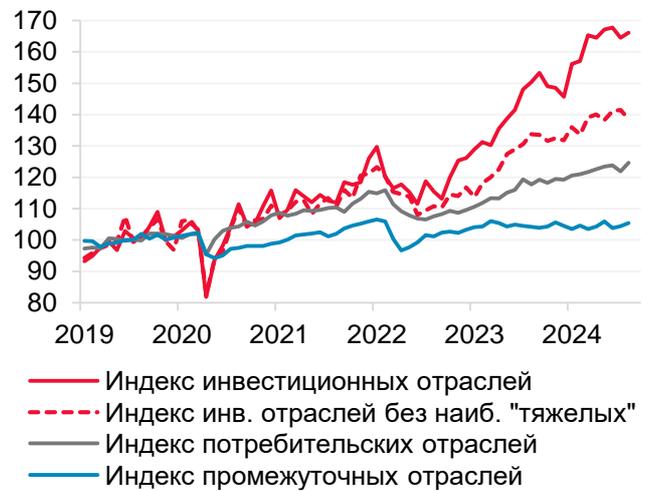
⁷ Под темпами роста понимается процентное изменение величины: $g = \frac{(x_1 - x_0)}{x_0} * 100$.

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



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

Рисунок 13. Выпуск групп отраслей обрабатывающей промышленности⁸ (2019 = 100%), SA



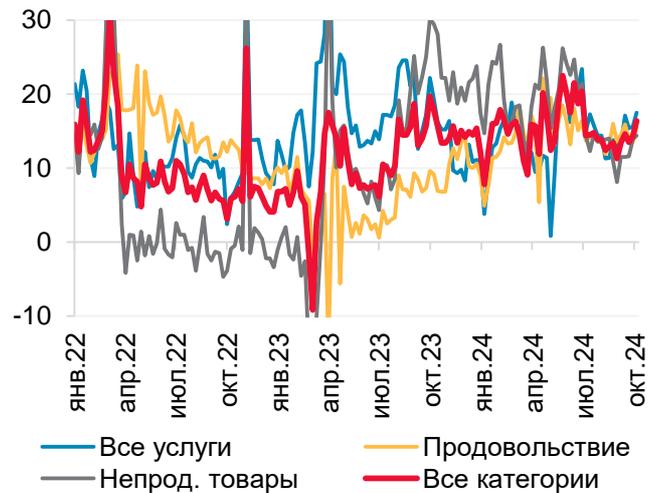
Источники: Росстат, расчеты ДИП.

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



Источники: Росстат, Банк России, расчеты ДИП.

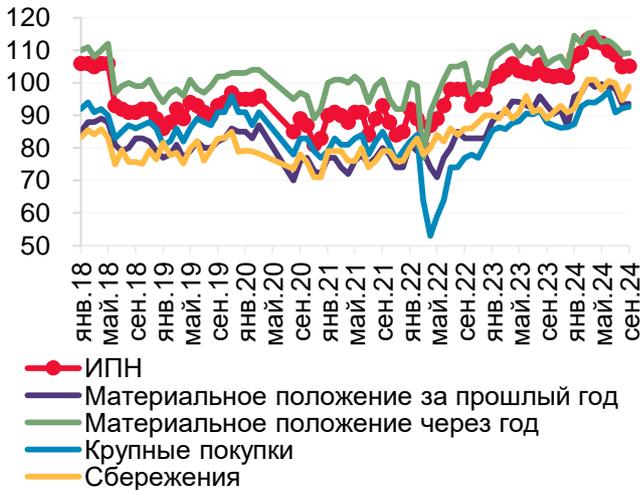
Рисунок 15. Рост номинальных расходов по категориям, % г/г



Источник: СберИндекс.

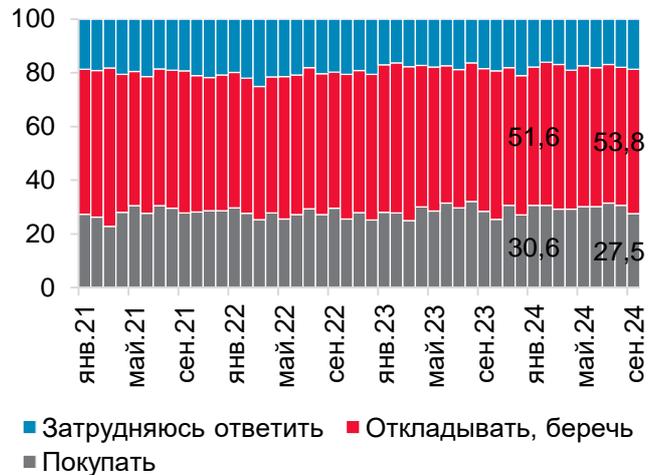
⁸ Под наиболее «тяжелыми» подразумеваются две отрасли («производство готовых металлических изделий, кроме машин и оборудования» и «производство прочих транспортных средств и оборудования»), которые имеют наибольший вес в структуре ВДС инвестиционной группы – суммарно около 40%.

