



Банк России



О ЧЕМ ГОВОРЯТ ТРЕНДЫ Макроэкономика и рынки

Бюллетень Департамента исследований и прогнозирования

Май 2024

ОГЛАВЛЕНИЕ

Краткое содержание	3
1. Инфляция	4
1.1. Снижение инфляционного давления в апреле приостановилось	4
2. Экономическая динамика	8
2.1. Спрос по-прежнему превышает предложение	9
2.2. Рост кредитования остается повышенным	15
3. Финансовые рынки	18
3.1. Рынки не ждут снижения ключевой ставки в ближайший год	18
3.2. Нефтяной рынок ожидает продления квот ОПЕК+	21

Бюллетень подготовлен Департаментом исследований и прогнозирования по данным на 24.05.2024.
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

- Годовой рост ВВП в I квартале составил 5,4%, при этом с поправкой на дополнительный день в високосном феврале 2024 г. оказался 4,5-4,8%. Квартальный рост ВВП сложился выше, чем в IV квартале 2023 года. Апрельские оперативные и опросные данные несколько менее позитивные, но тем не менее указывают на продолжение роста российской экономики как в части потребления домохозяйств, так и в части инвестиционной активности. При этом в апреле дезинфляционный тренд предыдущих месяцев приостановился. Это видно как по общему ИПЦ, так и по широкому кругу аналитических показателей. Для возобновления дезинфляции требуется дальнейшее сокращение разрыва между совокупным спросом и производственными возможностями экономики. Это может быть достигнуто только за счет более умеренного роста спроса, чем в предыдущие кварталы. Соответственно, для возвращения инфляции к цели необходимо поддержание жестких денежно-кредитных условий (ДКУ) продолжительное время. Более того, если текущие темпы роста цен и инфляционные ожидания не возобновят снижение, то для восстановления ценовой стабильности может потребоваться дополнительное ужесточение ДКУ.
 - Наблюдаемую динамику экономической активности и спроса поддерживают высокие темпы роста доходов, значительные темпы роста кредитования и государственного спроса. Для возвращения к балансу между совокупным спросом и возможностями расширения выпуска требуется дополнительное охлаждение кредитной активности, а также более выраженное сберегательное поведение домашних хозяйств.
 - В апреле – первой половине мая рост потребительских цен с поправкой на сезонные факторы повысился и вернулся к значениям января-февраля. Причем это ускорение преимущественно связано с динамикой устойчивых компонент инфляции. Изменения цен на волатильные товары и услуги в апреле, напротив, были дезинфляционными. Инфляционные ожидания населения в мае также несколько возросли, предприятий – не снижались. Если дезинфляция не возобновится в ближайшие месяцы, то это, возможно, будет свидетельствовать о недостаточной жесткости текущих ДКУ для возвращения инфляции к цели.
 - Облигации с фиксированным доходом находились под давлением из-за роста инфляционных ожиданий, ожиданий сохранения высоких процентных ставок продолжительное время, а также активной политики заимствований. Российский рынок акций в апреле – начале мая рос благодаря позитивной макроэкономической статистике и приближающимся дивидендным выплатам некоторых крупных компаний. Спрос компаний на рыночное финансирование остается высоким: объемы размещения облигаций в январе-апреле в целом близки к средним уровням 2023 года. Рубль несколько окреп, получая поддержку от продажи экспортерами валюты, полученной за высокие мартовские поставки, и пониженного спроса со стороны импортеров на фоне сохраняющихся проблем с проведением трансграничных платежей.

1. Инфляция

После замедления в марте, месячный рост потребительских цен с поправкой на сезонные факторы в апреле увеличился, причем из-за устойчивых факторов. В результате текущий рост цен вернулся к повышенным уровням начала года. По оперативным недельным данным Росстата в первой половине мая повышенная апрельская динамика цен сохранялась.

Почему мартовский дезинфляционный тренд пока не получил продолжения? Текущий рост потребительских цен и тем более годовая инфляция – это, по сути, «зеркало заднего вида». Они показывают, к чему привела сравнительная динамика спроса и предложения в экономике в целом и потребительском сегменте в частности за последние несколько кварталов. В трансмиссионном механизме денежно-кредитной политики (ДКП) рост цен – результирующий фактор работы всех его каналов.

Поэтому устойчивость и скорость наблюдаемых дезинфляционных процессов в экономике зависят не только от текущих темпов роста цен. В еще большей степени эти процессы зависят от того, в какой мере текущее и ожидаемое изменение спроса в экономике обеспечивается увеличением их предложения со стороны российских производителей и импорта.

Такого соответствия в настоящее время пока не наблюдается, что порождает неопределенность в отношении последующего развития дезинфляционных процессов. Внутренний спрос в экономике, как государственный, так и частный продолжает активно расти. Производство также растет, но в меньших объемах, чем увеличивается спрос. Такая ситуация объективно способствует сохранению повышенного роста цен.

Возросшие процентные ставки в экономике ограничивают спрос на рыночные кредиты, однако в меньшей степени и с большей задержкой во времени, чем в доковидный период, когда экономика была близка к равновесию и бюджетная политика была сдерживающая.

Уверенно говорить об углублении и устойчивости дезинфляционных процессов позволит переход от быстрого роста спроса (в том числе на кредиты) к умеренному, отраженный в макроэкономической статистике и оперативных данных. На это нужно время. Сократить этот срок способно ужесточение ДКУ и нормализация бюджетной политики.

1.1. Снижение инфляционного давления в апреле приостановилось

- В апреле месячный рост цен вновь усилился после мартовского замедления. Снижение устойчивого инфляционного давления приостановилось. Недельные данные говорят о том, что в мае отклонение вверх от траектории 4% вероятно увеличится.
- Риски стабилизации роста потребительских цен на повышенных уровнях остаются значимыми. Сдерживающее влияние со стороны цен производителей, вероятно,

уже исчерпано, а ценовые ожидания предприятий в апреле выросли. Инфляционные ожидания населения в мае повысились впервые с начала года.

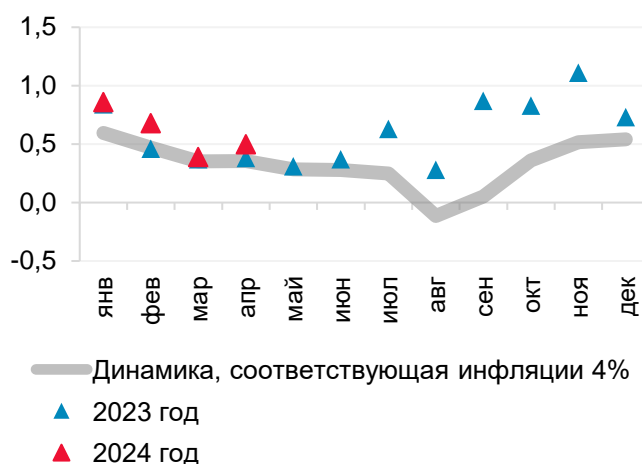
В апреле рост потребительских цен ускорился до 5,8 с 4,5% м/м SAAR в марте (Рисунок 1). Устойчивые показатели ценовой динамики в апреле также выросли. Годовая инфляция повысилась до 7,8 с 7,7% в марте (Таблица 1).

Таблица 1. Инфляция и ее компоненты

	Апр.	Апр.	Фев.	Мар.	Апр.
	2022	2023	2024		
% г/г					
Все товары и услуги	17,8	2,3	7,7	7,7	7,8
Базовая инфляция	20,4	2,0	7,6	7,8	8,3
Прод. товары	20,5	0,0	8,1	8,1	8,3
Непрод. товары	20,2	-0,3	6,6	6,7	7,0
Услуги	10,9	9,4	8,5	8,3	8,1
% м/м SAAR					
Все товары и услуги	20,0	4,2	6,3	4,5	5,8
Базовая инфляция	26,4	3,9	7,3	7,1	8,3
Прод. товары	37,3	1,6	2,8	1,2	4,3
– без плодоовощей	48,9	0,9	5,4	5,3	7,9
Непрод. товары	6,8	2,1	3,2	3,1	5,3
– без нефтепрод-ов	8,3	2,2	3,8	3,3	5,1
Услуги	15,4	10,8	15,2	10,9	8,4
– без ЖКУ	23,0	14,4	20,3	13,1	9,7

Источники: Росстат, расчеты ДИП.

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



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

Рост цен на продовольственные товары в апреле ускорился до 4,3 с 1,2% м/м SAAR в марте. Снижение цен на овощи и фрукты, опережающее привычную сезонность¹, продолжало сдерживать общий рост цен на продовольствие. Однако снижение [в ряде регионов урожая фруктов и ягод вследствие майских заморозков](#) может развернуть пока благоприятную динамику цен на плодоовощную продукцию.

