



Банк России



№ 8

О ЧЕМ ГОВОРЯТ ТРЕНДЫ Макроэкономика и рынки

Бюллетень Департамента исследований и прогнозирования

Декабрь 2023

ОГЛАВЛЕНИЕ

Краткое содержание	3
1. Инфляция	4
1.1. Устойчивое инфляционное давление остается высоким	4
2. Экономическая динамика	9
2.1. Экономическая активность продолжает расширяться	9
2.2. Замедление роста кредитования при ускорении роста депозитов	13
3. Финансовые рынки	17
3.1. Доходности ОФЗ снижались после повышения Банком России ключевой ставки	17
3.2. Временные излишки нефти на мировом рынке в октябре	19

Бюллетень подготовлен Департаментом исследований и прогнозирования по данным на 01.12.2023.
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

- Оперативные данные свидетельствуют о замедлении роста российской экономики в IV квартале. При этом сохранились оптимистичные ожидания бизнеса на ближайший год и высокий уровень потребительского оптимизма. Сильный текущий рост цен и кредитования остался на прежнем уровне, как и высокий уровень инфляционных ожиданий. Вместе с тем работа трансмиссионного механизма денежно-кредитной политики (ДКП) постепенно дает свои результаты: вслед за ростом процентных ставок в экономике повысилась сберегательная активность населения, в отдельных сегментах начал снижаться спрос на кредиты. Уже принятые решения по ДКП приведут к постепенному торможению инфляционных процессов в предстоящие месяцы и кварталы. Вместе с тем, для возвращения инфляции к цели в 2024 г. в условиях высоких и незаякоренных инфляционных ожиданий и сохранения стимулирующей бюджетной политики может потребоваться поддержание жесткости ДКП в течение продолжительного времени.
 - Рост деловой и потребительской активности в октябре – ноябре начал постепенно сбавлять обороты, прежде всего в сегменте услуг. Вместе с тем, высокие деловые и потребительские ожидания стимулируют дальнейшее увеличение производства, активного найма и повышение заработных плат с переносом издержек на покупателя. При этом возможности расширения предложения ограничены.
 - С поправкой на сезонность месячный рост потребительских цен в октябре – ноябре несколько замедлился, по-прежнему оставаясь высоким. Высокими остаются также темпы роста цен на товары и услуги, характеризующиеся устойчивой динамикой, и инфляционные ожидания бизнеса и населения. Для перехода к устойчивому замедлению роста цен в результате проведения жесткой ДКП требуется время.
 - Укрепление рубля в последние недели во многом отражает улучшение внешнеторгового сальдо в результате возросших осенью экспортных цен на нефть, введения обязательной продажи валютной выручки и снижения импорта. В свою очередь уменьшение импорта – ожидаемая реакция импортеров на летнее ослабление рубля и ужесточение ДКП.
 - Фиксированные ставки свопов на ставку RUONIA сроком 3 и 6 месяцев превышают ключевую ставку более чем на 0,5 процентного пункта. Это во многом отражает рыночные ожидания сохранения ключевой ставки на текущем или более высоком уровне продолжительное время. Возросшие процентные ставки способствуют активизации инвестиций в инструменты денежного рынка и банковские вклады.

1. Инфляция

Процесс как ускорения, так и замедления инфляции во многом носит инерционный характер, поэтому растянут во времени. Сейчас текущие темпы роста цен перестали увеличиваться, однако значимого их снижения пока не произошло. Рост устойчивых компонентов цен товаров и услуг, составляющих потребительскую корзину, существенно превышает 4% в пересчете на год и скорее увеличивается, чем замедляется. Годовая инфляция еще несколько месяцев будет возрастать по мере выхода из базы расчета относительно низких темпов роста цен конца 2022-начала 2023 года.

1.1. Устойчивое инфляционное давление остается высоким

- Месячные темпы роста цен в октябре замедлились по всем крупным категориям товаров и услуг, но были по-прежнему высокими. Замедление произошло в основном за счет разворота в динамике цен отдельных волатильных категорий с высокой долей в потребительской корзине (овощи и фрукты, топливо), которые ускоренно дорожали в последние месяцы.
- При этом устойчивое инфляционное давление остается высоким. Аналитические показатели динамики цен изменились разнонаправленно, но остались заметно выше 4%.
- Продолжающийся рост реальных доходов и кредитования поддерживает спрос на высоком уровне, позволяя производителям перекладывать возросшие издержки в цены. На этом фоне трансмиссия в экономике уже принятых в июле – октябре решений по ДКП происходит медленнее, чем в прошлые эпизоды повышения ключевой ставки.

В октябре рост потребительских цен замедлился до 9,5 с 14,4% м/м SAAR¹ в сентябре. Годовая инфляция повысилась до 6,7 с 6,0% месяцем ранее (Таблица 1, Рисунок 2). В ноябре оценка годовой инфляции достигла 7,5% (на 27 ноября) – верхней границы прогнозного диапазона Банка России на конец 2023 года.

Темпы роста стоимости продовольственных товаров в октябре замедлились до 12,4 с 16,9% м/м SAAR в сентябре. Это вызвано возвратом динамики цен на овощи и фрукты к привычной сезонности. Без их учета темп удорожания продовольствия ускорился до 13,7 с 11,2% м/м SAAR. Производители благодаря высокому спросу могут перекладывать выросшие издержки в конечные цены. В некоторых сегментах увеличение цен особенно заметно, что привело к ужесточению регулирования со стороны исполнительной власти. Например, для стабилизации цен [Минсельхоз России предложил](#) временно ограничить экспорт мяса птицы и яиц, а также ввести беспошлинную квоту на ввоз некоторых видов мяса птицы. Однако [участники рынка ожидают](#), что эффективность предложенных мер будет ограниченной, а в случае их длительного действия может снизиться инвестиционная привлекательность [отрасли](#). В средне- и долгосрочной перспективе это

¹ Сезонно скорректированный месячный прирост цен в пересчете на год.

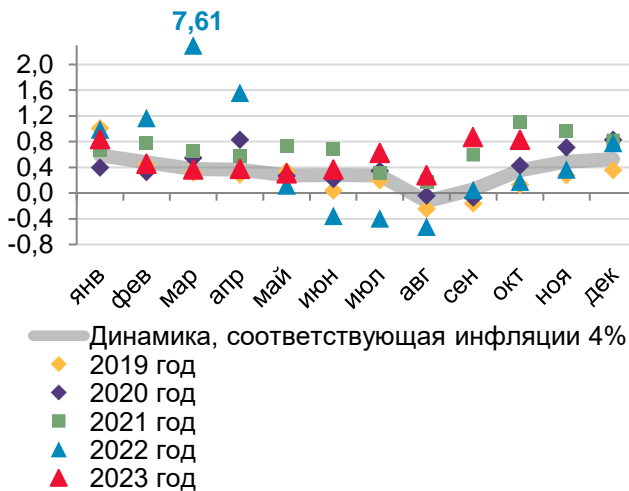
может ограничить возможности расширения предложения, в частности, на экспорт, и, как следствие, вызвать инфляционные риски.

Таблица 1. Инфляция и ее компоненты

	Окт. 2021	Окт. 2022	Авг. 2023	Сент. 2023	Окт. 2023
% г/г					
Все товары и услуги	8,1	12,6	5,2	6,0	6,7
Базовая инфляция	8,0	16,2	4,0	4,6	5,5
Прод. товары	10,9	12,1	3,6	4,9	6,0
Непрод. товары	8,2	14,1	3,6	4,6	5,1
Услуги	4,4	11,3	9,5	9,7	9,9
% м/м SAAR					
Все товары и услуги	13,3	1,5	9,5	14,4	9,5
Базовая инфляция	10,3	0,2	10,0	10,4	10,8
Прод. товары	24,1	-0,5	16,3	16,9	12,4
– без плодоовощей	15,4	-2,6	10,8	11,2	13,7
Непрод. товары	8,5	-0,6	14,4	12,6	5,7
– без нефтепродуктов и табака	9,0	-1,4	11,6	9,9	10,2
Услуги	4,9	7,6	-4,3	13,5	10,6
– без ЖКУ	5,6	9,6	-11,3	16,4	10,5

Источники: Росстат, расчеты ДИП.

