



Банк России



О ЧЕМ ГОВОРЯТ ТРЕНДЫ Макроэкономика и рынки

Бюллетень Департамента исследований и прогнозирования

Сентябрь 2023

ОГЛАВЛЕНИЕ

| | |
|---|-----------|
| Краткое содержание | 3 |
| 1. Инфляция | 5 |
| 1.1. Инфляционное давление значительно усилилось | 5 |
| 2. Экономическая динамика | 10 |
| 2.1. Окончание восстановительной фазы роста | 10 |
| 2.2. Высокие темпы роста кредитования во всех сегментах | 15 |
| 3. Финансовые рынки | 18 |
| 3.1. Доходности коротких ОФЗ выросли после решения по ключевой ставке | 18 |
| 3.2. Сланцевые компании США стабилизировали добычу нефти | 19 |
| В фокусе. Ретейл обновил ассортимент, восстановил его номенклатуру | 23 |

Бюллетень подготовлен Департаментом исследований и прогнозирования по данным на 31.08.2023.
Выводы и рекомендации, содержащиеся в бюллетене, могут не совпадать с официальной позицией Банка России.
Замечания и предложения по содержанию просим отправлять по адресу dip1@cbr.ru.

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

© Центральный банк Российской Федерации, 2023

Краткое содержание

Итоги

- В июле – августе российская экономика продолжила расти сравнительно быстрыми темпами. По-прежнему увеличивают производство отрасли, поддерживаемые государственным спросом, а также отрасли, производящие потребительские товары и услуги. Дальнейшее активное расширение розничного кредитования на фоне улучшения потребительских настроений и роста трудовых доходов дополнительно разогревает внутренний спрос. Рост устойчивых компонент ценовой динамики и потребительских цен в целом существенно усилился. Этому способствуют значительные ресурсные ограничения со стороны рынка труда, производственных мощностей и технологий. Важными проинфляционными факторами выступают усиление эффекта переноса от ослабления рубля и возросшие инфляционные ожидания.
 - Оперативные и опросные показатели говорят о дальнейшем увеличении совокупного спроса в экономике при высоком уровне предпринимательской и потребительской уверенности. Кредитная активность набрала высокие обороты, усиливая увеличение внутреннего спроса. Потребители отходят от сберегательной модели поведения, тем самым дополнительно увеличивая спрос на товары и услуги. Влияние повышения ключевой ставки на сдерживание кредитования и спроса будет проявляться постепенно.
 - Рост потребительских цен в июле – августе усилился с поправкой на сезонность, значительно превысив темп 4% в пересчете на год. Быстрый рост внутреннего спроса опережает возможности производителей по его насыщению с учетом производственных ограничений и ограничений на рынке труда. Возросший на этом фоне импорт в условиях стабилизации экспорта является существенным фактором ослабления рубля. Оба этих фактора подпитывают ускоренный рост цен. Кроме того, дополнительным проинфляционным фактором могут стать увеличившиеся инфляционные ожидания вследствие произошедшего ослабления рубля. Ужесточение денежно-кредитной политики (ДКП) нормализует динамику внутреннего спроса и способствует снижению инфляционного давления в экономике.
 - После повышения ключевой ставки в августе кривая доходностей ОФЗ стала практически плоской, почти без премии за риск в доходностях средне- и долгосрочных облигаций. При этом доходности по всей кривой находятся ниже значения ключевой ставки, отражая рыночные ожидания смягчения денежно-кредитной политики в будущем по мере разворота инфляционного тренда.

В фокусе. Ретейл обновил ассортимент, восстановил его номенклатуру

- Собранные на крупном онлайн-агрегаторе данные показали, что к началу марта 2023 г. относительно конца февраля 2022 г. номенклатура ассортимента товаров в торговых сетях в целом практически восстановилась: в продуктовых товарах –

прежде всего за счет замещения производителей из недружественных стран отечественными аналогами, а в непродовольственном секторе – за счет замещения аналогами производителей из дружественных стран.

- Запрос на большую экономию при покупках отразился в смещении ассортимента из магазинов премиум-класса в экономсегмент, существенном увеличении доли акционных товаров и среднего размера скидки, прежде всего в непродовольственном сегменте, а также в заметном росте доли товаров собственных торговых марок ретейлеров (СТМ) в отдельных категориях.
- По большинству рассмотренных категорий динамика цен близка к динамике цен Росстата по соответствующим группам товаров. Отдельные расхождения, вероятно, объясняются главным образом особенностями статистического учета цен на акционные товары и СТМ.

1. Инфляция

В июле – августе повышательный тренд в текущей динамике потребительских цен укрепился и распространился на многие группы товаров и услуг. Ослабление рубля, продолжающееся с середины 2022 г., достигло уровня, когда эффект переноса курса в потребительские цены усилился. Накопленные ранее запасы импортных товаров, приобретенных по более благоприятному валютному курсу, и торговая маржа перестали сдерживать рост потребительских цен. Этому способствовало дальнейшее нарастание потребительского спроса на фоне роста доходов и розничного кредитования. Активное расширение спроса, превосходящее возможности наращивания предложения, также привело к повышению роста цен товаров и услуг с низкой импортной составляющей.

В результате текущая ценовая динамика с учетом ее сильной инерционности создает риски для возвращения инфляции к цели в 2024 году. Это потребовало решительных мер со стороны ДКП. При этом стоит помнить, что степень жесткости ДКП определяется не номинальным уровнем ключевой ставки и других процентных ставок в экономике, а реальным уровнем – разницей между номинальными ставками и ожидаемой экономическими агентами инфляцией. Должно пройти время (несколько кварталов), прежде чем полностью проявится ее влияние на нормализацию совокупного спроса в экономике и через него на разворот инфляционных тенденций. Это требует более длительного, чем в похожих эпизодах в прошлые годы, сохранения жесткой денежно-кредитной политики.

1.1. Инфляционное давление значительно усилилось

- Рост потребительских цен в последние месяцы закрепился существенно выше траектории 4% с сохранением тенденции к дальнейшему ускорению. В июле – августе его темпы заметно выросли при увеличении показателей устойчивого ценового давления выше уровня 4% в годовом выражении, что говорит об усилении общего инфляционного тренда.
- Расширение потребительской активности происходит быстрее, чем растут производственные возможности. Это приводит к ускорению роста потребительских цен, в том числе из-за перекладывания увеличивающихся издержек в конечные цены. Дополнительным проинфляционным фактором стало повышение инфляционных ожиданий на фоне ослабления рубля.
- Принимаемые Банком России решения по ДКП будут способствовать формированию более сбалансированной динамики спроса и нормализации инфляционного давления.

В июле месячный рост потребительских цен резко ускорился до 12,2 с 5,6% м/м SAAR в июне. В наибольшей степени это проявилось в товарном сегменте, в услугах темпы остаются на повышенном уровне (Рисунок 3). Годовая инфляция выросла до 4,30

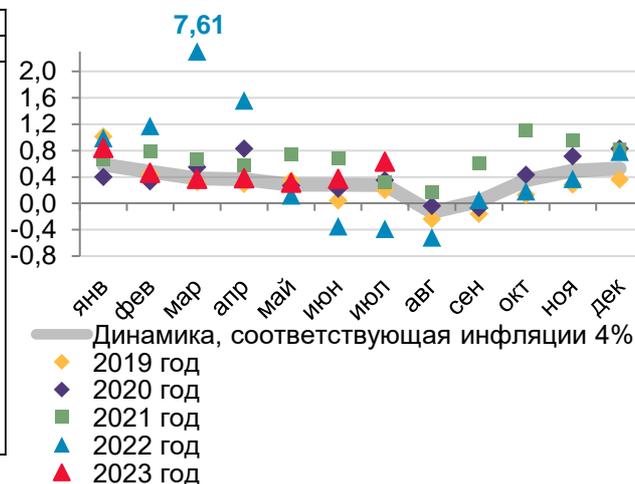
с 3,25% месяцем ранее (Таблица 1, Рисунок 2), а на 28 августа ее оценка повысилась до 5,1% на фоне продолжения роста цен повышенными темпами (Рисунок 4, Рисунок 5) и выхода из базы низких темпов роста цен лета 2022 года.

Таблица 1. Инфляция и ее компоненты

| | Июль 2021 | Июль 2022 | Май | Июнь | Июль |
|-------------------------------|--------------|--------------|------|------|------|
| | 2023 | | | | |
| % г/г | | | | | |
| Все товары и услуги | 6,5 | 15,1 | 2,5 | 3,3 | 4,3 |
| Базовая инфляция | 6,8 | 18,4 | 2,1 | 2,4 | 3,2 |
| Прод. товары | 7,4 | 16,8 | -0,9 | 0,2 | 2,2 |
| Непрод. товары | 7,6 | 16,5 | 0,2 | 1,0 | 2,4 |
| Услуги | 3,8 | 10,8 | 11,0 | 11,0 | 10,0 |
| % м/м SAAR | | | | | |
| Все товары и услуги | 5,2 | -3,3 | 5,1 | 5,6 | 12,2 |
| Базовая инфляция | 7,7 | -0,3 | 6,2 | 6,8 | 8,4 |
| Прод. товары | 3,0 | -9,6 | -1,2 | 4,9 | 16,1 |
| – без плодоовощей | 6,8 | -0,3 | 5,1 | 6,4 | 5,4 |
| Непрод. товары | 10,7 | -4,3 | 4,7 | 6,1 | 12,4 |
| – без нефтепродуктов и табака | 10,2 | -5,2 | 2,7 | 4,0 | 10,1 |
| Услуги | 1,6 | 8,4 | 15,0 | 5,8 | 6,9 |
| – без ЖКУ | 1,6 | 9,0 | 21,5 | 6,4 | 8,0 |

Источники: Росстат, расчеты ДИП.

