



Банк России



# О ЧЕМ ГОВОРЯТ ТРЕНДЫ Макроэкономика и рынки

Бюллетень Департамента исследований и прогнозирования

Декабрь 2024

## ОГЛАВЛЕНИЕ

Краткое содержание	3
<b>1. Инфляция</b>	<b>5</b>
1.1. Инфляционное давление в IV квартале складывается выше ожиданий	6
<b>2. Экономическая динамика</b>	<b>10</b>
2.1. Постепенное замедление роста экономики в IV квартале	11
2.2. Кредитный импульс уменьшается	14
<b>3. Финансовые рынки</b>	<b>17</b>
3.1. Рынки ожидают дальнейшего роста ключевой ставки	17
3.2. Снижение цен сырьевых товаров в условиях укрепления доллара США	20
<b>В фокусе. О спросе на корпоративные кредиты (по данным на конец октября)</b>	<b>24</b>

Бюллетень подготовлен Департаментом исследований и прогнозирования по данным на 06.12.2024.  
Выводы и рекомендации, содержащиеся в бюллетене, могут не совпадать с официальной позицией Банка России.  
Замечания и предложения по содержанию просим отправлять по адресу: [dip1@cbr.ru](mailto:dip1@cbr.ru).

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

© Центральный банк Российской Федерации, 2024

## Краткое содержание

### Итоги

- Судя по оперативным и опросным показателям, в российской экономике сформировался тренд на постепенное замедление роста, без резких перепадов. Реальные зарплаты по-прежнему быстро увеличиваются, способствуя поддержанию потребительского спроса, хотя их рост несколько замедлился. Потребительские цены получили импульс к росту в октябре – ноябре. Для возвращения к низкой инфляции требуется поддержание жестких денежно-кредитных условий в течение продолжительного времени.
  - В октябре – ноябре рост российской экономики продолжился, но стал более сегментированным. Рост в потребительском секторе, оптовой торговле и обрабатывающих отраслях сочетался со слабой динамикой в добывающих отраслях, транспорте и сельском хозяйстве. Корпоративное кредитование сохранило высокие темпы роста вплоть до октября включительно, при этом общий кредитный импульс в экономике продолжил снижаться. По оперативным данным, в ноябре темпы роста корпоративного кредитования стали заметно более сдержанными.
  - В октябре – ноябре рост потребительских цен с поправкой на сезонность усилился. При этом в октябре цены производителей в потребительских отраслях стали повышаться медленнее. Также снизился вклад спроса в текущую динамику потребительских цен. Это косвенно указывает, что за текущим ростом розничных цен стоят в большей степени временные конъюнктурные факторы. Однако их действие может продлиться, учитывая повторную индексацию утильсбора с 1 января, а также индексацию тарифов на железнодорожные грузо- и пассажирские перевозки.
  - Основные сегменты российского финансового рынка в октябре – ноябре находились под давлением, в том числе из-за неопределенности, которую создала новая масштабная волна санкций против российского финансового сектора. Рынок акций столкнулся с жесткой конкуренцией со стороны банковских депозитов и фондов денежного рынка, предлагающих низкорисковую и привлекательную по доходности альтернативу.

### В фокусе. О спросе на корпоративные кредиты (по данным на конец октября)

- Повышение Банком России ключевой ставки, направленное на купирование проинфляционных рисков и снижение инфляции к цели, транслируется в ставки по кредитам нефинансовым организациям. Однако к концу октября это не привело к замедлению роста корпоративного кредитного портфеля.
- Структура кредитных портфелей банков поменялась в пользу растущих отраслей. Это лишний раз подтверждает, что ставки в экономике не препятствуют развитию

корпоративного сектора в целом. Спрос на кредиты в том числе поддерживает необходимость финансировать проекты в рамках структурной перестройки экономики и то, что компании сохраняли позитивные ожидания по сохранению высокого конечного спроса на свою продукцию.

- Банк России планирует установить макропруденциальные требования по кредитам крупным компаниям с повышенной долговой нагрузкой. Это позволит накопить буфер капитала для покрытия системных рисков.

## 1. Инфляция

Замедление экономического роста скажется на динамике потребительских цен с задержкой во времени. Это связано с действием двух групп факторов.

Во-первых, факторы спроса. С одной стороны, потребительский спрос остается высоким, получая подпитку от роста зарплат темпами, опережающими повышение производительности труда. С другой стороны, постепенно проявляются признаки охлаждения потребительского спроса, хотя пока рано говорить об этом как об отчетливой тенденции. Конкуренция за работников по-прежнему сильная, но планы дополнительного найма персонала стали более сдержанными.

Во-вторых, группа факторов, характеризующих сторону предложения товаров и услуг. В целом она остается проинфляционной. Это выражается в проинфляционном характере большинства разовых факторов и в увеличении издержек, связанных с внешними ограничениями. По нашей оценке, вклад факторов предложения в текущую динамику цен значимо увеличился.

Между тем распространено мнение, что в нынешних условиях инфляция в России носит исключительно немонетарный характер. Однако достаточно посмотреть какими темпами растет денежная масса в экономике (M2 или M2X), чтобы убедиться, что повышенная инфляция – результат действия монетарных факторов. Эти темпы на начало декабря составили 20,1 и 15,9% г/г соответственно<sup>1</sup>, причем высокие темпы роста наблюдаются с середины 2022 года. Отметим, что в тот период, когда инфляция находилась вблизи 4%, денежные агрегаты увеличивались гораздо медленнее (соответственно 10,0 и 7,3% в среднем за 2017-2019 гг.). Через кредитный канал и бюджетный канал (финансирование бюджетного дефицита) в экономику поступает гораздо больше денег, чем она может «переварить», даже с поправкой на замещение внешних заимствований внутренними, рост монетизации экономики и другие структурные факторы, которые временно ослабляют связь между увеличением денег в экономике и инфляцией. Результатом становится повышенный рост цен, который приводит в том числе к увеличению производственных издержек по широкому кругу товаров и услуг. Последнее зачастую выдается за действие немонетарных факторов инфляции, хотя во многих случаях факторы роста издержек в реальности носят монетарный характер.

На замедление роста как денежных агрегатов, так и цен, повлияют следующие факторы:

- 1) более сдержанный рост кредитования, признаки которого уже наблюдаются;
- 2) возврат бюджета к параметрам бюджетного правила, запланированный с 2025 года.

---

<sup>1</sup> С исключением валютной переоценки.

## 1.1. Инфляционное давление в IV квартале складывается выше ожиданий

- В октябре и ноябре сезонно сглаженный рост цен в пересчете на год остался значительно выше 4%. Инфляционное давление в целом выросло относительно уровня III квартала. Несмотря на некоторое охлаждение потребительского спроса, более значительно ускорили рост цен факторы на стороне предложения, к тому же проявляется влияние ослабления рубля.
- Проинфляционные риски выросли. Инфляционные ожидания населения и предприятий вновь увеличились. На этом фоне экономика закончит 2024 г. с более высоким, чем ожидалось, уровнем инфляционного давления.

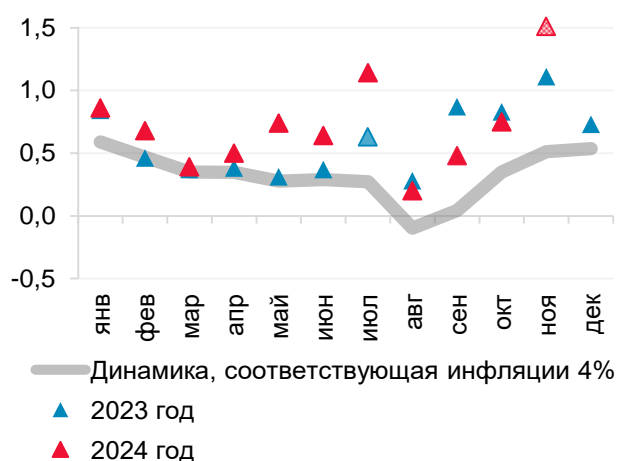
В октябре рост потребительских цен замедлился до 8,2 с 9,9% м/м SAAR в сентябре. Годовая инфляция снизилась до 8,5 с 8,6% в сентябре (Таблица 1).

Таблица 1. Инфляция и ее компоненты

	Окт. 2022	Окт. 2023	Авг. 2024	Сент. 2024	Окт. 2024
<b>% г/г</b>					
<b>Все товары и услуги</b>	<b>12,6</b>	<b>6,7</b>	<b>9,1</b>	<b>8,6</b>	<b>8,5</b>
<b>Базовая инфляция</b>	<b>16,2</b>	<b>5,5</b>	<b>8,4</b>	<b>8,3</b>	<b>8,2</b>
Продовольственные товары	12,1	6,0	9,7	9,2	9,0
Непродовольственные товары	14,1	5,1	6,1	5,6	5,7
Услуги	11,3	9,9	11,7	11,6	11,3
<b>% м/м SAAR</b>					
<b>Все товары и услуги</b>	<b>1,4</b>	<b>9,3</b>	<b>7,6</b>	<b>9,9</b>	<b>8,2</b>
<b>Базовая инфляция</b>	<b>0,3</b>	<b>10,9</b>	<b>7,8</b>	<b>9,1</b>	<b>9,7</b>
Продовольственные товары	-0,1	13,0	15,6	10,0	11,7
– без плодоовощей	-2,2	14,2	8,0	11,4	13,4
Непродовольственные товары	-0,6	5,6	6,9	6,5	7,2
– без нефтепродуктов	-0,8	9,8	5,3	5,5	7,3
Услуги	6,8	9,0	-1,3	13,8	5,1
– без ЖКУ	9,1	9,3	-8,0	17,7	4,1

Источники: Росстат, расчеты ДИП.

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



Примечание. Значение за ноябрь 2024 г. – предварительная оценка по недельным данным.

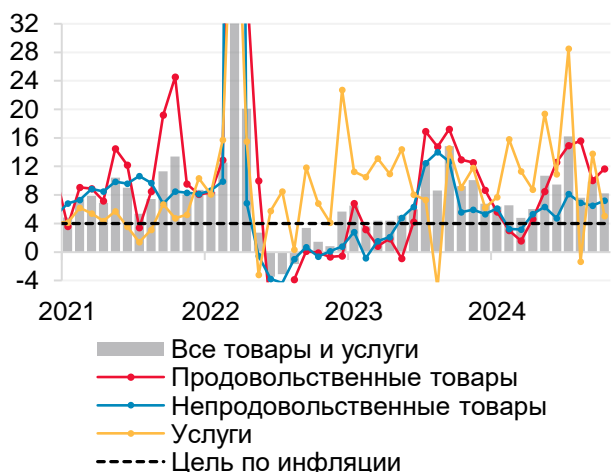
Источники: Росстат, расчеты ДИП.

