



Банк России



О ЧЕМ ГОВОРЯТ ТРЕНДЫ Макроэкономика и рынки

Бюллетень Департамента исследований и прогнозирования

Декабрь 2022

ОГЛАВЛЕНИЕ

Краткое содержание	3
1. Инфляция	5
1.1. В октябре – ноябре инфляционный фон оставался пониженным	5
2. Экономическая динамика	11
2.1. Экономика сталкивается с новыми шоками	12
2.2. Охлаждение в сегменте розничного кредитования в октябре	16
3. Финансовые рынки	19
3.1. Некоторое смягчение денежно-кредитных условий в октябре – ноябре	19
3.2. Торможение мировой экономики давит вниз на сырьевые цены	20
В фокусе. О финансировании дефицита бюджета через ОФЗ	24

Бюллетень подготовлен Департаментом исследований и прогнозирования по данным на 02.12.2022.
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, 2022

Краткое содержание

Итоги

- Судя по оперативным показателям, во второй половине октября – ноябре российская экономика преодолела краткосрочный спад, вызванный частичной мобилизацией. Действие дезинфляционного эффекта на потребительском рынке оказалось непродолжительным. Однако в перспективе года-двух ограничения по численности рабочей силы сдержат потенциальный ВВП, что при прочих равных будет оказывать проинфляционное влияние на экономику.
 - Уровень экономической активности в целом сохраняется стабильным после его сильного снижения в II квартале. При этом отраслевая динамика остается очень неоднородной, отражая происходящие структурные сдвиги. Геополитическая и экономическая неопределенность сдерживает частные инвестиции и увеличивает вклад проектов с господдержкой. Общая динамика инвестиций в основной капитал в 2023 г. замедлится.
 - За фасадом пониженных темпов роста потребительских цен с учетом сезонности скрывается действие нескольких разнонаправленных факторов. С одной стороны, цены многих товаров и услуг, в той или иной степени включающих в себя валютную составляющую, пока еще продолжают корректировку вниз. Дезинфляционное действие оказывает и высокий урожай многих сельскохозяйственных культур, и рост производства в животноводстве. С другой стороны, значительно выросли в валютном выражении цены многих импортных потребительских товаров, особенно европейских. Это связано с санкционными ограничениями, а также удорожанием и усложнением логистики, что вызвало сокращение объемов импорта. Сохраняется повышенный рост цен в сегменте рыночных услуг, в котором весной не произошло «перелета» цен, вызванного временным резким ослаблением рубля. Исчерпание разовых дезинфляционных факторов и усиление проинфляционных, связанных с ситуацией на рынке труда, изменением структуры экономики, ростом потребительской уверенности, могут приводить к колебаниям инфляции. ДКП будет направлена на возврат инфляции к 4% в 2024 г.
 - Доходности российских рублевых облигаций несколько снизились на фоне уменьшения опасений инвесторов относительно возможных масштабных размещений Минфином России ОФЗ с фиксированной доходностью.

В фокусе. О финансировании дефицита бюджета через ОФЗ

- Запланированный Минфином России переход к бюджетному правилу в новой модификации предполагает формирование структурно более высокого уровня расходов федерального бюджета по сравнению с предыдущей модификацией. Основным источником финансирования дефицита выступит размещение ОФЗ.

- Вернувшись на рынок внутреннего долга после полугодовой паузы, в ноябре Минфин России нарастил объем размещений преимущественно за счет бумаг с плавающим купоном (ОФЗ-ПК). Основными покупателями выступили банки, которым ОФЗ-ПК помогают улучшить показатели ликвидности, а также снижают чувствительность доходов к динамике ставок денежного рынка (процентному риску).
- Технические возможности банков по покупке ОФЗ-ПК значительны. Тем не менее объемы допустимого финансирования по этому каналу все же ограничены. Значительный дефицит бюджета создает дополнительный спрос в экономике, повышая проинфляционные риски. Этот фактор должен учитываться при проведении ДКП.

1. Инфляция

Пониженные темпы роста потребительских цен в ноябре сохранились, несмотря на более быстрое, чем предполагается сезонностью, удорожание отдельных видов плодОВОЩНОЙ продукции. В результате годовая инфляция понизилась до 12,1%.

Этому способствовал дезинфляционный постмобилизационный эффект от временного снижения спроса, который к настоящему времени практически исчез. Вместе с тем в условиях положительного бюджетного и кредитного импульсов можно ожидать увеличения инфляционного давления. Как показывает опыт других стран, этот эффект может компенсироваться поддержанием высокой нормы сбережений. Сейчас люди склонны больше сберегать, несмотря на признаки ускорения роста номинальных и реальных зарплат. При этом высокая норма сбережений в настоящее время больше отражает предпочтения ликвидности, необходимости создания страховой финансовой подушки (в том числе в наличной форме), чем повышенную привлекательность сбережений в форме банковских депозитов или других финансовых инструментов (как это было в период повышения ставок весной). Поэтому наблюдаемая высокая норма сбережений неустойчива и может быстро снизиться.

1.1. В октябре – ноябре инфляционный фон оставался пониженным

- В октябре рост потребительских цен продолжился, однако меньшими темпами по сравнению с сентябрем. Инфляционное давление ослабло под действием ряда временных факторов, среди которых влияние рекордного урожая и снижение потребительской активности в начале месяца на фоне роста неопределенности.
- Дезинфляционное влияние со стороны снижения потребительского спроса в большей степени оказало воздействие на динамику стоимости непродовольственных товаров, чем продовольственных (включая общественное питание).
- В ноябре недельные темпы роста потребительских цен оставались сдержанными. В течение месяца цены на ряд основных категорий продовольственных товаров продолжали снижаться. При этом уменьшение стоимости отдельных непродовольственных товаров, наблюдаемое в начале месяца, авторы расценивают как временное, в основном связанное с длинным периодом распродаж.
- На среднесрочном горизонте проинфляционные риски преобладают. Это связано как с сохраняющимися ограничениями на стороне предложения, так и с рисками на стороне спроса в условиях возможного возврата нормы сбережений к своим привычным значениям после ее значительного повышения в II–III кварталах и сохранения высоких темпов роста заработных плат, опережающих рост производительности.

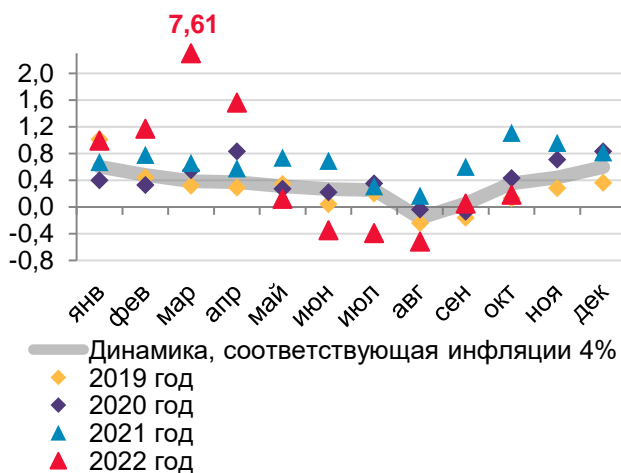
В октябре темп роста потребительских цен с поправкой на сезонный фактор замедлился до 1,6 с 3,4% м/м SAAR в сентябре (Таблица 1, Рисунок 2). Возобновилось снижение цен на товары при замедлении роста цен на потребительские услуги, который по-прежнему оставался высоким. Замедление месячного роста цен ускорило снижение годовой инфляции – до 12,6 с 13,7% в сентябре (Рисунок 3).

Таблица 1. Инфляция и ее компоненты

	Окт.	Окт.	Авг.	Сен.	Окт.
	2020	2021	2022		
% г/г					
Все товары и услуги	4,0	8,1	14,3	13,7	12,6
Базовая инфляция	3,6	8,0	17,7	17,1	16,2
Прод. товары	4,8	10,9	15,8	14,2	12,1
Непрод. товары	4,2	8,2	15,5	14,9	14,1
Услуги	2,6	4,4	10,5	11,0	11,3
% м/м SAAR					
Все товары и услуги	5,1	13,3	-0,7	3,4	1,6
Базовая инфляция	5,0	10,2	0,8	2,3	0,2
Прод. товары	4,1	23,9	-2,4	0,4	-0,6
– без плодоовощей	7,5	15,8	-0,2	-0,2	-2,2
Непрод. товары	7,2	8,5	-0,6	0,9	-0,6
– без нефтепродуктов и табака	8,1	9,0	-1,7	0,2	-1,4
Услуги	4,0	5,3	1,7	11,1	8,1
– без ЖКУ	3,9	6,1	0,1	15,1	10,5

Источники: Росстат, расчеты ДИП.