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

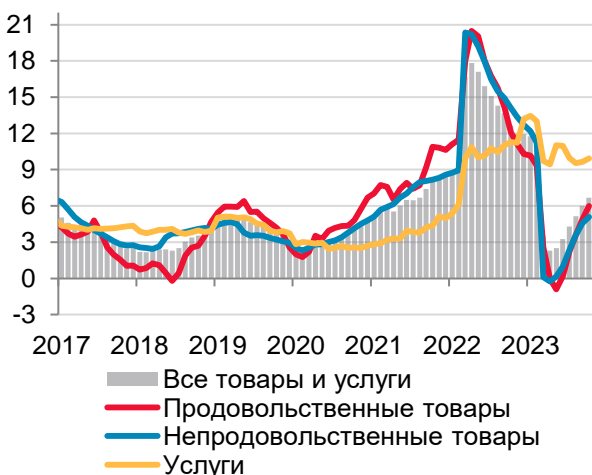


Источники: Росстат, расчеты ДИП.

В октябре также ускорился рост цен на мучные и крупяные изделия. [Минсельхоз России внес проект постановления](#) о запрете вывоза пшеницы твердых сортов. При этом давление со стороны мировых цен на зерно несколько спадает: рублевые цены российской пшеницы снизились с летних пиков. Среди крупяных изделий рис продолжает дорожать наибольшими темпами, несмотря на действующий до конца года [запрет на его вывоз](#).

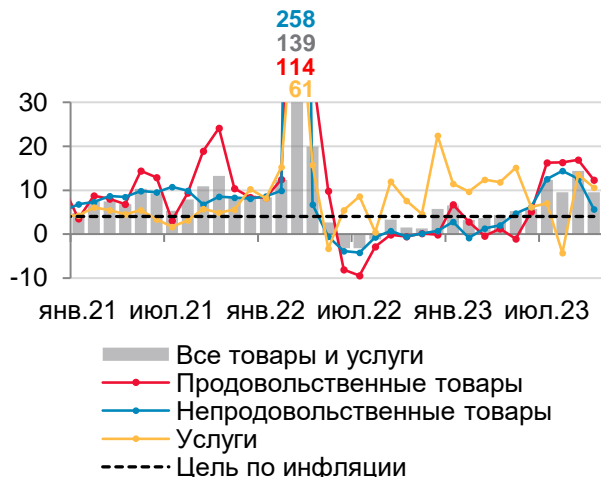
Наиболее существенно в октябре замедлился рост цен в непродовольственном сегменте – до 5,7 с 12,6% м/м SAAR розничной стоимости топлива вслед за оптовыми ценами после введения запрета на экспорт некоторых видов топлива. После того как в середине ноября ограничения были сняты в связи с насыщением внутреннего рынка рост оптовых цен был сдержанным. Этому также способствовал возврат с октября к старым параметрам демпфера.

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



Источник: Росстат.

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



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

Медианный рост цен на товары с высокой чувствительностью к динамике курса в октябре снизился и стал меньше медианы роста цен на слабо чувствительные к курсу компоненты (Рисунок 4). Это свидетельствует о том, что эффект переноса ослабления рубля в цены затухает одновременно с усилением проинфляционного влияния других, более устойчивых факторов. В основном замедление роста цен непродовольственных товаров произошло за счет товаров длительного пользования. Снизились темпы удорожания большинства электротоваров. По оперативным данным, спрос на них снижался в октябре и несколько восстановился в начале ноября за счет распродаж (Рисунок 5). Замедлился, хотя и остался высоким, рост стоимости автомобилей. [Спрос на машины](#) продолжает расти. В первую неделю ноября цены на отечественные автомобили выросли на 5,5% из-за [индексации цен одним из российских брендов](#).

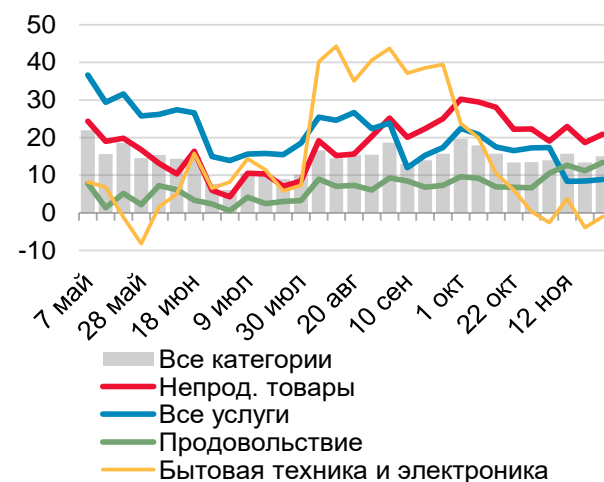
Рост стоимости услуг в октябре снизился до 10,6 с 13,5% м/м SAAR в сентябре. Динамика в этом сегменте была разнонаправленной. Замедление обусловлено снижением стоимости туристических услуг. В то же время ускорились темпы удорожания услуг пассажирского транспорта. В связи с [ростом расходов на топливо и электроэнергию](#) внепланово была проиндексирована стоимость проезда на общественном транспорте (обычно это происходит в январе). Выросли цены и на авиаперелеты. Также выросли цены на авиаперелеты. Без учета туризма и воздушного транспорта рост стоимости услуг остается повышенным (14,7 после 15,2% м/м SAAR в сентябре).

Рисунок 4. Медианные значения ИПЦ в зависимости от чувствительности к динамике курса, % м/м SAAR



Источники: Банк России, Росстат, расчеты ДИП.

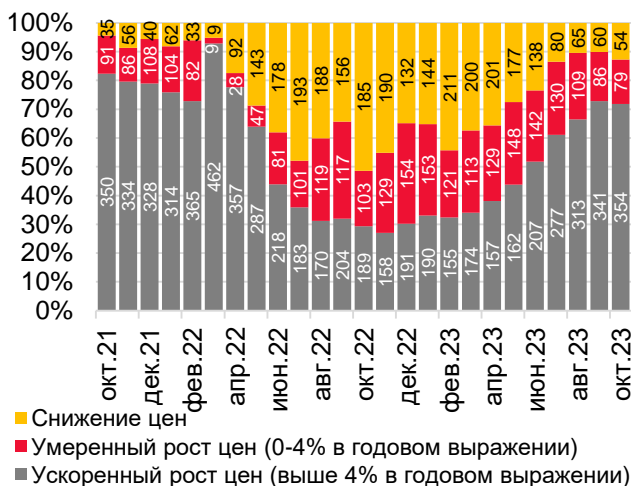
Рисунок 5. Изменение номинальных потребительских расходов, % г/г



Источник: СберИндекс.

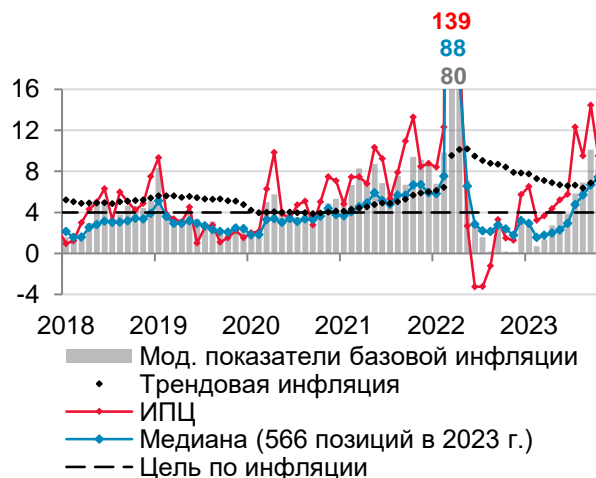
В целом аналитические показатели ценовой динамики свидетельствуют о сохранении инфляционного давления на высоком уровне. Модифицированные показатели базовой инфляции в октябре несколько снизились, но остались существенно выше 4% в годовом выражении (Рисунок 7). Также немного уменьшился вес ускоренно дорожающих позиций, который устойчиво повышался с начала года (Рисунок 6). При этом оценка трендовой инфляции продолжила расти – до 7,11 с 6,87% в сентябре. Это по-прежнему указывает на преобладание проинфляционных рисков в среднесрочной перспективе. Медиана распределения роста цен также выросла за счет продовольствия. Она остается выше 4% в пересчете на год во всех укрупненных категориях.

Рисунок 6. 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.

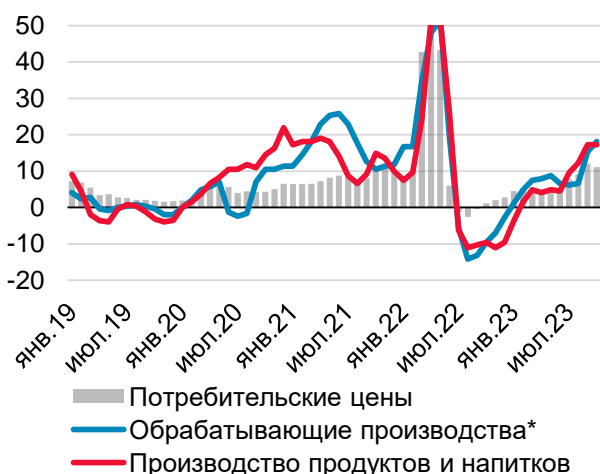
Рисунок 7. Модифицированные показатели* базовой инфляции (% в годовом выражении) и оценка трендовой инфляции (% в г/г)



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

Продолжающийся рост реальных зарплат и кредитования поддерживает спрос на высоком уровне, позволяя производителям перекладывать возросшие издержки в цены. Рост цен производителей заметно ускорился в последние месяцы (Рисунок 8). В октябре его темпы немного замедлились, но остались высокими. По опросным данным, [ценовые ожидания](#) предприятий в ноябре несколько снизились, однако остаются вблизи максимумов текущего года.