Несмотря на замедление общего роста индекса потребительских цен (ИПЦ), инфляционное давление в октябре выросло. Например, значительный вклад в замедление внесла динамика стоимости услуг туризма, без ее учета<sup>2</sup> рост цен в октябре, продолжил ускоряться: до 10,8 с 10,2% м/м SAAR в сентябре и 8,8% м/м SAAR в августе. Все аналитические показатели ценовой динамики говорят об усилении устойчивого инфляционного давления в октябре. Оценки модифицированных показателей базовой инфляции повысились (Рисунок 4). Медиана распределения роста цен и суммарный вес ускоренно

<sup>2</sup> Новая сезонность в динамике спроса и цен пока не может быть формально оценена статистическими методами, что вносит дополнительную волатильность в динамику цен сезонно сглаженных индексов.

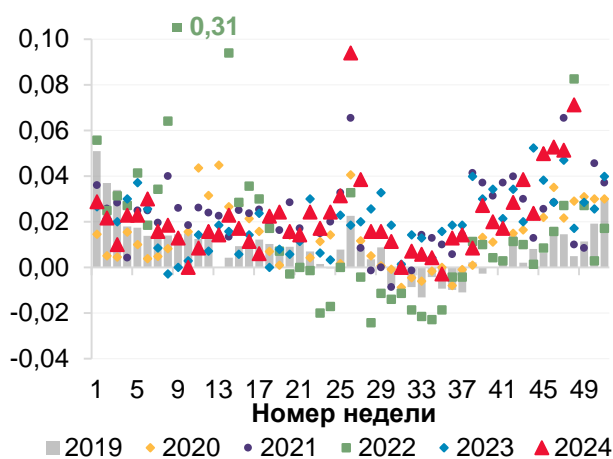
дорожающих позиций продолжили расти, при этом вес позиций с очень высоким темпом роста цен оказался вблизи максимумов прошлого года (Рисунок 5). Это говорит об усилении ценового давления по широкому кругу позиций. Оценка трендовой инфляции выросла в октябре до 8,70 с 8,41% в сентябре.

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



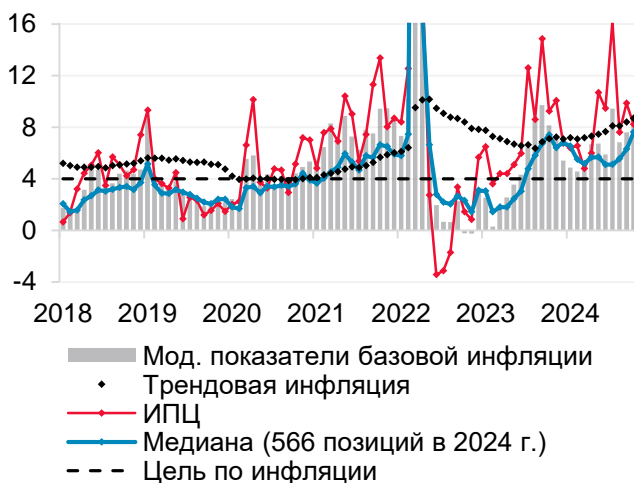
Источники: Росстат, расчеты ДИП.

**Рисунок 3. Среднесуточный прирост цен, %**



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

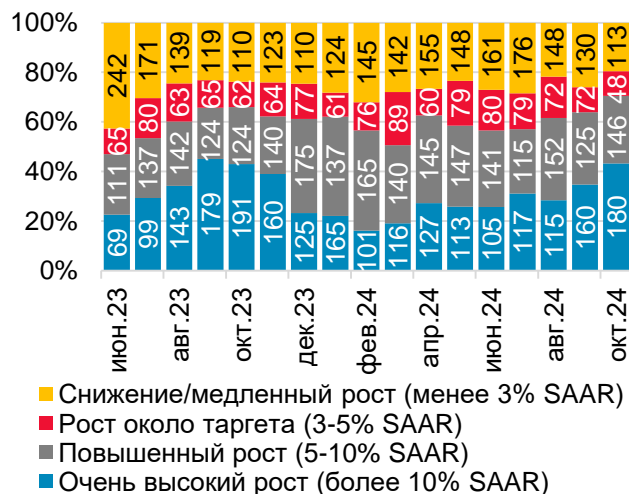
**Рисунок 4. Показатели\* базовой инфляции, медиана (% в годовом выражении) и оценка трендовой инфляции (% г/г)**



\* 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 ноябре, исходя из недельных данных (Рисунок 3), рост цен ускорился до 15,4% м/м SAAR<sup>3</sup>. Основной вклад вносит динамика цен на продовольственные товары,

<sup>3</sup> Оценка по недельным данным может отличаться от итогового значения за месяц, в частности из-за небольшой представленности услуг в недельной корзине.

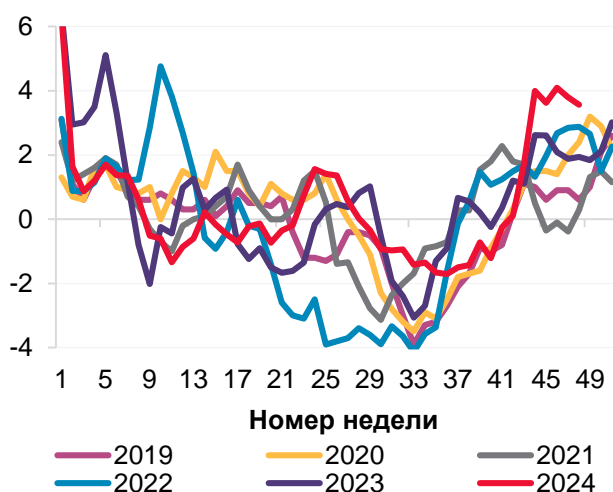
на которую в значительной степени влияют факторы предложения (в частности, снижение урожая). Также в ценах проявляется влияние ослабления рубля. Накопленный с начала года недельный рост цен идет по траектории, превышающей диапазон 8,0-8,5% по итогам года. При этом ускорение роста цен может в существенно меньшей степени отразиться на динамике устойчивых показателей.

Значительное усиление инфляционного давления в IV квартале сконцентрировано в продовольственном сегменте. Темп роста цен на продовольственные товары в октябре повысился до 11,7 с 10,0% м/м SAAR в сентябре, а в ноябре мог ускориться еще сильнее. Удорожание овощей и фруктов по итогам октября оказалось немного меньше, чем предполагается сезонностью. Однако в ноябре рост цен на эту группу товаров значительно ускорился (Рисунок 6).

Рост цен на прочее продовольствие увеличился в октябре до 13,4 с 11,4% м/м SAAR. Повышенные темпы роста цен сохраняются на молочную продукцию, хлебобулочные изделия, выросли темпы удорожания рыбопродуктов, сыров, кондитерских изделий. В ноябре удорожание некоторых категорий ускорилось. [Производители говядины среди прочих факторов отмечают рост отпускных цен на заводах в Беларуси.](#)

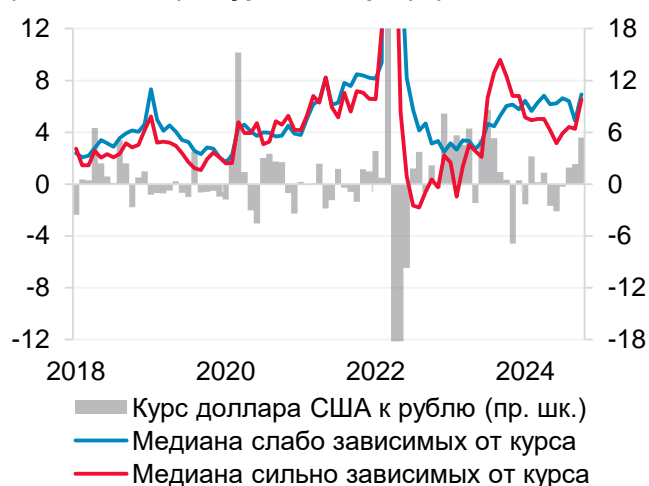
В непродовольственном сегменте рост цен в октябре ускорился до 7,2 с 6,5% м/м SAAR в сентябре. В основном это связано с подорожанием импортных (в большей степени) и отечественных автомобилей из-за повышения утильсбора с 1 октября. В конце ноября вклад в динамику цен внесло также ослабление рубля, что видно по ускорению роста цен на электронику.

**Рисунок 6. Темп роста цен на плодоовощную продукцию, % н/н**



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

**Рисунок 7. Медианные значения ИПЦ в зависимости от чувствительности к динамике курса (% м/м SAAR) и курс доллара (%)**



Источники: Банк России, Росстат, расчеты ДИП.

В услугах темпы роста цен замедлились в октябре до 5,1 с 13,8% м/м SAAR. Волатильность остается существенной из-за изменений в сезонности ряда компонентов: больше всего сказалось удешевление услуг туризма. Без учета туризма и транспорта рост цен на услуги повысился до 14,1 с 10,6% м/м SAAR в сентябре. Ускорились темпы

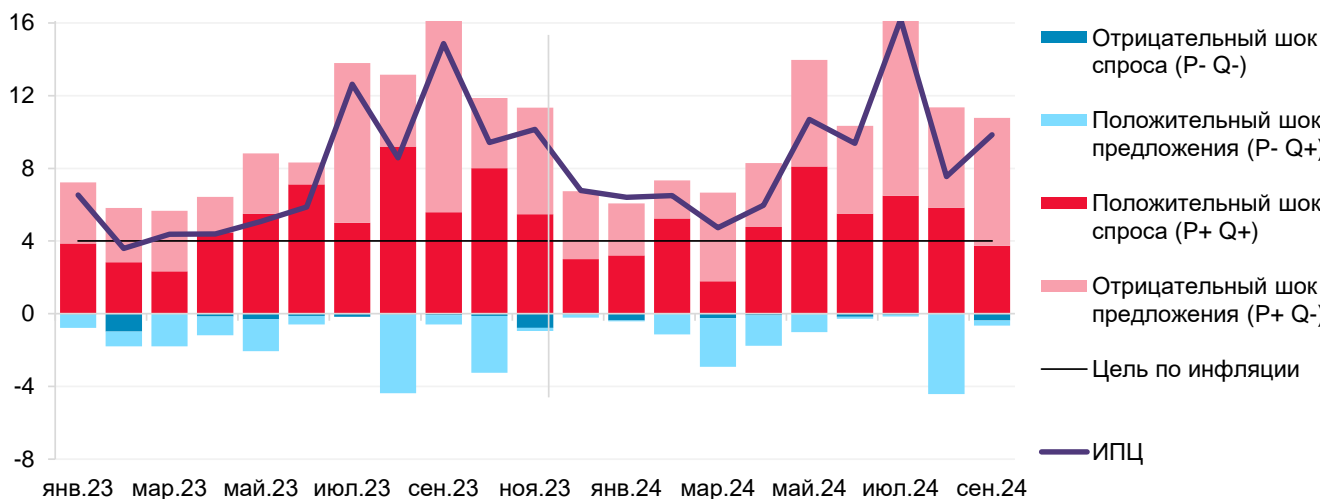


удорожания бытовых услуг, наиболее чувствительных к росту издержек на труд (14,4 после 10,6% м/м SAAR в сентябре).