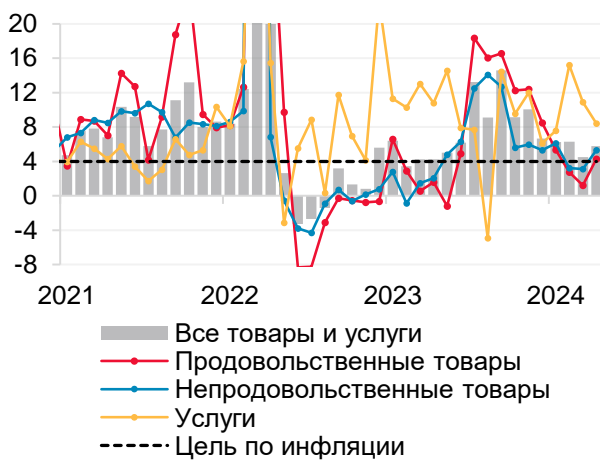
Без учета овощей и фруктов цены на продовольствие выросли до 7,9 после 5,3% м/м SAAR. Заметно повысились темпы удорожания молочной продукции, масел, мучных и кондитерских изделий. Рост цен на мясопродукты немного замедлился, но риски разворота тенденций остаются высокими, в частности, резко выросли цены на баранину на фоне [ускорения роста издержек производителей и повышенного внешнего спроса](#). Конъюнктура на мировых рынках [продолжает оказывать повышательное давление](#) на внутренние цены в этом сегменте. При этом проинфляционные риски на стороне предложения в последнее время повысились. Прогнозы по урожаю [пшеницы](#) в России были понижены после майской непогоды.

В непродовольственном сегменте рост цен повысился до 5,3 с 3,1% м/м SAAR. Рост цен на топливо несколько ускорился. При этом высокая насыщенность внутреннего

¹ Вероятно, аномально теплая погода в апреле в европейской части России сократила расходы на обогрев тепличных овощей, прежде всего огурцов, что привело к более раннему снижению цен на них.

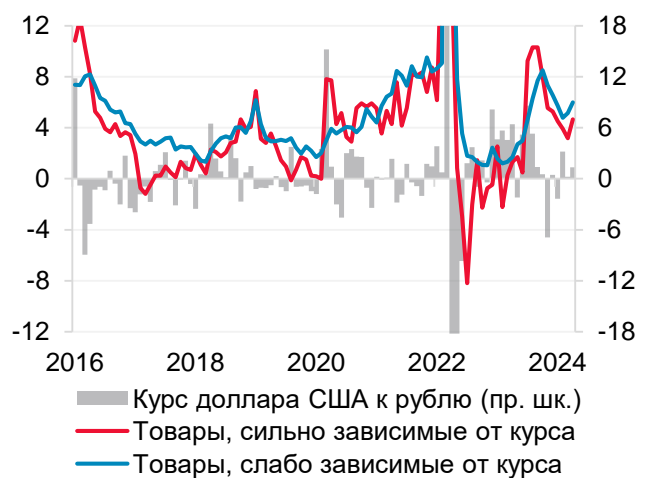
рынка, ограничения на экспорт и действие демпферного механизма значительно ограничивают потенциал роста розничных цен. Ускорился рост цен на стройматериалы, что может быть следствием активного роста спроса на первичное жилье в 2023 г.: после его сдачи без чистовой отделки для проживания необходимо делать ремонт. Рост цен прочих товаров длительного пользования в среднем оставался сдержанным. Влияние обменного курса рубля на текущую динамику цен в целом нейтральное. Медиана роста цен в группе товаров с высокой чувствительностью к курсу по-прежнему несколько ниже медианы для группы товаров с низкой чувствительностью (Рисунок 3).

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



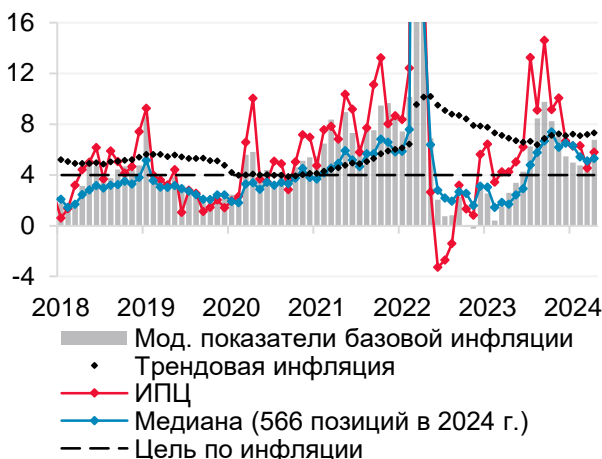
Источники: Росстат, расчеты ДИП.

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



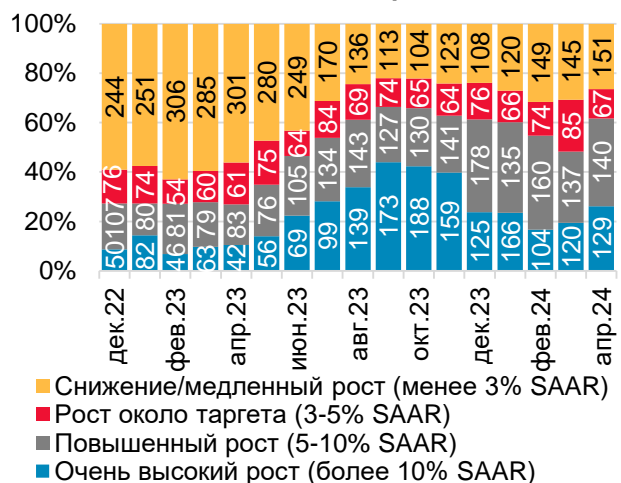
Источники: Банк России, Росстат, расчеты ДИП.

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



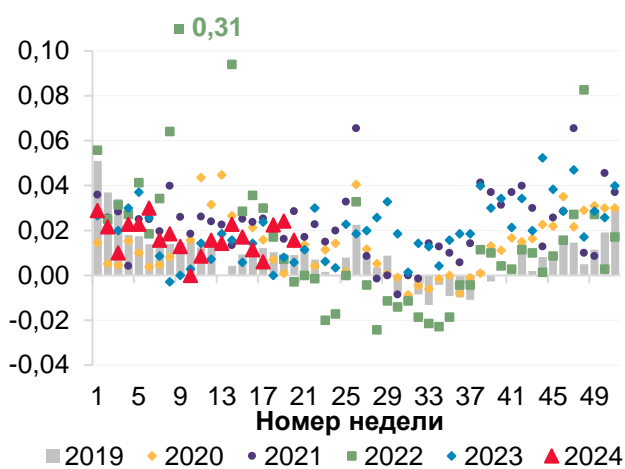
* Без плодоовощной продукции и регулируемых услуг.
Примечание. Числа – количество позиций.
Источники: Росстат, расчеты ДИП.

В услугах темп роста цен снизился до 8,4 с 10,9 м/м SAAR в марте. Этому способствовало снижение цен на услуги воздушного и железнодорожного транспорта, а также зарубежного туризма, которые очень изменчивы в последние месяцы. Стоимость отечественных направлений для туризма продолжает возрастать, однако темпы роста замедлились. Без учета перечисленных компонентов рост стоимости услуг заметно ускорился (12,6 после 6,2% м/м SAAR), что в основном связано с удорожанием [услуг связи на фоне увеличения издержек](#).

Изменение аналитических показателей ценовой динамики говорит о том, что устойчивое инфляционное давление в апреле повысилось и превысило уровень I квартала. При этом оно по-прежнему значительно превышает целевой уровень инфляции. Среднее из оценок модифицированных показателей базовой инфляции выросло до 6,8% в пересчете на год (Рисунок 4). Медиана распределения роста цен повысилась, в наибольшей степени на это повлиял продовольственный сегмент. Суммарный вес ускоренно дорожающих позиций значительно вырос в апреле (Рисунок 5). Оценка трендовой инфляции повысилась до 7,30 с 7,18% в марте.

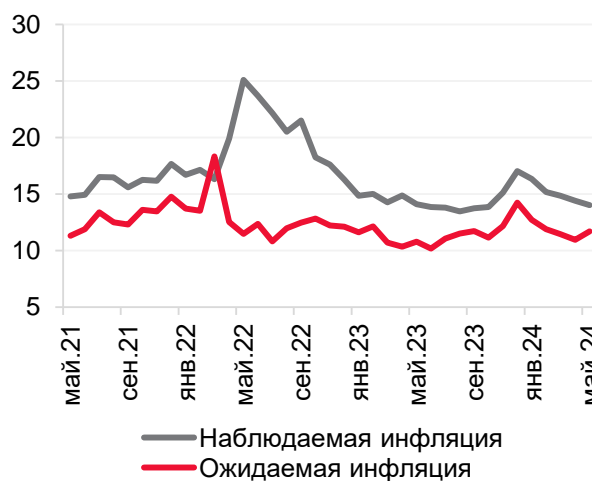
В мае недельный рост цен вопреки сезонности ускорился относительно апреля: с начала месяца по 20 мая цены выросли на 0,38% (Рисунок 6).