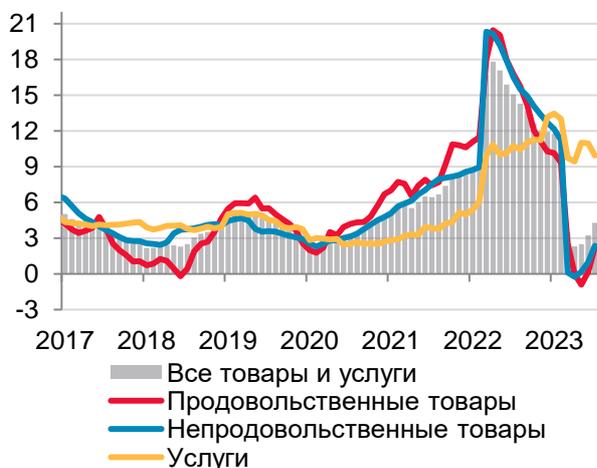
Рисунок 1. Рост цен, соответствующий инфляции 4%, % м/м



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

Темп роста цен на продовольственные товары в июле увеличился до 16,1 с 4,9% м/м SAAR в июне. К такому сильному ускорению привело удорожание плодоовощной продукции вопреки обычной сезонности, которая предполагает снижение цен в середине лета. При этом цены на овощи снижались, а цены на фрукты росли ускоренными темпами, во многом под влиянием произошедшего ослабления рубля. Впрочем, в августе цены на плодоовощную продукцию перешли к снижению и к концу месяца дешевели в целом в соответствии с сезонностью. Поэтому их влияние на общую динамику цен заметно снизилось.

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



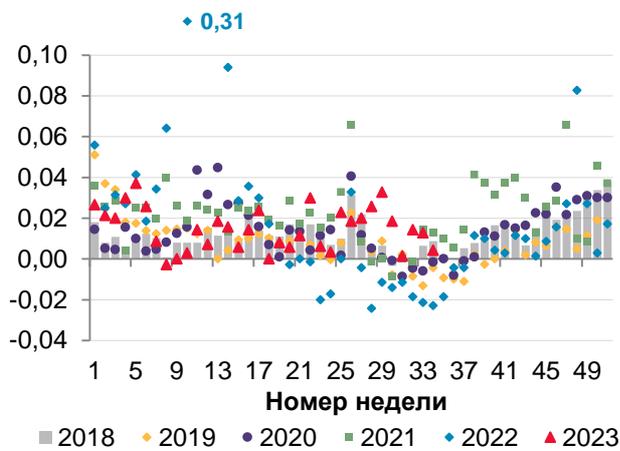
Источник: Росстат.

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



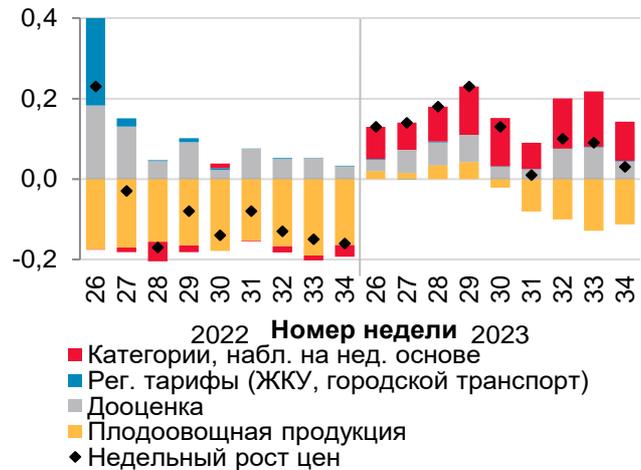
Источники: Росстат, расчеты ДИП.

Рисунок 4. Среднесуточный прирост цен, %



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

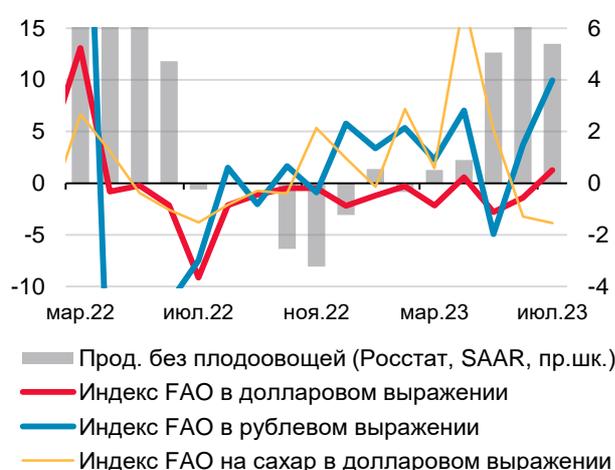
Рисунок 5. Декомпозиция недельного роста цен, п.п.



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

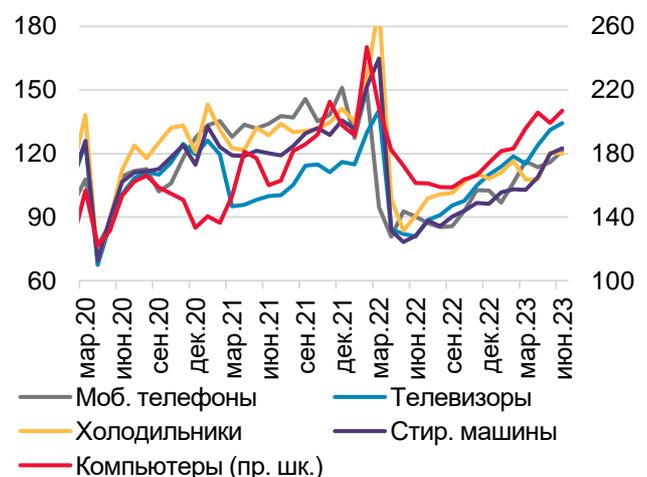
Без учета плодоовощной продукции рост цен на продовольствие замедлился (до 5,4 с 6,4% м/м SAAR), но оставался выше целевого уровня Банка России. Ускоренный рост цен сохраняется на мясопродукты, яйца и сахар. Если в мае – июне удорожание мясопродуктов произошло преимущественно за счет курятины, то в июле – августе оно затронуло прочие мясопродукты (в частности, [субституты](#)). Производители фиксируют [расширение спроса](#) на мясопродукты, которое позволяет транслировать [возросшие издержки](#) в цены. Рост цен на сахар пока остается повышенным, несмотря на некоторое снижение мировых цен, однако производители опасаются нового увеличения цен в случае ограничения [импорта семян сахарной свеклы](#). Рост мировых долларовых цен и ослабление рубля несут дополнительные проинфляционные риски в продовольственном сегменте (Рисунок 6).

Рисунок 6. Динамика мировых и отечественных цен (в годовом выражении) на продовольственные товары, % м/м SA



Источники: FAO, Росстат, расчеты ДИП.

Рисунок 7. Продажи электроники, SA, декабрь 2019 = 100



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

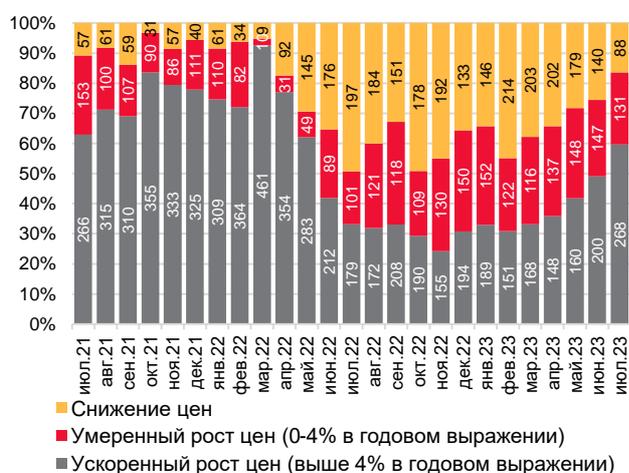
В непродовольственном сегменте темп роста цен ускорился до 12,4 с 6,1% м/м SAAR. Наибольший вклад в этом сегменте внес разворот в динамике цен на электронику.

Рост цен на нее участники рынка связывают с ослаблением рубля и ожидают повышенной динамики в ближайшие месяцы на фоне растущего спроса (Рисунок 7). Также под влиянием курса ускорился рост цен на автомобили иностранных марок, прежде всего подержанные машины. С учетом повышения спроса как на новые, так и на автомобили с пробегом, рост цен может продолжиться. В целом в июле усилился перенос ослабления рубля в цены, который до этого происходил довольно умеренно. Об этом говорит резкое повышение медианы роста цен компонентов, чувствительных к колебаниям валютного курса (Рисунок 10).

Значительный вклад в рост цен внесло удорожание топлива вслед за ростом экспортных цен. Действие демпфирующего механизма помогает смягчать влияние изменения внешних ценовых условий на рынке нефтепродуктов, но не полностью его нейтрализовать. Впрочем, оптовые цены на бензин и дизтопливо достигли уровня, при превышении которого демпферные выплаты прекращаются, что, по нашему мнению, значительно ограничивает потенциал их дальнейшего роста.

Цены на услуги выросли в июле на 6,9% м/м SAAR, устойчиво превышая траекторию 4%. Без учета туризма и воздушного транспорта рост составил 5,4% м/м SAAR.

Рисунок 8. 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.

Рисунок 9. Медианы распределения, рассчитанные по дезагрегированным* компонентам, % м/м SAAR



* 566 компонентов в корзине 2023 года.

Источники: Росстат, расчеты ДИП.

Динамика различных аналитических показателей отражает заметное усиление инфляционного давления даже с поправкой на действие различных временных и разовых факторов. Вес ускоренно дорожающих позиций в июле продолжил увеличиваться. (Рисунок 8). При этом распределение между ускоренно дорожающими, умеренно дорожающими и дешевающими позициями стало близким к июлю 2021 г., когда рост цен также набирал обороты на фоне постпандемийного восстановления спроса. Медиана распределения повысилась, в наибольшей степени за счет непродовольственного сегмента

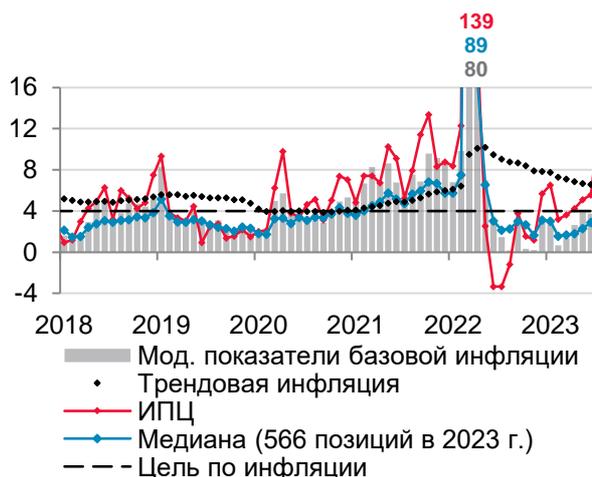
(Рисунок 9). Показатели устойчивой ценовой динамики также выросли: оценка трендовой инфляции впервые с весны 2022 г. выросла, повысившись до 6,64 с 6,57% в июне; среднее из оценок модифицированных показателей базовой инфляции в июле превысило уровень 4% в годовом выражении (Рисунок 11).