Влияние курсовой динамики на рост цен в октябре – ноябре в целом было сдержанным. Медиана роста цен товаров и услуг увеличилась как в группе с высокой чувствительностью к динамике курса рубля, так и с низкой (Рисунок 7). Существенное ослабление рубля во второй половине ноября несколько сказалось на динамике цен в конце ноября-начале декабря. Последовавшее за этим укрепление рубля может смягчить этот импульс.

В целом в IV квартале более значительный вклад в рост цен, вероятно, начали формировать факторы предложения. Начало этой тенденции видно еще на сентябрьских данных. Декомпозиция роста цен на основе работы (Sheremirov, 2022<sup>4</sup>) показывает смещение основного проинфляционного влияния от спроса к предложению, прежде всего в продовольственных товарах. При этом вклад факторов спроса в рост цен в сентябре впервые с марта снизился до менее чем 4 процентных пунктов. С октября Росстат перестал публиковать данные по объемам розничных продаж отдельных товаров и услуг, на основе которых рассчитывается данная декомпозиция. Однако устойчивый рост продаж продовольственных товаров при стагнации их производства указывает на то, что во многом ускоренное повышение цен в этой части потребительской корзины обусловлено факторами предложения.

Рисунок 8. 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.

[Инфляционные ожидания населения в ноябре](#) остались на повышенном уровне октября. Также продолжился тренд на усиление ценовых ожиданий предприятий на фоне

<sup>4</sup> 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.

сопоставимой динамики издержек (Рисунок 9). Рост цен производителей потребительских товаров в октябре замедлился до 0,5 с 0,8% м/м (Рисунок 10), однако мог ускориться в ноябре. На это указывает рост ценовых индексов PMI в обрабатывающем секторе. В целом высокие инфляционные ожидания вкупе с возможным усилением разовых проинфляционных факторов (например, эффект переноса ослабления рубля) увеличивают риски окончания 2024 г. с высокими текущими темпами роста цен.

**Рисунок 9. Данные мониторинга предприятий по экономике в целом, п., SA**



Источник: Банк России.

**Рисунок 10. Индекс цен производителей обрабатывающей промышленности, % м/м**



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

## 2. Экономическая динамика

В октябре – ноябре российская экономика продолжила расти умеренными темпами, судя по статистическим данным, оперативным индикаторам и опросам. При этом в октябре на динамике ВВП негативно сказался эффект меньшего, чем в прошлом году, урожая. Уровень оптимизма в ожиданиях производителей и потребителей понизился по сравнению с предыдущими кварталами ввиду сохраняющейся жесткости на рынке труда и ускорения роста издержек.

В потребительском сегменте сохраняется умеренный рост, который сдерживается, с одной стороны, некоторым замедлением роста реальной заработной платы, а с другой – повышением нормы сбережений. Последнее в свою очередь – следствие высоких сбережений из текущих доходов и существенного замедления розничного кредитования. При этом на рынке труда пока сохраняется напряженная ситуация. Это предполагает дальнейший уверенный рост трудовых доходов в ближайшее время, который поддержит потребление.

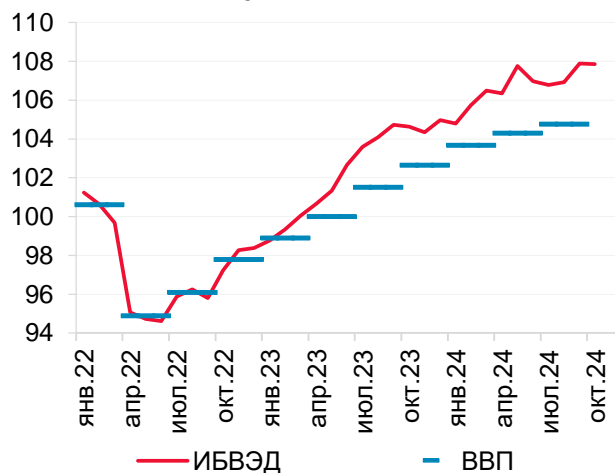
## 2.1. Постепенное замедление роста экономики в IV квартале

- В III квартале годовой рост экономической активности замедлился до 3,1<sup>5</sup> с 4,1% в II квартале. Это означает, что квартальный рост понизился до 0,4% к/к SA с 0,6% к/к SA в II квартале, на что указывала и оперативная статистика. Судя по оперативным данным за октябрь – ноябрь, тренд на постепенное замедление активности в IV квартале продолжился.
- В октябре выпуск базовых отраслей оказался чуть выше среднего уровня III квартала (Рисунок 11), при этом ситуация различалась по отраслям. Сдерживали рост сегменты добычи, сельского хозяйства, транспортировки и строительства, понижаемый или околонулевой рост которых объяснялся в основном специфическими отраслевыми факторами<sup>6</sup>. Повышательный тренд сохранился в оптовой торговле и сегменте обработки (Рисунок 13). Последний набирает обороты за счет отраслей, ориентированных на удовлетворение внутреннего спроса: инвестиционного, государственного и потребительского. Сжатие выпуска в отраслях промежуточного спроса продолжилось на фоне стагнации в нефтепереработке и металлургии (Рисунок 14), что прежде всего связано с внешними ограничениями.
- Конъюнктурные опросы в совокупности указывают на то, что уровень оптимизма компаний снизился по сравнению с предыдущими кварталами в условиях кадрового дефицита и ускорения роста издержек. Сводный индекс прогнозов промышленности ИМП РАН потерял в ноябре 5 п. и опустился до 27-месячного минимума. В то же время Индикатор бизнес климата Банка России прибавил 0,2 п., но находится значительно ниже среднего уровня первого полугодия. Сказанное выше также подтверждается ноябрьскими PMI, зафиксировавшими оживление активности в частном секторе в условиях роста новых заказов и сохраняющегося давления со стороны затрат (Рисунок 12).
- Потребительский спрос остается на повышенном уровне несмотря на охлаждение потребительского кредитования. В октябре уровень потребления снизился до среднего уровня III квартала после сильного скачка в сентябре, вызванного всплеском спроса на автомобили (Рисунок 15). При этом в статистике повседневных трат выраженного замедления в ноябре не наблюдается (Рисунок 16).
- Все это происходит на фоне продолжающегося роста заработных плат (в сентябре 1,3% м/м SA в номинальном и 0,5% м/м SA в реальном выражении) и увеличения жесткости рынка труда: уровень безработицы в октябре обновил исторический минимум (2,3% SA) (Рисунок 17) по мере дальнейшего расширения спроса на труд, опережающего увеличение численности рабочей силы (Рисунок 18). Это дополнительно стимулирует рост уверенности работников в перспективах собственной занятости и увеличения доходов (Рисунок 19, Рисунок 20).

<sup>5</sup> Предварительная оценка Росстата.

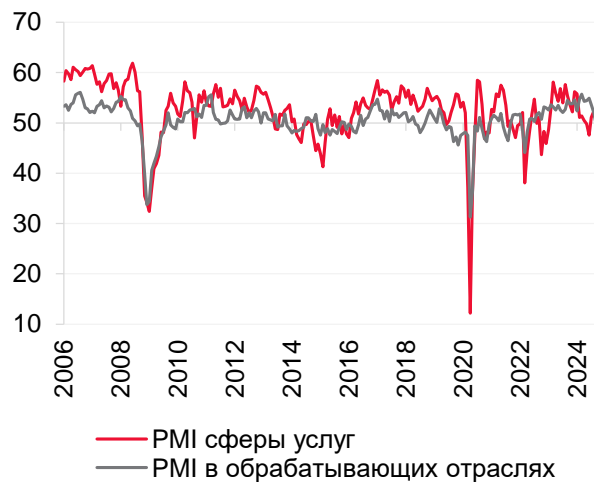
<sup>6</sup> Выполнение сделки ОПЕК+, плохой урожай, ограниченная пропускная способность железных дорог, сворачивание льготных программ ипотеки.

**Рисунок 11. Выпуск базовых видов экономической деятельности и ВВП, IV квартал 2021 г. = 100**



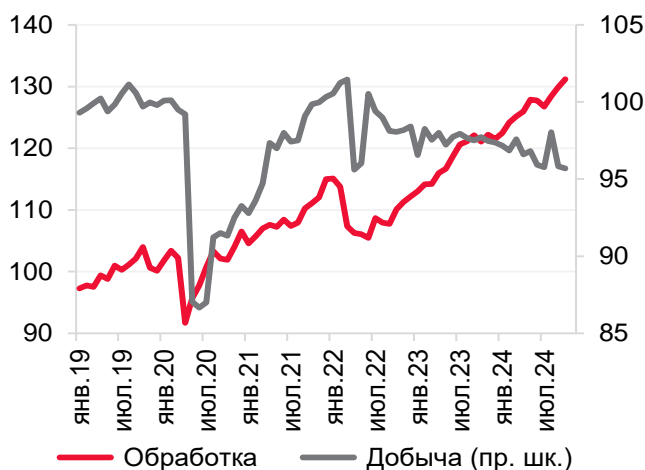
Источники: Росстат, расчеты ДИП.

**Рисунок 12. PMI в обрабатывающей промышленности и услугах, п.**



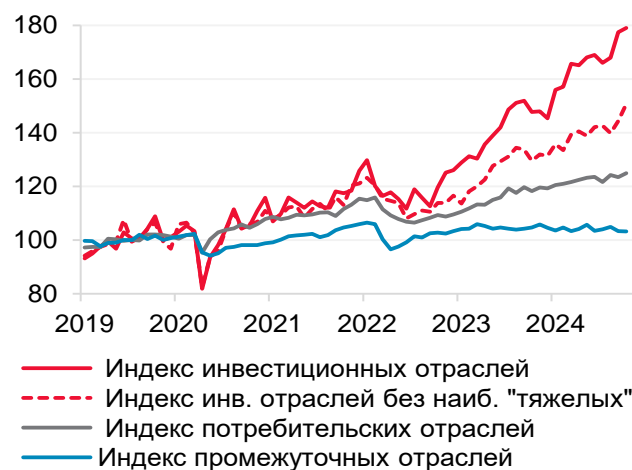
Источник: S&P Global.