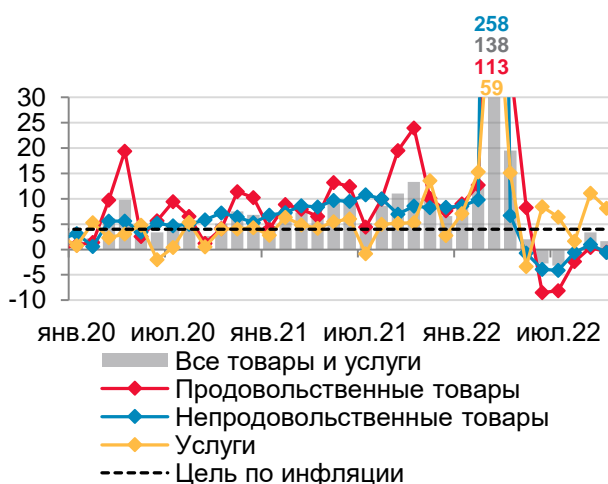
Рисунок 2. Рост цен, соответствующий инфляции 4%, % м/м



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

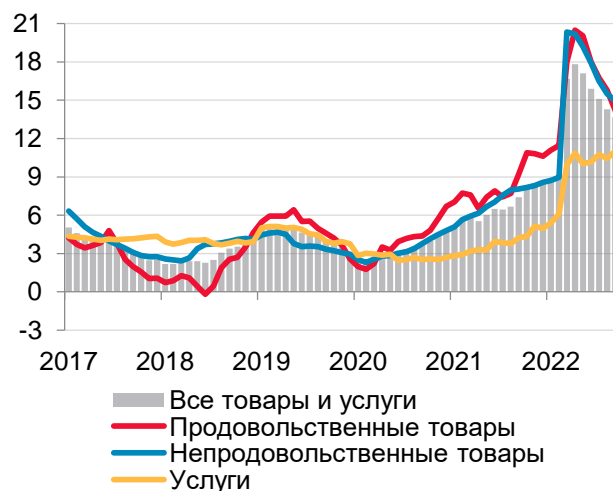
В сегменте продовольственных товаров годовой темп роста цен составил 12,1% после 14,2% в сентябре. Инфляция на продовольственном рынке приблизилась к уровню начала года (в январе – феврале она составляла 11,0–11,5% г/г). За октябрь цены снизились на 0,6% м/м SAAR. Значительный положительный вклад в оценку внесло увеличение стоимости плодоовощной продукции (на 1,2% м/м SA), которое носит компенсационный характер после снижения цен в летние месяцы. Без ее учета снижение цен на продовольственные товары составило 2,2% после 0,2% м/м SAAR в августе

Рисунок 1. Сезонно сглаженный рост цен, % м/м SAAR



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

Рисунок 3. Инфляция и ее компоненты, % г/г

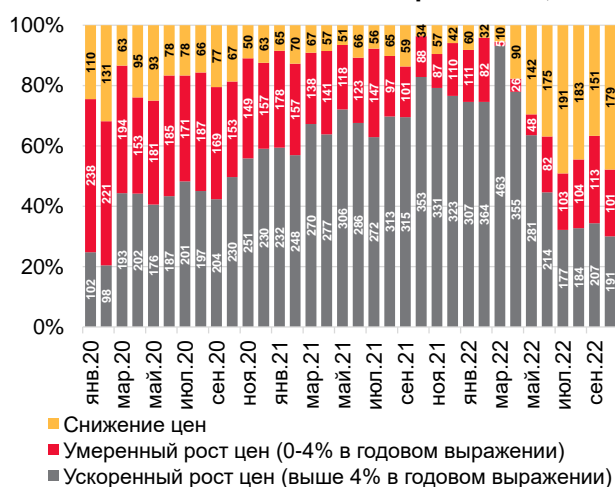


Источник: Росстат.

и сентябре. Основным фактором, сдерживающим динамику цен на основные группы продовольственных товаров (мясо- и молокопродукты, масло, продукты переработки зерновых) в последние месяцы, выступает увеличение внутреннего производства¹ при ограниченных возможностях экспорта. Некоторое оживление экспорта наблюдалось в начале [III квартала](#), однако потенциал его роста ограничен и переходящие остатки основных сельхозкультур с учетом рекордного урожая будут высокими. Это может сдерживать рост внутренних цен на продовольствие, несмотря на [повышение издержек](#) сельхозпроизводителей.

Годовой темп роста цен непродовольственных товаров замедлился до 14,1 с 14,9% в сентябре. За месяц цены снизились на 0,6% после роста на 0,9% м/м SAAR в сентябре. Основное сдерживающее влияние оказало замедление роста / снижение цен на одежду, обувь, бытовую химию, товары личной гигиены, электронику и автомобили на фоне временного роста неопределенности и снижения потребительской активности. Вместе с тем общее инфляционное давление в сегменте непродовольственных товаров несколько выше, чем в продовольствии (хотя и ниже 4%), – медиана распределения в октябре составила 2,3% после 2,5% м/м SAAR в сентябре (Рисунок 5).

Рисунок 4. Суммарный вес товаров и услуг (без плодоовощной продукции и регулируемых услуг), распределенный на основе сезонно сглаженных темпов роста цен, %



Примечание. Цифры – количество позиций.

Источники: Росстат, расчеты ДИП.

Рисунок 5. Медианы распределения, рассчитанные по дезагрегированным* компонентам, % м/м SAAR



* 558 компонентов в корзине 2022 года.

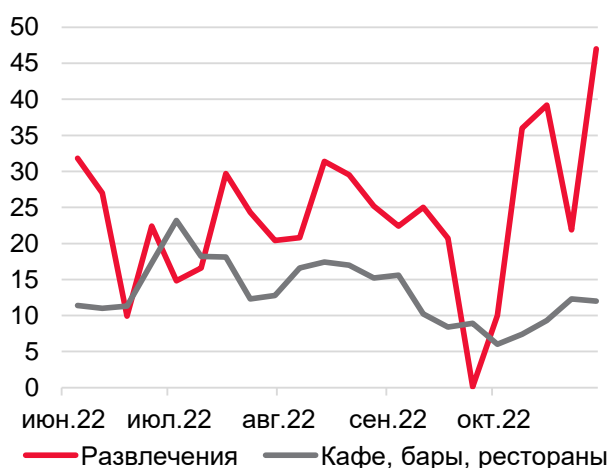
Источники: Росстат, расчеты ДИП.

В то же время в секторе услуг годовой темп роста цен ускорился до 11,3 с 11,0% в сентябре. За месяц цены повысились на 8,1% м/м SAAR (в сентябре – 11,1% м/м SAAR). Общий инфляционный фон в этом секторе остается повышенным относительно уровня

¹ По данным [Минсельхоза](#) на 24 ноября, собрано 155 млн тонн зерновых в бункерном весе (на аналогичную дату прошлого года было собрано 125,5 млн тонн). Положительная динамика также наблюдается по урожаю других агрокультур ([1](#), [2](#), [3](#), [4](#)) и в [животноводстве](#). Предыдущий рекордный урожай зерна в объеме 135,4 млн тонн был получен в 2017 году, что было одним из ключевых благоприятных факторов того периода, за счет которого темп роста потребительских цен на продовольствие оставался сдержанным (ниже уровня 4% SAAR) вплоть до конца весны 2018 года.

4% в сезонно сглаженном выражении: медиана распределения среди наиболее дезагрегированных компонентов услуг повысилась до 5,6% м/м SAAR. Отсутствует видимый эффект от временного снижения потребительской активности на компоненты нерегулируемых (рыночных) услуг. Так, темп роста стоимости бытовых услуг ускорился с учетом сезонности до 0,6 с 0,5% м/м в сентябре. Похожая ценовая динамика наблюдается и в категории общественного питания, которая относится к продовольственным товарам. Во второй половине октября по мере снижения неопределенности потребительская активность стала усиливаться: ускорился рост расходов на развлечения, посещение кафе и ресторанов (Рисунок 6). При этом увеличился рост стоимости услуг в отдельных категориях, где могла образоваться нехватка рабочих рук (Рисунок 7).

Рисунок 6. Изменение потребительских расходов, % г/г



Источник: СберИндекс.

Рисунок 7. Сезонно сглаженный рост стоимости отдельных категорий бытовых услуг, % м/м

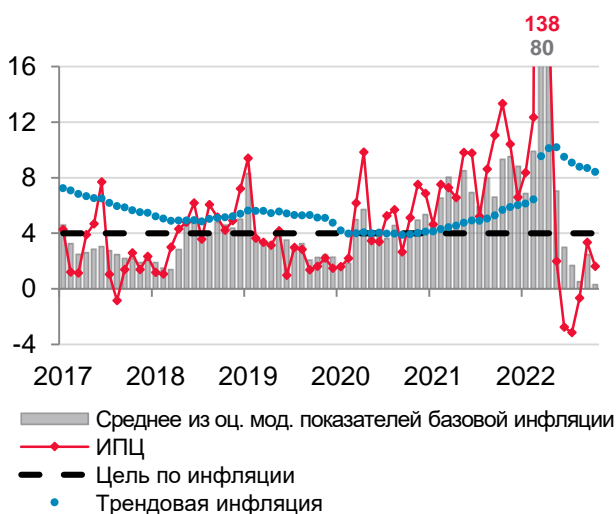


Источники: Росстат, расчеты ДИП.

Показатель трендовой инфляции составил в октябре 8,4% г/г после 8,7% г/г в сентябре (Рисунок 8). Дезинфляционные факторы, проявившиеся в октябре и затронувшие широкий круг потребительских товаров (доля позиций, цены на которые снижались, заметно повысилась – Рисунок 4), привели к возвращению модифицированных показателей базовой инфляции к околонулевому уровню. При этом медиана распределения по наиболее дезагрегированным компонентам потребительской корзины остается в диапазоне 2–4% м/м SAAR пятый месяц подряд (Рисунок 5).

Важно отметить, что динамика даже таких показателей устойчивой ценовой динамики, как медиана, и показателей базовой инфляции отражает эффект переноса от укрепления рубля, усиленного «перелетом» цен вверх весной этого года (Рисунок 9). Поэтому, по мнению авторов, инфляционное давление в потребительском сегменте экономики выше, чем предполагается этими показателями. Об этом косвенно свидетельствует повышенная динамика цен на услуги, в которых валютная компонента издержек традиционно ниже, чем в товарах.

Рисунок 8. Модифицированные показатели* базовой инфляции (% в годовом выражении) и оценка трендовой инфляции (% в г/г)



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

Источники: Росстат, расчеты ДИП.

Рисунок 9. Курс доллара США к рублю (%) и медианные значения ИПЦ (% м/м SAAR)



Источники: Банк России, Росстат, расчеты ДИП.

В ноябре, судя по недельным данным, динамика потребительских цен оставалась сдержанной (Рисунок 10). На 28 ноября оценка годовой инфляции понизилась до 12,1%.