Рисунок 10. Медианные значения ИПЦ в зависимости от чувствительности от курсовой динамики (% м/м SAAR)



Источники: Банк России, Росстат, расчеты ДИП.

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



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

Источники: Росстат, расчеты ДИП.

[Мониторинг предприятий Банка России](#) фиксирует резкое увеличение ценовых ожиданий предприятий в августе на фоне роста издержек в целом по отраслям. Их трансляция в потребительские цены может усилиться с учетом увеличения инфляционных ожиданий населения (по данным опроса [ООО «инФОМ»](#), в августе повысились инфляционные ожидания на годовом горизонте) и сохраняющейся на высоком уровне потребительской активности на фоне роста доходов и снижения безработицы (см. раздел 2.1).

Решения Банка России по денежно-кредитной политике будут способствовать постепенному охлаждению динамики спроса и приведению ее в соответствие с возможностями расширения выпуска. Это приведет к снижению инфляционного давления и возврату инфляции к 4% в 2024 году.

2. Экономическая динамика

Несмотря на растущие ограничения со стороны факторов производства, рост российской экономики во второй половине лета продолжился. Признаки замедления, которые по опросным данным наблюдались в июне и июле, сменились новым раундом подъема в августе.

В 2022–2023 гг. геополитические шоки вызвали снижение уровня потенциального ВВП. В то же время возросший спрос в экономике со стороны бюджета в одних отраслях частично заменил выпавший экспортный спрос (например, в металлургии), а в других – привел к превышению производственных возможностей с учетом логистических ограничений (например, в машиностроении).

Вместе с высоким кредитным импульсом данный фактор к настоящему времени привел к превышению ВВП своего нового потенциального уровня. Это дает ответ на вопрос, почему при общем восстановлении ВВП только до предкризисного уровня сложившийся в экономике спрос превысил предложение товаров и услуг и создал значительное инфляционное давление.

Одновременно в структуре ВВП увеличилась часть, не связанная с производством товаров и услуг, удовлетворяющих конечный потребительский или инвестиционный спрос. Это стало еще одной причиной опережающего роста спроса по сравнению с возможностями производства товаров и услуг и усиления инфляционного давления в экономике.

В такой ситуации важно, чтобы кредитный импульс был достаточным, но при этом неизбыточным для поддержания ценовой стабильности. Другими словами, рост кредита в экономике должен быть умеренным. Текущие высокие темпы роста в сферах корпоративного и розничного кредитования этому требованию не соответствуют.

2.1. Окончание восстановительной фазы роста

- Экономика, по всей видимости, превысила свой потенциальный уровень. Это означает, что после периода восстановления рост экономики будет идти более умеренными темпами. Предварительная оценка Росстата динамики ВВП в II квартале свидетельствует о замедлении квартального роста с 0,7 до 0,1% к/к SA¹. При этом многие оперативные индикаторы внутреннего спроса указывали на более значительное расширение, поэтому динамика ВВП, вероятно, сдерживалась охлаждением внешнего спроса и значительным восстановлением импорта. Это подтверждает как усилившееся расхождение между динамикой ВВП и выпуском базовых отраслей (Рисунок 13), так и [статистика входящих платежей в ПС БР](#) (Рисунок 12).
- Основным драйвером роста выпуска в II квартале и начале III квартала стала обрабатывающая промышленность в условиях последовательного расширения спроса со стороны государственного и частного секторов, преимущественно инвестиционного²

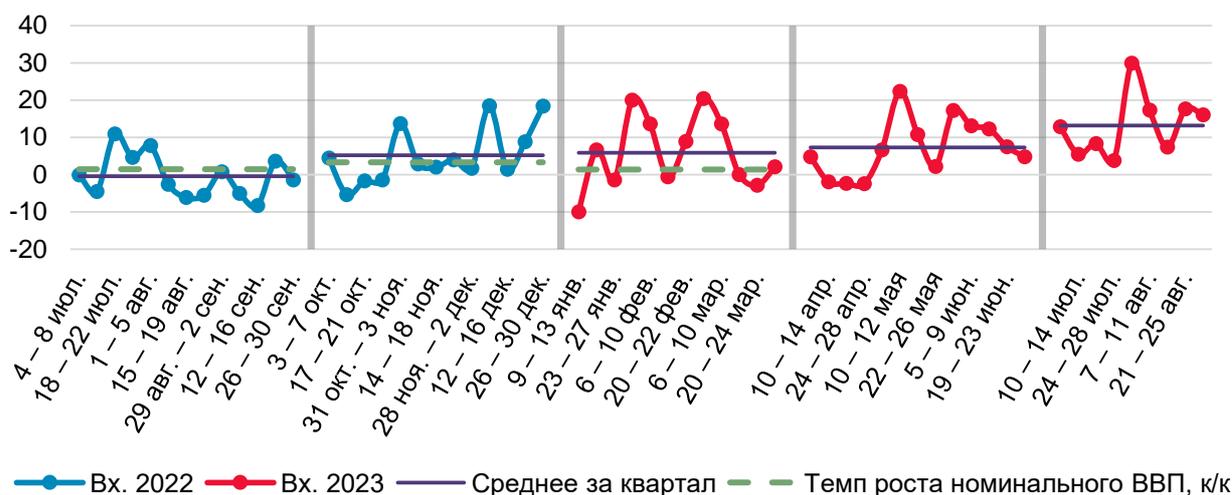
¹ Скорректированная на сезонность оценка ДИП на основе предварительной оценки Росстатом динамики ВВП в II квартале (+4,9% г/г).

² Как связанный с ОПК, так и с продукцией гражданского предназначения.

и потребительского (Рисунок 16). В добывающих отраслях уровень выпуска в целом стабилен в этом году (Рисунок 15), однако в августе мог дополнительно снизиться из-за решения России о добровольном сокращении нефтяного экспорта.

- Устойчиво растет потребительская активность. В II квартале расходы домохозяйств вышли на уровень конца 2021 – начало 2022 гг. (Рисунок 17). Это произошло благодаря быстрому по историческим меркам росту реальных зарплат (Рисунок 21), который является основным фактором увеличения доходов населения, рекордному уровню потребительского оптимизма (Рисунок 19) и снижению нормы сбережений домохозяйств³ (Рисунок 20).
- Возможности для быстрого роста выпуска в большинстве отраслей, вероятно, исчерпаны. Оперативные опросные индикаторы⁴ (Рисунок 14) указывают на возможное замедление расширения деловой активности в III квартале. Наряду с рекордной и, возможно, близкой к предельной загрузкой мощностей, ограничением для дальнейшего роста выпуска компании становится растущая нехватка персонала. Высокий спрос на труд в условиях рекордно низкой безработицы (Рисунок 22) поддерживает высокие темпы роста зарплат. Это вносит важный вклад в рост внутреннего спроса, который происходит темпами, опережающими возможности расширения выпуска.
- Таким образом, сложившиеся условия свидетельствуют о сохраняющемся смещении баланса рисков в сторону проинфляционных. Меры ДКП в сочетании с ожидаемым возвращением к параметрам бюджетного правила будут способствовать постепенному охлаждению внутреннего спроса и, соответственно, сбалансированному росту экономики при нахождении инфляции на цели.

Рисунок 12. Темп роста⁵ объема входящих платежей к среднему в предыдущем квартале, взвешенный по доле отраслей в ВДС, сезонность устранена, %



Источники: Банк России, Мониторинг отраслевых финансовых потоков.

³ Относительно своего уровня в аналогичный квартал предыдущего года. Во многом это объясняется расширением спроса на кредит.

⁴ Банк России, PMI, индекс промышленного оптимизма ИЭП в августе скорректировался на три пункта вверх после двух месяцев падения.

⁵ Под темпами роста понимается процентное изменение искомой величины: $g = \frac{(x_1 - x_0)}{x_0} * 100$.

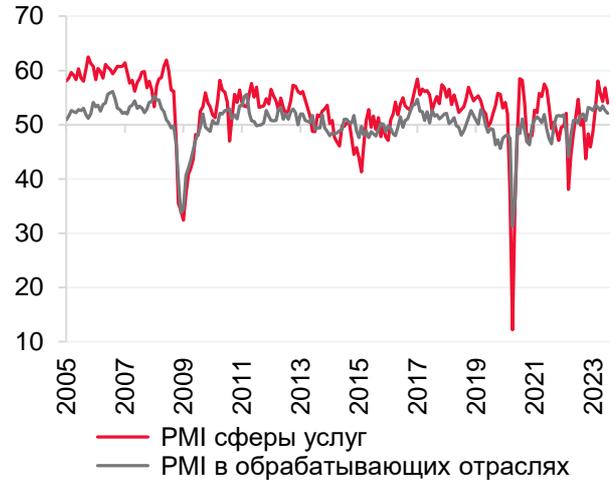
Рисунок 13. Динамика выпуска базовых видов экономической деятельности и ВВП*, индекс IV квартал 2021 = 100



* ВВП за II квартал 2023 г. на основе предварительной оценки Росстата.

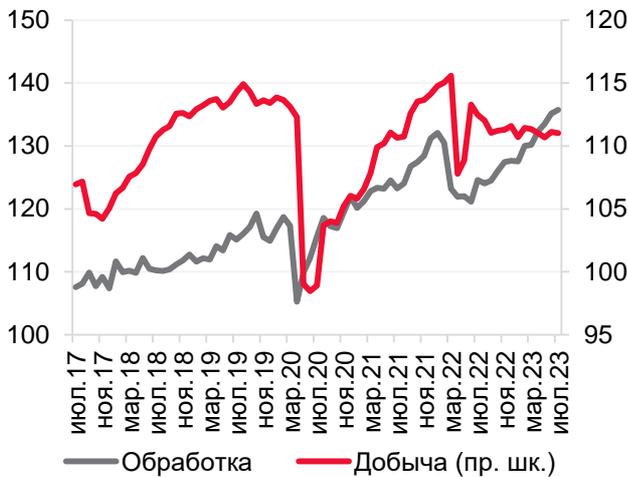
Источники: Росстат, расчеты ДИП.