Рисунок 8. Динамика цен производителей и потребительских цен, % скользящее за три месяца в годовом выражении



* Без учета металлургического производства и нефтепереработки.
Источники: Росстат, расчеты ДИП.

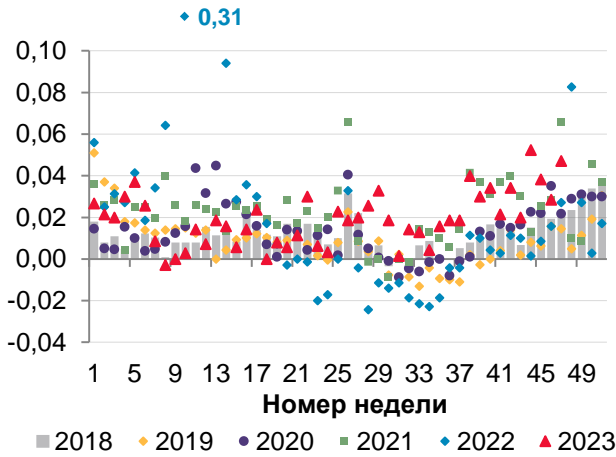
Рисунок 9. Прямые оценки годовой инфляции: медианные значения, % годовых



Охлаждение потребительской активности происходит медленно. [Потребительские настроения](#) остаются высокими, поддерживаемые ростом инфляционных ожиданий

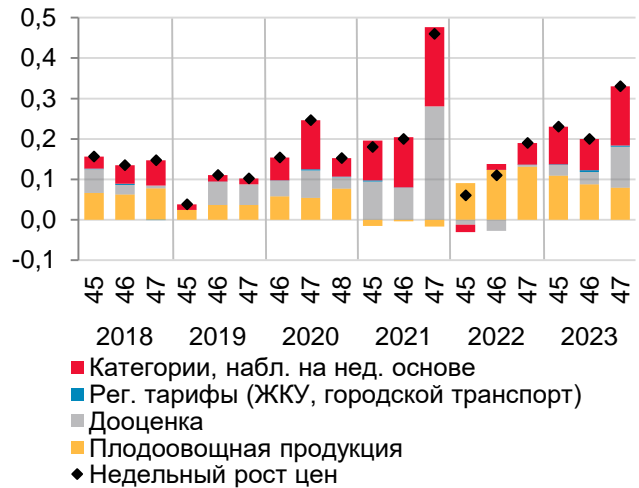
(Рисунок 9). Принятым ранее решениям по ДКП еще предстоит в полной мере проявиться в динамике спроса и инфляции.

Рисунок 10. Среднесуточный прирост цен, %



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

Рисунок 11. Декомпозиция недельного роста цен, п.п.



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

Недельные оценки Росстата указывают на то, что в ноябре рост цен оставался повышенным (Рисунок 10). Ускорение первой недели месяца объясняется удорожанием отечественных автомобилей, а в остальном инфляционная картина существенно не изменилась. В распределении недельных индексов цен сохраняется выраженное смещение в сторону ускоренно дорожающих позиций (Рисунок 13). Медиана распределения (без плодоовощной продукции и регулируемых услуг) также остается вблизи октябрьских значений (Рисунок 12).

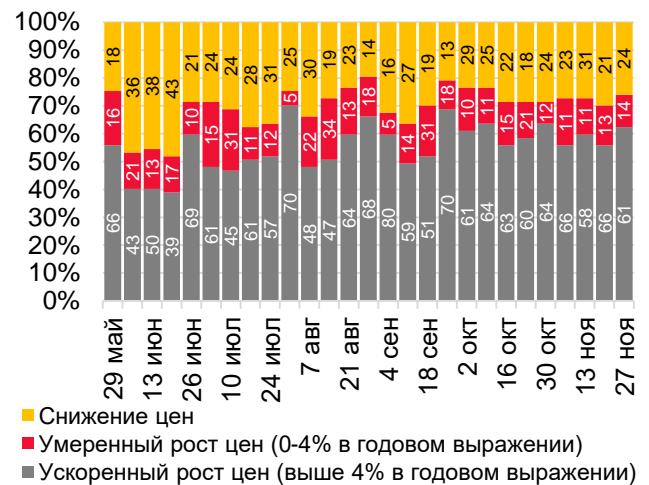
Рисунок 12. Темп роста стоимости и медиана распределения недельных приростов цен, %



Примечание. Расчет проведен на основе расширенного списка товаров и услуг без плодоовощной продукции и регулируемых тарифов.

Источники: Росстат, расчеты ДИП.

Рисунок 13. Распределение индексов цен наблюдаемых на недельной основе категорий



Примечание. Столбцы – доля позиций, числа – их вес в недельной оценке ИПЦ (без учета плодоовощной продукции и регулируемых услуг).

Источники: Росстат, расчеты ДИП.

2. Экономическая динамика

В конце октября – начале ноября стали проявляться признаки охлаждения спроса и замедления роста экономической активности. Это заметно и по динамике финансовых потоков в большинстве сегментов экономики, и по снижению предприятиями оценки текущего уровня спроса на их продукцию. При этом потребительская активность пока ощутимо не замедлила свой рост, видимо, получая поддержку со стороны дальнейшего увеличения зарплат и доходов населения.

Оценивая перспективы 2024 г., предприятия сохраняют высокий оптимизм, и в части спроса на свою продукцию, и в части объемов производства. По всей видимости, одной из основных причин оптимизма выступает ожидаемый спрос со стороны госсектора, который распространится и на другие сектора экономики через цепочки межотраслевых взаимосвязей и денежные выплаты работникам.

Между тем благодаря трансмиссионному механизму ДКП российская экономика продолжает возвращаться на траекторию устойчивого роста и 4%-ной инфляции, ограничивая перегретый спрос. Активно растут срочные вклады, в то время как остатки на счетах до востребования и накопительных счетах снижаются. В результате сокращается потенциал перетока средств с банковских вкладов на потребительский рынок.

Повышение ставок по кредитам привело к сокращению спроса на новые кредиты со стороны МСП, снизилось и число заявок на ипотеку. Одновременно банки и НФО несколько ужесточили требования к заемщикам, что повлекло сокращение доли одобренных заявок на кредиты и замедление роста необеспеченных потребительских кредитов.

Увеличились продажи валютной выручки экспортерами на биржевом рынке с поправкой на двухмесячное запаздывание в расчетах это в значительной степени соответствует росту экспорта вслед за повышением цен на нефть. При этом импорт (с поправкой на сезонный фактор) продолжает постепенно снижаться, реагируя на случившееся ранее ослабление рубля и ужесточение ДКП. Таким образом, за произошедшим в последнее время укреплением рубля во многом стоят фундаментальные факторы, которые привели к росту внешнеторгового сальдо.

2.1. Экономическая активность продолжает расширяться

- Опубликованная Росстатом предварительная оценка ВВП подтвердила, что рост экономики в III квартале ускорился² (Рисунок 15). На это ранее указывали оперативные индикаторы. В начале IV квартала расширение деловой активности, согласно опросам предприятий³ и данным [платежной системы Банка России](#) (Рисунок

² По оценке ДИП, до 1,5% к/к SA с 0,9% во II квартале.

³ В ноябре индекс промышленного оптимизма ИЭП слабо снизился, оставшись вблизи локального максимума. Оценки спроса и объема продаж демонстрировали одни из лучших постсанкционных результатов. Индикатор бизнес-климата Банка России в ноябре продолжил расти на фоне улучшения краткосрочных ожиданий при снижении текущих оценок по спросу.

14), несколько замедлилось. Тем не менее, отклонение экономики вверх от траектории сбалансированного роста сохраняется.