В течение месяца наблюдалось снижение цен на основные группы продовольственных товаров, что стало продолжением октябрьской тенденции на фоне увеличения предложения. Снижение цен на многие непродовольственные товары (в том числе одежду, товары повседневного спроса, электронику) в начале месяца, вероятно, связано с временным фактором сезонных [распродаж](#). В конце месяца заметно сократились доля и вес позиций², для которых характерно снижение цен, и увеличилось число категорий, дорожающих ускоренным темпом; медиана распределения вернулась в положительную область впервые с конца октября (Рисунок 11).

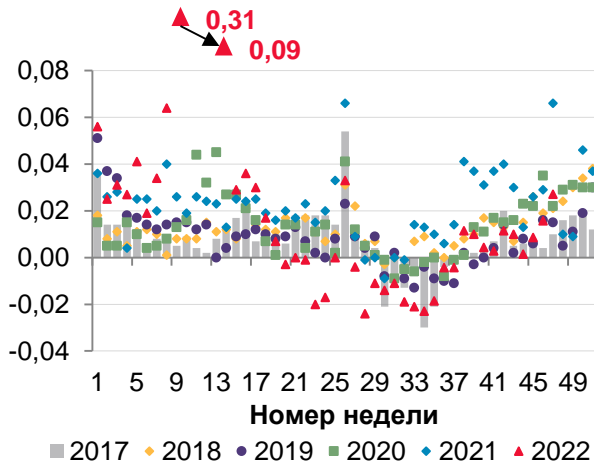
Снижение инфляционного давления, проявившееся в октябре – ноябре, носит временный характер. Влияние отдельных дезинфляционных факторов (в первую очередь рекордного урожая зерновых и в целом позитивной динамики производства в агропромышленном комплексе) может оказаться более длительным, чем предполагалось ранее, однако на среднесрочном горизонте проинфляционные риски преобладают на стороне как предложения (сохраняющиеся ограничения), так и спроса (сформировавшийся «навес» из сбережений).

Дополнительный вклад в инфляцию окажет перенос индексации тарифов ЖКУ с июля 2023 г. на декабрь 2022 года. Прямое влияние этого повышения на инфляцию в декабре текущего года оценивается в 0,6 п.п. Кроме того, в 2023 г. будут наблюдаться косвенные эффекты.³

² Наблюдаемых на еженедельной основе, без учета плодоовощной продукции и регулируемых услуг.

³ Подробнее см. [Бюллетень «О чем говорят тренды» за октябрь 2022 года](#).

Рисунок 10. Среднесуточный прирост цен, %



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

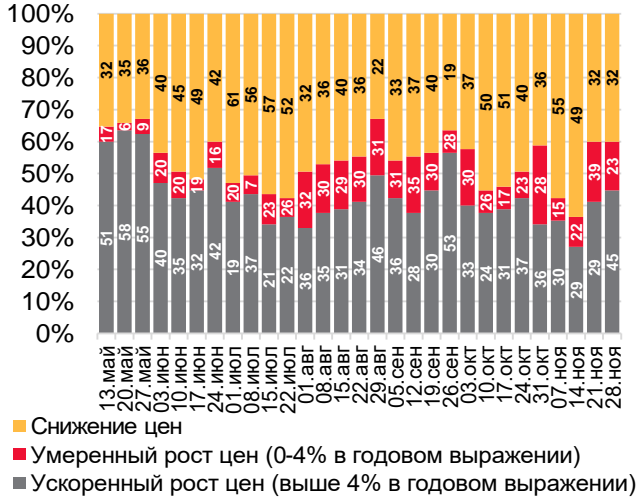
Рисунок 11. Темп роста стоимости и медиана распределения недельных приростов цен, %



Примечание. Расчет сделан на основании расширенного списка товаров и услуг без плодоовощной продукции и регулируемых тарифов.

Источники: Росстат, расчеты ДИП.

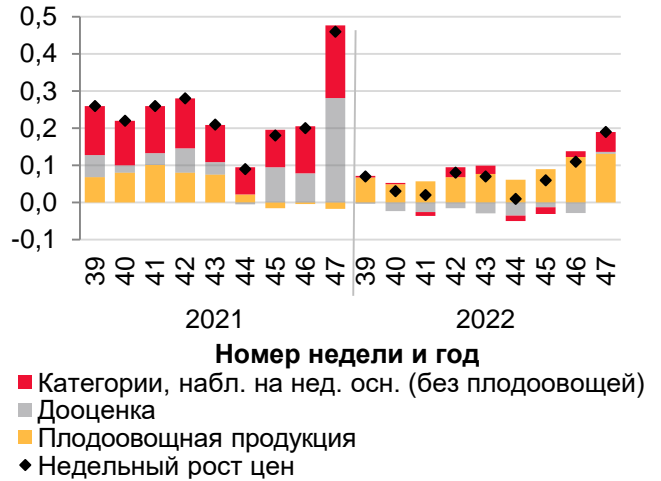
Рисунок 12. Распределение индексов цен наблюдаемых на недельной основе категорий товаров и услуг*, %



* Столбцы – доля позиций (без учета плодоовощной продукции и регулируемых услуг, всего – 85 категорий), числа – их вес в недельной оценке ИПЦ (без учета плодоовощной продукции, регулируемых услуг и веса дооценки).

Источники: Росстат, расчеты ДИП.

Рисунок 13. Декомпозиция недельного роста цен, п.п.



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

2. Экономическая динамика

Российская экономика в целом в ноябре вернулась в фазу стабилизации после кратковременной негативной реакции на шок в октябре. Частично это произошло из-за увеличения госзаказа. Из новых экономических шоков, способных в ближайшие месяцы значительно снизить уровень экономической активности, выделяется входящий в силу запрет на морской экспорт российской нефти и нефтепродуктов в Европу и введение потолка цен на российскую нефть.

В связи с этим нужно разделять краткосрочные и долгосрочные эффекты санкций и других ограничений. Изначально они имеют характер шоков – экономических и (или) финансовых: нарушаются отлаженные бизнес-процессы, цепочки поставок и платежей. В результате происходит вынужденное заметное снижение уровня производства, особенно там, где не созданы достаточные производственные запасы. Затем по мере подстройки и адаптации к шокам выстраиваются новые производственные, логистические и финансовые цепочки и цепочки, позволяющие поддержать производство. Это позволяет частично сгладить первоначальный негативный эффект. Достигнутая стабилизация уровня экономической активности в России указывает на то, что такие процессы активно идут.

Однако ограничения имеют также продолжительный накопительный эффект, устойчиво уменьшающий со временем потенциал экономики через снижение ее производительности и эффективности. В основном это касается поставок высокотехнологичной промежуточной продукции и продукции инвестиционного назначения, а также ограничений на экспорт. Поэтому роль реверс-инжиниринга и параллельного импорта инвестиционных товаров нельзя переоценивать. По сути, это тоже адаптационные, стабилизационные механизмы, только требующие больше времени. Достигаемый в результате работы этих механизмов потенциал роста и развития вряд ли будет значительным в условиях отсутствия реальных перспектив масштабного выхода на мировые рынки продукции, произведенной в условиях технологических ограничений.

Произошедший сдвиг баланса спроса и предложения на рынке труда способствует сохранению безработицы на минимальном историческом уровне и поддержанию быстрых темпов роста оплаты труда в условиях высокого финансового результата, полученного во многих отраслях экономики. Этот фактор будет работать в пользу увеличения потребления домохозяйств в ближайшие кварталы даже при сохранении высокой нормы сбережений.

Между тем чистый финансовый результат в последние месяцы снижается, а потребность в замещающих инвестициях в основной капитал будет постепенно, но устойчиво нарастать по мере амортизации наличного оборудования. При этом производительность замещенного основного капитала в среднем понизится из-за использования менее продвинутых технологий. Это предопределяет на горизонте нескольких лет структурный сдвиг в валовой добавленной стоимости в пользу доходов от капитала за счет доходов от труда. В результате на завершающем этапе структурной трансформации инвестиции в основной капитал будут расти быстрее, чем доходы от труда и потребление

населения на фоне пониженных темпов роста экономики, ограниченных технологическим уровнем.

2.1. Экономика сталкивается с новыми шоками

- Предварительная оценка Росстата подтвердила, что экономика стабилизировалась в III квартале после снижения в II квартале (+0,2% после -5,8% к/к SA⁴). Это произошло благодаря решению части проблем с логистикой, перенаправлению экспортных и импортных потоков, росту спроса на продукцию отдельных отраслей по мере структурной перестройки экономики на фоне поддержки со стороны бюджета и оживления кредитования по мере смягчения ДКП (Рисунок 15).
- Тем не менее динамика внутри квартала по месяцам была неоднородна, а в конце квартала экономика столкнулась с новыми вызовами и ростом неопределенности. Часть эффекта имеет временную природу, и его действие в ноябре уже практически прекратилось, часть может иметь более долгосрочный/структурный характер.
- Основное влияние рост неопределенности оказал на потребительскую активность. Она временно снизилась в конце сентября – первой половине октября, после чего частично восстановилась (Рисунок 23).
- Появляются признаки сдвига баланса спроса и предложения на рынке труда. В октябре, по оперативным данным СберИндекса, произошло резкое ускорение темпов роста медианной заработной платы (Рисунок 22) при сохранении уровня безработицы на минимальном историческом уровне (Рисунок 19) и опережающем росте вакансий в отдельных отраслях (Рисунок 20). Увеличение трудовых доходов может поддержать дальнейшее расширение потребительской активности даже при повышенной норме сбережений (Рисунок 24, Рисунок 25).
- Промышленное производство после двух месяцев снижения в октябре стабилизировалось (+0,2% м/м SA) (Рисунок 17). Частично это было вызвано ростом производства в отраслях с высокой волатильностью выпуска (Рисунок 18).
- Опережающие опросные индикаторы⁵ и данные мониторинга финансовых потоков (Рисунок 14) указывают на стабилизацию экономической конъюнктуры после проседания в октябре, как в промышленности, так и в сервисных отраслях. Сводный индекс PMI по выпуску составил 50,0 п. в ноябре после 45,8 п. в октябре (Рисунок 16). При этом на фоне снижения негативного влияния факторов внутреннего спроса и неопределенности усиливаются трудности на стороне внешнего спроса и нехватки кадров в ряде отраслей. Ожидания бизнеса по выпуску еще не вернулись к уровням сентября и сохраняют разнонаправленную динамику, демонстрируя ухудшение в отраслях добычи полезных ископаемых, строительстве и сегменте МСП.