Рисунок 14. PMI в обрабатывающей промышленности и услугах, пунктов



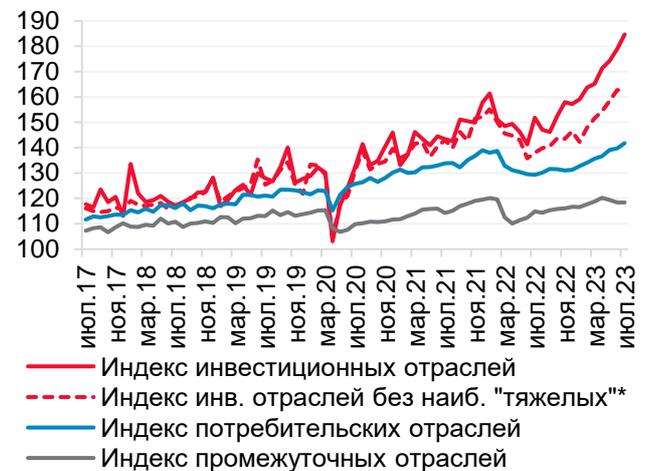
Источник: S&P Global.

Рисунок 15. Динамика индексов добычи полезных ископаемых и обрабатывающего производства (2014 = 100)



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

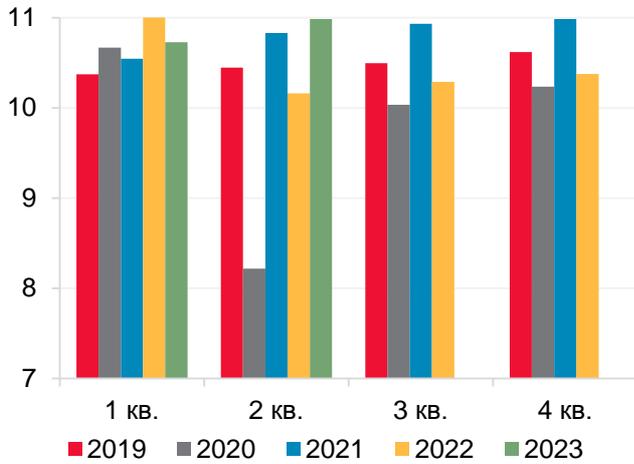
Рисунок 16. Выпуск групп отраслей обрабатывающей промышленности, SA, 01.2016 = 100%



* Под наиболее «тяжелыми» отраслями инвестиционной группы 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.

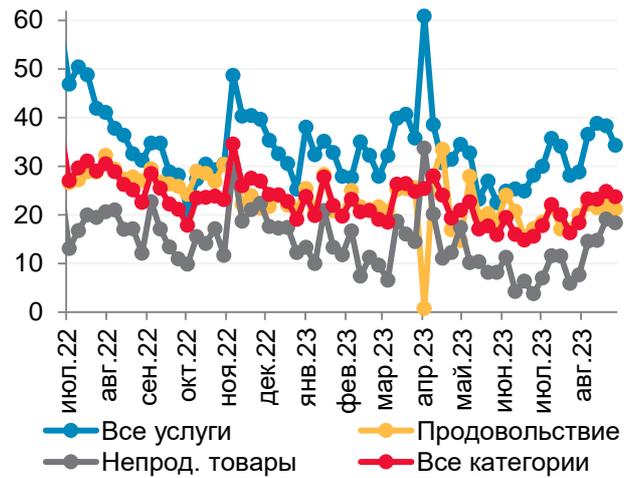
Источники: Росстат, расчеты ДИП.

Рисунок 17. Динамика прокси показателя потребления (оборот розницы, общепита и сегмента услуг), в ценах 2019 г., трлн руб., SA



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

Рисунок 18. Динамика номинальных недельных расходов населения к соответствующей неделе двумя годами ранее, %



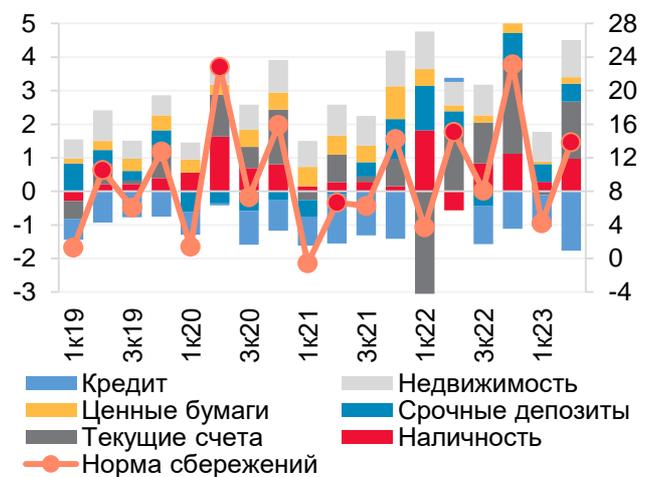
Источник: СберИндекс.

Рисунок 19. Динамика ответов на вопрос «Какое сейчас время для покупки новых вещей» и индекс потребительского оптимизма, %



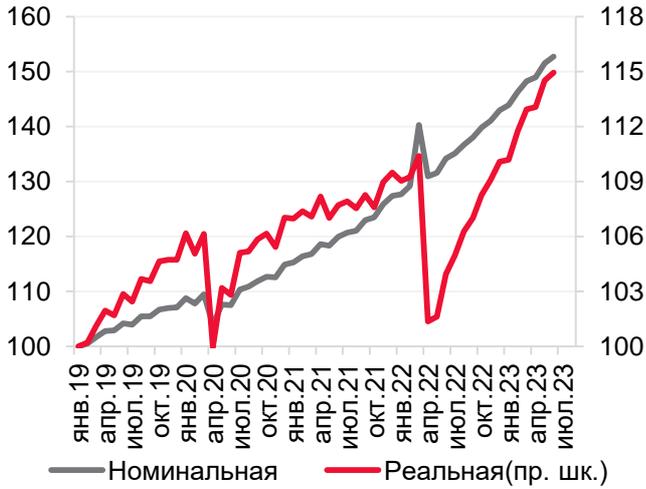
Источник: NielsenIQ.

Рисунок 20. Динамика основных компонент сбережений (трлн руб.) и норма сбережения домохозяйств, % (пр. шк.)



Источники: Росстат, Банк России, расчеты ДИП.

Рисунок 21. Динамика заработных плат, SA, 01.2019 = 100



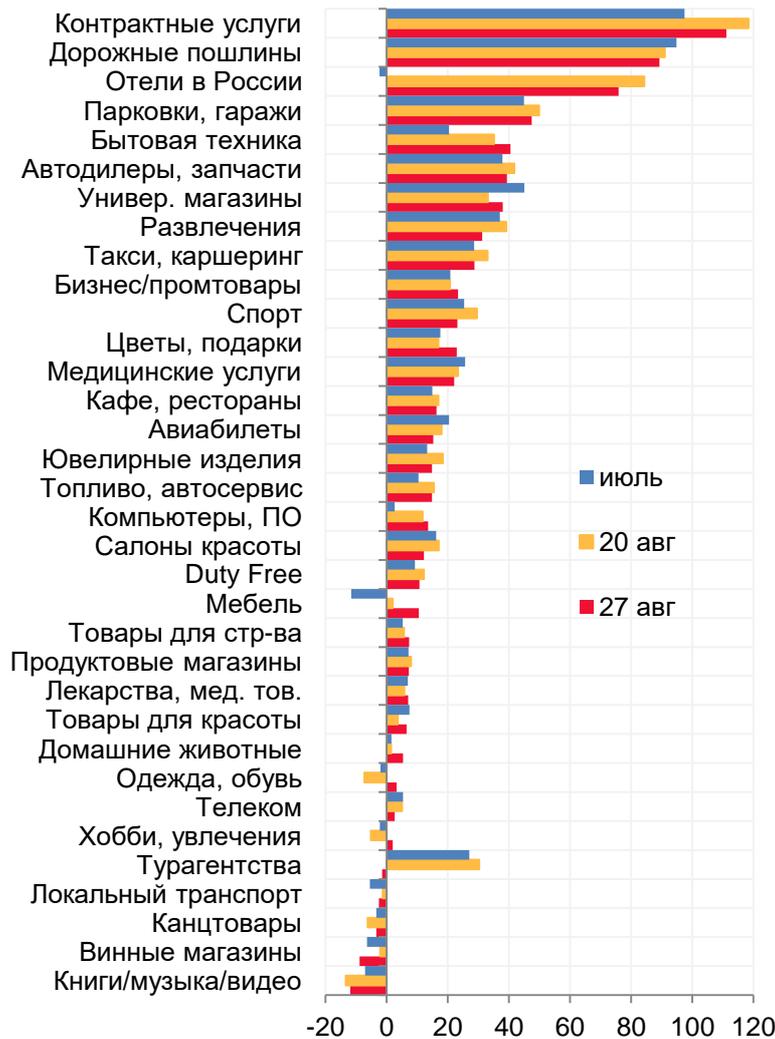
Источники: Росстат, СберИндекс, расчеты ДИП.

Рисунок 22. Уровень безработицы, %



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

Рисунок 23. Рост номинальных расходов на отдельные категории товаров и услуг, % /г



Источник: СберИндекс.