Рисунок 6. Среднесуточный прирост цен, %



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

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



Источник: ООО «инФОМ».

Риски сохранения повышенных темпов роста цен или их слишком медленного снижения к цели остаются существенными. Инфляционные ожидания населения в мае повысились впервые с начала года (Рисунок 7). Ускорение текущих темпов роста цен может усилить эту тенденцию. Сдерживающее влияние на потребительские цены со стороны цен производителей, вероятно, исчерпано на ближайшее время. В марте-апреле рост цен производителей в обработке заметно ускорился, а ценовые ожидания предприятий в апреле повысились.

2. Экономическая динамика

Рост ВВП в I квартале оказался выше большинства прогнозов и превысил высокий квартальный рост в IV квартале 2023 года. Одним из основных факторов этого стал рост бюджетных расходов, который к тому же в I квартале шел с опережением привычного сезонного графика. Дополнительный спрос со стороны государства транслировался и в активизацию спроса со стороны частного сектора, как по линии производственных цепочек, задействованных в выполнении госзакупок, так и через бюджетные трансферты и выплаты домохозяйствам. Эти же процессы подстегнули кредитование, в том числе в том числе в результате улучшения финансового положения заемщиков.

В апреле в российской экономике появились отдельные признаки замедления роста, прежде всего в сегменте услуг. Вместе с тем потребительские сектора по-прежнему остались на траектории активного роста. Напряженность на рынке труда еще больше усиливается, что создает предпосылки для дальнейшего роста трудовых доходов высокими темпами. Такой рост доходов будет поддерживать сильный потребительский спрос даже при повышенной норме сбережений, которая к тому же несколько снизилась в I квартале.

Судя по оперативным данным, в марте-апреле внешнеторговый баланс улучшился. Это было связано как с увеличением стоимости энергетического экспорта, так и с отсутствием сезонного увеличения импорта. Последнее, судя по всему, отражает не охлаждение внутреннего спроса, а проблемы с внешнеторговыми расчетами.

Какие в результате этого могут быть макроэкономические последствия? В обычной ситуации расширение внешнеторгового сальдо, не связанное с изменением внешних цен, увеличивает чистый экспорт и рост ВВП, а также способствует укреплению национальной валюты. В наблюдаемой же сейчас ситуации последствия могут отличаться из-за того, что динамика импорта определяется ограничениями на стороне предложения, а не спроса.

Если, как это уже происходило раньше, проблема с платежами за импорт будет оперативно решена, то импорт быстро восстановится, причем, вероятно, «с перелетом» для компенсации недоввезенных ранее объемов, ведь спрос на импорт, как минимум, сохранился. В этом случае внешнеторговое сальдо сузится. Чистый экспорт снизится, но на ВВП это вряд ли повлияет. В период восстановления импорт, помимо удовлетворения внутреннего спроса, будет пополнять сократившиеся запасы импортных материалов и комплектующих. Тем самым в составе ВВП увеличится категория «запасы материальных и технических средств», а общий эффект на ВВП окажется близким к нулю.

В случае если решение проблемы с платежами за импорт затянется, внешнеторговое сальдо может сохраняться повышенным более продолжительное время. Это поддержит рубль. Похожие процессы уже происходили в II квартале 2022 года. Усложнение логистики поставок импортных товаров и платежей за них, вероятно, приведет к удорожанию импорта в валютном выражении. В этом ситуация будет отличаться от ситуации 2022 г., когда происходило активное переключение с европейских товаров на азиатские,

валютная цена единицы которых была ниже, чем европейских. Эффект на ВВП окажется незначительным: пониженный импорт и повышенный чистый экспорт будут компенсироваться снижением запасов.

2.1. Спрос по-прежнему превышает предложение

- Оперативные апрельские данные указывают на продолжение расширения экономики после значительного роста в I квартале (предварительная оценка Росстата роста ВВП в I квартале +5,4% г/г и +1,7% к/к SA², Рисунок 9). Однако этот показатель завывает дополнительный выходной в високосном феврале 2024 г., без учета которого рост в I квартале, по оценкам ДИП, составил 4,5-4,8% г/г. Данные [финансовых потоков платежной системы Банка России](#) (Рисунок 8) показывают рост почти по всем группам укрупненных отраслей в последние месяцы. В то же время его темпы, судя по динамике опросных индикаторов (Рисунок 10), замедляются, а оптимизм предприятий начал немного охлаждаться³.
- Рост промышленного производства в марте оказался более сдержанным, чем в начале года. Основным драйвером стал добывающий сектор, выпуск которого активизировался после продолжительного периода стагнации (Рисунок 11).
- Группа отраслей инвестиционного спроса остается основным источником роста выпуска в обработке (Рисунок 12), однако показала некоторое замедление роста выпуска в конце I квартала. Динамика продолжала складываться под влиянием расширения частного и государственного спроса с сохранением высокой волатильности и разнородности в отдельных отраслях. Рост производства в отраслях потребительского спроса поддерживается динамикой как в пищевой промышленности, так и в ряде других отраслей. Отрасли промежуточного спроса, в свою очередь, снизили производство из-за негативной динамики в черной и цветной металлургии на фоне действующих и вводимых ограничений на экспорт.
- Расширение потребительского спроса ускоренными темпами продолжается. В I квартале рост потребления домохозяйств⁴ ускорился до 2,8% к/к SA, оказавшись максимальным за год. Основной вклад внес непродовольственный сегмент (+4,4 к/к SA, Рисунок 13) при сохраняющейся на протяжении всего квартала высокой кредитной активности в потребительском сегменте. (Рисунок 14).
- Такое активное поведение потребителей сочетается с небольшим снижением нормы сбережений в I квартале (Рисунок 15). Вместе с ростом реальных зарплат и

² Оценка ДИП.

³ Опросы Сергея Цухло (ИНП РАН) и ИБК Банка России зафиксировали небольшое снижение оценок текущих бизнес-условий и краткосрочных ожиданий компаний, однако в целом они остаются на исторически высоких уровнях.

⁴ Оценка ДИП.

располагаемых доходов это усиливает риски роста потребления темпами, опережающими возможности расширения предложения (Рисунок 16).

- Одно из наиболее значительных ограничений для расширения выпуска – нехватка рабочих рук. Жесткость рынка труда продолжила повышаться, в частности, безработица обновила свой минимум (2,6% SA в марте) (Рисунок 17-Рисунок 19).
- Рост занятости в экономике смещается в сторону трудоемких видов деятельности (Рисунок 21). Внутри обрабатывающей промышленности, которая лидирует по росту занятости и в целом относится к капиталоемкой деятельности, занятость также смещается в отрасли с высокой интенсивностью труда (Рисунок 22). Такое смещение занятости усиливает спрос на труд и создает дополнительную напряженность на рынке труда. Это приводит к более частой индексации заработных плат, темпами, опережающими рост производительности труда⁵. Сопутствующие этому процессу проинфляционные риски в случае реализации могут потребовать более жестких ДКУ.

Рисунок 8. Темп роста⁶ объема входящих платежей к среднему в предыдущем квартале, взвешенный по доле отраслей в ВДС, сезонность устранена, %

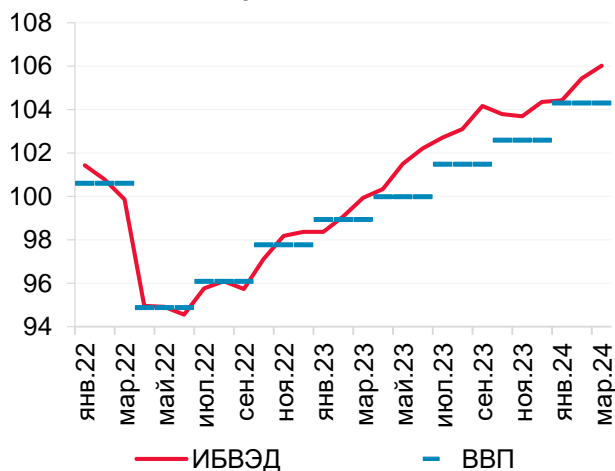


Источники: Банк России, Мониторинг отраслевых финансовых потоков.

⁵ По данным опросов Сергея Цухло, в 2021 г. лишь 7% промышленных предприятий ожидали изменения зарплат темпами, превосходящими рост производительности труда, а 15% предприятий закладывали опережающий рост производительности труда. В 2024 г. опережающий рост зарплат ожидают 21% предприятий.