⁴ Оценка ДИП.

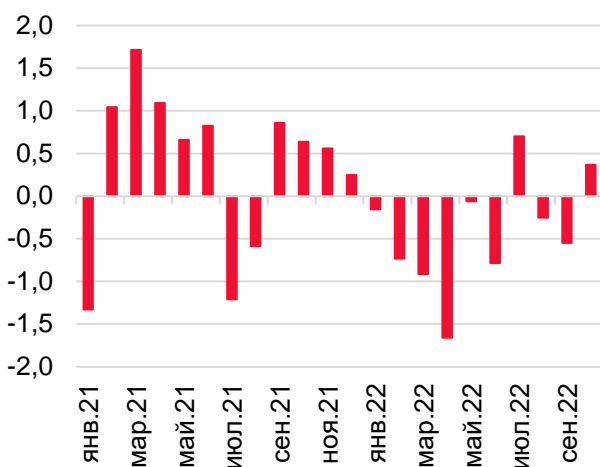
⁵ Конъюнктурные опросы ИЭП, индекс RSBI активности малого бизнеса.

Рисунок 14. Темп роста⁶ объема входящих платежей к среднему в предыдущем квартале, взвешенный по доле отраслей в ВДС, сезонность устранена, %



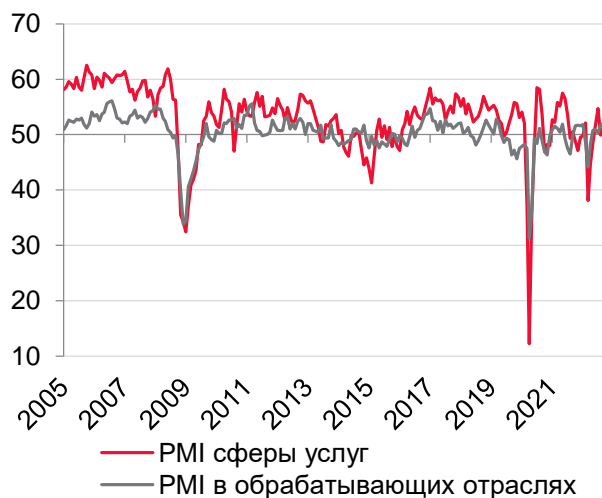
Источники: Банк России, «Мониторинг отраслевых финансовых потоков».

Рисунок 15. Динамика выпуска базовых видов экономической деятельности, % м/м SA



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

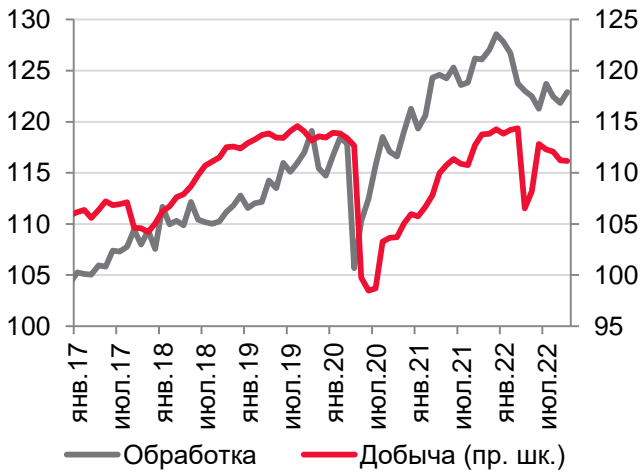
Рисунок 16. PMI в обрабатывающей промышленности и услугах, пункты



Источник: S&P Global.

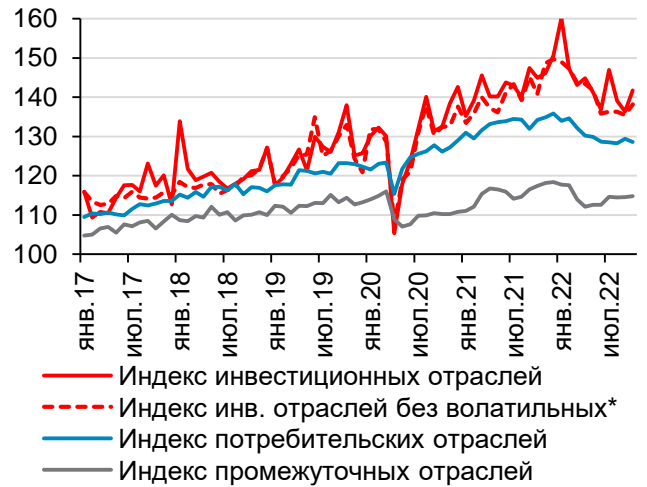
⁶ Под темпами роста понимается процентное изменение искомой величины: $g = \frac{(x_1 - x_0)}{x_0} * 100$.

Рисунок 17. Динамика индексов добычи полезных ископаемых и обрабатывающего производства (2014 = 100)



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

Рисунок 18. Выпуск групп отраслей обрабатывающей промышленности, SA, 01.2016 = 100%



* Под волатильными подразумеваются производства готовых металлических изделий, кроме машин и оборудования и прочих транспортных средств и оборудования.

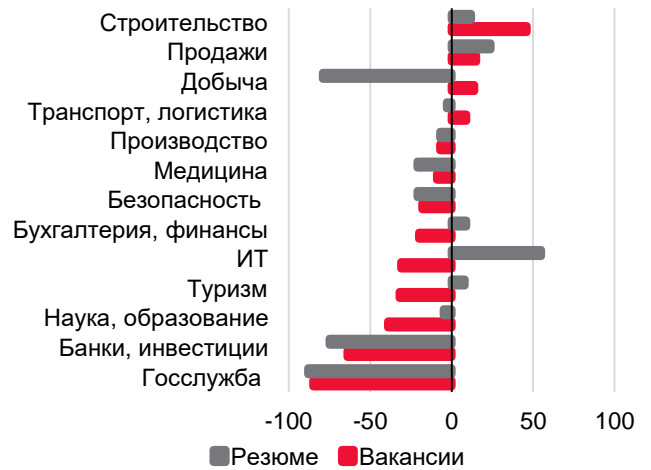
Источники: Росстат, расчеты ДИП.

Рисунок 19. Уровень безработицы, %



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

Рисунок 20. Динамика вакансий и резюме в профессиональных отраслях в октябре, % г/г



Источник: HeadHunter.

Рисунок 21. Динамика резюме, вакансий (% г/г) и индекса HeadHunter⁷ (п.)



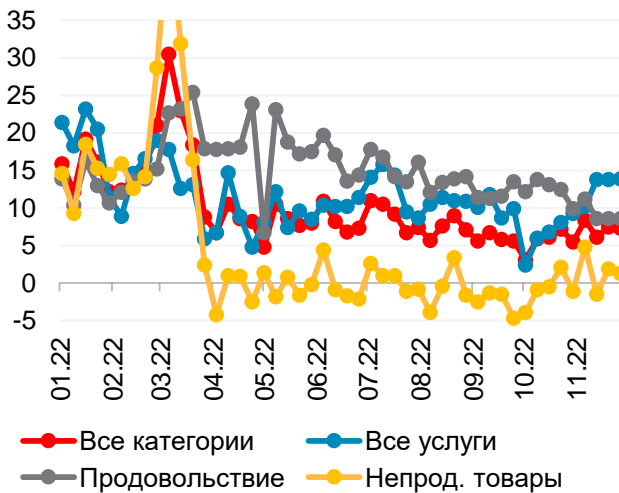
Источники: Росстат, HeadHunter, расчеты ДИП.

Рисунок 22. Динамика заработной платы, % г/г



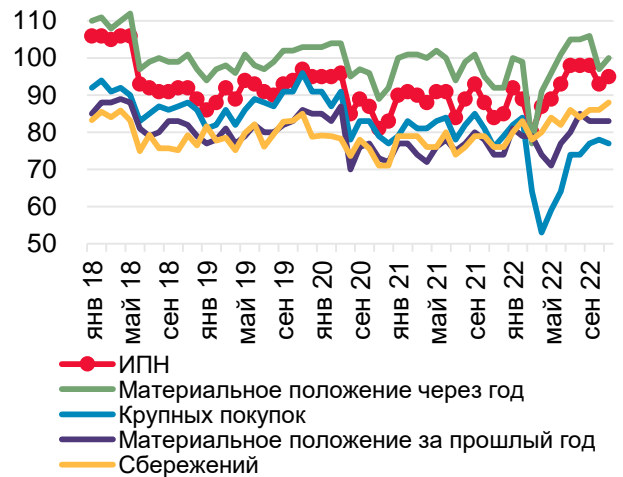
Источники: Росстат, СберИндекс, расчеты ДИП.

Рисунок 23. Рост номинальных расходов на товары и услуги, % г/г⁸



Источник: СберИндекс.

Рисунок 24. Индексы потребительских и финансовых настроений населения, п.п.