**Рисунок 13. Добыча полезных ископаемых и обрабатывающее производство (2019 = 100%), SA**



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

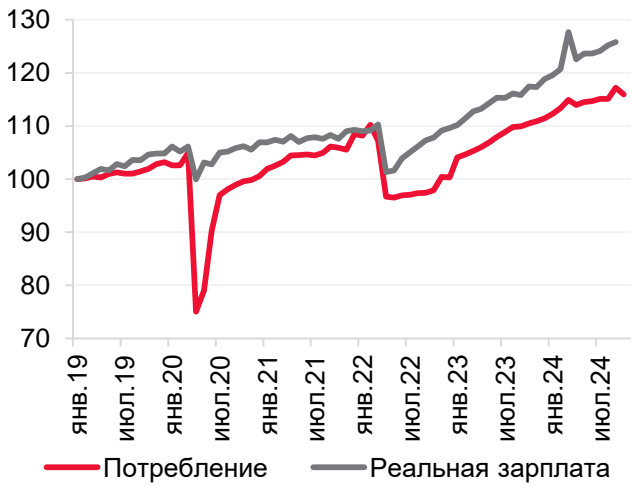
**Рисунок 14. Выпуск групп отраслей обрабатывающей промышленности<sup>7</sup> (2019 = 100%), SA**



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

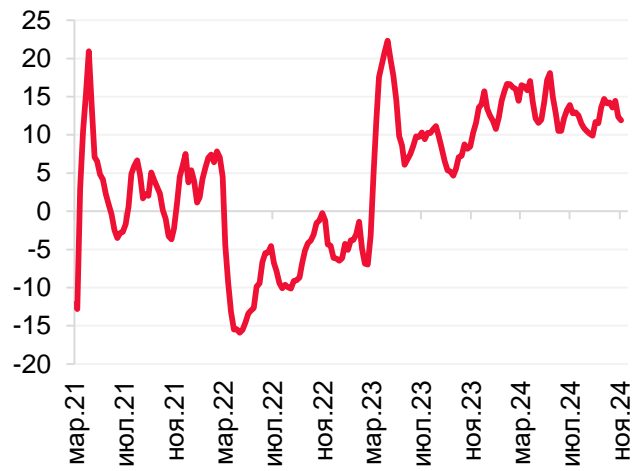
<sup>7</sup> Под наиболее «тяжелыми» в группе инвестиционных отраслей подразумеваются производства «готовых металлических изделий, кроме машин и оборудования», и «прочих транспортных средств и оборудования».

**Рисунок 15. Прокси-показатель потребления (сумма оборота розницы, услуг и общепита) и реальной зарплаты, 01.2019=100, SA, %**



Источники: Росстат, Банк России, расчеты ДИП.

**Рисунок 16. Реальные повседневные расходы, (4-недельное скользящее среднее), % г/г**



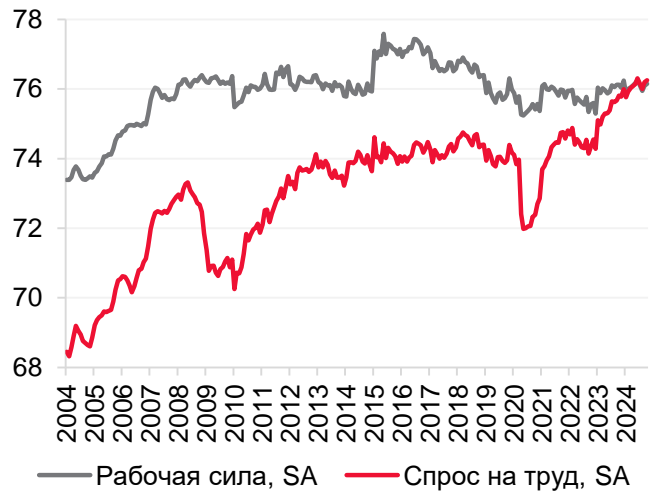
Источники: Ромир, Росстат, расчеты ДИП.

**Рисунок 17. Уровень безработицы, %**



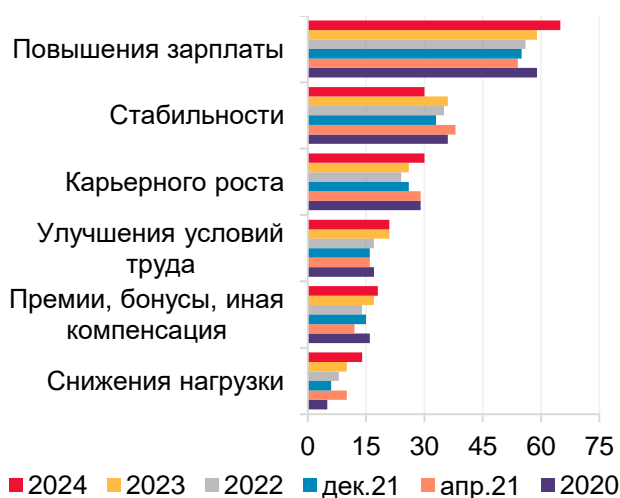
Источники: Росстат, расчеты ДИП.

**Рисунок 18. Спрос на труд и рабочая сила, млн чел. SA**



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

Рисунок 19. «Чего вы прежде всего ждете от своей работы в следующем году?», %



Источник: SuperJob.

Рисунок 20. «Если на собеседовании вам предложат меньшую оплату, на сколько вы готовы снизить свои зарплатные ожидания?», %



Источник: SuperJob.

## 2.2. Кредитный импульс уменьшается

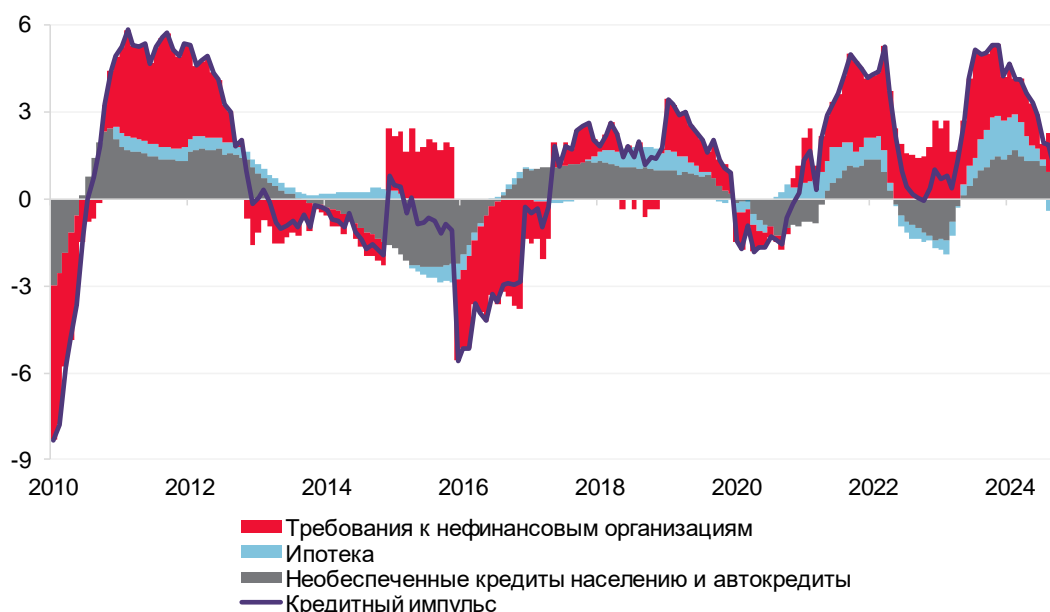
- В октябре кредитный импульс продолжил снижаться. Это означает, что динамика кредитования вносит все меньший вклад в расширение совокупного спроса в экономике (Рисунок 21). При этом динамика различных сегментов кредитования сильно различается: основной вклад в снижение оказывает розничное кредитование (прежде всего ипотека), в то время как импульс корпоративного кредитования в октябре вырос. В то же время оперативные данные указывают на то, что в ноябре темпы роста корпоративного кредитования стали заметно более сдержанными.
- Рост портфеля кредитов физических лиц продолжил постепенное замедление (до 0,26 с 0,33% м/м SA, Рисунок 22) под влиянием высоких процентных ставок и ужесточения макропруденциальных требований. В ипотечном кредитовании произошло сокращение портфеля на 0,6% м/м SA (Рисунок 23)<sup>8</sup>. Портфель необеспеченных потребительских кредитов сократился на 0,4% м/м SA при снижении выдач в годовом выражении (Рисунок 24). В автокредитовании рост продолжился (+2,0% м/м SA), но гораздо меньшими темпами, чем в предыдущие месяцы. Спрос на автомобили, а вместе с ним и на кредитование начал охлаждаться после всплеска в преддверии повышения утилизационного сбора с 1 октября.
- В структуре выдач потребительских кредитов выросли только объем и доля кредитов, предоставленных по кредитным картам. Значительная часть сформированной

<sup>8</sup> С учетом корректировки на секьюритизацию – снижение на 0,8% м/м SA.

задолженности по таким картам приходится на льготный период. При этом действующие макропруденциальные лимиты ограничат накопление рисков чрезмерного роста задолженности наиболее закредитованных заемщиков.

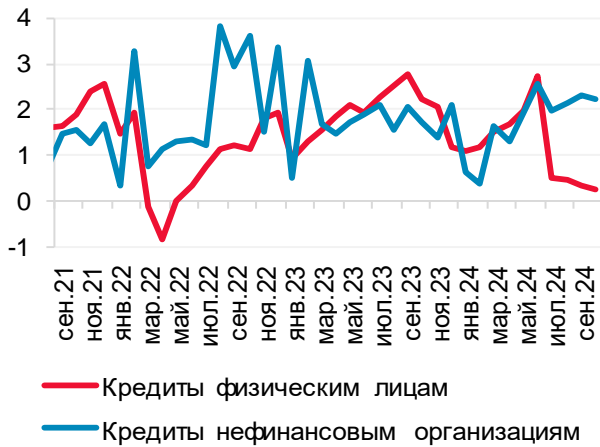
- Несмотря на [ужесточение условий банковского кредитования](#), быстрый рост кредитования нефинансовых организаций сохранился в октябре: 2,2 после 2,3% м/м SA в сентябре. Спрос на кредиты поддержала высокая деловая активность и оптимизм компаний в отношении спроса. В условиях кредитного перегрева банкам необходимо ускорить накопление буфера капитала для покрытия системных рисков. Поэтому Банк России ускорил введение антициклической надбавки к нормативам достаточности капитала и рассматривает возможность введения макропруденциальных надбавок по кредитам корпоративным заемщикам с высокой долговой нагрузкой.
- Рублевые средства населения в банках в октябре выросли темпами, сопоставимыми с августовскими – 2,3% м/м SA (Рисунок 26). Их рост поддерживался повышением депозитных ставок вслед за ключевой, а также обострением конкуренции банков за средства населения для выполнения НКЛ (в октябре вырос спред депозитной ставки к ключевой ставке Банка России). Динамика розничного сегмента в целом указывает на постепенное переключение домохозяйств на сберегательную модель поведения. Темпы роста средств организаций в рублях ускорились до 3,0 с 1,7% м/м SA вслед за ростом доходности вкладов юридических лиц из-за обострения конкуренции между банками за стабильное фондирование (Рисунок 27).

Рисунок 21. Кредитный импульс, % от ВВП



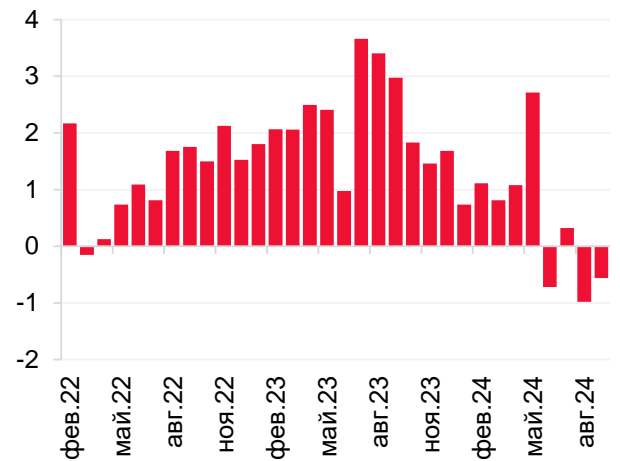
Источники: Банк России, расчеты ДИП.