- После непрерывного роста в течение многих месяцев подряд в октябре большинство базовых отраслей экономической деятельности и сегмент обработки несколько снизили активность (Рисунок 15, Рисунок 17). Значительный вклад в динамику в сентябре и октябре внесло сельское хозяйство: в сентябре его выпуск вырос сразу на 16,5% м/м SA из-за более раннего, чем обычно, сбора урожая отдельных культур, а в октябре – снизился на 14% м/м SA. Тем не менее, уровень выпуска базовых отраслей в октябре был выше среднего за III квартал примерно на 0,2% с поправкой на сезонный фактор.
- В обрабатывающей промышленности динамика производства определялась снижением в группах инвестиционных и потребительских отраслей при слабо слабоположительной динамике в группе промежуточных отраслей (Рисунок 18). При этом продажи, по данным опросов PMI (Рисунок 16), были поддержаны дальнейшим ростом новых экспортных заказов. Это в свою очередь увеличивало нагрузку на производственные мощности, повышало спрос на рабочие руки и усиливало нехватку кадров. На фоне значительного роста прибыли и ожиданий сохранения бюджетного стимула в 2024 г. деловые настроения в корпоративном секторе оставались позитивными.
- В потребительском сегменте уверенный рост спроса в октябре продолжился (Рисунок 19). В ноябре охлаждение в ответ на ужесточение ДКП проявилось только в виде снижения потребительской активности в ходе сезонных распродаж [относительно показателей прошлых лет](#). Также ускорился рост депозитов населения в банках и замедлилось расширение необеспеченного потребительского кредитования (преимущественно за счет макропруденциальных мер). Однако на фоне роста инфляционных ожиданий и оптимизма в настроениях домохозяйств говорить об устойчивом переходе населения к сберегательной стратегии поведения пока не приходится.
- Качественное отличие текущего эпизода повышения ключевой ставки от периодов 2014 и 2022 гг. – высокий оптимизм населения относительно будущих доходов (Рисунок 21). Повышение ставки в 2014 и 2022 гг. происходило на фоне роста неопределенности в экономике, что в том числе отражалось в резком ухудшении потребительских настроений и охлаждении спроса. В настоящее время экономика не сталкивается с резким изменением внешних и внутренних условий, а ситуация на рынке труда⁴ (Рисунок 23) поддерживает ожидания дальнейшего роста доходов⁵. Это замедляет реакцию спроса на ужесточение ДКП. Сохранение высокого уровня жесткости рынка труда в октябре – ноябре, согласно данным HeadHunter (Рисунок 22, Рисунок 23) и опросу Банка России⁶, поддерживает рост трудовых доходов и сти-

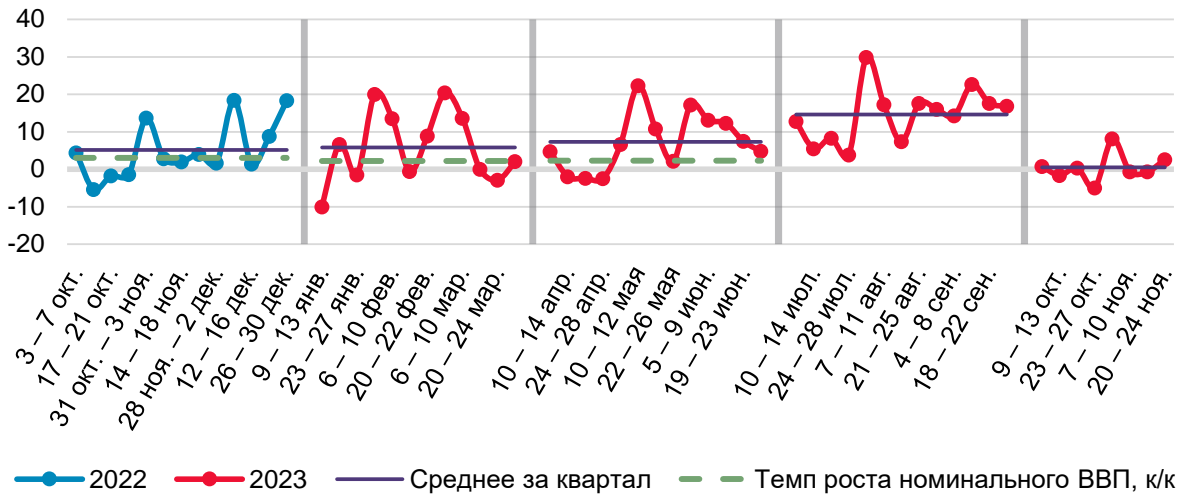
⁴ В октябре уровень безработицы, согласно данным Росстата, вновь обновил свой рекордный минимум в 2,9%.

⁵ Опросы ИЭП промышленных предприятий и SuperJob по экономике в целом указывают на рекордную долю компаний, планирующих повышение зарплат.

⁶ Результаты оперативного мониторинга Банка России за 7 – 13 ноября указывают на усиление дефицита рабочей силы: доля предприятий, испытывающих нехватку персонала, выросла до 65%.

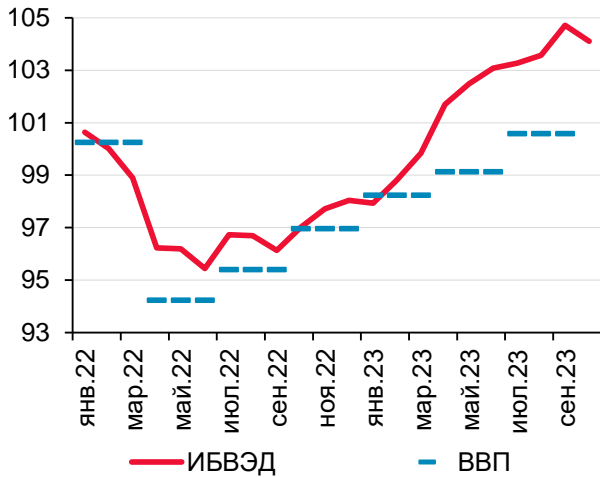
мулирует потребление (Рисунок 24). Тем самым замедляется переход к сберегательной модели поведения. Чтобы рост спроса больше соответствовал возможностями расширения предложения, может потребоваться продолжительный период поддержания жестких денежно-кредитных условий.

Рисунок 14. Темп роста⁷ объема входящих платежей к среднему в предыдущем квартале, взвешенный по доле отраслей в ВДС, сезонность устранена, %



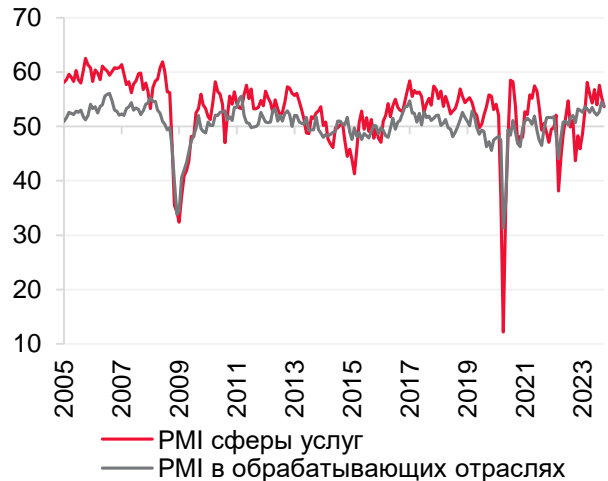
Источники: Банк России, Мониторинг отраслевых финансовых потоков.

Рисунок 15. Динамика выпуска базовых видов экономической деятельности и ВВП, IV квартал 2020 г. = 100



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

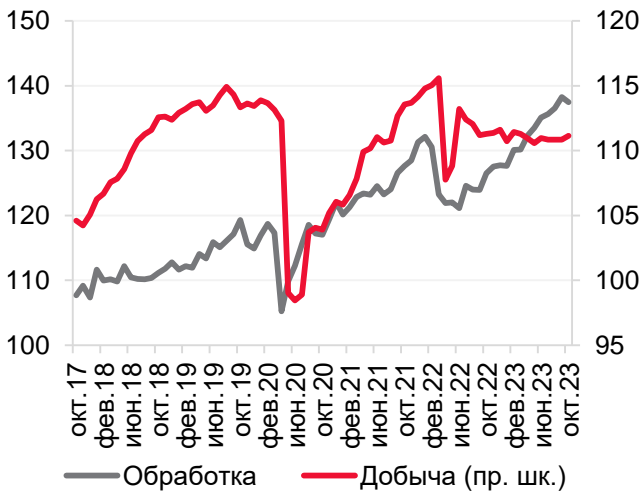
Рисунок 16. PMI в обрабатывающей промышленности и услугах, п.



Источник: S&P Global.