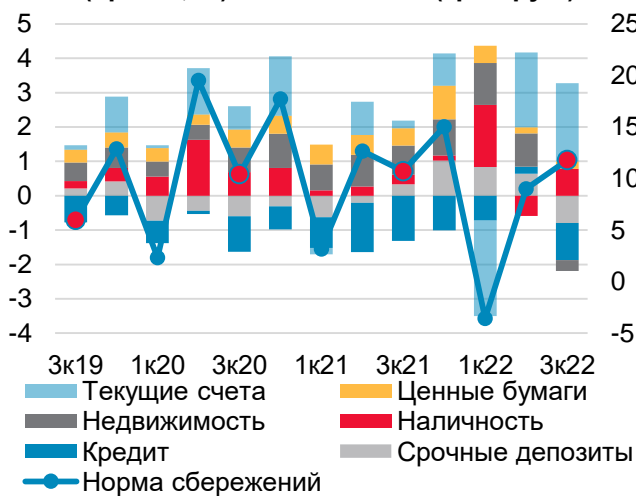


Источник: ООО «ИНФОМ».

⁷ Отражает отношение резюме к вакансиям. Чем он выше, тем ниже уровень конкуренции за сотрудников.

⁸ Данные за неделю 31.10 – 06.11.2022 в сравнении с неделями до локдауна 22–28.10.2021.

Рисунок 25. Уровень и норма сбережений (пр. шк., %) домохозяйств (трлн руб.)



Источники: Банк России, Росстат, расчеты ДИП.

2.2. Охлаждение в сегменте розничного кредитования в октябре

- Рост неопределенности в конце сентября привел к временному снижению потребительской активности, которое отразилось и на динамике розничного кредитования.
- При этом корпоративное кредитование продолжало расти повышенными темпами, в том числе благодаря активному замещению валютного кредитования рублевым.
- Смещение структуры депозитов в пользу краткосрочных инструментов вкупе с общим ускорением роста денежных агрегатов до максимальных темпов с момента перехода на таргетирование инфляции указывает на нарастание проинфляционных рисков.

В октябре рост рублевого розничного кредитования, по оценке ДИП, замедлился до 1,1 с 1,3% м/м SA в сентябре (Рисунок 26), с начала года прирост составил 6,9% SA. Замедление наблюдалось в основных сегментах розничного кредитования: прирост ипотечного портфеля замедлился до 1,7 с 2,1% м/м SA, потребительского кредитования – до 0,1 с 0,3% м/м SA. Портфель автокредитов снизился на 0,4% м/м SA после -0,5% м/м SA (Рисунок 28). На динамику розничного кредитования повлияла выросшая в конце сентября неопределенность, которая привела к временному снижению потребительской активности и кредитования в первой половине октября.

В октябре в ипотечном сегменте выдачи в годовом выражении уменьшились как из-за снижения спроса (Рисунок 29), так и ужесточения банками условий кредитования из-за роста неопределенности. Объем кредитов, предоставленных под залог ДДУ, прежде всего льготных, снизился на 10,5% г/г после роста в последние месяцы (Рисунок 27). На вторичном рынке годовое снижение выдач ускорилось до 10,4 с 6,4% г/г. Динамика заявок в ноябре, по данным сервиса «ДомКлик», указывает на возможное восстановление

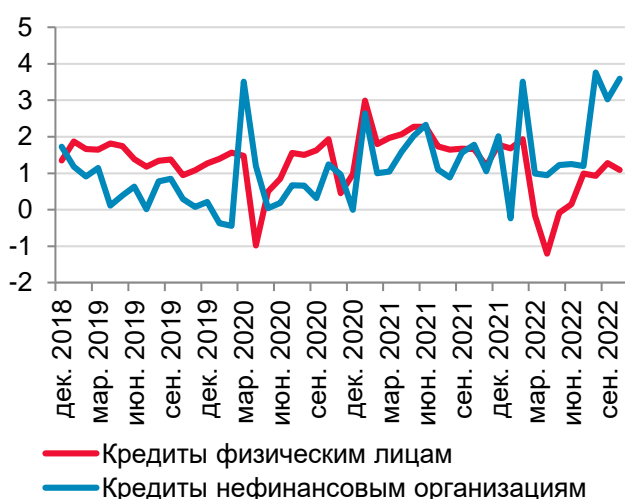
спроса. При этом более осторожный подход банков к выдачам кредитов может сдерживать масштабы увеличения активности в ипотечном сегменте. В ближайшие месяцы на динамику ипотечного портфеля и цен на недвижимость будет влиять решение о дальнейшей судьбе программы льготной ипотеки под 7%, завершающей действие в конце 2022 года.

Прирост рублевых кредитов нефинансовым организациям остается высоким – 3,6% после 3,0% м/м SA в сентябре⁹ (прирост с начала года – 23,3% SA). Отчасти рост рублевого кредитования поддерживается девальютацией портфеля – объем кредитов в валюте снизился на 5,8% м/м SA. Льготное кредитование также не является определяющим фактором роста кредитования. При этом динамика корпоративного портфеля, так же, как и изменение деловой активности, остается неоднородной по отраслям¹⁰.

На фоне некоторого повышения ставок рост рублевых депозитов физических лиц в октябре ускорился до 0,9 с 0,6% м/м SA, с начала года – прирост 7,1% SA. Продолжилось смещение структуры депозитов в пользу краткосрочных инструментов. В годовом выражении снижение долгосрочных и среднесрочных депозитов замедлилось, при этом ускорился прирост вкладов сроком до 30 дней и средств на счетах. Объем вкладов населения в иностранной валюте продолжил снижаться: -6,0% после -10,4% м/м SA в сентябре. Частично это объясняется переводом части средств за рубеж (Рисунок 30).

Ускоренный рост рублевой денежной массы продолжается – по итогам октября он превысил 24% г/г, обновив максимум с момента перехода на таргетирование инфляции. Замещение валютного кредитования и внешнего долга рублевыми кредитами отражается и на валютной структуре пассивов банков (Рисунок 31). Так, рост широкой денежной массы по итогам октября был гораздо меньше – 10,8% г/г (после исключения влияния валютной переоценки – 15,3% г/г).

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



Источники: Банк России, расчеты ДИП.

Рисунок 27. Объем выданных льготных ипотечных кредитов, млрд руб.



Источники: ДОМ.РФ, расчеты ДИП.

⁹ Портфель кредитов финансовым организациям вырос на 1,2% м/м SA после снижения на 2,2% м/м SA в сентябре.

¹⁰ Согласно индексам PMI, в октябре наблюдалось улучшение деловой активности в обрабатывающих отраслях и сокращение в сфере услуг.

Рисунок 28. Прирост портфеля розничных кредитов, % м/м SA



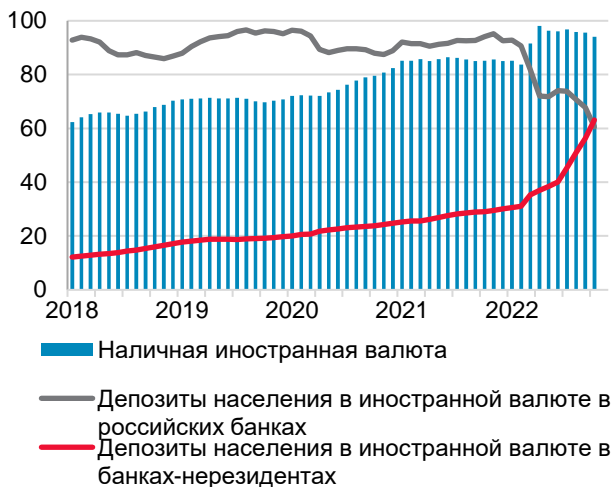
Источники: Банк России, расчеты ДИП.

Рисунок 29. Количество заявок на кредиты и ипотечных сделок, тыс. ед.



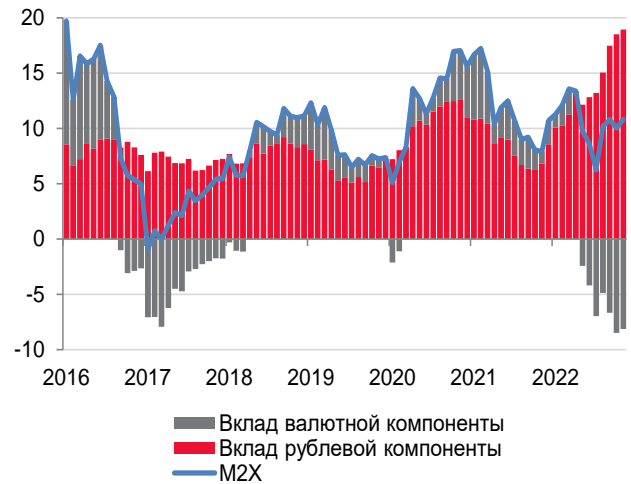
Источники: ДомКлик, расчеты ДИП.

Рисунок 30. Динамика валютных депозитов и наличной иностранной валюты, млрд долл.



Источники: Банк России, расчеты ДИП.

Рисунок 31. Структура роста широкой денежной массы M2X, %



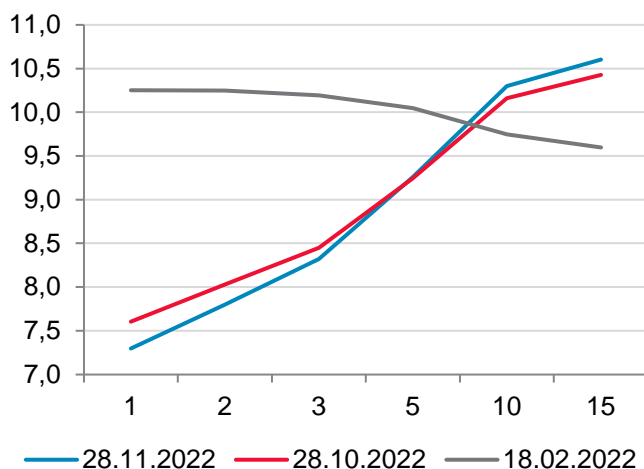
Источники: Банк России, расчеты ДИП.