2.2. Высокие темпы роста кредитования во всех сегментах

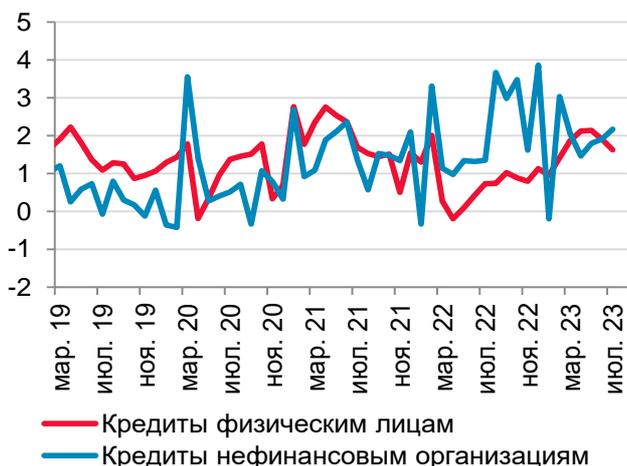
- Рост кредитования в начале III квартала оставался высоким, внося значительный вклад в расширение совокупного спроса в экономике.
- По нашим оценкам в июле рост кредитования физических лиц замедлился до 1,6 с 1,9% м/м SA в июне (Рисунок 24), в основном из-за динамики ипотечного портфеля. Темпы роста необеспеченных кредитов в июле ускорились до 1,5 с 1,4 % м/м SA (Рисунок 25). Рост автокредитов в июле продолжился ускоренными темпами и достиг 4% м/м SA. Такая тенденция отражает процесс восстановления рынка автомобилей, в том числе, реализацию отложенного спроса по мере увеличения предложения автомобилей на рынке.
- Рост ипотечного кредитного портфеля незначительно замедлился до 2,6 с 2,9% м/м SA. Снижение темпов роста задолженности носит технический характер: в июле произошли списания большей части портфеля ипотечных кредитов с баланса банков в рамках сделок секьюритизации. Спрос на ипотеку оставался высоким: количество заявок на ипотеку и число ипотечных сделок непрерывно растут с марта 2023 г. (Рисунок 28). Объемы выдач по программам льготной ипотеки в июле обновили максимум с начала года (Рисунок 29). Причем в структуре спроса наметился сдвиг в сторону первичного рынка, то есть льготной ипотеки. Это могло быть вызвано повышением рыночных ставок по ипотеке в июле вслед за ключевой.
- В июле продолжилось ускорение роста рублевых кредитов нефинансовым организациям до 2,2 с 1,9% м/м SA. По нашим оценкам, динамика наблюдалась во всех сегментах по срочности на фоне увеличения спроса на финансирование как инвестиций, так и текущей деятельности.
- Темп роста рублевых депозитов населения в июле замедлился до 1,6 с 2% м/м SA, оставаясь на высоком уровне. По-прежнему снижались валютные вклады в том числе из-за действий банков по сокращению валютизации пассивов вслед за уменьшением показателя на стороне активов: банки⁶ продолжают вводить дополнительные комиссии за операции с валютными вкладами в «недружественных» валютах и уменьшать линейки вкладов в таких валютах.
- Рублевые депозиты компаний ускорили рост до 1,0 с 0,3% м/м SA. Несмотря на это, динамика депозитов находится в границах среднемесячных темпов роста за период 7 месяцев 2023 года. Существенные темпы роста депозитов, поддерживаемые кредитной активностью и бюджетными расходами, способствовали сохранению высоких темпов роста широкой денежной массы (Рисунок 31).
- Повышение ключевой ставки в июле до 8,5% и до 12,0% в августе окажет влияние на динамику показателей банковского сектора. Банки уже начали повышать ставки по своим кредитным и депозитным продуктам, что в итоге приведет к замедлению роста спроса на кредиты и увеличению привлекательности депозитов.
- При этом в некоторых сегментах кредитования эффект от повышения ставки может быть немного искажен из-за действия льготных программ. В частности, повышение

⁶ Преимущественно крупные банки из топ-30.

ставок по рыночной ипотеке в августе (Рисунок 30) может привести к дальнейшему переключению спроса в этом сегменте на льготные программы, ставки по которым не меняются. По предварительной оценке, выдачи по льготным программам в августе могли стать рекордными. Тем не менее ужесточение макропруденциальных требований с 1 октября, особенно в сегменте ипотеки под залог ДДУ, должно будет ограничить накопление рисков в этом сегменте и обеспечить сбалансированный рост даже на фоне повышенного спроса на льготную ипотеку.

- Можно ожидать и некоторого роста спроса на льготные автокредиты, но в меньшей степени, чем в ипотеке. Это объясняется тем, что механизм субсидирования работает через предоставление скидки на покупку автомобиля, а не ставки кредита. Доля льготного кредитования в корпоративном сегменте невысока, поэтому эффективность трансмиссии повышения ключевой ставки в его динамику не будет значимо искажена.

Рисунок 24. Динамика рублевого кредитования, % м/м SA



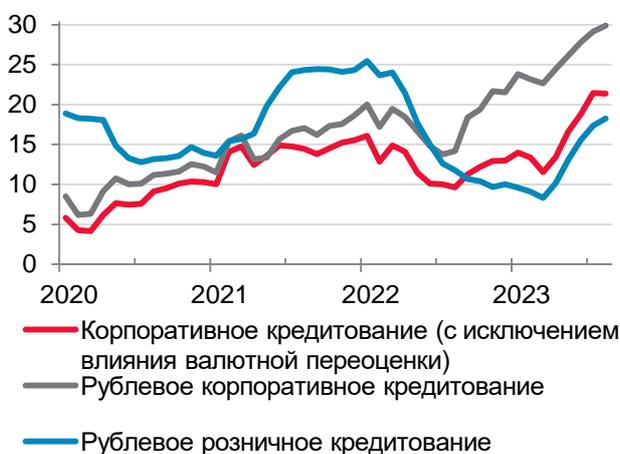
Источники: Банк России, расчеты ДИП.

Рисунок 25. Динамика розничного кредитования, % м/м SA



Источники: Банк России, расчеты ДИП.

Рисунок 26. Динамика кредитования, % г/г.



Источники: Банк России, расчеты ДИП.

Рисунок 27. Динамика заявок и ипотечных сделок, тыс. шт.



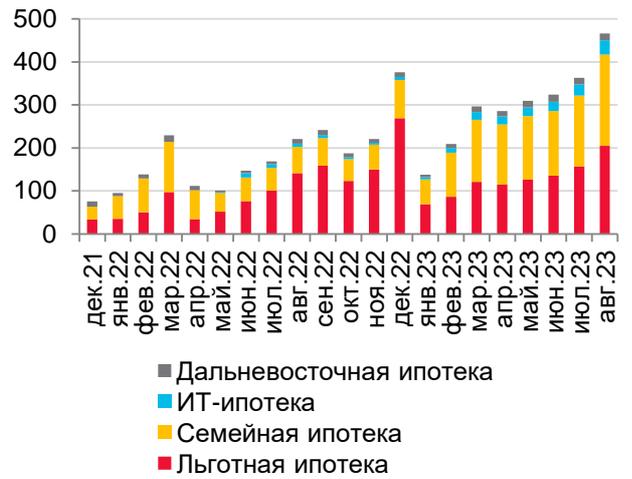
Источники: Домклик, расчеты ДИП.

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



Источники: Домклик, расчеты ДИП.

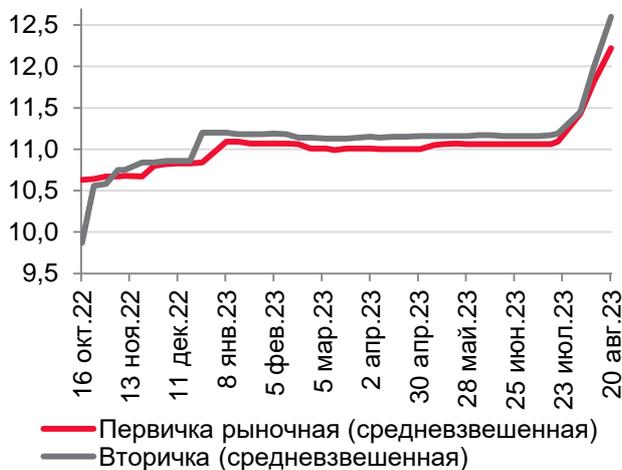
Рисунок 29. Объем выдач в рамках льготных ипотечных программ, млрд руб.



Примечание: август 2023 г. рассчитан по данным на 25.08.

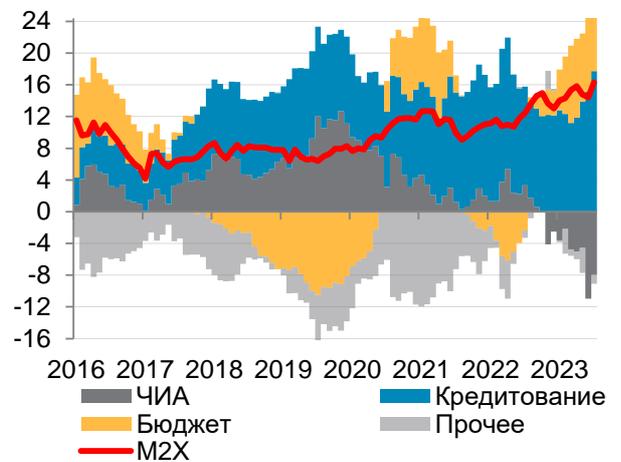
Источники: ДОМ.РФ, расчеты ДИП.

Рисунок 30. Динамика средневзвешенной ставки предложений топ-20 ипотечных банков России, %



Источники: ДОМ.РФ, расчеты ДИП.

Рисунок 31. Основные драйверы годового роста широкой денежной массы со стороны активов, %



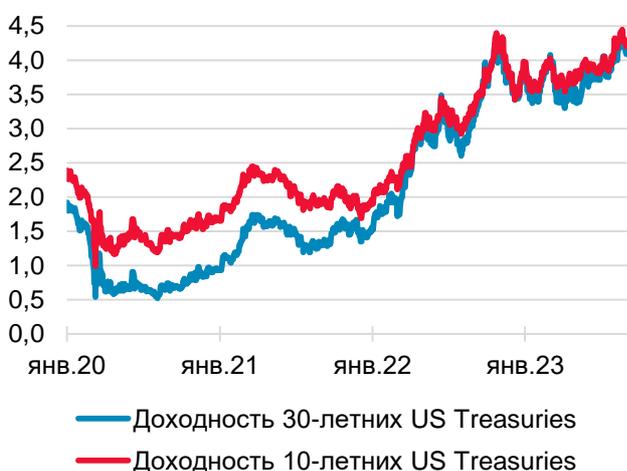
Источники: Банк России, расчеты ДИП.