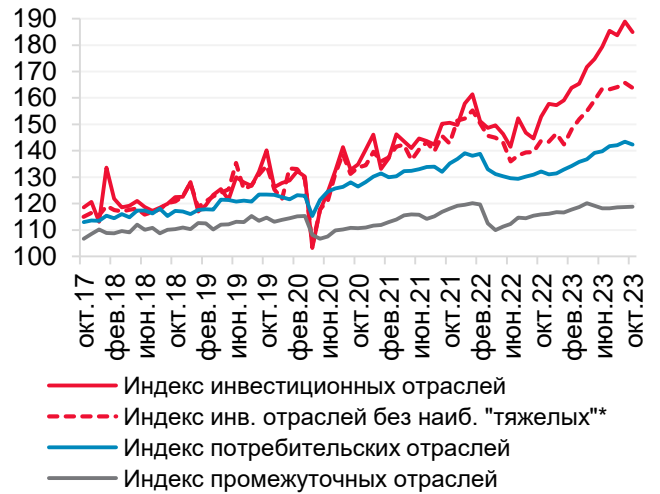
⁷ Под темпами роста понимается процентное изменение величины: $g = \frac{(x_1 - x_0)}{x_0} * 100$.

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



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

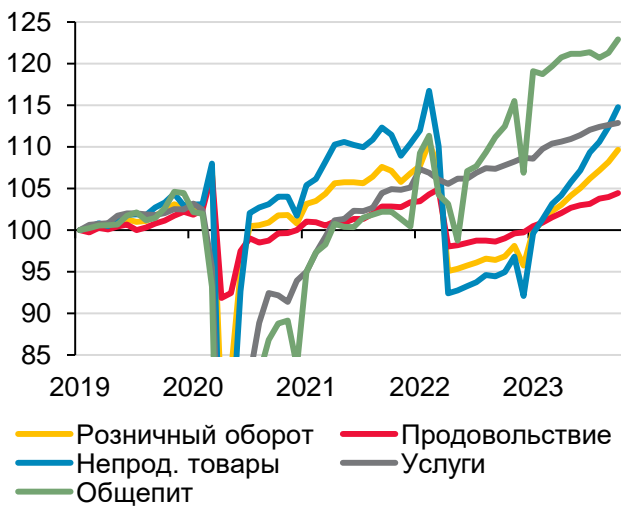
Рисунок 18. Выпуск групп отраслей обрабатывающей промышленности, SA, 01.2016=100%



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

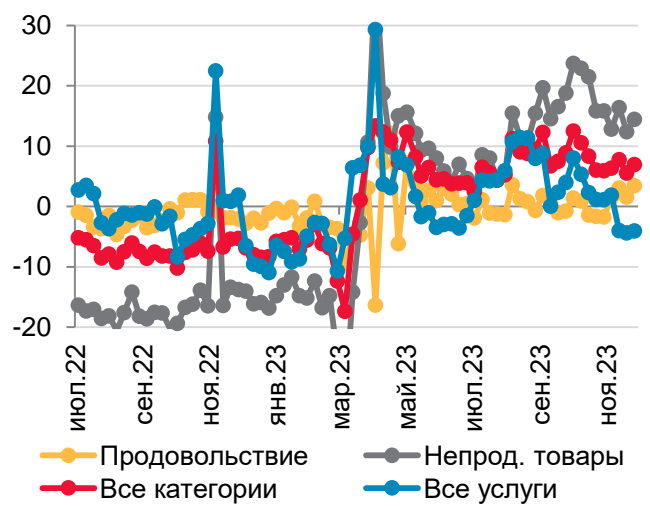
Источники: Росстат, расчеты ДИП.

Рисунок 19. Динамика оборота розничной торговли, сегмента платных услуг и общепита, 01.2019=100, SA, %



Источники: Банк России, Росстат, расчеты ДИП.

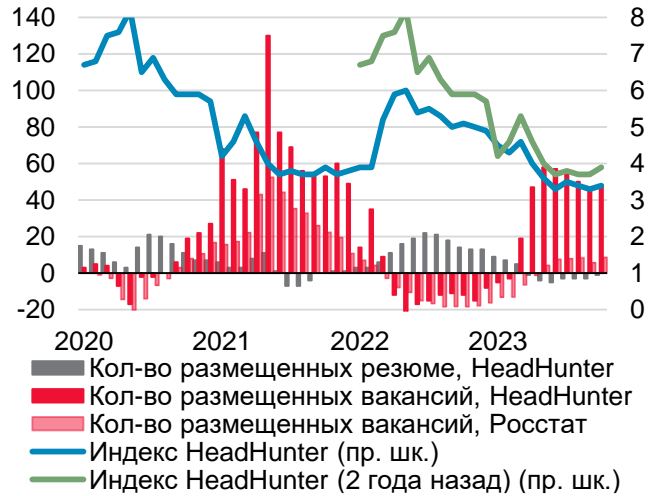
Рисунок 20. Динамика реальных недельных расходов населения в разбивке на категории, % г/г



Источник: Сбериндекс, Росстат, расчеты ДИП.

Рисунок 21. Индексы ожиданий доходов, крупных покупок и ключевая ставка, п.

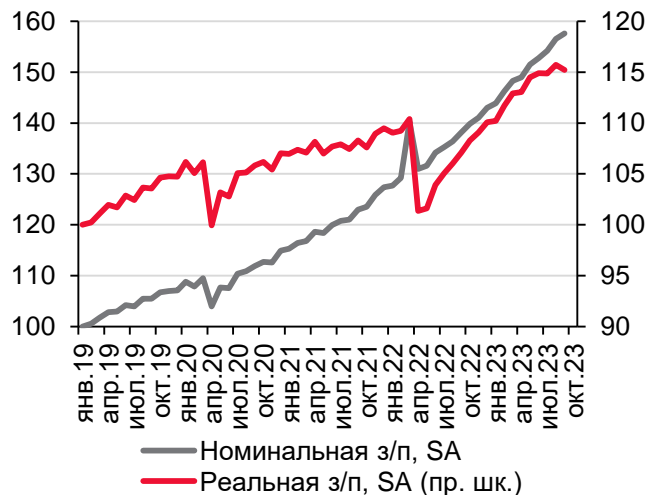
Источники: ООО «инФОМ», Банк России.

Рисунок 22. Динамика количества резюме, вакансий (% г/г) и индекса HeadHunter (п.)

Источники: Росстат, HeadHunter.

Рисунок 23. Уровень безработицы, %

Источники: Росстат, расчеты ДИП.

Рисунок 24. Динамика заработных плат, 01.19=100

Источники: Росстат, расчеты ДИП.

2.2. Замедление роста кредитования при ускорении роста депозитов

- После повышения ключевой ставки и принятия ряда мер макропруденциальной политики рост кредитования несколько замедлился. Однако он по-прежнему остается высоким.
- Учитывая продолжительные лаги в трансмиссионном механизме ДКП, следует ожидать дальнейшего ужесточения денежно-кредитных условий, которые будут способствовать замедлению роста кредитования до устойчивых уровней.
- Усиление сберегательных настроений в условиях повышения ставок привлечения средств банками отражается в росте срочных депозитов населения, в том числе за счет обратного перетока средств населения из наличности в банки. Вероятно, эта тенденция продолжится в ближайшие месяцы.

Рост кредитования физических лиц стал постепенно снижаться с высоких уровней на фоне увеличения ставок и ужесточения макропруденциальных мер. В октябре портфель кредитов населению вырос на 2,2 после 2,4% м/м SA в сентябре (Рисунок 25).

Основной вклад в октябрьское замедление внес ипотечный сегмент. Темпы роста задолженности по ипотеке замедлились до 2,9 с 4,0% м/м SA. Ощутимо снизились выдачи по ДДУ – в частности, по льготным программам (Рисунок 26). Охлаждение было вызвано повышением рыночных ставок, макропруденциальных требований⁸ и изменением условий льготных программ⁹. При этом объемы льготных выдач остаются гораздо выше средних уровней первой половины года, в том числе из-за перетока спроса со вторичного рынка на первичный. Повышенный рост ипотеки в ближайшее время может продолжиться, так как даже с учетом некоторого снижения объемы ипотечных сделок и заявок держатся на высоком уровне относительно средних значений последних двух-трех лет (Рисунок 27, Рисунок 28).

Рост необеспеченного потребительского кредитования продолжил постепенно замедляться. С пиковых значений начала года месячный рост кредитования снизился почти в два раза – до 1,1 с около 2% м/м SA (Рисунок 29). На это повлияли макропруденциальные меры, такие как [повышение надбавок по необеспеченным потребительским кредитам](#) и [ужесточение макропруденциальных лимитов по необеспеченным кредитам](#), а также рост ставок.