3. Финансовые рынки

3.1. Некоторое смягчение денежно-кредитных условий в октябре – ноябре

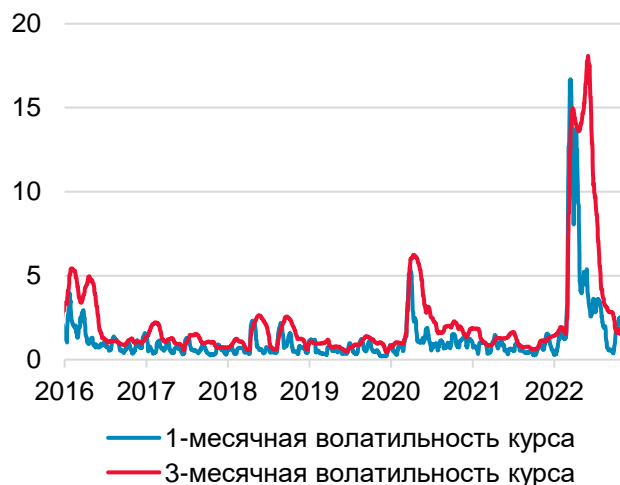
- Денежно-кредитные условия в октябре – ноябре в целом несколько смягчились за счет понижения доходностей краткосрочных ОФЗ (1–3 года – на 34–58 б.п. с середины октября) при небольшом росте долгосрочных (+5–9 б.п.). В результате угол наклона кривой доходностей (10 лет – 2 года) увеличился с 175 до 233 базисных пунктов. Такая динамика отражает некоторое снижение неопределенности в экономике на краткосрочном горизонте при осторожном отношении инвесторов к динамике государственного долга в среднесрочной перспективе.
- После первых «тестовых» размещений в сентябре Минфин России стал наращивать объем привлечений на первичном рынке. Ожидания инвесторов, что основной упор при размещениях Минфина России в конце года будет сделан на ОФЗ с фиксированным доходом, вызвали рост доходностей в начале ноября. Позднее, после масштабных аукционов в ноябре, на которых основной объем был привлечен за счет ОФЗ с плавающим купоном (флоатеры), доходности бумаг с фиксированным купоном скорректировались вниз.
- Минфин России за 1,5 месяца привлек через флоатеры 1 трлн рублей. Общий объем размещений ОФЗ (всех типов бумаг в номинальном выражении) с 19 октября составил 1,26 трлн руб. (подробнее см. раздел «В фокусе. Об инфляционных рисках ОФЗ»).
- Валютный рынок характеризовался стабильностью. Рубль немного укрепился к доллару США (с 61,65 до 60,83 руб./долл. США), однако несколько ослаб к евро (до 63,68 руб./евро) на фоне роста курса евро к доллару США (с 0,98 до 1,04 долл. США/евро). Юань с середины октября торговался в пределах 8,3–8,5 руб./юань, однако в последние числа ноября перешел к росту, превысив уровень 8,9 руб./юань. Укрепление юаня происходило на фоне новостей о снятии ковидных ограничений в Китае. Доля валютных пар «доллар США – рубль» и «евро – рубль» в общих оборотах торгов на Московской Бирже снижается, при этом доля валютной пары «юань – рубль» в ноябре достигла 25%. Доля остальных валют, в том числе дружественных стран, остается незначительной.

Рисунок 32. Кривая бескупонной доходности ОФЗ, %



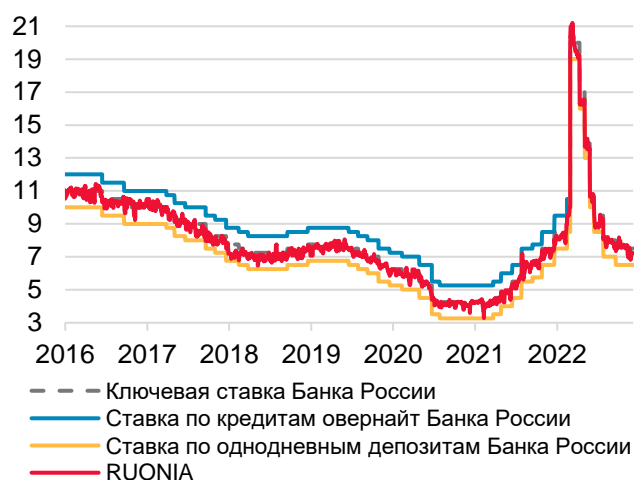
Источник: Cbonds.

Рисунок 33. Волатильность курса рубля



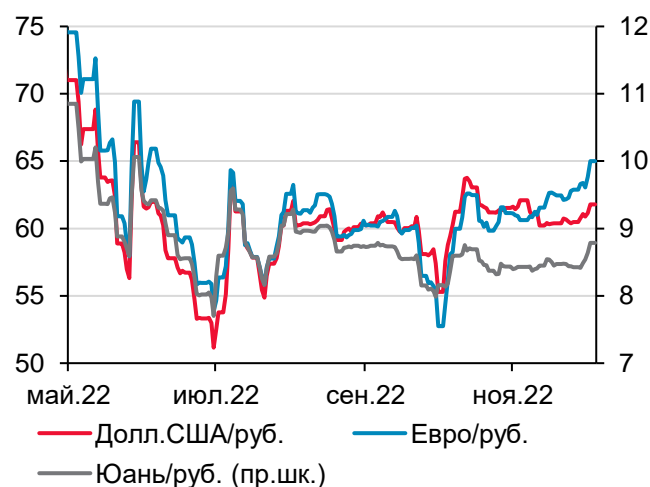
Источник: Cbonds.

Рисунок 34. Процентный коридор Банка России и краткосрочная ставка рынка МБК, % годовых



Источник: Cbonds.

Рисунок 35. Динамика курсов валют Банка России



Источник: Cbonds.

3.2. Торможение мировой экономики давит вниз на сырьевые цены

- С начала октября котировки сырьевых товаров демонстрировали разнонаправленную динамику. Индекс цен сырьевых товаров Bloomberg потерял 2%: котировки энергетических и сельскохозяйственных товаров сократились на 8 и 2% при росте цен промышленных и драгоценных металлов на 5 и 3% соответственно (Рисунок 36).

- Понижающее давление на сырьевые цены оказывает замедление роста мировой экономики. Наиболее чувствительны рынки к ситуации в Китае. Ослабление коронавирусных ограничений в первой половине ноября сменилось их ужесточением после резкого роста числа заболеваний. При этом общее повышающее давление на котировки сырьевых товаров оказывало ослабление доллара США к основным мировым валютам (индекс DXY снизился на 6%).
- Котировки нефти марки Urals упали на 17%, до 62 долл./барр. (Рисунок 37). Ухудшение перспектив роста мировой экономики отразилось в снижении прогноза роста спроса на нефть со стороны ведущих международных энергетических агентств (в 2023 г. в среднем на 0,6 млн б/с). При этом по-прежнему ожидается опережающий рост потребления в Китае, Индии и странах Ближнего Востока – основных потребителях российской нефти (Рисунок 38).
- В октябре добыча нефти в России незначительно сократилась. Ее дальнейшая динамика зависит от действия различных ограничительных мер со стороны недружественных стран. Страны G7, ЕС и Австралия договорились об установлении потолка цен на российскую нефть на уровне 60 долл./барр. с механизмом корректировки¹¹ для поддержания предельной цены не менее чем на 5% ниже рыночной. В ответ Россия может сократить объем экспорта.
- Добыча стран ОПЕК+ в октябре немного выросла – на 0,1 млн б/с (динамика квот предполагала схожее по масштабу сокращение). Восстановление добычи нефти в Казахстане и Ираке компенсировало сокращение добычи в Саудовской Аравии (Рисунок 39). Снижение добычи Саудовской Аравией сверх квоты наблюдается не впервые и, возможно, объясняется желанием поддержать нефтяные цены на фоне выросшей неопределенности относительно дальнейшей динамики спроса.
- Однако высокие цены на нефть не выгодны крупным странам-потребителям. Так, власти США призывают нефтяные компании активнее наращивать добычу. При этом, вероятно, близкие к исчерпанию запасы пробуренных, но не завершенных скважин (Рисунок 40), рентабельных в текущих условиях, и без того стимулируют буровую активность¹² (Рисунок 41). Вместе с тем в среднесрочной перспективе сланцевые компании по-прежнему не планируют отходить от консервативной политики умеренного роста добычи при максимизации доходов акционеров.
- Котировки природного газа на крупном европейском хабе упали на 20%, до 125 евро/МВт•ч, из-за теплых погодных условий в октябре – первой половине ноября и возможности перенаправления в Европу части объемов сжиженного природного газа (СПГ), не востребованных Китаем ввиду ослабления внутреннего спроса¹³. Однако введение запрета китайскими властями на перепродажу СПГ для подготовки к отопительному сезону будет оказывать повышающее давление на котировки газа.

¹¹ Уровень предельной цены может быть пересмотрен в середине января и далее каждые два месяца.

¹² В октябре число законсервированных скважин выросло впервые с июня 2020 года.

¹³ Thomson Reuters ожидает падения в IV квартале на 20% г/г.