**Рисунок 22. Рост рублевого кредитного портфеля, % м/м SA**



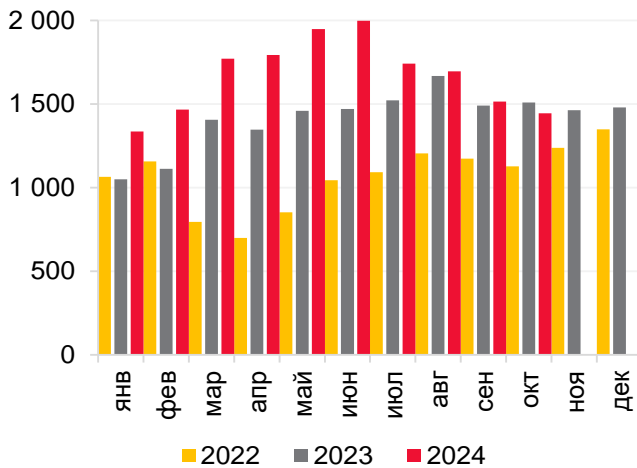
Источники: Банк России, расчеты ДИП.

**Рисунок 23. Прирост ипотечного портфеля, % м/м SA<sup>9</sup>**



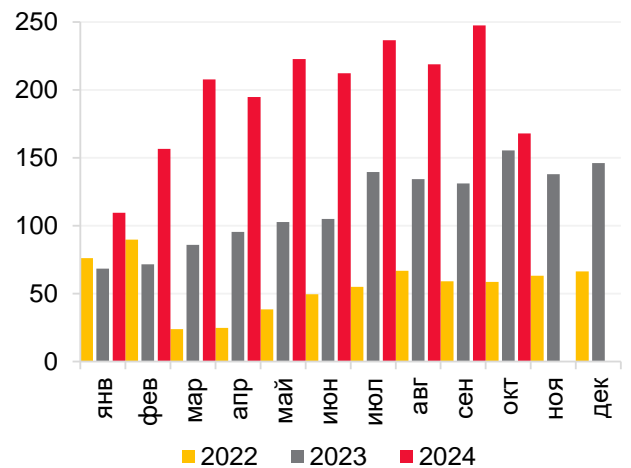
Источники: Банк России, расчеты ДИП.

**Рисунок 24. Объем выдач необеспеченных потребительских кредитов, млрд руб.**



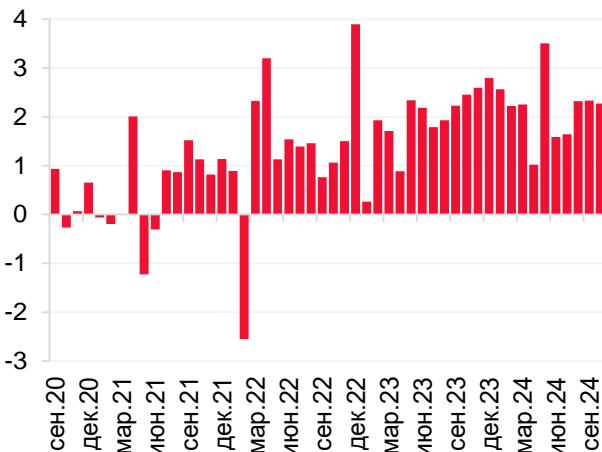
Источники: Банк России, расчеты ДИП.

**Рисунок 25. Объем выдач автокредитов, млрд руб.**



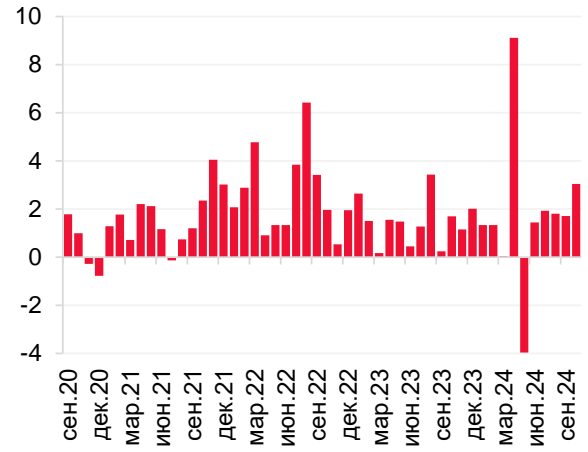
Источники: Банк России, расчеты ДИП.

**Рисунок 26. Динамика средств физических лиц в банках, % м/м SA**



Источники: Банк России, расчеты ДИП.

**Рисунок 27. Динамика средств юр. лиц в банках, % м/м SA**



Источники: Банк России, расчеты ДИП.

<sup>9</sup> Данные представлены без ППТ и секьюритизации.



### 3. Финансовые рынки

В октябре и ноябре российские финансовые рынки оказались под давлением. Во-первых, повышение ключевой ставки в ответ на усиление инфляционного давления и последовавший за этим рост других процентных ставок снизили привлекательность рискованных активов. Во-вторых, новые санкции затронули финансовый сектор, создав неопределенность относительно внешнеторговых расчетов.

Кроме того, мировые цены на сырьевые товары преимущественно снижались на фоне укрепления доллара после выборов в США. Это сказалось и на стоимости российского экспорта.

#### 3.1. Рынки ожидают дальнейшего роста ключевой ставки

- Настроения на российских финансовых рынках в ноябре определялись внешними и внутренними факторами. В начале месяца они временно улучшились, однако в конце ноября стало известно о новых санкциях на финансовый сектор. В отдельные дни Индекс МосБиржи снижался ниже 2500 п., до уровней марта 2023 года. Доходности краткосрочных ОФЗ вернулись к росту на фоне увеличения инфляционного давления.
- Динамика процентных инструментов и доходностей гособлигаций указывает на существенный пересмотр ожидаемой траектории ключевой ставки вверх. С начала ноября доходности краткосрочных ОФЗ (1–2 года) прибавили 65–171 б.п. и находятся в диапазоне 21,4–22,7%. Это существенно выше уровней, достигнутых после повышения ключевой ставки 25 октября. При этом доходности в средне- и долгосрочном сегментах снизились на 21–37 б.п. по сравнению с уровнями конца октября. В то же время средняя ожидаемая ставка RUONIA на горизонте 3 и 6 мес.<sup>10</sup> с октябрьского решения по ставке выросла на 2,2–3,1 п.п. и достигла 23,8 и 25,6% соответственно. Стоимость годового свопа на ключевую ставку<sup>11</sup> за этот период увеличилась на 2,8 п.п. и составляет 26,0%.
- Спрос банков на первичных размещениях классических ОФЗ в ноябре оставался низким, но в начале декабря Минфин России успешно разместил флоатер на рекордный объем 1 трлн руб. одним аукционом. В результате с начала октября первичные размещения ОФЗ составили 1,13 трлн руб., около 91% от этого объема составили выпуски с плавающим купоном.
- В конце ноября фрагментация валютного рынка усилилась и осложнилась ситуация с трансграничными расчетами. В частности, временно снизился приток валюты от экспортеров. В совокупности эти факторы привели к временному ослаблению рубля и росту волатильности курса. В целях снижения волатильности Банк России

<sup>10</sup> OIS RUB RUONIA 3M mid и OIS RUB RUONIA 6M mid (МБ СПФИ).

<sup>11</sup> IRS RUB vs RUB KEYRATE 1Y mid (МБ СПФИ).

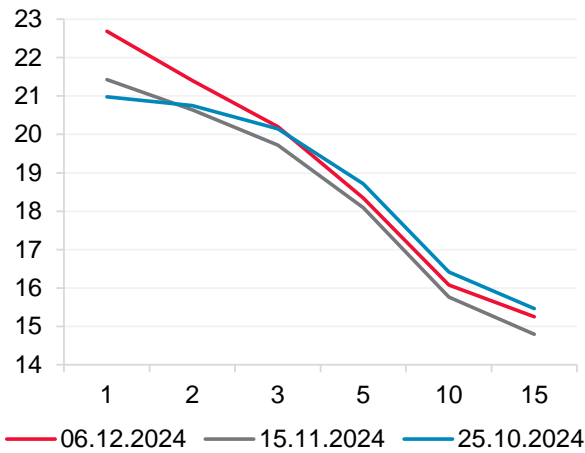
[принял решение](#) не покупать валюту в рамках бюджетного правила до конца 2024 года. По итогам всех колебаний по состоянию на 06.12.2024 стоимость доллара США выросла с конца октября с 97,05 до 99,42 руб., а юаня – практически не изменилась и составляет 13,60 рубля.

- Помимо корпоративных кредитов, компании активно привлекают долговое финансирование на рынке облигаций. Причем ожидания дальнейшего роста процентных ставок существенно увеличили долю размещений облигаций с фиксированным купоном. В ноябре корпоративные эмитенты разместили долговые ценные бумаги на рекордные с начала года 1,33 трлн руб. (52% этого объема обеспечили нерыночные размещения<sup>12</sup>). Среди размещенных выпусков преобладают рублевые облигации со сроком погашения 1-2 года, при этом доля бумаг с плавающей ставкой снизилась до 12%, что является минимумом с февраля. Привлекательность облигаций с плавающей ставкой для эмитентов снизилась из-за ожиданий более длительного периода сохранения высокой ключевой ставки и ее возможного повышения.
- В ноябре ФРС США снизила ставку на 25 б.п., до 4,50–4,75% в соответствии с ожиданиями рынков, однако пространство для дальнейшего смягчения денежно-кредитной политики сужается. По итогам октября годовая потребительская инфляция в США выросла с 2,4 до 2,6%, а рынок труда продолжает демонстрировать признаки перегрева. Кроме того, существенное повышение импортных тарифов и бюджетные стимулы будущей администрации могут усилить проинфляционное давление. В связи с этим инвесторы ожидают, что до конца года ставка будет снижена только до 4,25–4,50%, а в начале 2025 г. ФРС США возьмет паузу (CME FedWatch). На этом фоне доходности 10-летних государственных облигаций США в ноябре достигли 4,5%, но впоследствии вернулись к 4,2%.
- Смягчение денежно-кредитной политики в еврозоне может замедлиться из-за ослабления евро и неопределенности внешнеторговых условий. В октябре ЕЦБ снова снизил процентные ставки на 25 б.п., и рынки ожидают аналогичного решения в декабре. Несмотря на то что в ноябре годовая инфляция выросла с 2,0 до 2,3%, темп роста базовых цен остался на уровне 2,7% третий месяц подряд. Доходности 10-летних государственных облигаций Германии с начала ноября снизились с 2,4 до 2,1%.
- Риски ухудшения внешнеторговых условий и ожидания более медленного снижения процентных ставок в развитых странах привели к ослаблению национальных валют и увеличению стоимости государственных заимствований в странах с формирующимися рынками (СФР). Наибольшая волатильность наблюдалась на финансовом рынке Бразилии: курс доллара США с начала ноября вырос на 3,8%, а доходности 10-летних государственных облигаций поднялись с 12,8 до 14,0%.