Рост портфеля автокредитов, наоборот, ускорился – до 3,8 с 3,0% м/м SA. Одной из причин могло стать опасение дальнейшего повышения ставок в этом сегменте кредитования. Кроме того, отложенный с 2022 г. спрос на автомобили реализуется в текущем году за счет расширения ассортимента китайских автомобилей и автомобилей с пробегом. Выдачи в этом сегменте также поддерживаются [льготными программами автокредитования](#).

Мы ожидаем, что меры ДКП и макропруденциальной политики¹⁰ приведут к дальнейшему охлаждению розничного кредитования, в частности – за счет снижения аппетита банков к риску.

Рост рублевых кредитов нефинансовым организациям замедлился до 1,7 с 2,0% м/м SA¹¹ по мере снижения спроса из-за [повышения ставок](#). Около половины кредитов выдается [по плавающей ставке](#), и бизнес столкнулся с ощутимым удорожанием кредитов. Сохранению активного роста портфеля могли способствовать [ожидание выплат по государственным контрактам](#), и, возможно, выдачи кредитов в рамках старых договоров. В дальнейшем следует ожидать [продолжения ужесточения денежно-кредитных условий](#), и, соответственно, постепенного охлаждения корпоративного кредитования.

Темп роста рублевых средств населения в условиях повышения депозитных ставок (Рисунок 32) сохранил ускорение – до 2,3 с 2,1% м/м SA (Рисунок 31). В структуре депозитов продолжился переток средств со счетов до востребования на срочные вклады, что частично объясняется повышением ставок по депозитам вслед за ключевой ставкой. Увеличение

⁸ 01.05.2023 были повышены надбавки к коэффициентам риска по ипотечным кредитам <http://cbr.ru/press/pr/?file=638125158978042557FINSTAB.htm>.

⁹ Увеличением первоначального взноса с 15 до 20%.

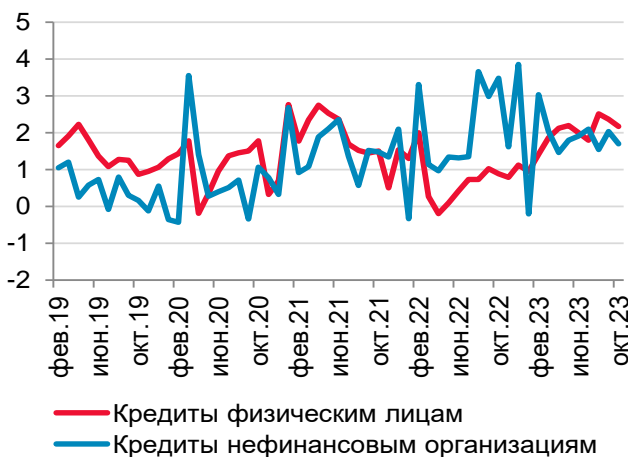
¹⁰ Планируется дальнейшее снижение макропруденциальных лимитов по необеспеченным потребительским кредитам в I квартале 2024 года.

¹¹ Темп роста портфеля кредитов индивидуальным предпринимателям замедлился до 3,2 с 3,5% м/м SA.

привлекательности банковских депозитов также привело к обратному перетоку средств населения из наличности в банки. Все это является одним из следствий ужесточения ДКП. Рост рублевых депозитов компаний заметно ускорился – до 1,8 с 0,4% м/м SA, оказавшись выше диапазона среднемесячных темпов роста в 2023 году. На фоне замедления темпов роста в сфере кредитования это может означать увеличение вклада бюджета в рост денежной массы. Тем самым возможен разворот тенденции, которая наблюдалась в II – III кварталах текущего года, когда вклад бюджета в рост широкой денежной массы¹² снижался¹³ (Рисунок 30).

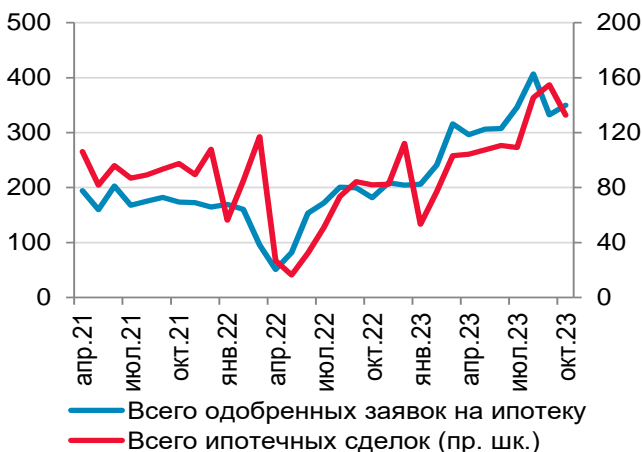
Банковский сектор получил чистую прибыль в размере 256 млрд руб. в октябре и 2,9 трлн руб. с начала года, что ощутимо выше соответствующих показателей 2017–2022 годов. Финансовый результат позволяет банковскому сектору сформировать значительный потенциал расширения кредитования, что поддерживает активный рост портфеля.

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



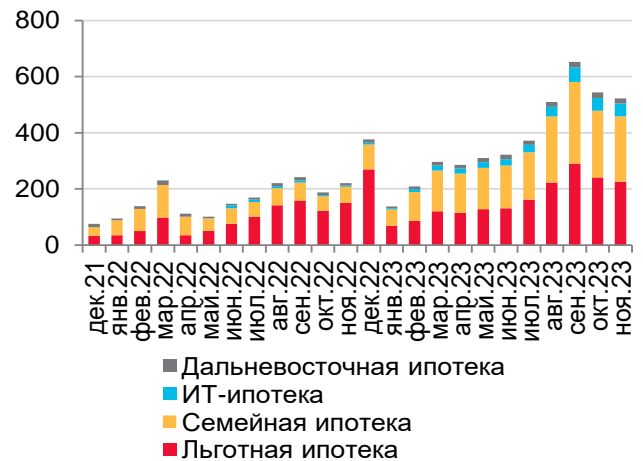
Источники: Банк России, расчеты ДИП.

Рисунок 27. Динамика ипотечных сделок, тыс. шт.



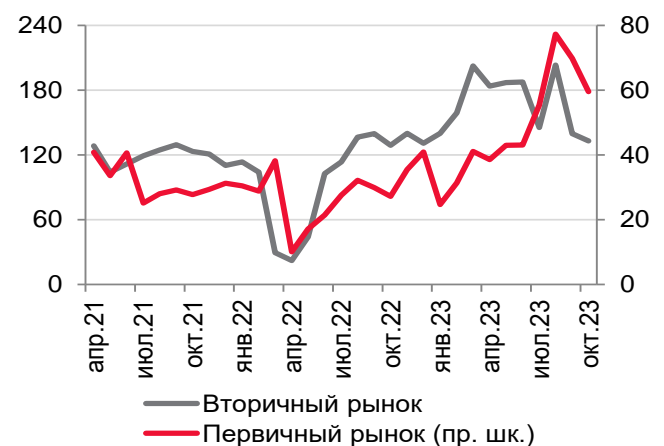
Источники: «Домклик», расчеты ДИП.

Рисунок 26. Объем выдач в рамках льготных ипотечных программ¹⁴, млрд руб.



Источники: АО «ДОМ.РФ», расчеты ДИП.

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



Источники: «Домклик», расчеты ДИП.

¹² С корректировкой на валютную переоценку.

¹³ По предварительным данным, в октябре рост денежной массы остался сопоставимым, а рост широкой денежной массы несколько ускорился за счет менее активного снижения валютных депозитов.

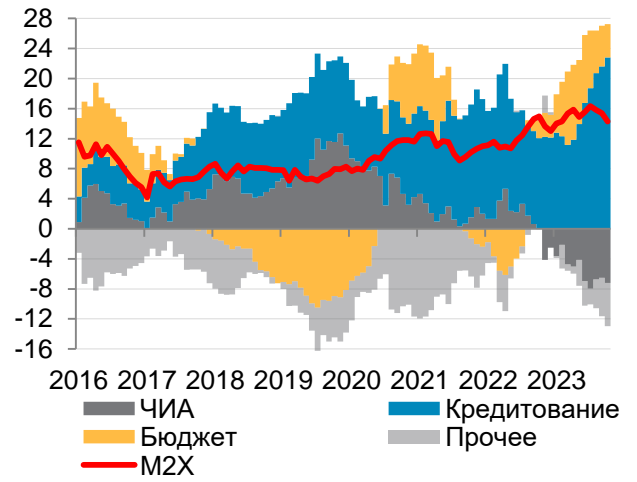
¹⁴ Ноябрь 2023 г. рассчитан на основе выдач за 23 дня в пересчете на полный месяц.