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

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



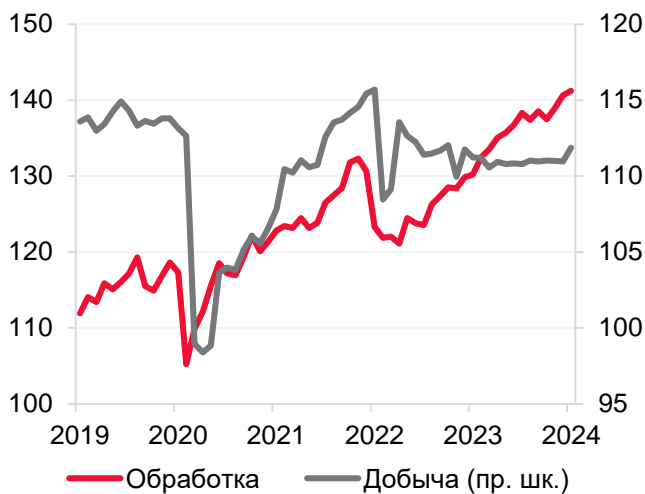
Источники: Росстат, расчеты ДИП.

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



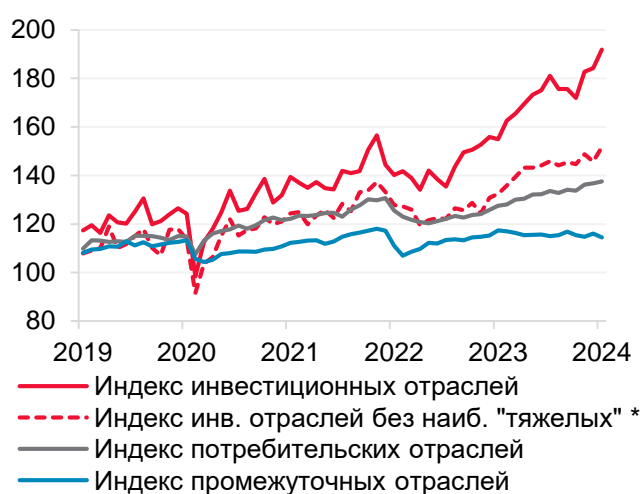
Источник: S&P Global.

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



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

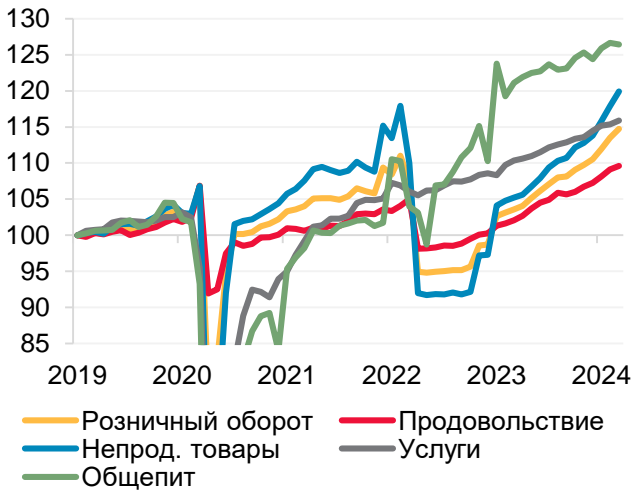
Рисунок 12. Выпуск групп отраслей обрабатывающей промышленности (2014 = 100%), SA*



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

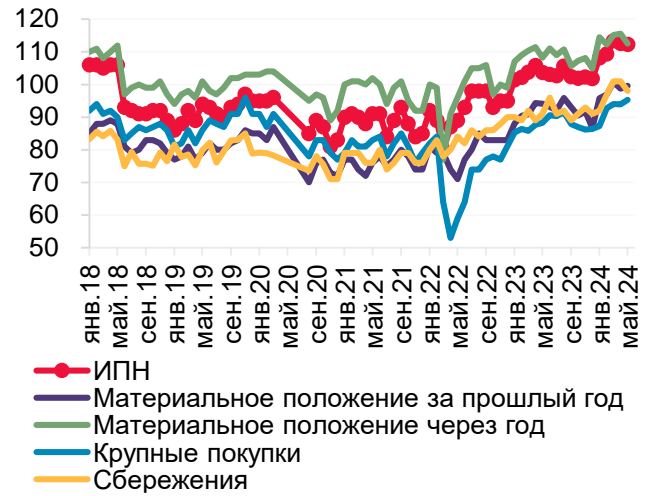
Источники: Росстат, расчеты ДИП.

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



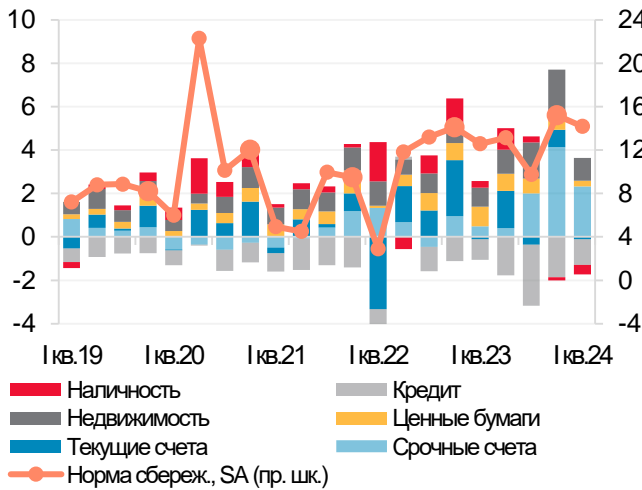
Источники: Банк России, Росстат, расчеты ДИП.

Рисунок 14. Индексы потребительских и финансовых настроений, п.



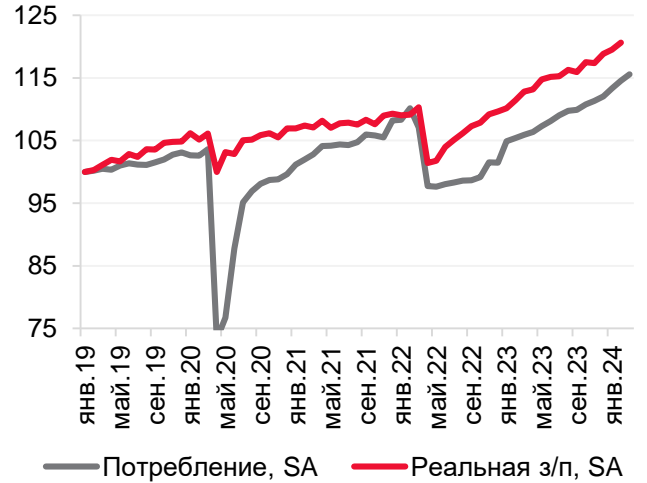
Источник: ООО «инФОМ».

Рисунок 15. Компоненты сбережений (трлн руб.) и норма сбережений (% , SA)



Источники: Росстат, Банк России, расчеты ДИП.

Рисунок 16. Динамика прокси-показателя потребления (сумма оборота розницы, услуг и общепита) и реальной зарплаты, 01.2019=100, SA, %



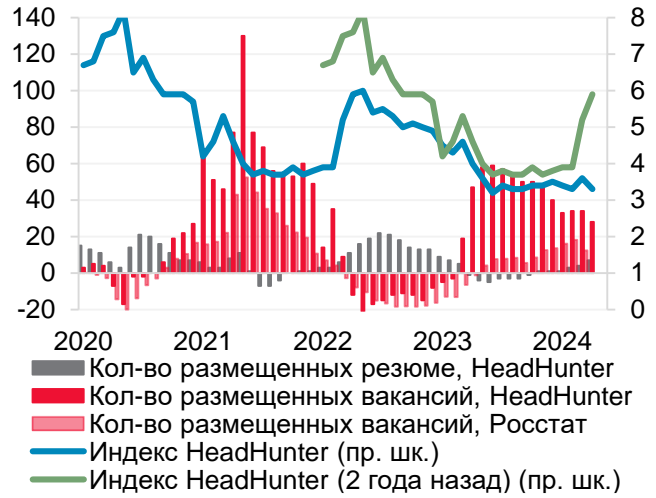
Источники: Росстат, расчеты ДИП.