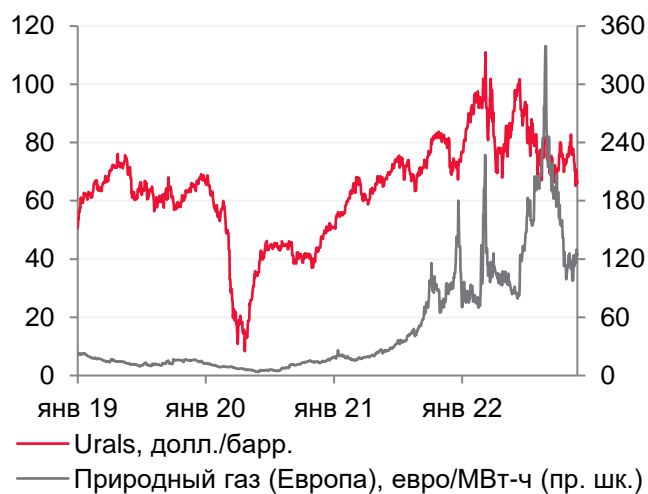
- В отличие от трубопроводного газа, поставки СПГ из России растут: в октябре, по данным Bloomberg, экспорт СПГ вырос на 0,4 млрд куб. м, приблизившись к марттовскому максимуму. В основе этого – рост спроса со стороны Франции, позволивший России выйти на второе место после США по поставкам в ЕС. Поставки СПГ помогают поддерживать запасы газа в ЕС на максимальных уровнях в преддверии холодов.
- Котировки большинства цветных металлов перешли к росту с начала октября¹⁴ на фоне частичного восстановления спроса со стороны строительного сектора Китая¹⁵, а также сокращения выпуска в Европе вследствие высоких цен на газ. При этом в течение следующих нескольких лет ожидается существенное расширение производства в Китае и Индонезии, которое перекроет спад производственной активности в Европе, оказав понижающее давление на цены.
- Внешний спрос на продукцию российской цветной металлургии остается высоким. Отсутствие альтернативных источников поставок и опасения сильного повышения цен при отказе от работы с российскими поставщиками поддерживают спрос и со стороны недружественных стран.

Рисунок 36. Индексы Bloomberg цен товаров и металлов (01.01.2019 = 100)



Источники: Investing.com, CNBC, расчеты ДИП.

Рисунок 37. Цена нефти марки Urals и природного газа в Европе

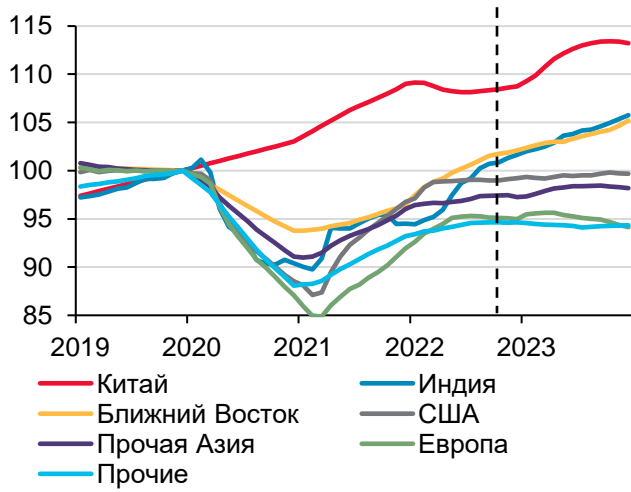


Источники: Investing.com, расчеты ДИП.

¹⁴ По данным Investing, цены на никель и олово выросли на 14%, на медь и алюминий – на 7 и 3% соответственно.

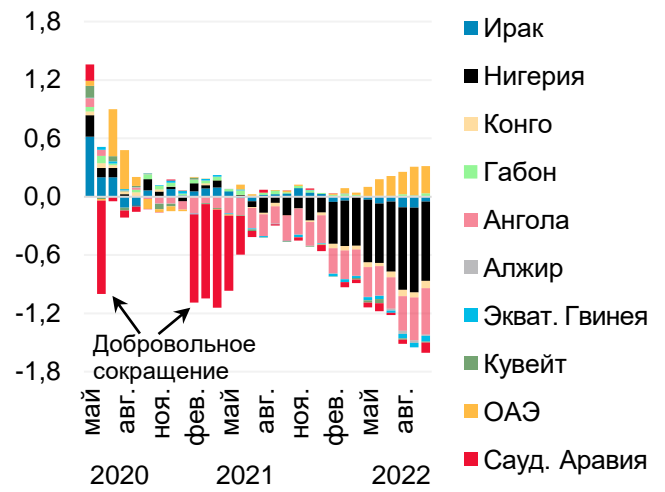
¹⁵ Власти Китая приняли в середине ноября масштабный план поддержки.

Рисунок 38. Потребление нефти*
(01.12.2019 = 100)



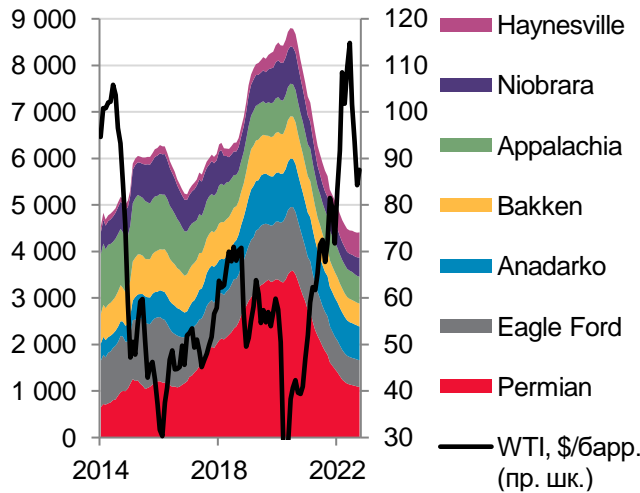
* Скользящая средняя за год.
Источники: EIA, расчеты ДИП.

Рисунок 39. Отклонение добычи нефти ОПЕК от квот («+» – превышение квот), млн б/с



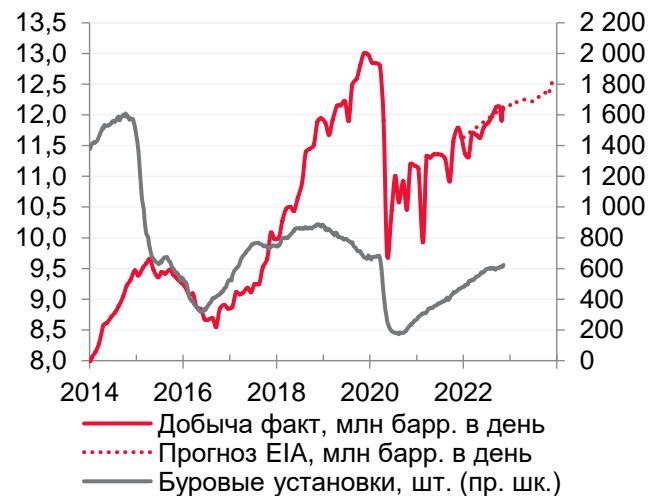
Источники: МЭА, расчеты ДИП.

Рисунок 40. Число пробуренных, но незавершенных скважин в США и цена нефти WTI



Источники: EIA, расчеты ДИП.

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



Источники: Baker Hughes, EIA, расчеты ДИП.

В фокусе. О финансировании дефицита бюджета через ОФЗ

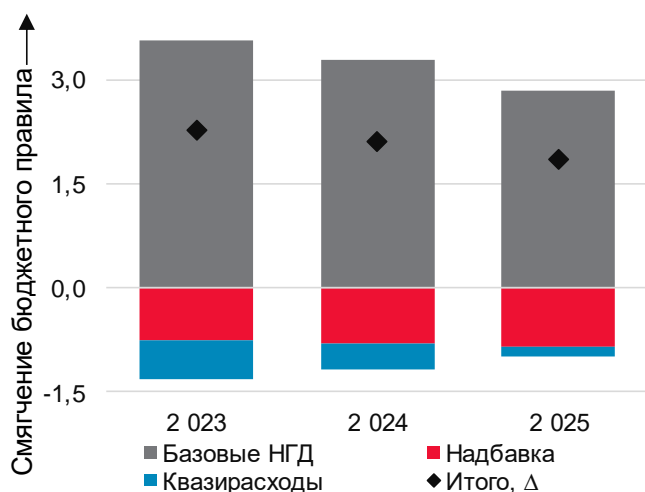
- Запланированный Минфином России переход к бюджетному правилу в новой модификации предполагает формирование структурно более высокого уровня расходов федерального бюджета по сравнению с предыдущей модификацией. Основным источником финансирования дефицита станет размещение ОФЗ.
- Вернувшись на рынок внутреннего долга после полугодовой паузы, в ноябре Минфин России нарастил объем размещений преимущественно за счет бумаг с плавающим купоном (ОФЗ-ПК). Основными покупателями выступили банки, которым ОФЗ-ПК помогают улучшить показатели ликвидности, а также снижают чувствительность доходов к динамике ставок денежного рынка (процентному риску).
- Технические возможности банков по покупке ОФЗ-ПК значительны. Тем не менее объемы допустимого финансирования по этому каналу все же ограничены. Значительный дефицит бюджета создает дополнительный спрос в экономике, повышая проинфляционные риски. Этот фактор должен учитываться при проведении ДКП.

Планы Минфина России по постепенной нормализации бюджетной политики предполагают переход к новой модификации бюджетного правила в 2025 году. Она предусматривает смягчение бюджетного правила в нефтегазовой части по сравнению с предыдущей модификацией за счет большей величины базовых нефтегазовых доходов и ужесточение в ненепфтегазовой части посредством сокращения целевого значения структурного первичного сальдо¹⁶ федерального бюджета и дополнительного ограничения на сальдо межгосударственных и бюджетных кредитов (Рисунок 42). По нашим оценкам, это позволяет увеличить расходы в 2023–2025 гг. ежегодно на 2,8–3,6 трлн руб. относительно прежней конструкции бюджетного правила. При этом в 2023–2024 гг. предусмотрен переходный период, когда расходы превысят расчетные по бюджетному правилу на 2,9 и 1,6 трлн руб. соответственно. Это отражает необходимость дополнительной поддержки экономики со стороны бюджета в период структурной трансформации.

Ожидается, что в результате бюджет будет формироваться с дефицитом 2,9 трлн руб. в 2023 г. со снижением до 1,3 трлн руб. к 2025 г. (Рисунок 43). Важным источником финансирования дефицита бюджета в среднесрочном периоде выступит расходование средств ФНБ в объеме 2,6 трлн руб. в 2023–2024 годах. Более активное использование ФНБ в этих целях нереалистично, так как с учетом запланированного инвестирования ликвидной части (3,5 трлн руб. совокупно за 2023–2025 гг.) к концу прогнозного горизонта она будет исчерпана практически полностью (до 65 млрд руб. с учетом возобновления поступления дополнительных нефтегазовых доходов).