3. Финансовые рынки

3.1. Доходности коротких ОФЗ выросли после решения по ключевой ставке

- После июльского решения Банка России по ключевой ставке доходности краткосрочных ОФЗ продолжили расти под влиянием выраженных проинфляционных рисков на фоне ослабления рубля, ускорения роста цен и повысившейся вероятности более жесткой ДКП.
- В середине августа главным драйвером на рынке ОФЗ стало внеочередное заседание Совета директоров Банка России, по итогам которого ключевая ставка была повышена до 12%. После публикации решения доходности краткосрочных бумаг (1–2 года) дополнительно увеличились на 36–64 б.п., среднесрочных (3–5 лет) – на 4–20 б.п., в то время как в долгосрочном сегменте ставки значительно не изменились. К концу августа доходности краткосрочных ОФЗ скорректировались вниз на 40–60 б.п., в среднесрочном сегменте – на 2–20 базисных пунктов.
- Текущие уровни кривой доходности ОФЗ (10,5–11,5%) свидетельствуют в пользу того, что, по ожиданиям участников рынка, Банк России не будет поддерживать ключевую ставку на текущем уровне продолжительное время. Это расходится с комментариями руководства Банка России о том, что снижение ключевой ставки на ближайших заседаниях маловероятно.
- Рубль ослабевал к доллару США, евро и юаню, превысив отметку в 101,70 рублей за доллар США до объявления о внеочередном заседании Совета директоров Банка России по ключевой ставке. После анонса заседания рубль перешел к укреплению (достигнув уровня в 92,60 руб./долл. США). Поддержку рублю оказала также появившаяся в СМИ информация о наращивании продаж валютной выручки экспортерами и начало налогового периода. В последующие дни августа рубль вернулся в диапазон 94–96 руб./долл. США.

Рисунок 32. Динамика доходностей казначейских облигаций США



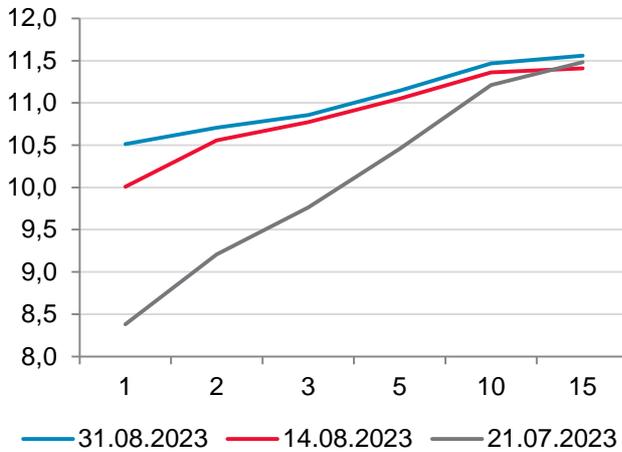
Источник: Cbonds.

Рисунок 33. Динамика ключевых ставок центральных банков, % годовых



Источники: BIS, расчеты ДИП.

Рисунок 34. Кривая бескупонной доходности ОФЗ, %



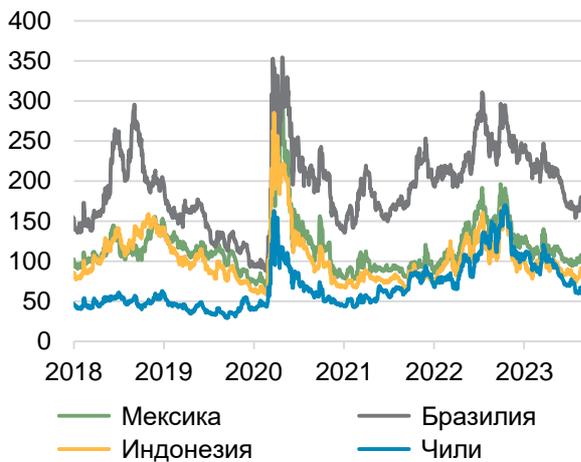
Источник: Cbonds.

Рисунок 35. Процентный коридор Банка России и краткосрочная ставка рынка МБК, % годовых



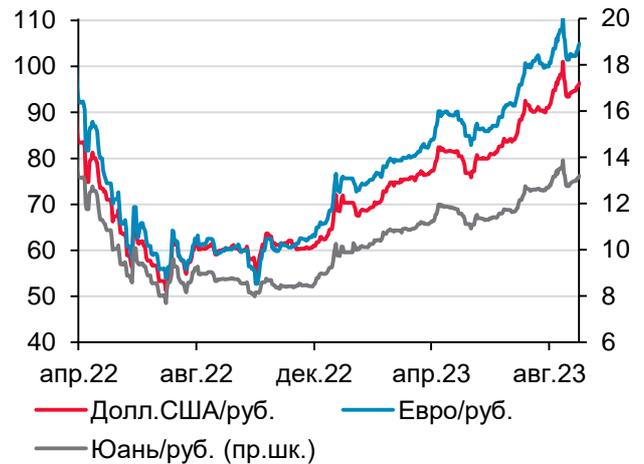
Источник: Cbonds.

Рисунок 36. Динамика 5-летних CDS в развивающихся странах, б.п.



Источник: Cbonds.

Рисунок 37. Динамика курсов валют Банка России



Источник: Cbonds.

3.2. Сланцевые компании США стабилизировали добычу нефти

- За период с 10 июля по 31 августа индекс цен сырьевых товаров Bloomberg прибавил 4%: цены энергетических товаров выросли на 12%, промышленных и драгоценные металлов – на 1% (Рисунок 38). Цена на нефть марки Urals⁷ и природный газ на крупном европейском хабе выросла на 16%, до 71 долл. США / барр. и 36 евро/МВтч соответственно (Рисунок 39).

⁷ На базисе CIF в порту Аугуста.

- Общее понижающее давление на котировки сырьевых товаров оказали укрепление доллара США (индекс DXY вырос на 2%) и усиление опасений относительно замедления роста ресурсоемкой китайской экономики на фоне выхода макроэкономической статистики хуже ожиданий.
- Поддержку нефтяным ценам оказывает строгое следование стран ОПЕК+ квотам и взятым на себя добровольным обязательствам по сокращению добычи нефти и экспорта в июле – августе (Рисунок 40). В сентябре Саудовская Аравия намерена продолжить начавшееся в июле добровольное сокращение добычи нефти на 1 млн б/с, подчеркнув возможность его расширения в случае необходимости поддержания стабильности на нефтяных рынках. Россия также продлила сокращение экспорта нефти на сентябрь, но в меньшем объеме – 0,3 млн после 0,5 млн б/с в августе.
- В то же время Иран и Венесуэла, освобожденные от обязательств в рамках ОПЕК+, постепенно наращивают поставки жидкого топлива. По данным ОПЕК и UANI, несмотря на сохраняющиеся санкции, с начала года добыча и экспорт нефти в Иране выросли на 0,3 и 0,2 млн, до 2,8 и 1,5 млн б/с соответственно.
- Сланцевые компании США продолжают придерживаться консервативной стратегии максимизации прибыли акционеров. Хотя нефтяные котировки заметно выше цены прибыльности добычи сланцев (63 долл. США / барр.) (Рисунок 41), степень реакции операционных показателей сланцевой отрасли на изменение нефтяных котировок остается сильно ниже уровня 2018–2019 годов. В последние годы более высокой цене нефти (в реальном выражении) соответствуют более низкие уровни опережающих показателей добычи (Рисунок 42). Рост добычи сланцевой нефти замедляется, при этом продолжается истощение запасов законсервированных скважин, что снижает возможности по наращиванию добычи в будущем. Опросы ФРБ Далласа и Канзас-Сити за II квартал показывают снижение деловой активности в сланцевом секторе на фоне фронтального роста издержек, в том числе из-за дефицита высококвалифицированных кадров (Рисунок 43). При этом американские нефтяные компании продолжают приносить акционерам повышенную доходность в сравнении с компаниями других отраслей (Рисунок 44).
- Большему росту нефтяных котировок препятствует меньший, чем ожидалось большинством аналитиков, рост потребления жидкого топлива в США и Китае⁸ в июле – августе. Хотя дефицит нефти на рынке растет, Минэнерго США пересмотрело краткосрочный прогноз в сторону более низкого относительно предыдущего прогноза дефицита при одновременном повышении прогноза цены на нефть марки Brent на IV квартал 2023 – I квартал 2024 г. на 6–8 долл., до 88 долл. США / барр. (Рисунок 45).
- Цена природного газа в Европе выросла вслед за ростом опасений ужесточения конкуренции с азиатскими покупателями за незаконтрактованные грузы СПГ из-за возможных массовых забастовок на заводах в Австралии, угрожающих перебоями около 10% мировых поставок СПГ. Сдерживает рост цен на газ в Европе рекордный

⁸ Вклад Китая в рост мирового спроса в 2023 г. оценивается Минэнерго США и МЭА в 50–70%.

для текущего времени года уровень заполненности собственных подземных хранилищ (93%), а также накопление газа в хранилищах, арендованных у Украины.

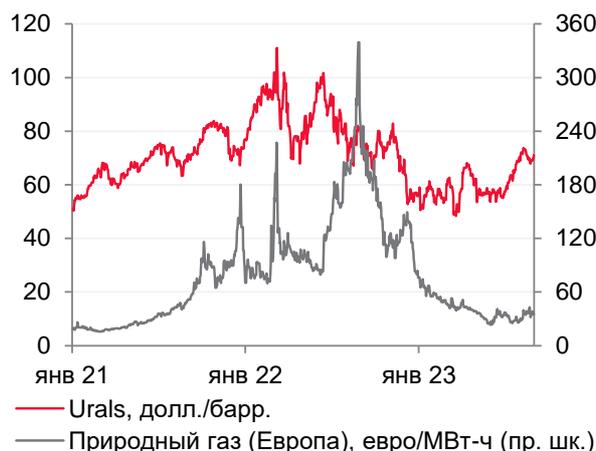
- Решение России приостановить с 18 июля участие в зерновой сделке вызвало умеренный рост мировых цен на зерно с учетом высокой волатильности зернового рынка. Это указывает на ожидания участников рынка сохранения поставок зерна из Черноморского региона.

Рисунок 38. Индексы Bloomberg цен товаров и металлов (01.01.2021 = 100)



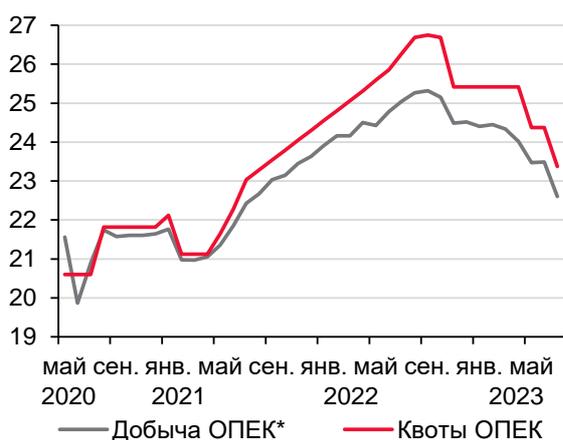
Источники: Investing.com, Bloomberg, расчеты ДИП.