Рисунок 17. Рабочая сила и спрос на труд, тыс. чел., SA



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

Рисунок 18. Динамика количества резюме, вакансий (% г/г) и индекса HeadHunter



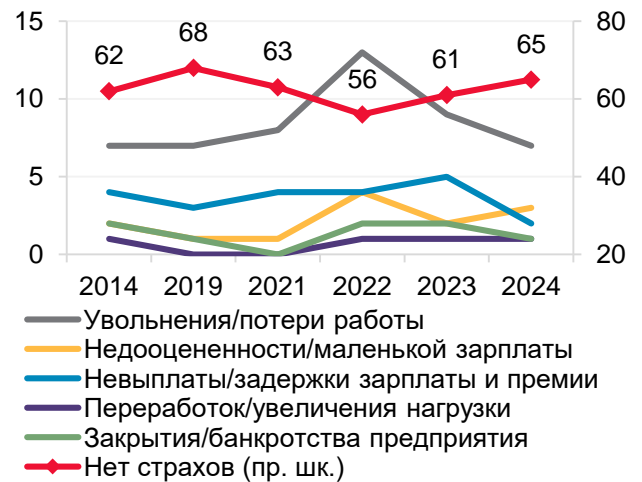
Источники: Росстат, HeadHunter.

Рисунок 19. Уровень безработицы, %



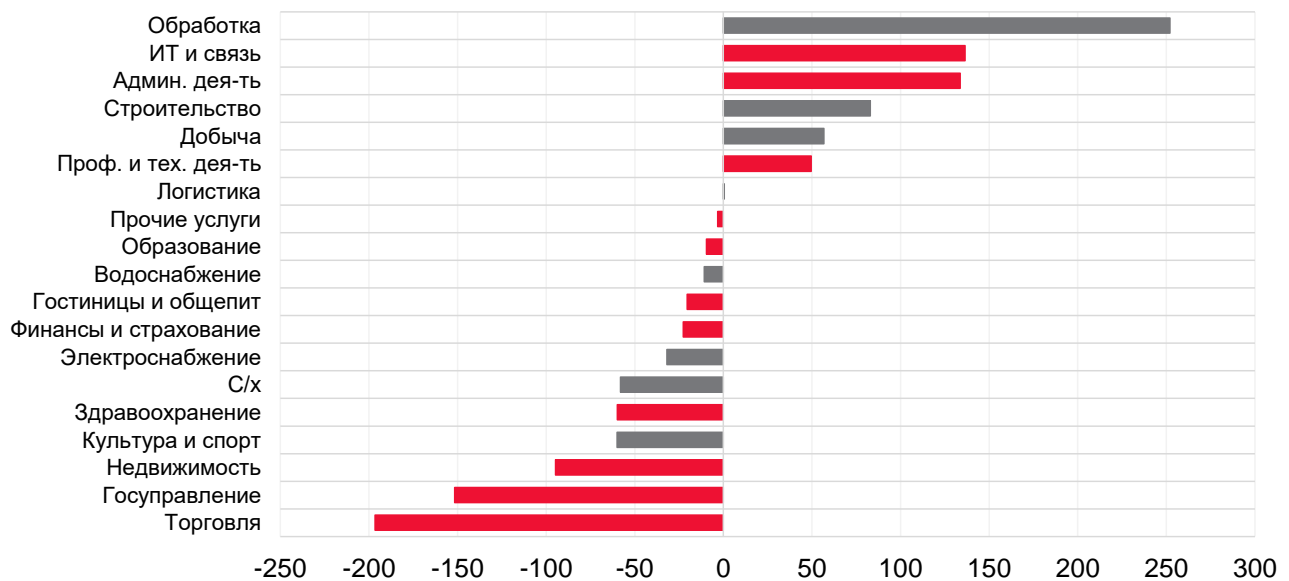
Источники: Росстат, расчеты ДИП.

Рисунок 20. «Есть ли у вас страхи, связанные с вашей работой? Если есть, то какие?», %



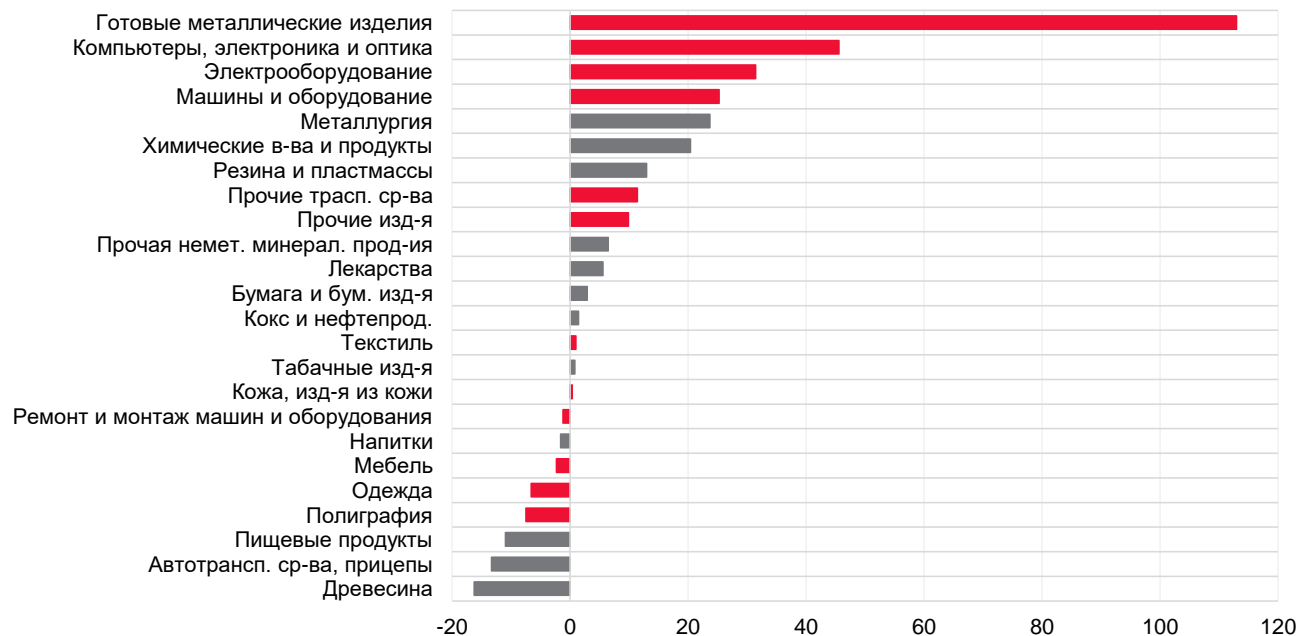
Источник: Superjob.

Рисунок 21. Изменение численности занятых по ВЭД в IV квартале 2023 г. относительно IV квартала 2021 г., тыс. чел.



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

Рисунок 22. Изменение численности занятых в отраслях обрабатывающей промышленности в IV квартале 2023 г. относительно IV квартала 2021 г., тыс. чел.



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

2.2. Рост кредитования остается повышенным

- Рост кредитования в апреле оставался повышенным относительно уровней, которые необходимы для обеспечения устойчивой дезинфляции: небольшое замедление в сегменте кредитования нефинансовых организаций компенсировалось ускорением в розничном сегменте.
- Рост розничного кредитования в апреле ускорился до 1,7 с 1,6% м/м SA (Рисунок 23). Среднемесячный рост за январь-апрель составил 1,3% м/м SA. Это сопоставимо со средним значением соответствующего периода 2023 г. (1,4% м/м SA), когда рыночные ставки (по несубсидируемым кредитным продуктам) были существенно ниже.
- Значительный вклад в рост продолжает вносить расширение кредитования в рамках льготных программ (Рисунок 24): после ужесточения условий выдачи по массовой программе «Льготная ипотека» увеличился спрос на программу «Семейная ипотека». При этом спрос на ипотеку на вторичном рынке по рыночным ставкам остается пониженным (Рисунок 25).
- Ускорение роста розничного портфеля произошло и за счет необеспеченных кредитов (Рисунок 27). Рост портфеля потребительских кредитов мог быть поддержан также выдачами по оформленным ранее кредитным картам. В сегменте автокредитования наблюдалось некоторое охлаждение после резкого роста спроса перед ужесточением правил начисления утилизационного сбора. Тем не менее темпы роста портфеля автокредитов оставались повышенными.
- Рост рублевых кредитов нефинансовым организациям в апреле замедлился до 1,3 с 1,6% м/м SA в марте. В целом расширение кредитования в этом сегменте с начала 2024 г. идет немного медленнее, чем в среднем в 2022-2023 годах. Тем не менее, общий рост кредитования (вместе с розничным и кредитованием финансовых организаций) остается основным источником по-прежнему активного расширения денежной массы после снижения вклада бюджета (Рисунок 29).
- Действие депозитного канала ДКП остается более выраженным по сравнению с кредитным каналом. Так, темп роста средств физических лиц замедлился до невысокого для последних лет уровня: +1,0 после 2,3% м/м SA в марте⁷ (Рисунок 26). Вместе с тем темп роста рублевых депозитов организаций ускорился до 9,5% м/м SA после снижения на 0,1% м/м SA в марте. Вероятно, это временное явление из-за [переноса части налоговых платежей с апреля на май](#).