Рисунок 29. Динамика розничного кредитования, % м/м SA



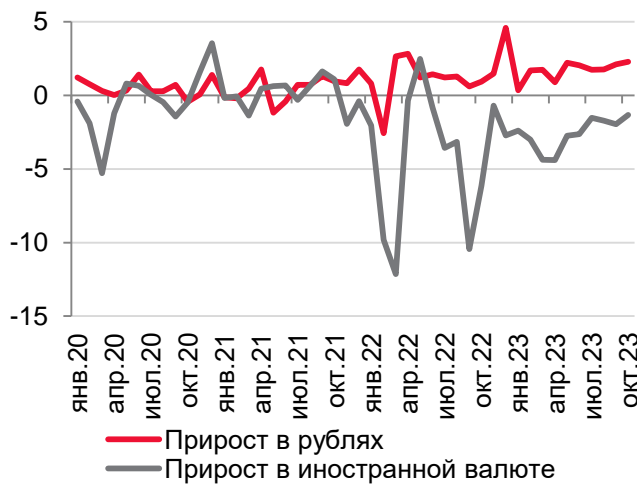
Источники: Банк России, расчеты ДИП.

Рисунок 30. Факторы формирования широкой денежной массы, %



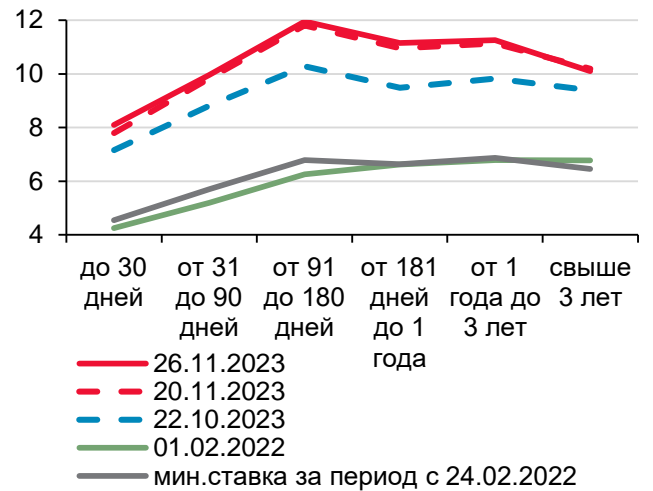
Источники: Банк России, расчеты ДИП.

Рисунок 31. Динамика средств физических лиц в банках, % м/м SA



Источники: Банк России, расчеты ДИП.

Рисунок 32. Средняя ставка из максимальных по каждому банку в зависимости от срока, %



Источники: banki.ru, расчеты ДИП.

3. Финансовые рынки

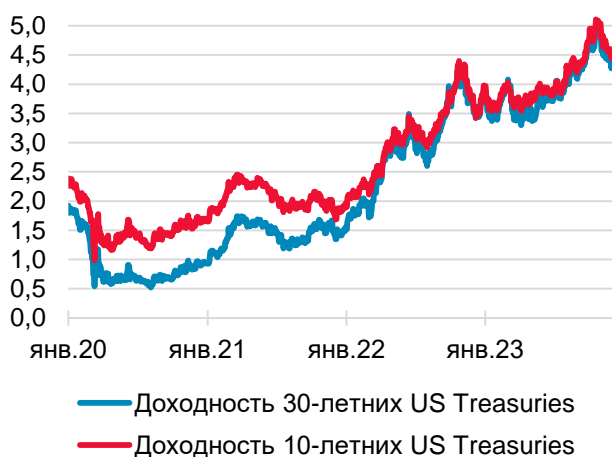
3.1. Доходности ОФЗ снижались после повышения Банком России ключевой ставки

- На глобальных рынках доходности государственных бумаг снижались с середины октября¹⁵. Доходность 10-летних казначейских облигаций США снизилась с 5,02% до 4,37% к концу ноября (Рисунок 33). По итогам ноябрьского заседания ставка ФРС США по федеральным фондам осталась без изменений, что соответствовало ожиданиям рынка. При этом инвесторы увидели сигнал о вероятном завершении цикла ужесточения ДКП. Доходности госбумаг Европейского союза также снизились.
- Доходности ОФЗ уменьшились с середины октября вместе с доходностями гособлигаций других стран, несмотря на повышение ключевой ставки Банком России с 13 до 15%. Доходности кратко- и среднесрочных облигаций снизились на 55 – 79 б.п., а долгосрочных облигаций (10 – 15 лет) – на 21 – 26 базисных пунктов. В результате угол наклона кривой доходностей (разница в доходностях между 10-летней и 2-летней ОФЗ) перешел из отрицательной зоны (-27 б.п.) в положительную (26 б.п.) (Рисунок 35)
- Повышение Банком России ключевой ставки 27 октября на 200 б.п. оказалось более значительным, чем в среднем ожидали участники рынка (+100 б.п.). Первоначальной реакцией на решение по ставке стал рост доходности краткосрочных бумаг (1-2 года) на 51 – 78 б.п., а среднесрочных (3 – 5 лет) – на 11 – 32 базисных пункта. На динамику рынка сразу после решения по ключевой ставке также повлиял сигнал о необходимости поддержания жестких денежно-кредитных условий в экономике в течение длительного периода для возврата инфляции к 4% и поддержания ее вблизи этого уровня в дальнейшем.
- Однако уже вскоре цены ОФЗ начали восстанавливаться. Это позитивно отразилось и на аукционах Минфина России. Всего с начала IV квартала ведомство разместило ОФЗ на номинальную сумму 438,6 млрд руб., при этом большую часть средств (74%) Минфин России привлек за счет размещения долгосрочных ОФЗ с фиксированным купоном.
- В целом краткосрочные доходности (1 – 2 года) находятся существенно ниже текущего уровня ключевой ставки. В значительной степени низкие ставки на коротком конце кривой связаны с дисбалансом спроса и предложения в сегменте краткосрочных бумаг. Минфин России размещает долгосрочные бумаги с фиксированной доходностью, в то время как естественный спрос на бумаги с более короткой дюрацией сохраняется даже при понизившихся доходностях.

¹⁵ С 16.10.2023.

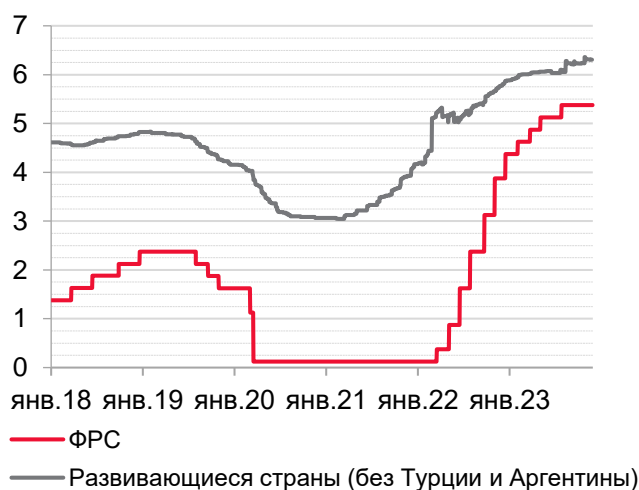
- Снижение вмененной инфляции¹⁶, рассчитываемой ПАО Московская Биржа, указывает на растущие ожидания предстоящего замедления роста потребительских цен: показатель снизился примерно на 90 б.п. с начала ноября и составляет 7,14% на сроке до 2028 г. и 7,57% – до 2033 года.
- Цены финансовых инструментов неявно предполагают, что пик ключевой ставки в текущем цикле ужесточения ДКП будет близок к 15%. Так, фиксированные ставки процентных свопов на ставку RUONIA сроком 3 и 6 месяцев¹⁷ находятся примерно на 75 б.п. выше 15%, а на ключевую ставку сроком 12 месяцев¹⁸ – уже ближе к 14,5%. Таким образом, участники рынка ожидают некоторое повышение ключевой ставки в ближайшие месяцы, но при этом также ожидают ее снижения во второй половине 2024 года.
- С середины октября рубль укреплялся к основным мировым валютам. Это произошло прежде всего под влиянием увеличения продаж валютной выручки (с учетом увеличившихся цен на нефть и требований по продаже валютной выручки на внутреннем рынке), а также некоторого охлаждения спроса на валюту со стороны импортеров. По оценке Банка России, импорт товаров в октябре 2023 г. был ниже, чем в сентябре 2023 г. и в октябре 2022 года. Эта тенденция могла сохраниться и в ноябре. Охлаждение спроса на импорт, вероятно, в значительной степени было связано с произошедшим ужесточением ДКП Банка России.

Рисунок 33. Динамика доходностей казначейских облигаций США



Источник: Cbonds.