Рисунок 16. Индексы потребительских и финансовых настроений населения, п.п.



Источник: ООО «инФОМ».

Рисунок 17. Как в настоящее время лучше распорядиться свободными деньгами? (%).



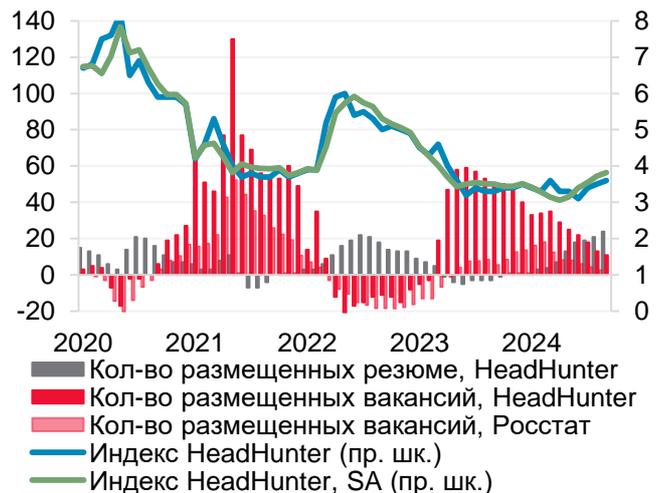
Источник: ООО «инФОМ».

Рисунок 18. Уровень безработицы, %



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

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



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

2.2. Охлаждение розничного кредитования при стабильно высоком росте корпоративного

- Темпы роста кредитования остаются значительно выше тех, которые соотносятся с замедлением инфляции до 4%. Охлаждение в динамике кредитования наблюдается пока только в розничном сегменте при сохранении повышенных темпов роста кредитов нефинансовым организациям. На этом фоне кредитный импульс⁹ в розничном сегменте снизился до минимума с середины 2023 г. (в основном за счет ипотеки, Рисунок 20). Кредитный импульс в корпоративном сегменте тоже ослабевает,

⁹ Разница в приросте кредитования за последние скользящие 12 месяцев и предыдущие скользящие 12 месяцев в отношении к ВВП. Отражает вклад кредитования в прирост спроса в экономике.

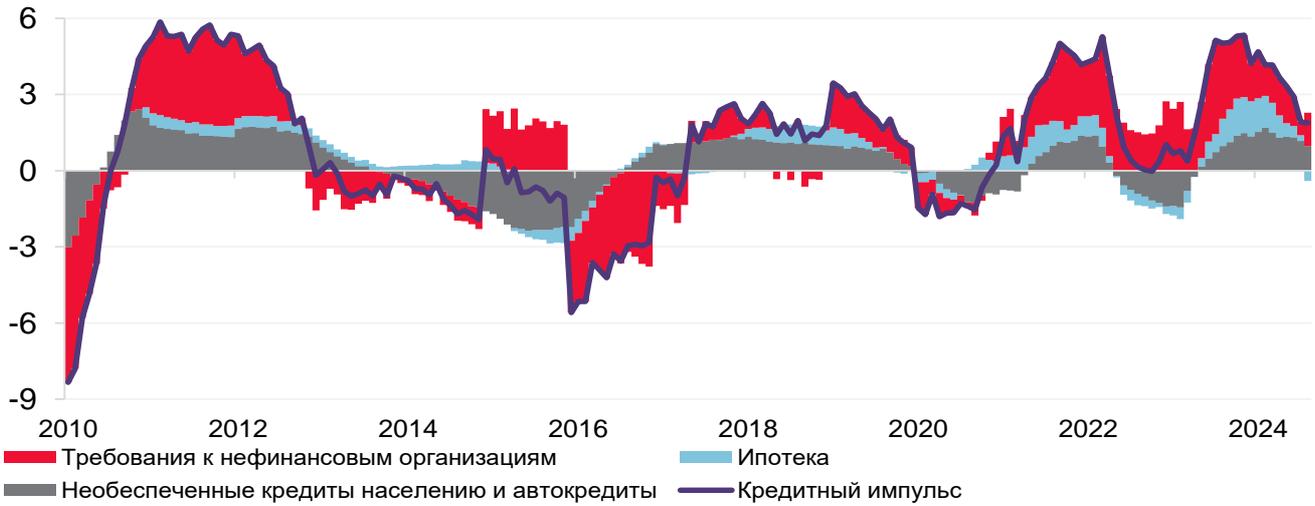
но не так быстро. При этом общий уровень кредитного импульса сейчас значительно ниже пиковых уровней середины 2023 года. В целом это означает, что прямой вклад кредитования в формирование совокупного спроса в этом году (рост кредитования) остается значительным, но вклад в рост экономики (кредитный импульс) все же уменьшился.