Рисунок 39. Цена на нефть марки Urals и природный газ в Европе



Источники: Investing.com, расчеты ДИП.

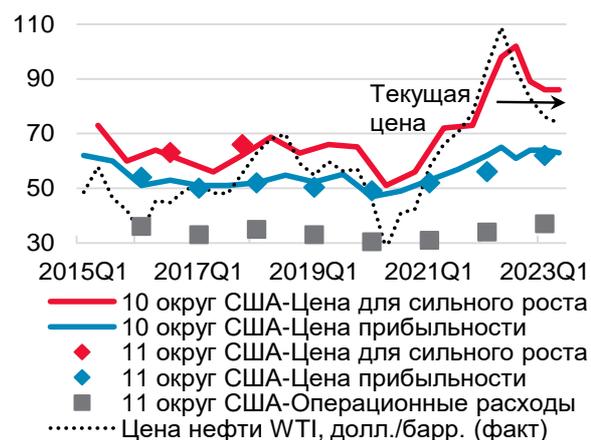
Рисунок 40. Квоты и добыча нефти ОПЕК, млн б/с



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

Источники: ОПЕК, расчеты ДИП.

Рисунок 41. Цена нефти WTI, соответствующая операционным издержкам, обеспечивающая прибыльность добычи и сильный рост добычи сланцев, долл. США / барр.



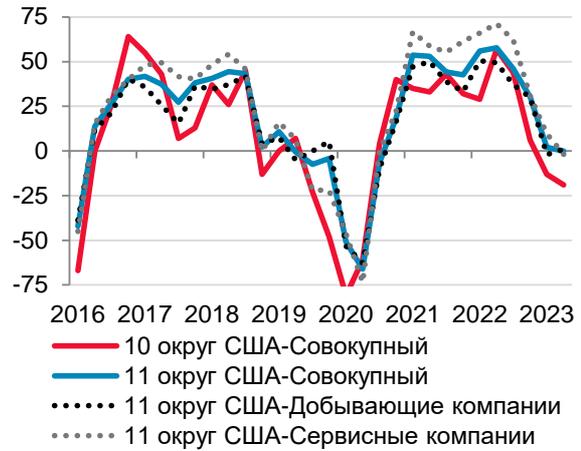
Источники: EIA, ФРБ Далласа, ФРБ Канзас-Сити.

Рисунок 42. Операционные показатели сланцевых компаний США



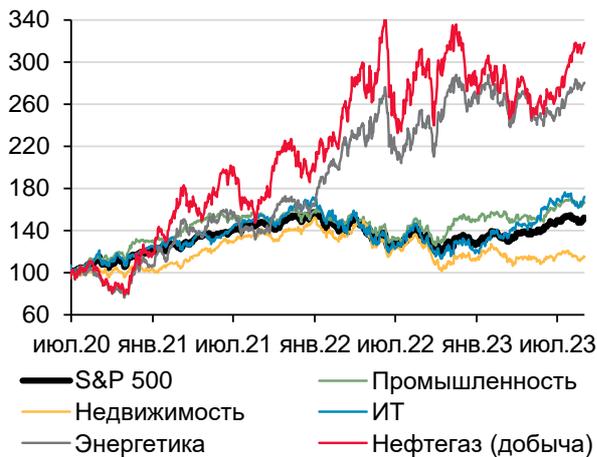
* В реальном выражении (в ценах января 2015 г.).
 Источники: EIA, Baker Hughes, расчеты ДИП.

Рисунок 43. Показатель бизнес-активности нефтяных компаний США, пунктов*



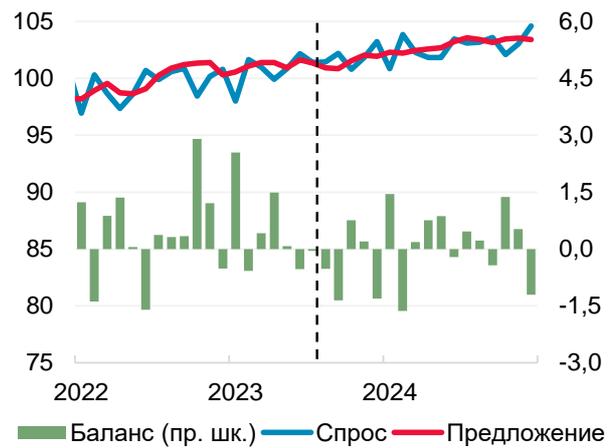
Примечание. Положительное (отрицательное) значение показывает улучшение (ухудшение) активности к прошлому кварталу.
 Источники: ФРБ Далласа, ФРБ Канзас-Сити.

Рисунок 44. Индексы S&P общей доходности акций по отраслям (01.07.2020 = 100)



Источники: S&P Global, расчеты ДИП.

Рисунок 45. Основные показатели рынка жидкого топлива



Источники: EIA, расчеты ДИП.

В фокусе. Ретейл обновил ассортимент, восстановил его номенклатуру

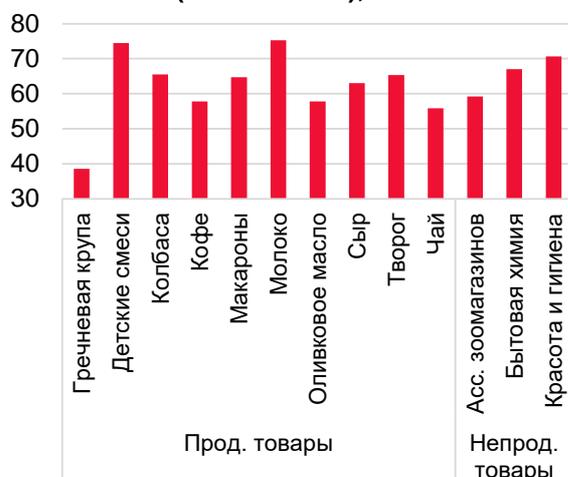
- Собранные на крупном онлайн-агрегаторе данные показали, что к началу марта 2023 г. относительно конца февраля 2022 г. номенклатура ассортимента товаров в торговых сетях в целом практически восстановилась: в продуктовых товарах прежде всего за счет замещения производителей из недружественных стран отечественными аналогами, а в непродовольственном секторе – производителями из дружественных стран.
- Запрос на большую экономию при покупках отразился в смещении ассортимента из магазинов премиум-класса в экономсегмент, существенном увеличении доли акционных товаров и среднего размера скидки, прежде всего в непродовольственном сегменте, а также заметном росте доли товаров собственных товарных марок (СТМ) в отдельных категориях.
- По большинству рассмотренных категорий динамика цен близка к динамике цен Росстата по соответствующим группам товаров. Отдельные расхождения, вероятно, объясняются главным образом особенностями статистического учета цен на акционные товары и СТМ.

С II квартала 2022 г. на российском потребительском рынке идет масштабная структурная перестройка. Она вызвана уходом из страны ряда иностранных производителей и поставщиков, а также колебаниями потребительской активности на фоне внешних и внутренних вызовов. Эти изменения накладываются на долгосрочные тенденции подстраивания предложения под меняющиеся потребительские предпочтения.

Ниже анализируются произошедшие изменения с использованием данных одного из онлайн-агрегаторов об ассортименте и ценах торговых сетей за февраль 2022 – март 2023 года. Для этого были выбраны товары из тех категорий, которые имеют довольно точное сопоставление с категориями из потребительской корзины Росстата и занимают в ней значительную долю.

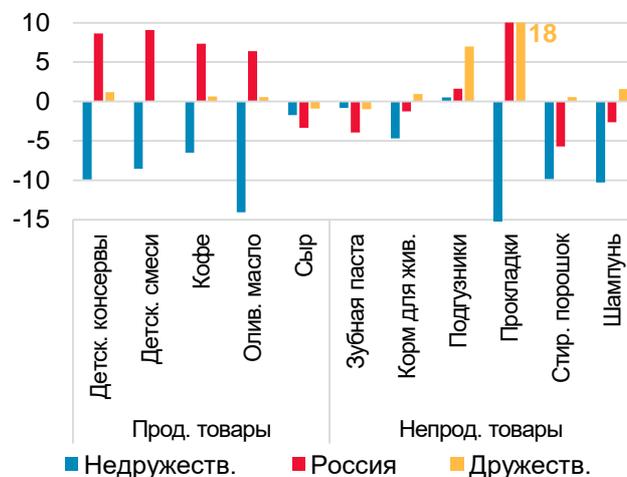
К началу марта 2023 г. относительно конца февраля 2022 г. ассортимент товаров в анализируемой выборке в целом сократился всего на 2%. При этом произошло сильное обновление ассортимента: на 65% он оказался представлен новыми товарами, которых не было на полках в феврале 2022 г. (Рисунок 46). Изменение ассортимента оказалось крайне неоднородным по категориям товаров: от сокращения на 27% в категории оливкового масла до расширения на 34% в бытовой химии (Рисунок 48).

Рисунок 46. Доля новых позиций в ассортименте по отдельным категориям товаров (2023 vs 2022), %



Источники: данные сайта-агрегатора, расчеты ДИП.

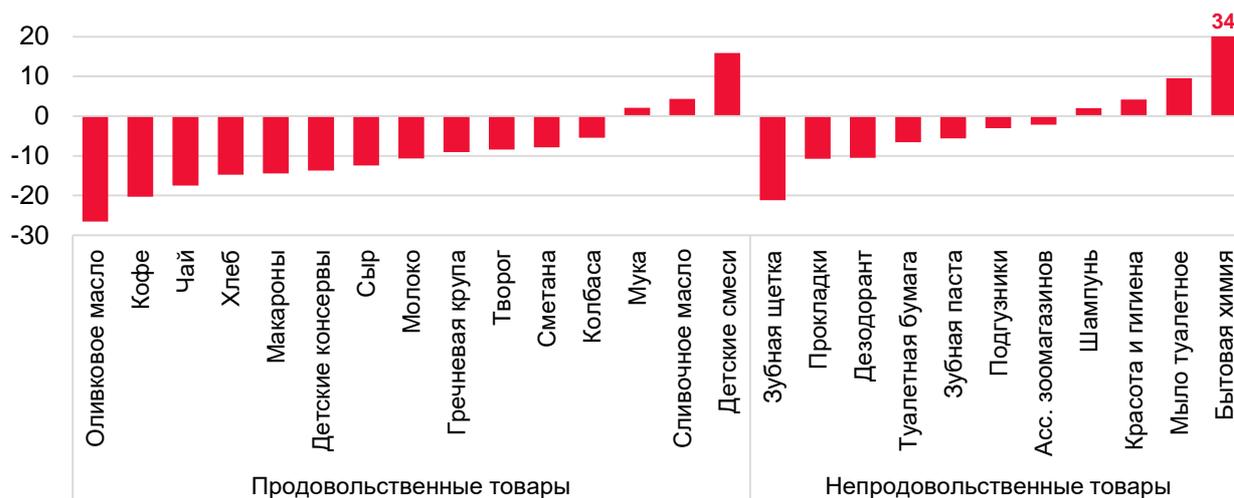
Рисунок 47. Изменение долей ассортимента в разрезе стран производства, 2023 vs 2022, п.п.