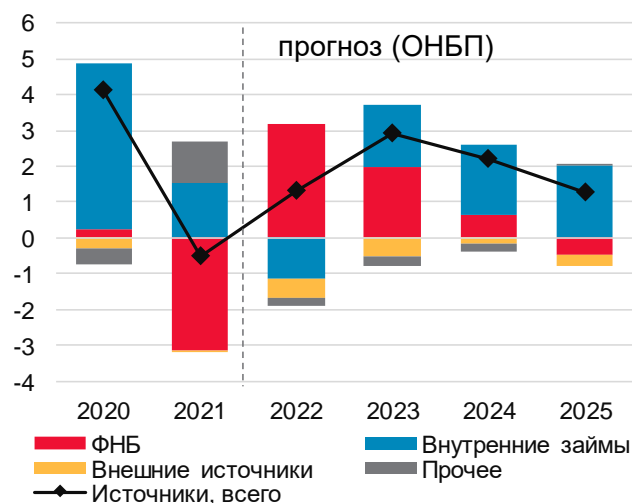
¹⁶ Разность между суммой непроцентных расходов и квазирасходных операций и суммой ненепфтегазовых и базовых нефтегазовых доходов.

Рисунок 42. Факторы различий в расходах федерального бюджета по новому и старому бюджетному правилу, трлн руб.



Источники: Минфин России, расчеты ДИП.

Рисунок 43. Источники финансирования дефицита федерального бюджета, трлн руб.



Источник: Минфин России.

В условиях ограниченных возможностей использования иных источников, включая временно свободные остатки бюджетных средств, основной вклад в финансирование дефицита бюджета внесут внутренние заимствования, закладываемые в объеме 5,7 трлн руб. совокупно за 2023–2025 годы.

В этом году размещения ОФЗ были временно приостановлены в начале февраля, а затем возобновились осенью. Основной объем размещений пришелся на ноябрь (в сентябре был проведен только один пробный аукцион на сумму всего 10 млрд руб., в октябре на двух аукционах было привлечено 227 млрд руб.), при этом сумма привлечений в ноябре составила около 1,2 трлн рублей.

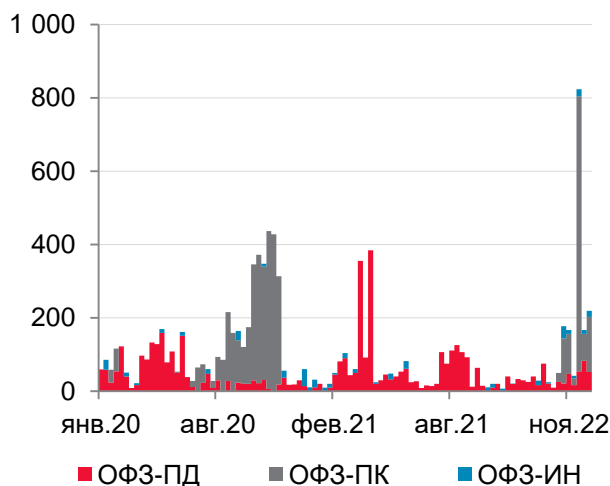
Из общего объема привлечений в течение осенних месяцев в 1,44 трлн руб. почти 77% пришлось на ОФЗ-ПК (флоатеры), выпуски с купоном, ставка которого зависит от среднего значения ставок RUONIA за текущий купонный период с временным лагом в 7 дней. Основными покупателями этих бумаг, как правило, являются крупные банки (Рисунок 45).

Технические возможности банков по наращиванию госдолга на своем балансе велики. При этом привлекательными для банков выступают ОФЗ с переменным купоном, которые интересны с точки зрения управления активами и пассивами.

С одной стороны, флоатеры помогают управлять процентным риском банка, снижая чувствительность доходов к динамике ставок денежного рынка. В отличие от вложений в классические ОФЗ-ПД с фиксированным купоном, рост рыночных ставок не приводит к отрицательной переоценке вложений в ОФЗ-ПК, равно как и снижение ставок не приводит к положительной переоценке. Это особенно важно в отсутствие эффективно работающего рынка производных финансовых инструментов (ПФИ), так как в текущей

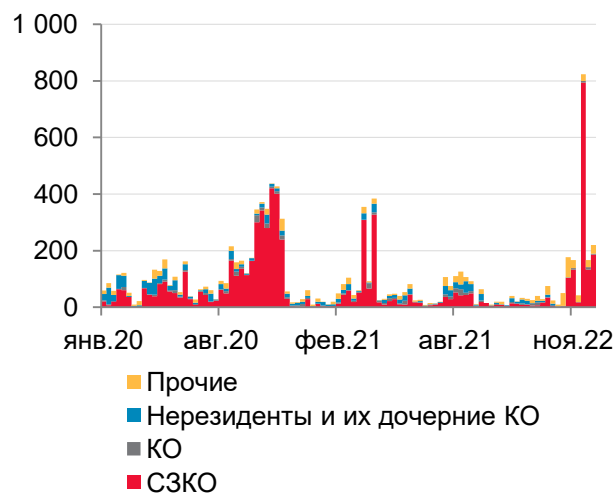
ситуации банки не имеют возможности управлять процентным риском с помощью классических инструментов деривативного рынка¹⁷.

Рисунок 44. Размещение ОФЗ по типам бумаг, млрд руб.



Источники: Московская Биржа, расчеты ДИП.

Рисунок 45. Размещение ОФЗ по типам покупателей, млрд руб.



Источники: Московская Биржа, расчеты ДИП.

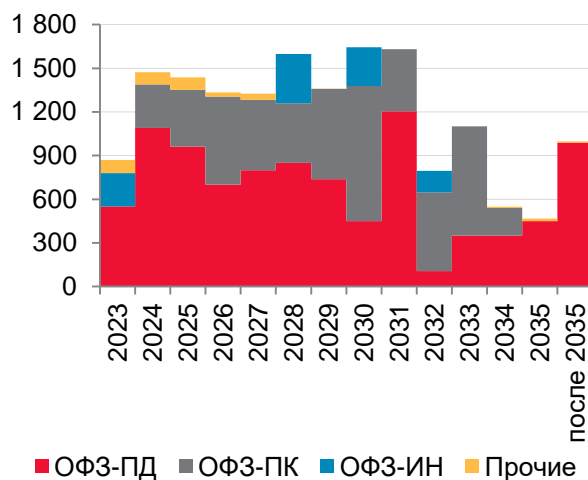
С другой стороны, покупки флоатеров засчитывают при расчете нормативов ликвидности. Кроме того, эти активы не создают нагрузки на капитал (имеют нулевой вес при расчете нормативов достаточности капитала) и могут использоваться в качестве обеспечения для операций рефинансирования.

Текущий график погашения внутреннего госдолга позволяет Минфину России комфортно размещать долгосрочные бумаги (от 10 лет) при сохранении высокой устойчивости государственных финансов (Рисунок 46). В то же время размещение флоатеров будет означать неопределенность в отношении будущих купонных платежей, и размещение больших объемов ОФЗ-ПК в целом увеличивает чувствительность расходов бюджета к экономическому циклу и динамике инфляции.

Отсутствие свободных денежных средств на корсчетах может ограничивать потенциальный объем покупок ОФЗ банками на первичных аукционах. Недостаток ликвидности для проведения этих операций банки могут восполнить через сделки репо с Банком России. При этом сразу после покупки ОФЗ ситуация с ликвидностью ухудшается (деньги уходят с корсчетов банков) и обратно в банковскую систему она начинает возвращаться по мере поступления бюджетных средств на счета клиентов в кредитных организациях в результате осуществления госрасходов. Улучшение ситуации с ликвидностью позволяет банкам постепенно погашать задолженность по сделкам репо.

¹⁷ Например, до февраля 2022 г. активно заключались сделки процентных свопов, в рамках которых нерезиденты брали на себя риск изменения рыночных ставок. Подробнее об изменениях на рынке ПФИ см. в материале [«Рынок внебиржевых производных финансовых инструментов»](#).

Рисунок 46. Распределение ОФЗ по времени погашения*, млрд руб.



* По состоянию на 24.11.2022.

** Категория «Прочие» включает ОФЗ-АД, ОФЗ-Н, ГСО-ФПС и ГСО-ППС.

Источники: Минфин России, расчеты ДИП.

Несмотря на то, что объемы потенциальных размещений ОФЗ среди банков высоки, значительный дефицит бюджета создает дополнительный спрос в экономике, повышая проинфляционные риски. На эти риски Банк России в рамках политики таргетирования инфляции должен реагировать ужесточением ДКП, чтобы ограничить создание дополнительного спроса через канал кредитования частного сектора и обеспечить инфляцию вблизи цели. В результате, государственный спрос будет вытеснять спрос частного сектора. Поэтому важно удерживать дефицит под контролем.

Новая версия бюджетного правила после выхода на его целевые параметры в 2025 г. будет ограничивать инфляционные риски со стороны бюджета и способствовать устойчивости государственных финансов. При этом во время переходного периода эффективность проводимой бюджетной политики могли бы повысить меры по оптимизации бюджетных расходов (включая квазирасходы в форме инвестирования средств ФНБ) и доходов.

Александр Морозов,
директор

Артур Ахметов

Сергей Власов

Татьяна Кузьмина

Левон Мовсесян

Максим Неваленный

Екатерина Петренева

Алексей Поршаков

Белла Рабинович

Арина Сапова

Юлия Ушакова

Мария Федулова

Анастасия Хажгериева

Мария Харламова

Анна Цветкова

Яна Чернышова

Дмитрий Чернядьев