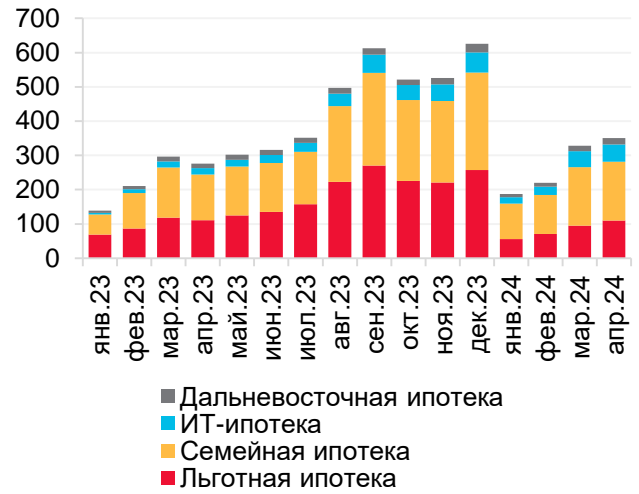
⁷ Рост депозитов в апреле ускорился до 2,1 с 1,9% м/м NSA, однако обычная сезонность предполагает большее ускорение роста показателя.

Рисунок 23. Рублевое кредитование, % м/м SA



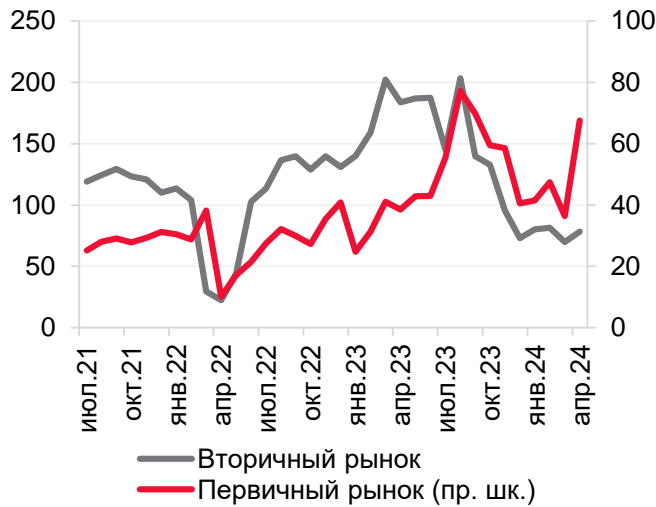
Источники: Банк России, расчеты ДИП.

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



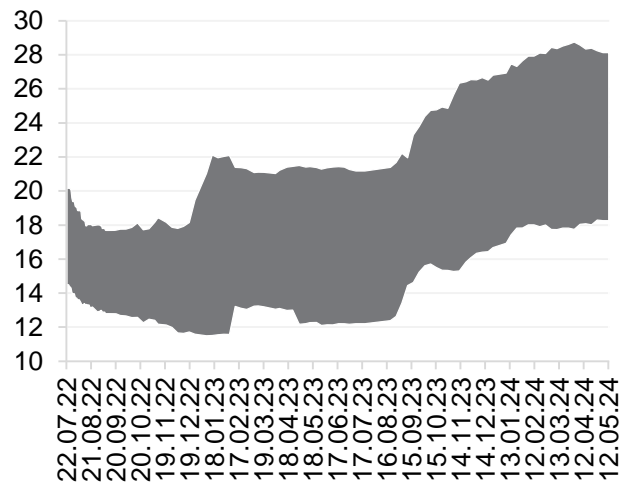
Источники: ДОМ.РФ, расчеты ДИП.

Рисунок 25. Одобренные ипотечные заявки по сегментам, тыс. ед.



Источники: Домклик, расчеты ДИП.

Рисунок 26. Диапазон средней ставки по предложениям по потребительским кредитам, %



Источники: banki.ru, расчеты ДИП.

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



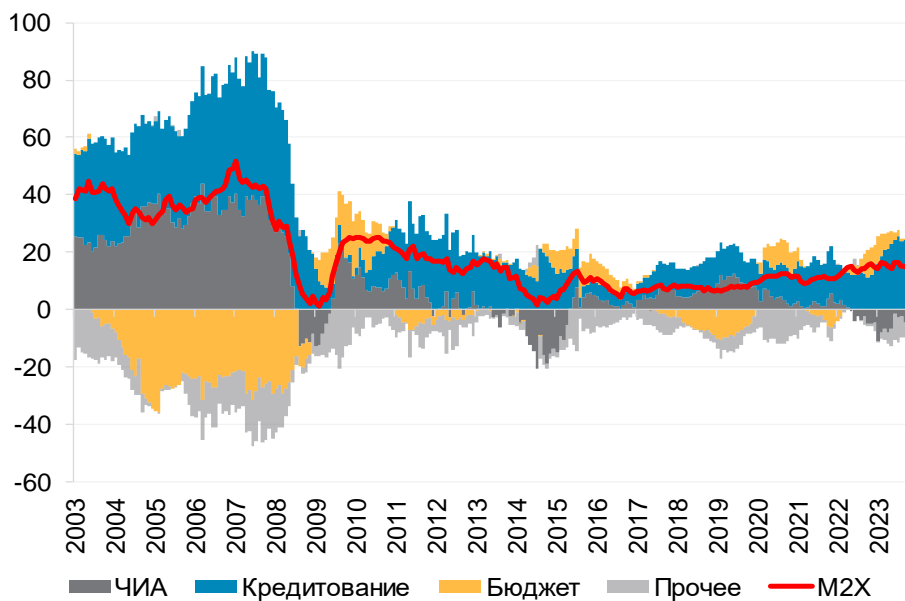
Источники: Банк России, расчеты ДИП.

Рисунок 28. Средства физических лиц в банках, % м/м SA



Источники: Банк России, расчеты ДИП.

Рисунок 29. Факторы формирования широкой денежной массы, п.п. (с устранением валютной переоценки)



Источники: Банк России, расчеты ДИП.

3. Финансовые рынки

Рост мировой экономики в начале II квартала продолжил ускоряться. Постепенно усиливается рост мировой обрабатывающей промышленности, что предполагает возрастание спроса на товары, в том числе сырьевые. Мировые цены на сырье выросли в апреле-мае за исключением нефтяного сегмента. Тем не менее, цена на российские сорта нефти превышает уровни начала 2024 г. и средний уровень 2023 года. Это поддерживает номинальные объемы российского экспорта несмотря на усиление санкционного давления. Вместе с отсутствием сезонного роста импорта из-за проблем с платежами это привело к стабилизации курса рубля и снижению его волатильности в апреле и укреплению в мае.

Доходности облигаций с фиксированным купоном повысились. Во-первых, выросли инфляционные ожидания на фоне приостановки дезинфляционного тренда. Во-вторых, после апрельского решения Банка России по ключевой ставке участники рынка стали предполагать сохранение высоких ставок в экономике более продолжительное время. В-третьих, неопределенность относительно финансирования дополнительных расходов бюджета остается высокой.

Тем не менее, рост экономики и позитивные ожидания поддерживают спрос компаний на рыночное финансирование (и доленое, и долговое) на высоком уровне. Так, объем новых размещений рублевых корпоративных облигаций в январе-апреле был сопоставим со средним уровнем 2023 г., а первичное либо дополнительное размещение акций с начала года провели уже семь эмитентов (двенадцать за весь 2023 год).

3.1. Рынки не ждут снижения ключевой ставки в ближайший год

- С начала апреля до заседания Совета директоров по ключевой ставке 26 апреля доходности ОФЗ выросли вдоль всей кривой на 25–58 б.п. из-за медленного снижения инфляции и неопределенности относительно дополнительных бюджетных расходов. Решение Банка России оставить ключевую ставку на уровне 16% было ожидаемым для рынка. Однако не все инвесторы предполагали повышение прогноза по средней ключевой ставке в 2024–2025 гг. и ужесточение риторики регулятора. Доходности ОФЗ выросли в день решения, а также в мае после публикации резюме обсуждения ключевой ставки и сигналов от руководства Банка России. Всего после заседания Совета директоров доходности увеличились на 52-143 б.п., в результате кривая бескупонной доходности ОФЗ на участке 1-3 года превысила 15%.
- Реальные доходности ОФЗ-ИН⁸ также увеличились в апреле-мае на 83-131 б.п., обновив рекордные значения. Однако их рост был менее выраженным в сравнении с доходностями классических ОФЗ. В результате вмененная инфляция⁹ на горизонте 4 лет выросла с 7,24 до 7,76%, а 6 лет – с 7,44 до 7,88%.

⁸ Бумаги с привязкой к инфляции, линкеры.