---

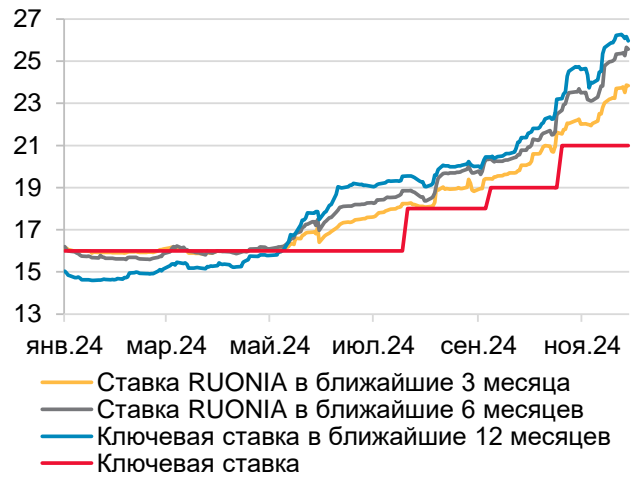
<sup>12</sup> Среди небольшого круга инвесторов.

**Рисунок 28. Кривая бескупонной доходности ОФЗ, % годовых**



Источник: ПАО Московская Биржа.

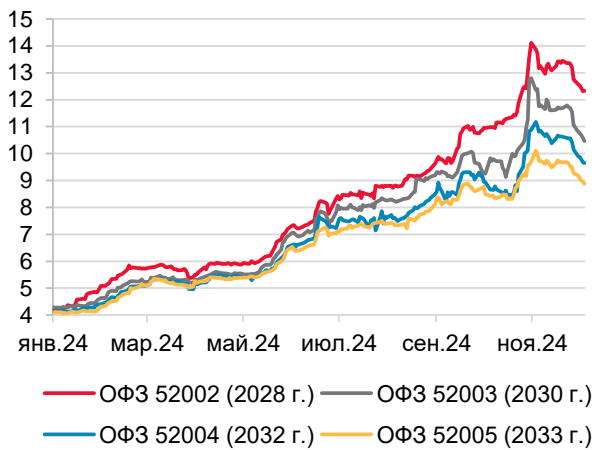
**Рисунок 29. Фиксированные ставки процентных свопов и ключевая ставка Банка России, % годовых**



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

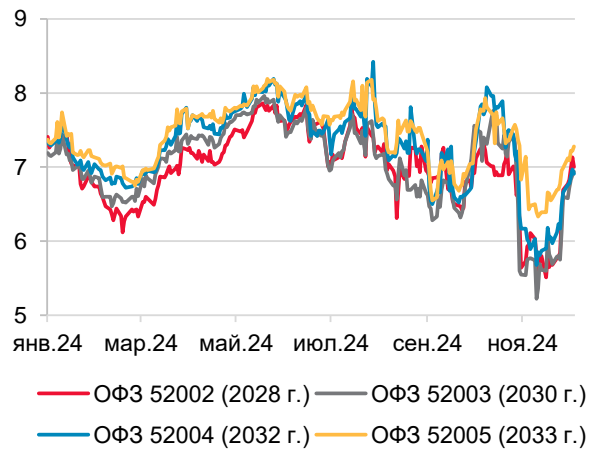
Источники: Банк России, Cbonds.

**Рисунок 30. Реальные доходности ОФЗ-ИН, % годовых**



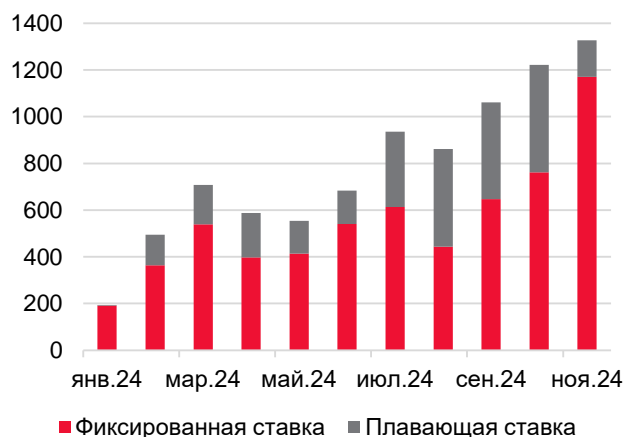
Источник: ПАО Московская Биржа.

**Рисунок 31. Вмененная инфляция из ОФЗ-ИН и ОФЗ-ПД, %**



Источник: ПАО Московская Биржа.

**Рисунок 32. Объем первичных размещений корпоративных облигаций, млрд руб.**



Источники: Cbonds, расчеты ДИП.

**Рисунок 33. Динамика индексов доллара США и валют СФР (индекс, 31.12.2023 = 100)**



Источники: Investing.com, расчеты ДИП.

### 3.2. Снижение цен сырьевых товаров в условиях укрепления доллара США

- За период с 14 октября по 6 декабря котировки большинства сырьевых товаров снизились в условиях укрепления доллара США (индекс DXY +3%) из-за усиления рисков для мировой торговли, вызванных планами избранного президента США Д. Трампа повысить импортные пошлины. Создание новых барьеров может негативно отразиться на росте мировой торговли и мировой экономики в целом.
- Индекс цен сырьевых товаров Bloomberg уменьшился на 2%: котировки энергетических товаров, промышленных и драгоценных металлов снизились на 6, 4 и 1% соответственно при росте цен на сельскохозяйственные товары на 2% (Рисунок 34). Композитный индекс цен на товары российского сырьевого экспорта<sup>13</sup>, рассчитываемый Центром ценовых индексов Газпромбанка, сократился также на 2%. Снижение цен на российские сорта нефти, пшеницы и удобрения было частично компенсировано подорожанием природного газа и подсолнечного масла.
- Цена на нефть марки Urals<sup>14</sup> упала вслед за мировыми котировками на 8%, до 66 долл. США / барр. (Рисунок 35), из-за уменьшения геополитической напряженности на Ближнем Востоке.
- Падение нефтяных котировок было связано с тем, что ведущие энергетические агентства вновь пересмотрели вниз прогноз роста мирового спроса на нефть (Рисунок 36). При этом сохранились ожидания устойчивого роста предложения в странах вне ОПЕК+. Опасения относительно спроса по-прежнему связаны со значительным отставанием потребления нефти и объемов нефтепереработки в Китае от

<sup>13</sup> Взвешен по стоимостным объемам экспорта.

<sup>14</sup> На базисе CIF в порту Аугуста.

прошлогодних значений (Рисунок 37, Рисунок 38). В большей мере это обусловлено структурной перестройкой спроса в транспортном сегменте, где потребление смещается от нефтепродуктов к экологически более чистым источникам энергии.

- Минэнерго США пересмотрело прогноз баланса мирового спроса и предложения на 2024 г. в сторону меньшего дефицита в 2024 г. (0,5 млн б/с) и большего профицита в 2025 г. (0,3 млн б/с, Рисунок 39). Также понижен прогноз цены на нефть марки Brent на 2025 г. на 2 долл. США, до 76 долл. США / баррель.
- В этих условиях министры стран ОПЕК+ перенесли с декабря на апрель сроки начала смягчения дополнительных добровольных ограничений на 2,2 млн б/с (в том числе России – на 0,471 млн б/с). Восстановление добычи теперь запланировано на II квартал 2025 – III квартал 2026 гг. и более медленными темпами, чем ранее. Это дополнительно уберет с рынка в 2025 г. 1,0 млн б/с относительно предыдущих планов стран ОПЕК+. Также министры стран ОПЕК+ приняли решение продлить добровольное ограничение добычи на 1,65 млн б/с (в том числе России – на 0,5 млн б/с) на 1 год, до конца 2026 года<sup>15</sup>. Такие решения будут способствовать балансировке нефтяного рынка и поддержат нефтяные цены. При этом участники сделки могут скорректировать планы в зависимости от изменения рыночных условий.
- Однако пока мировые коммерческие запасы нефти и нефтепродуктов продолжают снижаться на фоне ограниченного предложения нефти странами ОПЕК+: в октябре это наблюдалось пятый месяц подряд. Сокращение запасов происходит в основном в странах, не входящих в ОЭСР, а также в морских хранилищах.
- Одним из предвыборных обещаний нового президента США было стимулирование роста добычи нефти и газа в США<sup>16</sup>. Пока американские сланцевые производители скептически относятся к увеличению буровой активности, опасаясь образования существенного профицита на нефтяном рынке в 2025 г. и падения нефтяных цен. Большинство опрошенных Bloomberg респондентов по-прежнему предпочитают максимизировать доходы акционеров и планируют сохранить текущие темпы роста добычи. Это совпадает с прогнозами ОПЕК и Минэнерго США по росту добычи нефти в США (на 0,3 млн б/с в год в 2024 и 2025 гг.) (Рисунок 40).
- Котировки природного газа на крупном европейском хабе выросли на 15%, до 47 евро/МВт\*ч (Рисунок 35) из-за повышенного спроса в условиях холодной и безветренной погоды. Запасы голубого топлива в европейских ПХГ опустились ниже, чем в соответствующий период 2022 г. (Рисунок 41). HSBC Holdings Plc. ожидают, что к концу отопительного сезона запасы газа в хранилищах могут сократиться до 42% против 59% годом ранее.

<sup>15</sup> Истекало в декабре 2025 года.

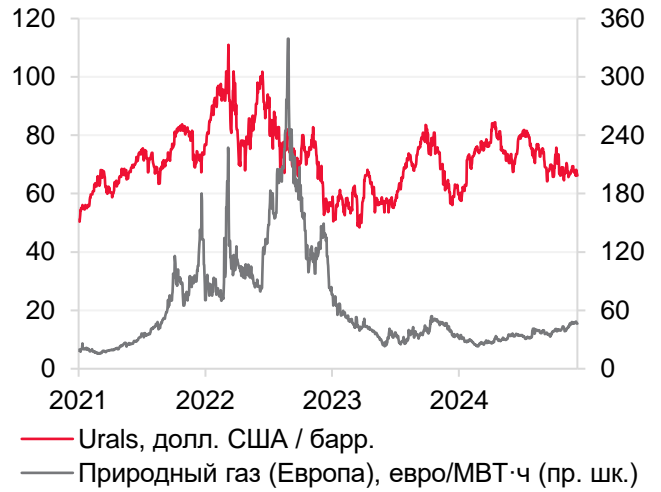
<sup>16</sup> В числе возможных мер рост числа разрешений на добычу на шельфе, открытие новых федеральных земель для разведки, отмена моратория на выдачу лицензий на строительство новых терминалов для экспорта СПГ (действует до завершения оценки влияния на климат, экономику и национальную безопасность).