- Рост розничного кредитования в августе был сопоставим с июльским и составил 0,5% м/м SA¹⁰ (Рисунок 21). Ипотечный сегмент демонстрировал охлаждение: рост портфеля с корректировкой на секьюритизацию замедлился до 0,2 с 0,5% м/м SA¹¹. Это прежде всего результат значительного снижения выдач по льготным ипотечным программам (Рисунок 22). При этом часть спроса переместилась в рыночный сегмент, однако масштаб этого невелик с учетом высоких рыночных ставок по ипотеке.
- Рост необеспеченного потребительского кредитования в августе замедлился до 0,5 с 0,8% м/м SA (Рисунок 23). Факторами снижения является ужесточение как денежно-кредитной, так и макропруденциальной политик. Причем последнее сейчас может давать больший вклад в замедление. В III квартале были сокращены значения макропруденциальных лимитов [по кредитам с ПДН](#) заемщика свыше 50%, а с июля повышены надбавки по потребительским кредитам с [высоким значением полной стоимости кредита](#). Эти меры вкпе с дополнительным ужесточением в конце III – начале IV кварталов должны способствовать снижению готовности банков выдавать потребительские кредиты в наиболее рискованных сегментах. Кроме того, отмечаются признаки охлаждения в сегменте кредитных карт.
- Темп роста портфеля автокредитов замедлился до 3,8 с 4,1% м/м SA, но остался высоким (Рисунок 23). [Высокий спрос на автокредиты](#) поддерживается акциями, скидками от дистрибьюторов, субсидированными ставками от производителей, а также ожиданием повышения цен после увеличения утильсбора с 1 октября. Тем не менее в IV квартале мы можем увидеть охлаждение и в этом сегменте кредитования после значительного всплеска спроса на автомобили в III квартале из-за ожиданий роста цен.
- Рост кредитования нефинансовых организаций в августе ускорился до 2,2% м/м SA (2,0% м/м SA в июле). Высокий рост корпоративного кредитования сохраняется, несмотря на ужесточение денежно-кредитных условий. Это означает, что эластичность спроса на кредиты пока остается невысокой. Основные причины – оптимистичные ожидания бизнеса относительно дальнейшего расширения спроса и активности наряду с высоким финансовым результатом, повышающим кредитоспособность. Однако все более четко проявляющиеся признаки охлаждения экономики могут привести к постепенному пересмотру ожиданий вниз. Судя по конъюнктурным опросам, в некоторых сегментах экономики этот процесс возможно уже начался.
- Темпы роста средств населения в банках в августе заметно ускорились, до 2,3 с 1,6% м/м SA (Рисунок 24). Динамика, сопоставимая с началом года, поддерживалась ростом ставок по депозитным продуктам при сохранении уверенных темпов роста располагаемых денежных доходов.

¹⁰ С учетом секьюритизации.

¹¹ Средний рост в I квартале 2024 г. составил 1,2% м/м SA.

Рисунок 20. Кредитный импульс за скользящие 12 месяцев, % ВВП



Источники: Банк России, расчеты ДИП.

Рисунок 21. Рублевое кредитование (с учетом сделок по секьюритизации), % м/м SA



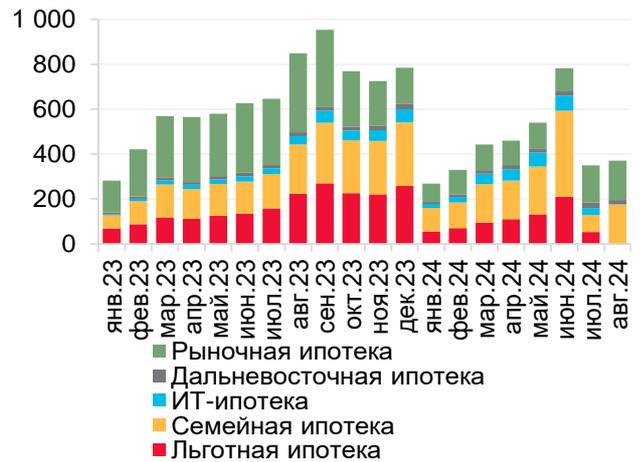
Источники: Банк России, расчеты ДИП.