⁹ Вмененная инфляция отражает инфляционные ожидания инвесторов, извлекаемые из сравнения доходностей ОФЗ. Вмененная инфляция представляет собой разницу между номинальной доходностью выпуска с фиксированным купоном и реальной доходностью линкера (с привязкой к инфляции) с аналогичным сроком до погашения.

- В ценах процентных инструментов заложено возможное повышение ключевой ставки и ее сохранение на высоком уровне в течение длительного периода времени. В частности, средние ожидаемые ставки RUONIA в ближайшие 3 и 6 месяцев¹⁰ составляют 16,6 и 16,8% соответственно. Стоимость свопа¹¹ на ключевую ставку сроком 1 год также последовательно увеличивалась в апреле – мае и достигла 16,8%.
- С начала апреля Минфин России разместил ОФЗ с фиксированным купоном на сумму 424 млрд руб.¹², при этом основную часть составили долгосрочные выпуски. Информация о регистрации 4 новых выпусков ОФЗ-ПД¹³ с общей номинальной стоимостью 2,75 трлн руб. привела к росту доходностей в средне- и долгосрочном сегменте из-за рисков формирования навеса первичного предложения.
- Несмотря на высокие ставки, спрос компаний на долговое финансирование остается значительным. Всего с начала года было размещено корпоративных облигаций на 2,0 трлн руб. (без учета однодневных банковских облигаций). Эмитенты размещали преимущественно выпуски с фиксированным купоном, однако доля флоатеров постепенно увеличивается и составила 33% в апреле.
- Первичный рынок акций продолжил восстанавливаться: с начала года акции разместили 7 эмитентов на общую сумму 50 млрд руб. (12 эмитентов на 142 млрд руб. за весь 2023 год). Средневзвешенная аллокация находится вблизи 10%, что указывает на высокий спрос со стороны инвесторов.
- В апреле рубль стабилизировался, волатильность обменного курса снизилась. Средний курс доллара США составил 92,96 руб./долл. США, а юаня – 12,80 руб./юань (в марте – 91,74 руб./долл. США и 12,68 руб./юань соответственно). В мае рубль перешел к укреплению на фоне поступления валютной выручки от выросшего ранее экспорта и сдержанной динамики импорта, в том числе из-за проблем с платежами. В целом обменный курс рубля в конце мая был близок к уровню начала года (с начала года рубль укрепился на 1% к юаню и евро и ослаб на 1% к доллару США).
- ФРС США в мае оставила ключевую ставку на уровне 5,25–5,50%, отметив отсутствие прогресса в снижении инфляции, которая стабилизировалась на повышенном уровне. При этом ФРС замедлила темпы сокращения баланса: с июня ежемесячный объем погашения казначейских облигаций составит не 60, а 25 млрд долл. США. В результате доходности государственных облигаций США снизились с 4,6 до 4,4%. Инвесторы по-прежнему ожидают 2 снижения ставки ФРС во второй половине года до уровня 4,75–5,00% (CME FedWatch).

¹⁰ OIS RUB RUONIA 3M mid и OIS RUB RUONIA 6M mid (МБ СПФИ).

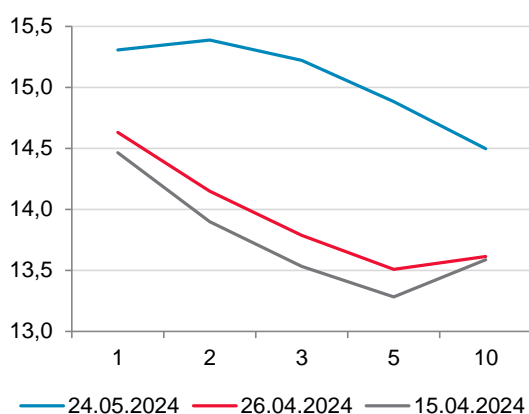
¹¹ IRS RUB vs RUB KEYRATE 1Y mid (МБ СПФИ).

¹² С учетом дополнительного размещения после аукциона.

¹³ Выпуски № 26245 (500 млрд руб., погашение в 2035 г.), № 26246 (750 млрд руб., погашение в 2036 г.), № 26247 (750 млрд руб., погашение в 2039 г.), № 24248 (750 млрд руб., погашение в 2040 г.).

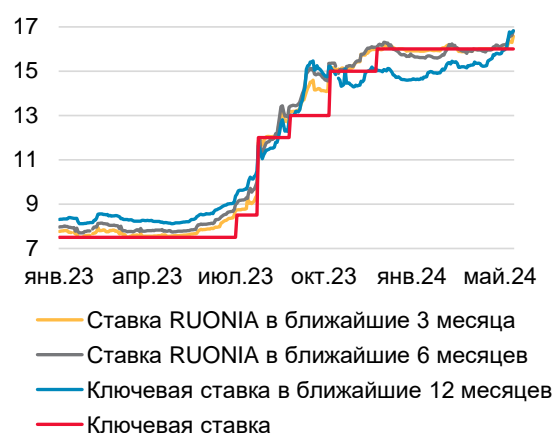
- Рынки полагают, что ЕЦБ снизит процентные ставки по итогам заседания в июне и ожидают сигнала об их дальнейшей траектории. Доходности государственных облигаций Германии в апреле-мае оставались вблизи 2,5%.
- Доходности государственных облигаций РФ также снизились после решения ФРС, однако в течение мая вновь перешли к росту. В частности, доходности 10-летних государственных облигаций Бразилии уменьшились с 11,8 до 11,5%, однако впоследствии поднялись до 11,7%. В Китае и Индии доходности 10-летних государственных облигаций почти не изменились и остались вблизи 2,3 и 7,1% соответственно.

Рисунок 30. Кривая бескупонной доходности ОФЗ, % годовых



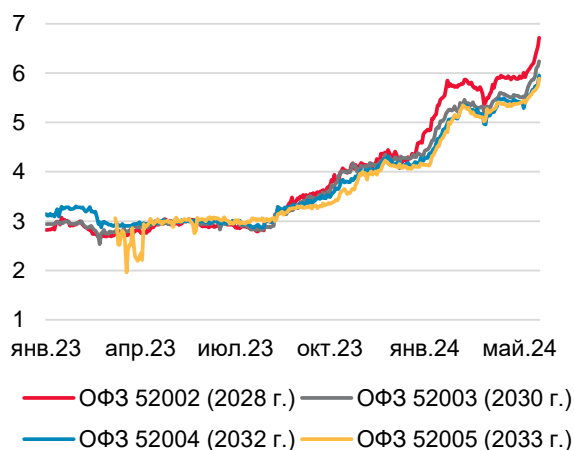
Источник: ПАО Московская Биржа.

Рисунок 31. Фиксированные ставки процентных свопов и ключевая ставка Банка России, % годовых



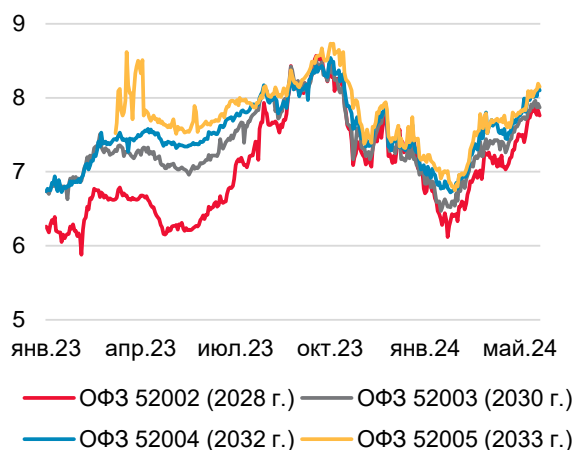
Примечание. Ожидания по средней ключевой ставке и RUONIA представляют собой фиксированные ставки процентных свопов OIS RUB RUONIA 3M mid, OIS RUB RUONIA 6M mid и IRS RUB vs RUB KEYRATE 1Y mid. Источники: Банк России, Cbonds.

Рисунок 32. Реальные доходности ОФЗ-ИН, % годовых



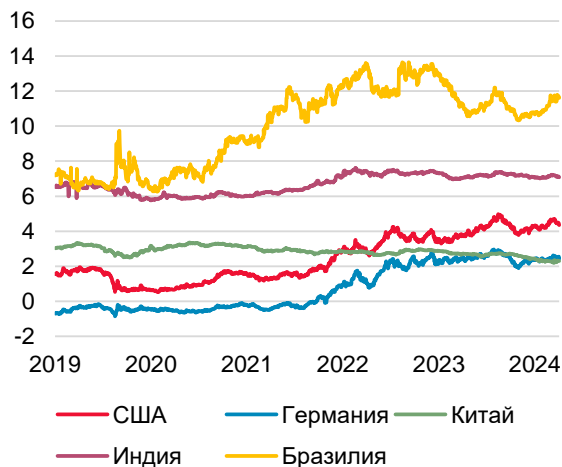
Источник: ПАО Московская Биржа.