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



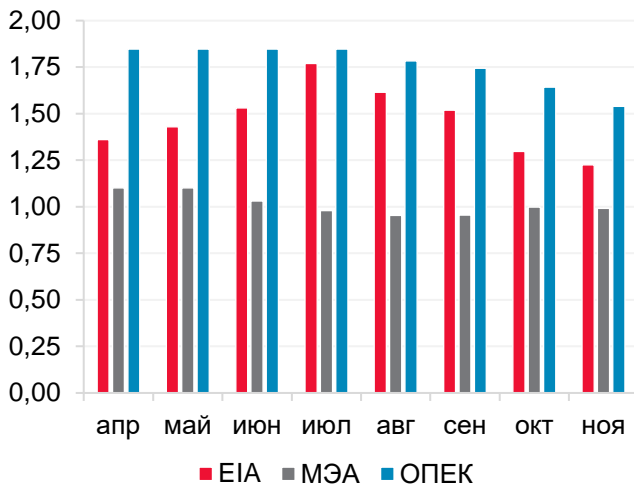
Источники: Investing.com, Bloomberg, расчеты ДИП.

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



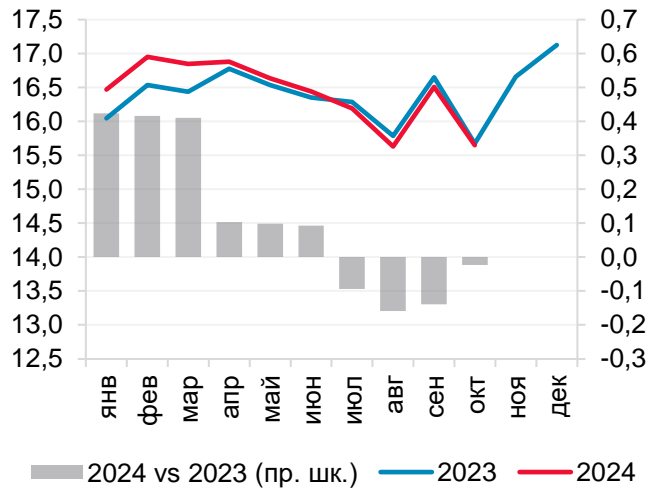
Источники: Investing.com, расчеты ДИП.

**Рисунок 36. Пересмотр прогнозов по росту мирового спроса в 2025 г., млн б/с**



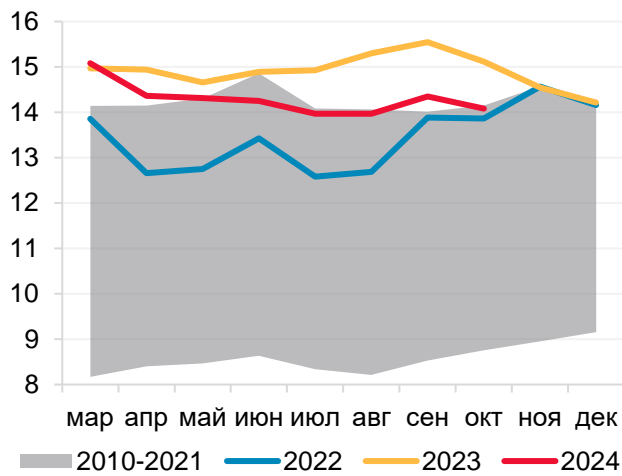
Источники: EIA, МЭА, ОПЕК, расчеты ДИП.

**Рисунок 37. Потребление нефти в Китае в 2023-2024 гг., млн б/с**



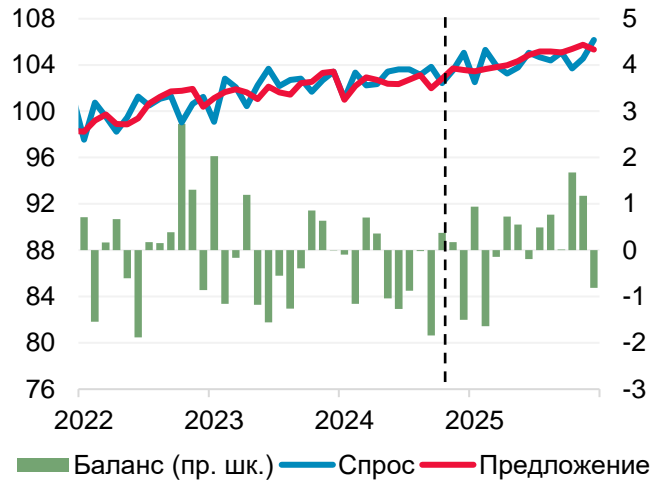
Источники: EIA, расчеты ДИП.

**Рисунок 38. Нефтепереработка в Китае, млн б/с**



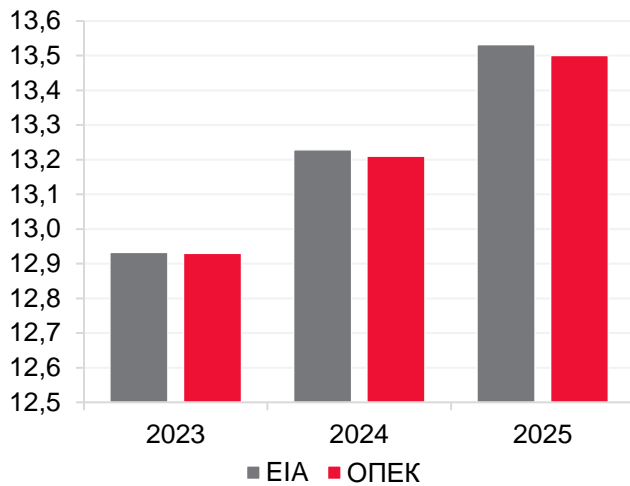
Источники: National Bureau of Statistics of China, расчеты ДИП.

**Рисунок 39. Основные показатели мирового рынка жидкого топлива, млн б/с**



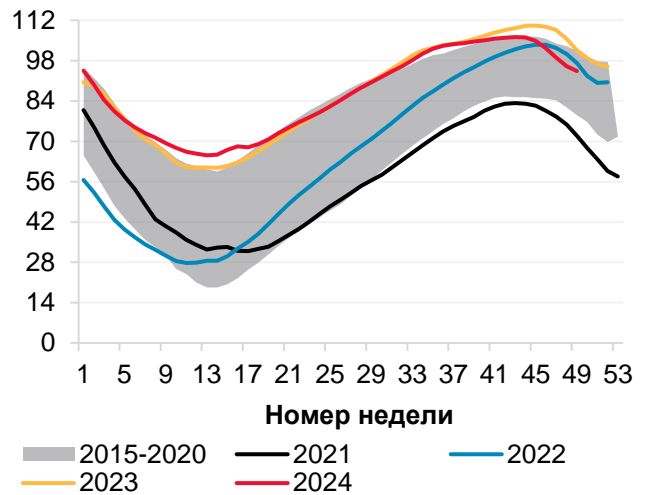
Источники: EIA, расчеты ДИП.

**Рисунок 40. Среднегодовой уровень добычи нефти в США, млн б/с**



Источники: EIA, ОПЕК, расчеты ДИП.

**Рисунок 41. Запасы природного газа в ПХГ стран ЕС, млрд м³**



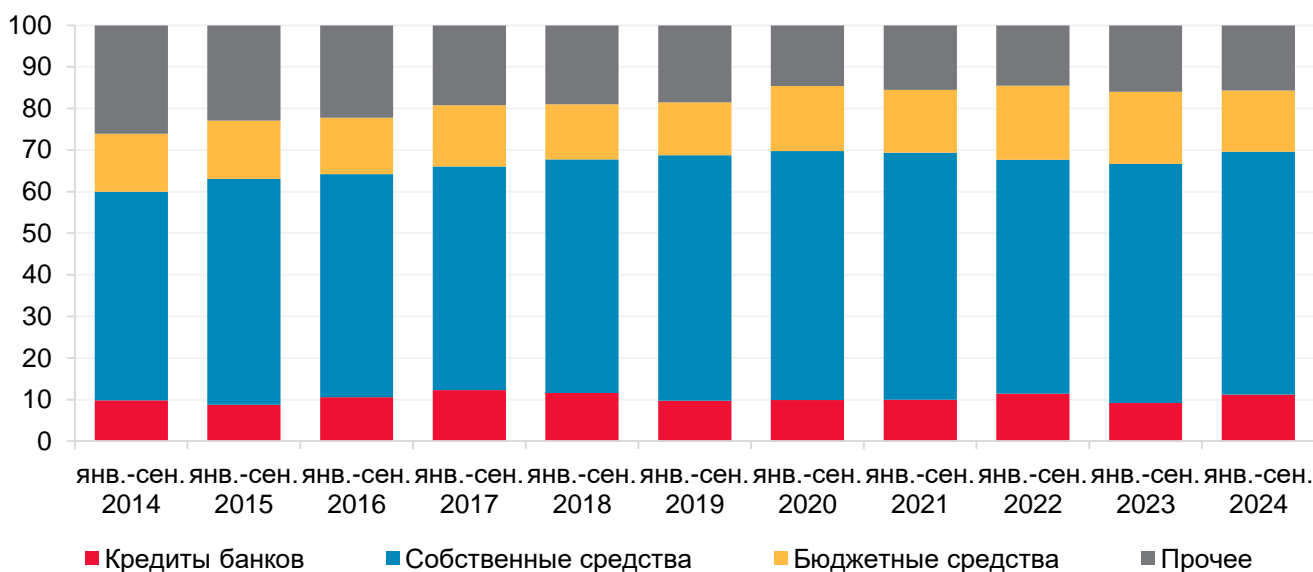
Источники: Bruegel, расчеты ДИП.

## В фокусе. О спросе на корпоративные кредиты (по данным на конец октября)

- Повышение Банком России ключевой ставки, направленное на купирование проинфляционных рисков и снижение инфляции к цели, транслируется в ставки по кредитам нефинансовым организациям. Однако к концу октября это не привело к замедлению роста корпоративного кредитного портфеля.
- Структура кредитных портфелей банков поменялась в пользу растущих отраслей. Это лишний раз подтверждает, что ставки в экономике не препятствуют развитию корпоративного сектора в целом. Спрос на кредиты в том числе поддерживает необходимость финансировать проекты в рамках структурной перестройки экономики и то, что компании сохраняли позитивные ожидания по сохранению высокого конечного спроса на свою продукцию.
- Банк России планирует установить макропруденциальные требования по кредитам крупным компаниям с повышенной долговой нагрузкой. Это позволит банкам накопить буфер капитала для покрытия системных рисков.

Кредитование является важным, но не основным источником финансирования инвестиций в основной капитал. Это характерно для большинства стран мира. В структуре источников финансирования инвестиций в России доля банковских кредитов исторически невысока, занимая порядка 10% (Рисунок 42). Вместе с тем в текущих условиях рост кредитования способствует структурной перестройке экономики.