Рисунок 23. Розничное кредитование, % м/м SA



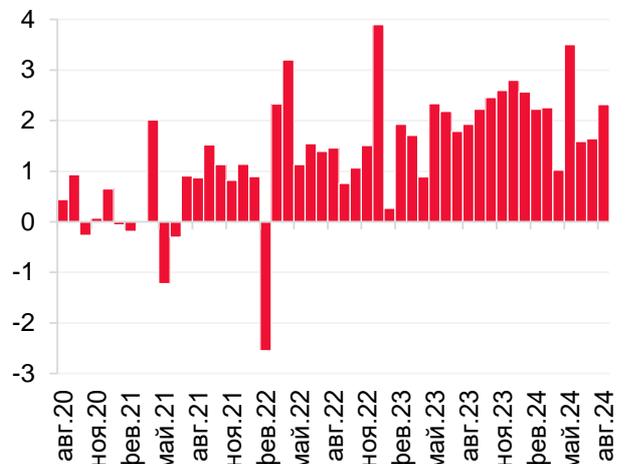
Источники: Банк России, расчеты ДИП.

Рисунок 22. Объем выданных в рамках льготных программ и рыночной ипотеки, млрд. руб.



Источники: ДОМ.РФ, расчеты ДИП.

Рисунок 24. Средства физических лиц в банках, % м/м SA



Источники: Банк России, расчеты ДИП.

3. Финансовые рынки

В сентябре российские финансовые рынки двигались разнонаправленно: рынок акций частично восстанавливался после летней просадки, облигации с фиксированным доходом снижались, рубль ослабевал к основным валютам. Цены на российские экспортные сырьевые товары преимущественно росли, хотя цены на нефть стали важным исключением.

Интерес инвесторов к рынку акций вернулся, к облигациям остался сегментированным: приток средств в фонды денежного рынка и флутеры сочетался с низким интересом к облигациям с фиксированным доходом на фоне роста ключевой ставки и высоких потребностей федерального бюджета в заимствованиях.

3.1. Инвесторы ожидают более высокие процентные ставки

- Решение Банка России повысить ключевую ставку с 18 до 19% и сигнал о возможном дополнительном ужесточении ДКП на ближайшем заседании привели к росту доходностей кратко- и среднесрочных ОФЗ. Сразу после решения доходности этих выпусков выросли на 14-34 б.п., а ставки в долгосрочном сегменте немного снизились. Во второй половине сентября и в начале октября доходности ОФЗ прибавили 38-115 б.п. по всей кривой: инвесторы отыгрывали планируемое увеличение дефицита государственного бюджета в 2024 г., а также жесткий сигнал Банка России при сохраняющемся повышенном инфляционном давлении.
- Доходности краткосрочных ОФЗ находятся выше 19%, а долгосрочные ставки вновь поднялись выше 15%. Номинальные доходности ОФЗ выросли из-за пересмотра ожиданий инвесторов по ДКУ в сторону ужесточения. В частности, реальные доходности ОФЗ-ИН (линкеров) с начала сентября выросли на 31-171 б.п. и достигли 8,4-11,2% на разных сроках до погашения.
- В ценах процентных инструментов также заложена более высокая траектория ключевой ставки, чем ожидалось до решения, принятого 13 сентября. С начала сентября средняя ожидаемая ставка RUONIA на горизонте 3 и 6 месяцев¹² выросла на 152-165 б.п. и достигла 20,6 и 21,3% соответственно. В то же время стоимость годового свопа на ключевую ставку¹³ за этот период увеличилась на 174 б.п. и достигла 21,8%.
- Ожидая увеличения уровня процентных ставок, банки предпочитают приобретать на первичных размещениях ОФЗ-ПК (флутеры). По итогам III квартала Минфин России разместил ОФЗ на 676 млрд руб., при этом почти 70% от этого объема со-

¹² OIS RUB RUONIA 3M mid и OIS RUB RUONIA 6M mid (МБ СПФИ).

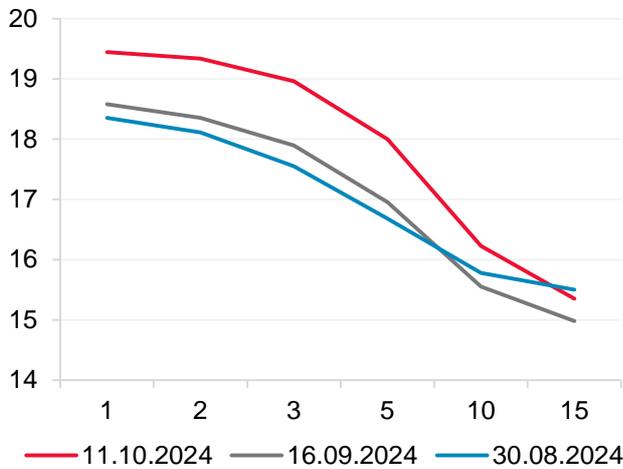
¹³ IRS RUB vs RUB KEYRATE 1Y mid (МБ СПФИ).