Рисунок 33. Вмененная инфляция из ОФЗ-ИН и ОФЗ-ПД, %



Источник: ПАО Московская Биржа.

Рисунок 34. Доходности 10-летних государственных облигаций, % годовых



Источник: Cbonds.

Рисунок 35. Объем первичных размещений корпоративных облигаций, млрд руб.



Источник: Cbonds.

3.2. Нефтяной рынок ожидает продления квот ОПЕК+

- За период с 12 апреля по 24 мая котировки большинства сырьевых товаров выросли на фоне ослабления доллара США (индекс DXY -2%) при разнонаправленном влиянии геополитического фактора. Индекс цен сырьевых товаров Bloomberg прибавил 2%: котировки промышленных металлов и сельскохозяйственных товаров выросли на 9 и 5% соответственно при снижении цен на энергетические товары на 3% (Рисунок 36). Цена на нефть марки Urals¹⁴ снизилась на 17%, до 70 долл. США/баррель. Дисконт к Brent расширился. Котировки природного газа на крупном европейском хабе выросли на 10%, до 34 евро/МВт-ч (Рисунок 37).
- Дополнительное понижающее влияние на нефтяные котировки оказал пересмотр Международным энергетическим агентством (МЭА) и Минэнерго США среднесрочных прогнозов баланса спроса и предложения на мировом нефтяном рынке в сторону меньшего дефицита в 2024 г. и большего излишка в 2025 г.¹⁵ (Рисунок 38). При этом ОПЕК оставила свой прогноз без изменения.
- В апреле на нефтяном рынке образовался небольшой профицит (по оценкам Минэнерго США, 0,6 млн б/с) вместо ожидавшегося дефицита (0,6 млн б/с) из-за слабого спроса на нефть в США и на Ближнем Востоке. Более слабый, чем ожидалось ранее, спрос стал причиной пересмотра вниз прогноза дефицита и на 2024 г. в целом. В основе ожиданий менее жесткого баланса на рынке в 2025 г. прежде всего расширение предложения вне ОПЕК+ (США, Канада, Гайана). Прогноз

¹⁴ На базисе CIF в порту Аугуста.

¹⁵ По оценкам Минэнерго США, дефицит 0,1 млн б/с в 2024 г. сменится излишком в 0,4 млн б/с в 2025 году.

Минэнерго США цены на нефть марки Brent на 2024 и 2025 гг. был немного понижен, до 88 и 85 долл./барр. соответственно.

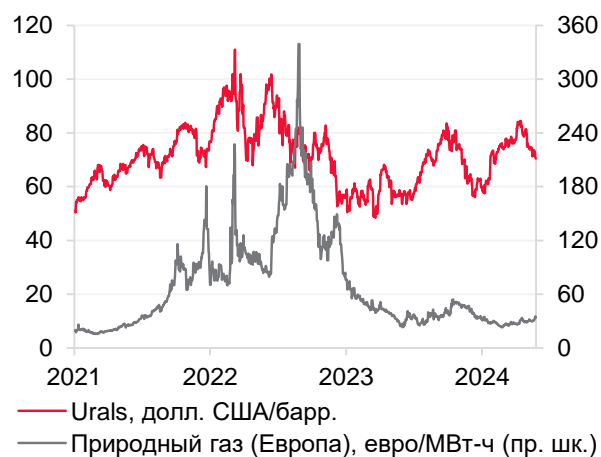
- Страны ОПЕК+ в апреле повысили степень соблюдения принятых на себя обязательств, сократив превышение добычи над квотами (Рисунок 39). Кроме того, страны, превысившие целевые показатели в предыдущие месяцы, представили планы компенсации перепроизводства в оставшиеся месяцы года. Участники рынка ожидают на совещании ОПЕК+ 1 июня продления действующих ограничений по крайней мере на III квартал.
- Добыча нефти в США в апреле продолжила стагнировать, несмотря на рост буровой активности и выдаваемых разрешений на бурение (Рисунок 41). Это подтверждается снижением объемов выполненных работ по гидроразрыву пласта (Рисунок 40).
- Цены большинства цветных металлов выросли¹⁶ после объявления властями Китая мер поддержки рынку недвижимости. Дополнительный повышательный эффект на котировки никеля, меди и цинка оказали опасения образования дефицита из-за ограничений на стороне предложения.
- Котировки пшеницы выросли из-за неблагоприятных погодных условий в большинстве стран – крупных производителей. При этом влияние на номинальные объемы экспорта зерновых из России может оказаться незначительным. В случае снижения урожая зерновых в России уменьшение физических объемов экспорта в следующем сельскохозяйственном сезоне с большой вероятностью будет компенсировано более высоким уровнем экспортных цен.

Рисунок 36. Индексы Bloomberg цен товаров и металлов (01.01.2021 = 100)



Источники: Investing.com, Bloomberg, расчеты ДИП.

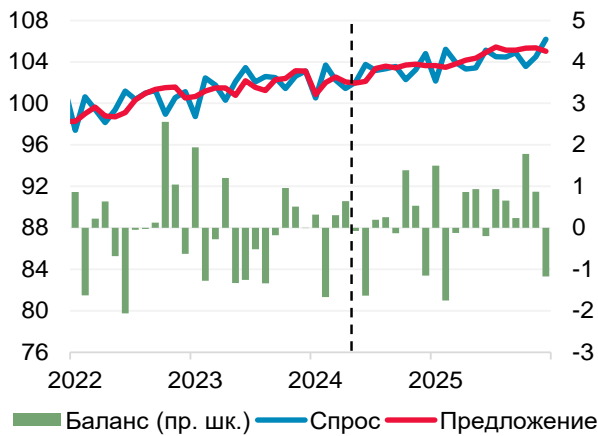
Рисунок 37. Цена на нефть марки Urals и природный газ в Европе



Источники: Investing.com, расчеты ДИП.

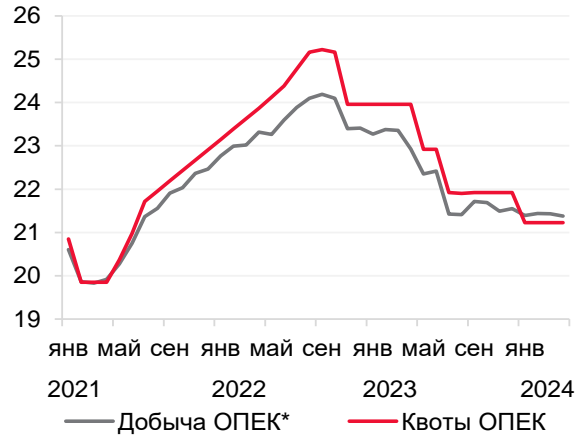
¹⁶ На олово, свинец и алюминий на 3; 6 и 7%, цинк, медь и никель – на 8; 9 и 14% соответственно.

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



Источники: EIA, расчеты ДИП.

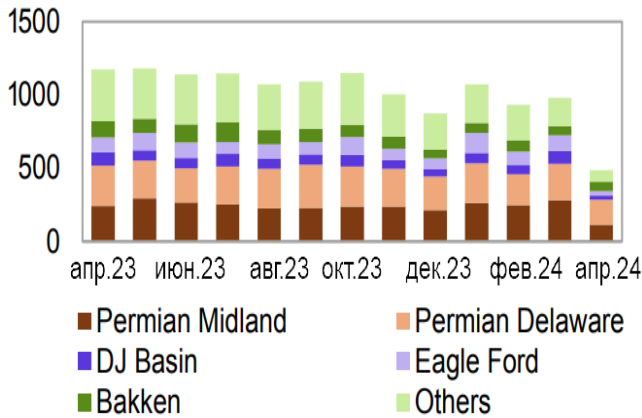
Рисунок 39. Квоты с учетом добровольных сокращений добычи и добыча нефти ОПЕК, млн б/с



*Без Ирана, Ливии, Венесуэлы, освобожденных от обязательств в рамках сделки ОПЕК+.

Источники: ОПЕК, расчеты ДИП.

Рисунок 40. Число скважин в США после гидроразрыва пласта, ед. за месяц



Источник: ОПЕК.

Рисунок 41. Число действующих буровых установок и добыча нефти в США, млн б/с



Источники: EIA, Baker Hughes, расчеты ДИП.

Александр Морозов, директор

Артур Ахметов

Кристина Вировец

Сергей Власов

Яна Коваленко

Ирина Крячко

Татьяна Кузьмина

Александра Москалева

Оскар Мухаметов

Софья Мякишева

Максим Неваленный

Екатерина Петренева

Алексей Поршаков

Белла Рабинович

Арина Сапова

Марина Стародубцева

Анастасия Хажгериева

Мария Харламова

Дмитрий Чернядьев