Рисунок 42. Структура источников финансирования инвестиций в основной капитал\*, %



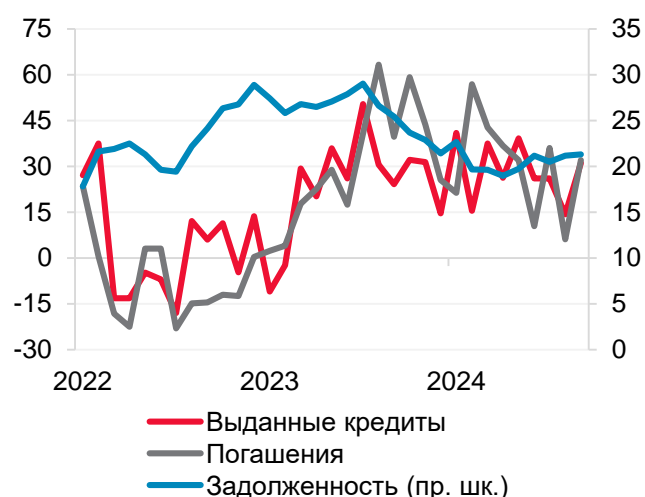
\* Без субъектов малого предпринимательства и объема инвестиций, не наблюдаемых прямыми статистическими методами.

Источники: Росстат, расчеты ДИП.



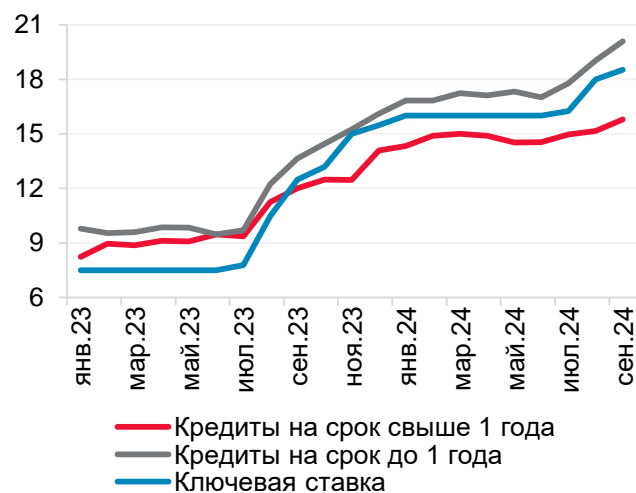
Рублевое кредитование нефинансовых организаций уже продолжительное время растет высокими темпами. Повышенный рост демонстрирует и кредитный портфель, и выдачи кредитов<sup>17</sup> (Рисунок 43). Это происходит несмотря на последовательное ужесточение проводимой Банком России денежно-кредитной политики, которое оперативно транслируется банками в ставки, по которым кредитуются нефинансовые организации (Рисунок 44). Таким образом, процентный канал трансмиссионного механизма демонстрирует свою эффективность. Вместе с тем передача импульса от него кредитному каналу в части корпоративного кредитования пока происходит слабо. Компании сохраняют аппетит и высокие возможности для привлечения заемных средств даже по значительно возросшим ставкам.

**Рисунок 43. Объем выданных рублевых кредитов, задолженности и погашений кредитов нефинансовых компаний, % г/г**



Источники: Банк России, расчеты ДИП.

**Рисунок 44. Ставки по выданным рублевым кредитам нефинансовым организациям и ключевая ставка Банка России, %**



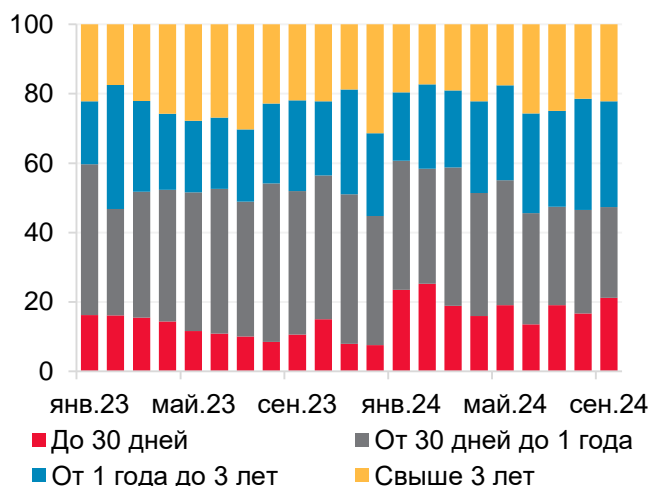
Источники: Банк России, расчеты ДИП.

Об этом также говорит более детальный анализ структуры корпоративных заимствований. Структура новых выданных кредитов по срокам до погашения (Рисунок 45) и отраслевая структура новых выданных кредитов (Рисунок 47) показывают относительную устойчивость на горизонте последних кварталов. Так, доля среднесрочного и долгосрочного кредитования сохраняется на повышенном уровне, составляя около половины новых выданных кредитов. Значимый объем новых кредитов привлекают компании финансовой отрасли, в которую входят лизинговые и факторинговые компании, а также оптовой и розничной торговли, транспорта и строительства. При этом отсутствуют отрасли, для которых резко бы сократился доступ к заемным средствам в текущем цикле ужесточения денежно-кредитной политики. Более того, данные банковской статистики показывают, что в последние месяцы рост кредитного портфеля характерен для все большего числа отраслей экономики (Рисунок 46).

<sup>17</sup> При этом сохраняется [высокое качество кредитов](#).

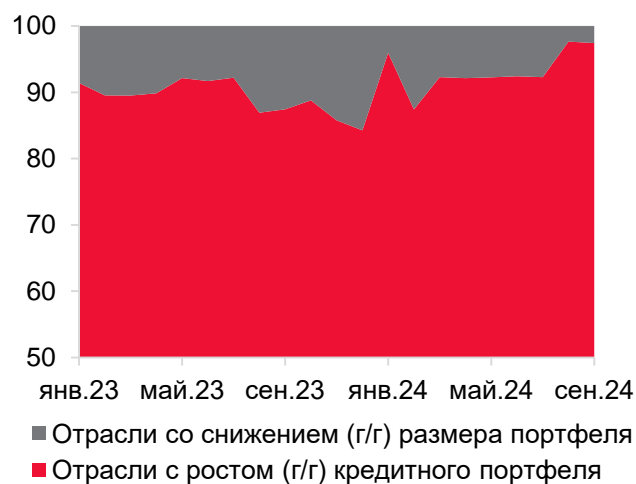
Отрасли, ставшие лидерами по объему полученных кредитов в 2024 г., являлись и драйверами роста ВВП<sup>18</sup>: финансы, торговля, обрабатывающие производства, строительство. Таким образом, изменения в структуре кредитных портфелей банков произошли в пользу растущих отраслей.

**Рисунок 45. Временная структура новых выданных рублевых кредитов нефинансовым организациям, %**



Источники: Банк России, расчеты ДИП.

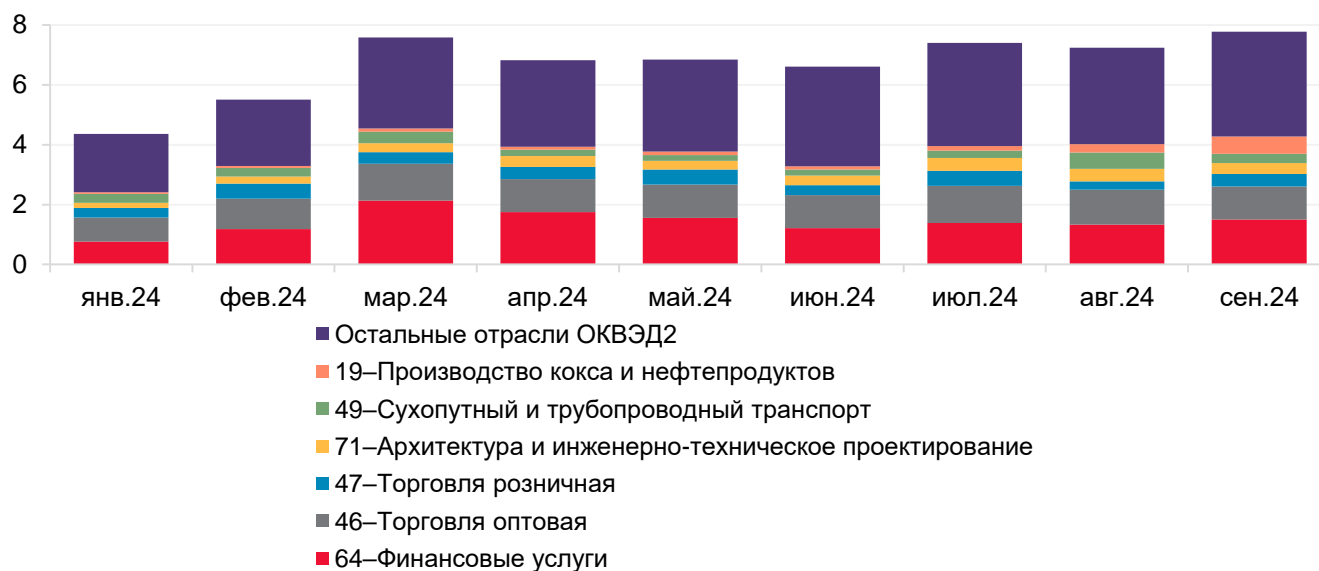
**Рисунок 46. Структура кредитного портфеля в разбивке по отраслям ОКВЭД2, %**



\* Рассматривается динамика г/г

Источники: Банк России, расчеты ДИП.

**Рисунок 47. Отраслевая структура новых выданных рублевых кредитов в 2024 г., трлн руб.**



Источники: Банк России, расчеты ДИП.

Среди факторов, поддерживающих спрос компаний на кредитование по высоким ставкам, можно выделить следующие. Средне- и долгосрочное кредитование стимули-

<sup>18</sup> В частности, в первом полугодии 2024 г., согласно разбивке ВДС производственным методом.

руется в частности реализацией инвестиционных проектов в рамках структурной перестройки экономики и финансируемых (или софинансируемых) в том числе за счет средств бюджета. В условиях относительно высокого роста экономической активности компании видят хорошие перспективы для расширения деловой активности, что снижает чувствительность спроса на кредиты к процентным ставкам банков. Кроме того, в спросе на кредит играет роль рефинансирование внешней задолженности, накопленной в период полноценного доступа компаний на международный рынок капитала, а также финансирование покупки бизнеса у иностранных инвесторов. Краткосрочные кредиты востребованы компаниями на операционные нужды, в том числе в условиях удлинения сроков прохождения платежей и роста спроса на авансирование, а также возросшей потребностью оборотного финансирования из-за существенно выросших непроцентных издержек.

Быстрый рост кредитования чреват накоплением системных кредитных рисков. На этом фоне Банк России повысил макропруденциальные требования к банкам. Так, Банк России с 1 февраля 2025 г. установит антициклическую надбавку к нормативам достаточности капитала на уровне 0,25% от взвешенных по риску активов. Кроме того, рассматривается возможность введения макропруденциальных надбавок по кредитам крупным корпоративным заемщикам с высокой долговой нагрузкой. Эти меры позволят накопить буфер капитала для покрытия системных рисков.

Несмотря на то, что спрос на кредит реагирует на изменение кредитных ставок медленнее, чем раньше, жесткие денежно-кредитные условия будут способствовать возвращению в более умеренным темпам роста кредита и более сбалансированной динамике совокупного спроса. Это обеспечит возврат инфляции к 4%.

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