Источники: данные сайта-агрегатора, расчеты ДИП.

Географическая структура производителей представленного в магазинах ассортимента также сильно изменилась. В большинстве категорий предложение товаров, произведенных в недружественных странах, сократилось, однако полного ухода производителей из недружественных стран не было зафиксировано ни в одной категории⁹. Наименования, которые исчезли с полок, были по большей части или полностью замещены товарами из дружественных стран и/или товарами российского производства (Рисунок 47).

Рисунок 48. Изменение объемов ассортимента по категориям, 2023 vs 2022, %



Источники: данные сайта-агрегатора, расчеты ДИП.

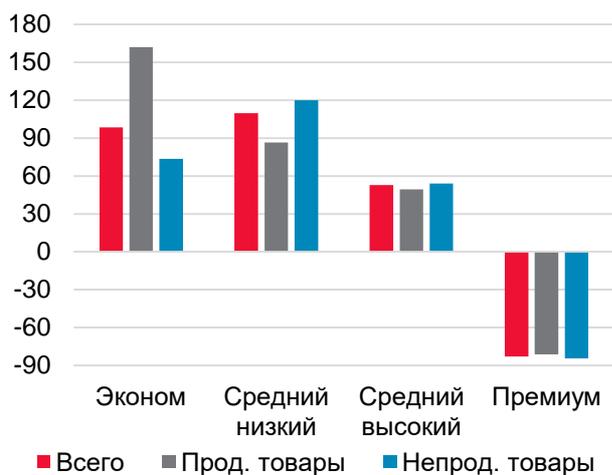
⁹ Страна-производитель определялась на основе открытой информации в Интернете. В первую очередь на основе информации в карточках идентичных товаров на отечественных маркетплейсах, а также на сайтах производителей (брендов). Список недружественных стран соответствует распоряжению Правительства РФ от 05.03.2022 № 430-р (ред. от 29.10.2022). Все товары СТМ считаются произведенными в России. Используемая методология может не полностью отражать реальную географию производства товаров, однако такие искажения сведены к минимуму.

Продовольственные товары были прежде всего замещены отечественными товарами, чья доля на рынке еще больше выросла. В сегменте непродовольственных товаров замещение в основном произошло товарами из дружественных стран. В целом сильное обновление ассортимента позволило выйти на рынок ряду производителей, которые ранее не могли конкурировать с крупными компаниями, обладающими большими маркетинговыми бюджетами, и представить свою продукцию на полках магазинов.

Важным трендом, набирающим обороты уже продолжительное время и получившим дополнительную популярность у потребителей в 2022 г. на фоне усиления сберегательной активности, является запрос на большую экономию при покупках. Это, в частности, способствует активному развитию магазинов у дома, дискаунтеров и жестких дискаунтеров.

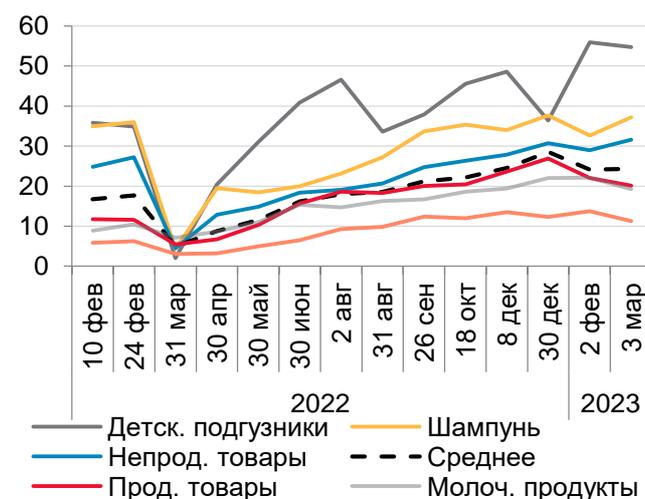
Наша выборка показала рост ассортимента в магазинах экономсегмента в целом на 99%, в том числе продовольственных товаров – на 162%. В то же время предложение в премиум-сегменте сократилось на 83% (Рисунок 49). Такую направленность мы увидели во всех подкатегориях товаров.

Рисунок 49. Изменение ассортимента в магазинах разных сегментов, % 2023 vs 2022



Источники: данные сайта-агрегатора, расчеты ДИП.

Рисунок 50. Доля акционных товаров в ассортименте по отдельным категориям, %



Источники: данные сайта-агрегатора, расчеты ДИП.

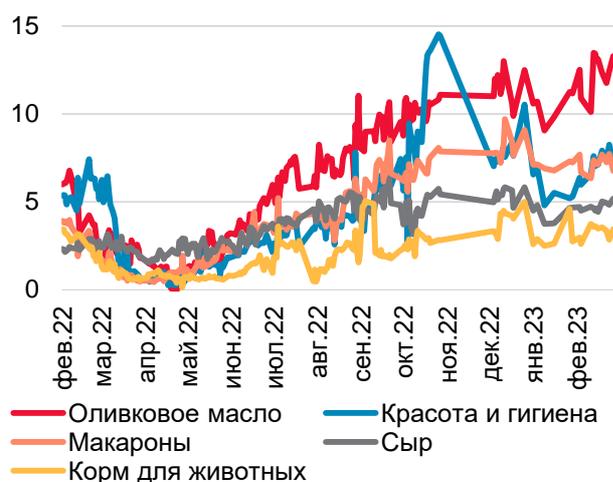
Неотъемлемой частью повседневных покупок, не в последнюю очередь определяющей привлекательность покупок в том или ином магазине, является наличие товаров по акциям. Особую важность они приобретают в периоды снижения потребительской уверенности на фоне кризисных и прочих явлений.

Изученные нами данные показали рост доли товаров, продаваемых по акционной цене, с 17% в конце февраля 2022 г. до 24% в начале марта 2023 г. (Рисунок 50). Наиболее резкое увеличение доли акционных товаров произошло в непродовольственных товарах, что может отражать приход на рынок относительно большого числа новых продавцов, которые привлекали внимание покупателей к своему товару в том числе посредством скидок. Средний размер скидки вырос также и относительно регулярной цены товара (Рисунок 51). При этом в марте 2022 г. на фоне ажиотажного спроса потребность в промоакциях снизилась, и доля таких товаров временно сильно сократилась.

Одним из наиболее быстро растущих сегментов на товарном рынке являются СТМ. Согласно [исследованию NielsenIQ](#), СТМ в 2022 г. стали для ретейлеров одним из наиболее эффективных рычагов управления ассортиментом с точки зрения операционных процессов и логистики, что позволило частично восстановить предложение и компенсировать снижение числа товарных позиций.

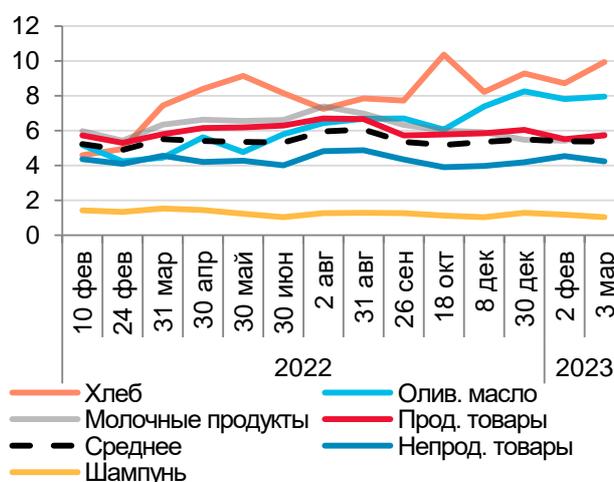
Наши оценки показывают, что доля СТМ в ассортименте в среднем по товарам повседневного спроса существенно не изменилась к началу марта 2023 г. относительно конца февраля 2022 г.: 5% по ассортименту в целом и в продовольственном сегменте, 4% – в непродовольственном сегменте. При этом доля СТМ заметно выросла по отдельным продовольственным товарам – например, хлебу и оливковому маслу (Рисунок 52). Различие в уровне цен на СТМ и обычные товары могло привести к увеличению доли продаж при в целом неизменной доле в общем ассортименте. Цены на СТМ оказались ожидаемо ниже, чем на товары остальных брендов, но их динамика в целом совпадает. Разрыв между ценами на СТМ и прочие товары сильно различается в зависимости от категории. В непродовольственном сегменте он заметно выше, чем в продовольственном.

Рисунок 51. Средний размер скидки в отдельных категориях, %



Источники: данные сайта-агрегатора, расчеты ДИП.

Рисунок 52. Доля СТМ в ассортименте по отдельным категориям, %



Источники: данные сайта-агрегатора, расчеты ДИП.

Динамика цен по большинству рассматриваемых категорий близка к динамике цен Росстата на сопоставимые категории. В некоторых случаях заметны расхождения. Как правило, они характеризуются превышением динамики цен Росстата над динамикой цен в нашей выборке и, вероятно, объясняются особенностями статистического учета цен на акционные товары и СТМ. Согласно [методике регистрации цен Росстата](#), акционная цена попадает в наблюдение, только если промоакция длится больше недели, в то время как потребитель покупает товар по акционной цене вне зависимости от продолжительности промоакции. При этом в целом динамика цен по рассмотренной нами части продуктовой корзины Росстата близка к отчетным данным статистического органа.

Александр Морозов, директор

Артур Ахметов

Кристина Вировец

Сергей Власов

Ирина Крячко

Татьяна Кузьмина

Александра Москалева

Софья Мякишева

Максим Неваленный

Екатерина Петренева

Алексей Поршаков

Белла Рабинович

Марина Стародубцева

Анастасия Хажгериева

Мария Харламова

Яна Чернышова

Дмитрий Чернядьев