ставили флоатеры. Премия по ним к ставке RUONIA последовательно увеличивалась (с 58 б.п. в начале июля до 130 б.п. в начале октября¹⁴), в том числе с учетом роста эффективной ставки overnight. В начале октября спрос на первичных размещениях ОФЗ снизился – инвесторы ожидают обновления прогноза Банка России, в том числе по траектории ключевой ставки.

- Активность корпоративных эмитентов на первичном рынке выросла. Одним из факторов могут выступать ожидания дальнейшего увеличения стоимости заимствований, что стимулирует их активнее выходить на рынок сейчас. В сентябре компании разместили облигации и ЦФА на рекордные с начала года 1,05 трлн рублей. Среди размещенных выпусков преобладают рублевые облигации со сроком погашения до 1 года. При этом более трети размещенных облигаций (по объему) предполагают ежемесячные купонные выплаты, которые наиболее популярны у инвесторов в условиях роста ставок. Доля бумаг с плавающей ставкой за месяц снизилась с 48 до 39%, но остается выше значений первой половины года.
- Восстановление импорта, сопровождающееся ростом спроса на валюту, при некотором снижении экспорта привели к ослаблению рубля. Стоимость доллара США выросла с конца августа с 91,19 до 96,95 руб., а юаня – с 12,02 до 13,69 рубля.
- ФРС США в сентябре снизила ставку сразу на 50 б.п., до 4,75-5,00%. Такое решение было принято на фоне устойчивого замедления инфляции и появления признаков ухудшения условий на рынке труда. Однако сентябрьская макроэкономическая статистика свидетельствует о позитивной динамике на рынке труда: уровень безработицы снизился до 4,1%, а рост числа рабочих мест оказался максимальным за полгода. В результате инвесторы теперь ожидают, что ФРС США будет медленнее снижать ставку, которая достигнет 4,25-4,50% к концу года (CME FedWatch). После решения о снижении ставки доходности 10-летних государственных облигаций США выросли с 3,7 до 4,1%.
- Резкое снижение инфляции в еврозоне до 1,8% в сентябре (минимум с середины 2021 г.) ставит перед ЕЦБ вопрос о целесообразности более быстрого снижения процентных ставок. В то же время доходности государственных облигаций еврозоны прекратили сокращаться из-за ожиданий более медленного смягчения ДКП в США. В частности, доходности 10-летних государственных облигаций Германии остаются вблизи 2,3%.
- Несмотря на мягкую риторику ФРС и ЕЦБ, стоимость государственных заимствований в большинстве развивающихся стран выросла. В частности, с начала сентября доходности 10-летних государственных облигаций Индонезии повысились с 6,6 до 6,8%, а Бразилии – с 11,8 до 12,7%.

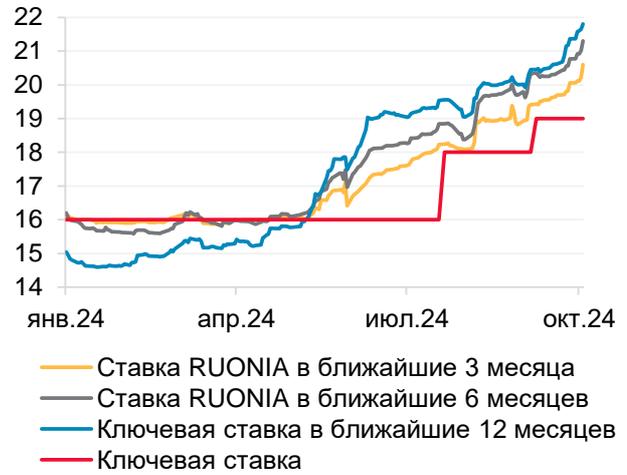
¹⁴ Рассчитывается как разница между доходностью к погашению, соответствующей текущей цене в предположении неизменности ставки купона, и текущей ставкой RUONIA.

Рисунок 25. Кривая бескупонной доходности ОФЗ, % годовых



Источник: ПАО Московская Биржа.

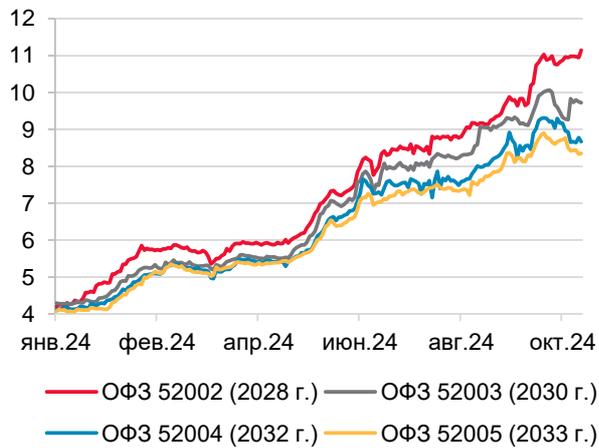
Рисунок 26. Фиксированные ставки процентных свопов и ключевая ставка Банка России, % годовых



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

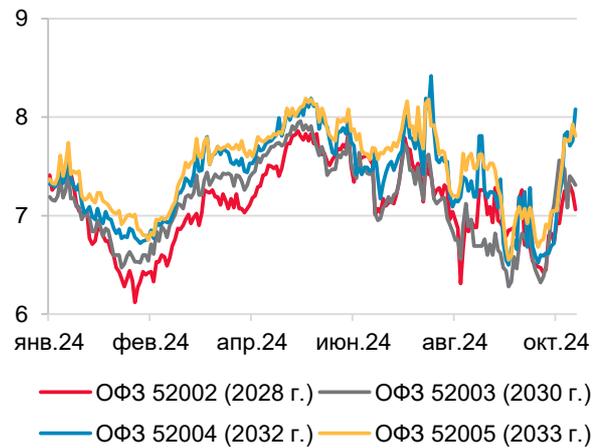
Источники: Банк России, Cbonds.

Рисунок 27. Реальные доходности ОФЗ-ИН, % годовых



Источник: ПАО Московская Биржа.

Рисунок 28. Вмененная инфляция из ОФЗ-ИН и ОФЗ-ПД, %



Источник: ПАО Московская Биржа.

Рисунок 29. Объем первичных размещений корпоративных облигаций, млрд руб.



Источник: Cbonds.

Рисунок 30. Волатильность курса доллара к рублю, %



Источники: Банк России, данные внебиржевого валютного рынка.

3.2. Энергопереход в Китае сдерживает спрос на нефть

- Цены сырьевых товаров в начале сентября были под давлением из-за опасений замедления роста мировой экономики. Однако после начала цикла снижения ключевой ставки ФРС США, принятия стимулирующих экономических мер Китаем и эскалации геополитической напряженности на Ближнем Востоке котировки большинства сырьевых товаров выросли. Индекс цен сырьевых товаров Bloomberg с начала сентября прибавил 5%: котировки энергетических и сельскохозяйственных товаров увеличились на 3 и 4%, промышленных и драгоценных металлов – на 7% соответственно (Рисунок 31).
- Цена на нефть марки Urals¹⁵ в первую декаду сентября снизилась на 13%, до 64 долл. США/барр., однако потом ее котировки восстановились (до 73 долл. США/барр.) вслед за другими сырьевыми товарами (Рисунок 32).
- Перспективы балансировки рынка нефти ухудшились, в том числе из-за появившихся в прессе обсуждений дальнейших перспектив сделки ОПЕК+. Аналитики продолжили снижать среднесрочные прогнозы роста мирового спроса при устойчивых ожиданиях наращивания добычи в странах вне ОПЕК+ (Рисунок 33, Рисунок 34). Минэнерго США понизило среднесрочный прогноз цены на нефть марки Brent на 2024 и 2025 гг. на 4 и 8 долл., до 81 и 78 долл. США/барр. соответственно.
- Пересмотр оценок расширения мирового спроса на нефть вниз основан на замедлении роста потребления в Китае, США и на Ближнем Востоке. В августе отставание объема нефтепереработки от прошлогодней траектории в Поднебесной выросло до 9%, а выпуска дизельного топлива – до 11% (Рисунок 35, Рисунок 36). Растущие продажи электромобилей и грузовых автомобилей, работающих на СПГ,

¹⁵ На базе CIF в порту Аугуста.

структурно снижают спрос на бензин и дизельное топливо. По данным Ассоциации производителей пассажирских автомобилей КНР, начиная с июля на рынке новых автомобилей Китая продажи электромобилей превышают продажи автомобилей с двигателем внутреннего сгорания.

- Активный переход Китая на электромобили приводит к смещению в структуре энергопотребления от нефтепродуктов к электроэнергии. Рост электрогенерации в первые восемь месяцев 2024 г. составил 5%. При этом увеличение производства электричества происходит преимущественно за счет возобновляемых источников энергии (гидроэнергии, энергии солнца и ветра) при снижении угольной генерации (Рисунок 37). Такие тенденции ставят вопросы для долгосрочных перспектив российского экспорта от проведения активной климатической политики, в том числе в дружественных странах.
- На стороне предложения нефти важным драйвером его роста остается США, и увеличение мощностей для транспортировки попутного природного газа в Пермском бассейне (Permian basin) в IV квартале 2024 г. может ускорить рост добычи нефти (по прогнозам ОПЕК и Минэнерго США, до 0,3 млн б/с в 2025 г.). Штрафы за сжигание попутного газа из-за дефицита трубопроводов сдерживают добычу сланцев.
- Перенос с октября на декабрь сроков начала смягчения дополнительных добровольных ограничений странами ОПЕК+ (2,2 млн б/с, в том числе России – 0,471 млн б/с) оказал ограниченную поддержку нефтяным котировкам. Сообщения некоторых западных СМИ относительно возможного развала сделки ОПЕК+ и начала ценовой войны на нефтяном рынке создали понижающее давление на нефтяные цены. Однако заявления представителей ведущих стран ОПЕК+ подчеркнули не только важность сохранения сделки, но и возможность дальнейшего ужесточения ограничений, если этого потребует ситуация на рынке.
- Цены на природный газ на крупном американском хабе Henry Hub выросли на 24%, до 9 долл. США / МВт·ч из-за временных перебоев в добыче, вызванных ураганами (Рисунок 38). Повышательный импульс котировкам голубого топлива в Европе (+1%, до 40 евро / МВт·ч) придало снижение трубопроводных поставок из Норвегии из-за трехнедельных ремонтных работ на месторождениях на фоне роста потребления в связи с похолоданием и началом отопительного сезона.
- Мировые цены на пшеницу выросли вследствие ухудшения прогнозов урожая в крупнейших европейских странах-производителях и России из-за неблагоприятных погодных условий.
- Ухудшение динамики мировой обрабатывающей промышленности негативно влияет на основные позиции российского сырьевого экспорта. Расчеты Центра ценовых индексов Газпромбанка показали снижение композитного индекса цен товаров российского сырьевого экспорта¹⁶ на 2%, несмотря на поддержку со стороны цен на удобрения и сельскохозяйственные товары. Это связано с высоким вкладом в российский экспорт нефтяного сектора, который во многом определяет и общую динамику экспорта.

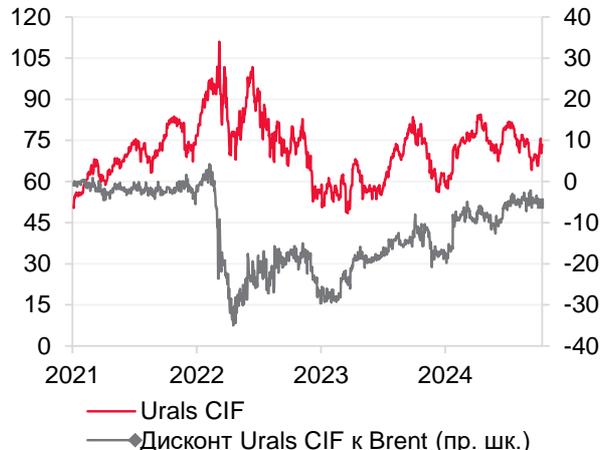
¹⁶ Взвешен по стоимостным объемам экспорта.

Рисунок 31. Индексы Bloomberg цен товаров и металлов (01.01.2021 = 100)



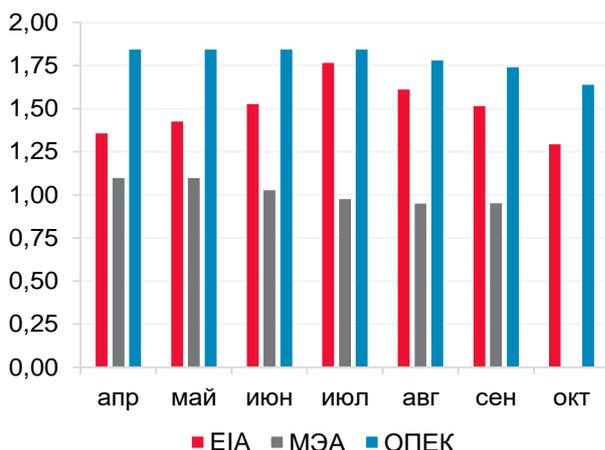
Источники: Investing.com, Bloomberg, расчеты ДИП.

Рисунок 32. Цена на нефть марки Urals и дисконт к марке Brent, долл. США / барр.



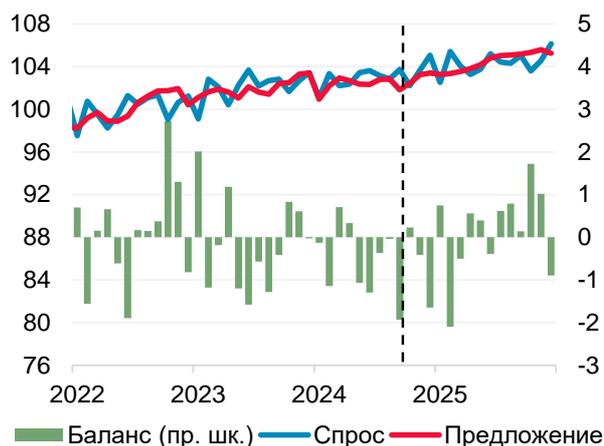
Источники: Investing.com, расчеты ДИП.

Рисунок 33. Пересмотр прогнозов по росту мирового спроса в 2025 г., млн б/с



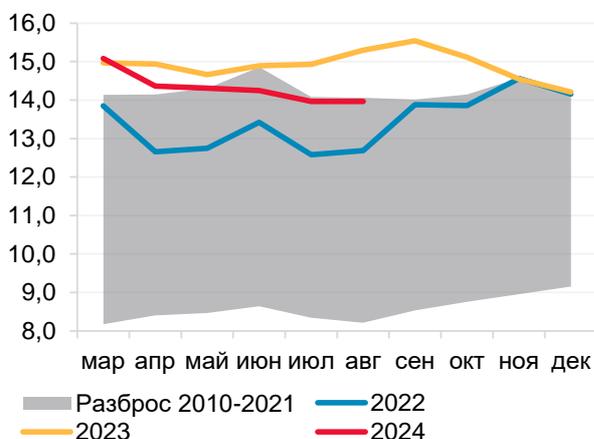
Источники: EIA, МЭА, ОПЕК, расчеты ДИП.

Рисунок 34. Основные показатели мирового рынка жидкого топлива, млн б/с



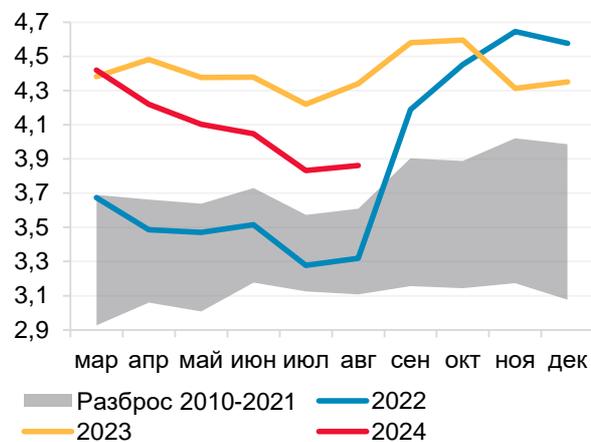
Источники: EIA, расчеты ДИП.

Рисунок 35. Нефтепереработка в Китае, млн б/с



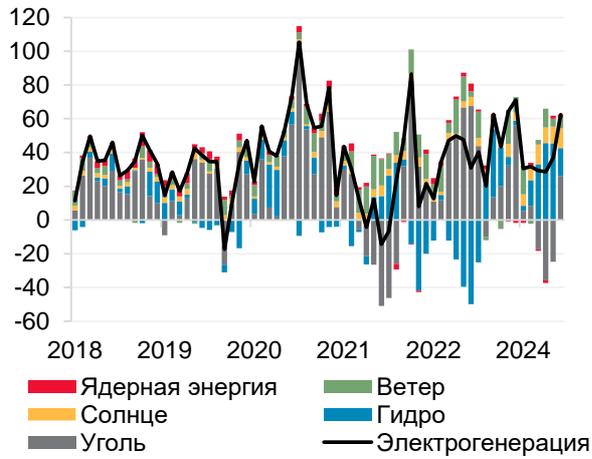
Источники: National Bureau of Statistics of China, расчеты ДИП.

Рисунок 36. Выпуск дизельного топлива в Китае, млн б/с



Источники: National Bureau of Statistics of China, расчеты ДИП.

Рисунок 37. Декомпозиция изменения электрогенерации в Китае, г/г млрд квт·ч



Источники: National Bureau of Statistics of China, расчеты ДИП.

Рисунок 38. Цена на природный газ в Европе и США, долл. США / МВт·ч



Источники: Investing.com, Cbonds, расчеты ДИП.

Александр Морозов, директор

Артур Ахметов

Кристина Вировец

Сергей Власов

Яна Коваленко

Ирина Крячко

Татьяна Кузьмина

Александра Москалева

Оскар Мухаметов

Софья Мякишева

Максим Неваленный

Екатерина Петренева

Алексей Поршаков

Белла Рабинович

Марина Стародубцева

Анастасия Хажгериева

Мария Харламова

Дмитрий Чернядьев