Рисунок 34. Динамика ключевых ставок центральных банков, % годовых



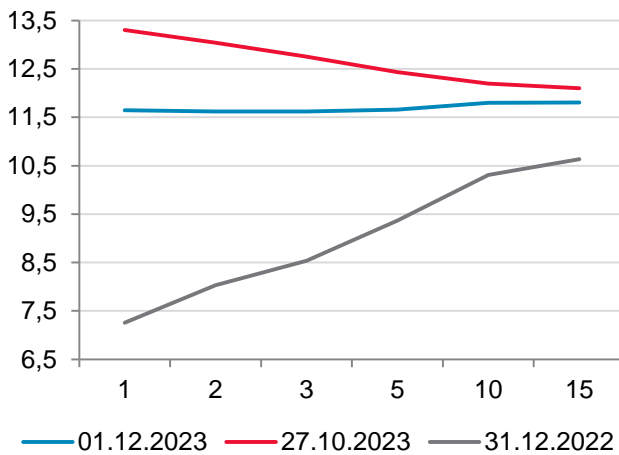
Источники: BIS, расчеты ДИП.

¹⁶ Вмененная инфляция – показатель, который является приблизительной оценкой инфляционных ожиданий, извлекаемых из динамики цен на ОФЗ. Она определяется как средний уровень будущей инфляции, который уравнивает сумму дисконтированных потоков платежей по индексированной бумаге (ОФЗ-ИН) со стоимостью ближайшей по дате погашения номинальной облигации (ОФЗ-ПД).

¹⁷ OIS RUB RUONIA 3M mid (МБ СПФИ) и OIS RUB RUONIA 6M mid (МБ СПФИ).

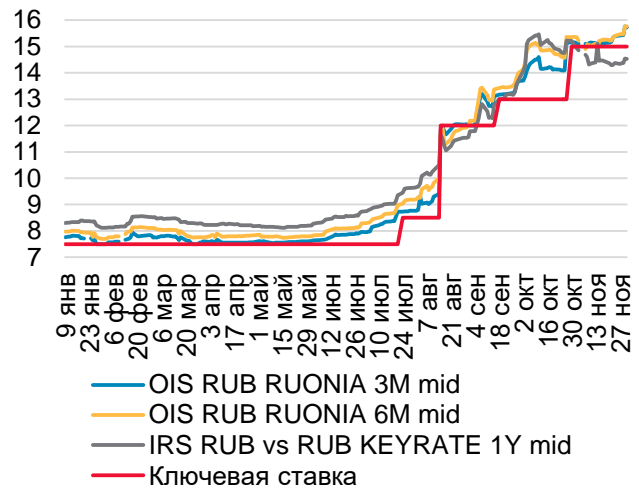
¹⁸ IRS RUB vs RUB KEYRATE 1Y mid (МБ СПФИ).

Рисунок 35. Кривая бескупонной доходности ОФЗ, %



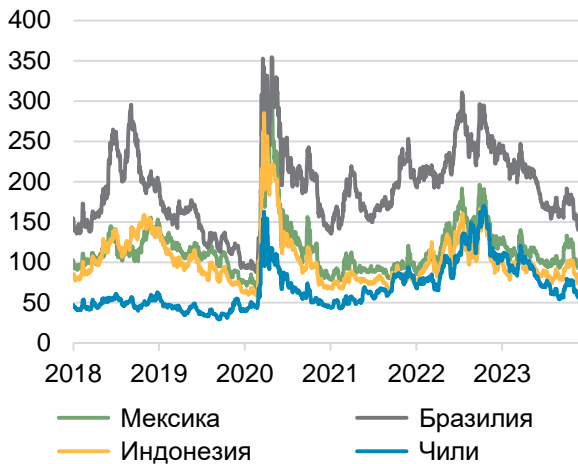
Источник: Cbonds.

Рисунок 36. Динамика фиксированных ставок по процентным свопам и ключевой ставки Банка России в 2023 году, % годовых



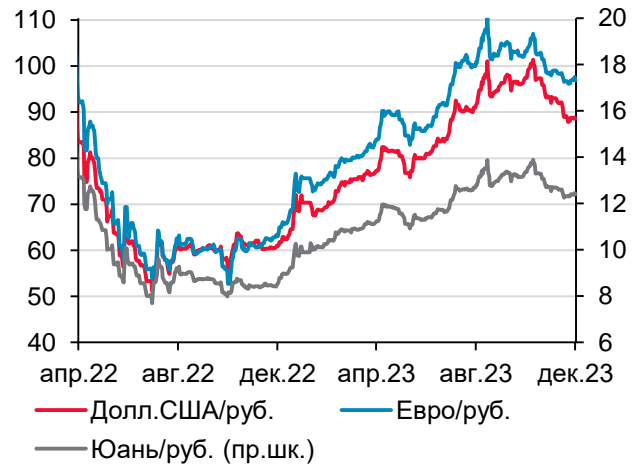
Источники: Банк России, Cbonds, Московская Биржа.

Рисунок 37. Динамика 5-летних CDS в развивающихся странах, б.п.



Источник: Cbonds.

Рисунок 38. Динамика курсов валют Банка России



Источник: Cbonds.

3.2. Временные излишки нефти на мировом рынке в октябре

- Со второй половины октября котировки большинства неэнергетических сырьевых товаров выросли из-за ослабления доллара США (индекс DXY -3%). Цены на промышленные и драгоценные металлы увеличились на 3 и 8% при неизменном уровне цен на сельскохозяйственные товары. Котировки энергетических товаров понизились на 14% из-за уменьшения геополитической напряженности на Ближнем Востоке. В результате индекс цен сырьевых товаров Bloomberg опустился на 3%

(Рисунок 39). Цена на нефть марки Urals¹⁹ упала на 19%, до 63 долл. США/барр. (Рисунок 40), в том числе из-за расширения дисконта к Brent.

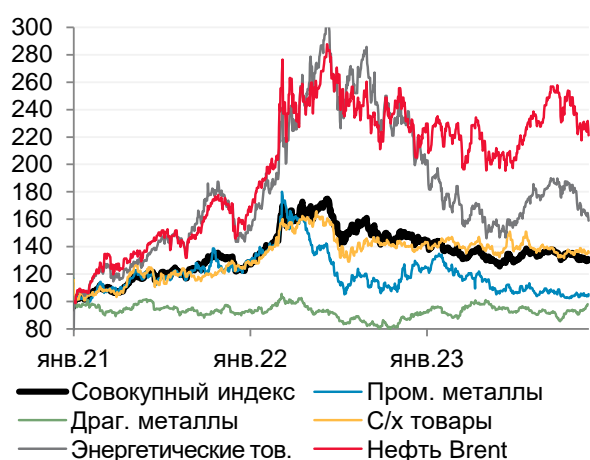
- Внимание инвесторов на нефтяном рынке переключилось на переход рынка к профициту в октябре (по оценкам Минэнерго США, мбс) (Рисунок 42). Однако, по мнению большинства аналитиков, излишки нефти вызваны в большей мере межсезонным сокращением потребления в Азии и на Ближнем Востоке (Рисунок 41), чем ростом предложения нефти (Канада, Норвегия, США), то есть не носит устойчивого характера.
- Ведущие энергетические агентства повысили прогнозы по росту мирового спроса на 2023 и 2024 гг. (в среднем на 0,1 и 0,05 мбс соответственно) и ожидают скорого возвращения нефтяного рынка к дефициту. Мировые коммерческие нефтяные запасы остаются вблизи минимальных уровней, указывая на относительно высокую жесткость рынка и возможность возобновления роста нефтяных цен даже при небольших изменениях в балансе спроса и предложения (Рисунок 46).
- В октябре-ноябре страны ОПЕК продолжили строго следовать квотам и взятым на себя добровольным обязательствам. По данным ОПЕК, члены альянса незначительно сократили отставание добычи от квот за счет восстановления добычи в африканских странах (Рисунок 45). По оценкам аналитиков, снятие санкций с нефтегазового сектора Венесуэлы позволит ей нарастить добычу не более чем на 0,2 мбс без дополнительных масштабных инвестиций.
- Страны ОПЕК+ объявили о дополнительном ограничении добычи на I квартал 2024 года. При незначительном снижении квот объем добровольных сокращений добычи увеличивается на 2,2 мбс, из которых 1,3 мбс – продление ограничений Саудовской Аравией и Россией, истекавших в конце 2023 г. (1,0 и 0,3 мбс соответственно) и 0,9 мбс – дополнительные ограничения (в т.ч. 0,2 мбс со стороны России).
- Рост добычи нефти в США может смениться сокращением ввиду его экстенсивного характера. Расчеты Минэнерго США показывают, что в 2023 г. на новых месторождениях получается более высокий начальный дебит, но совокупная добыча на горизонте первых 6 месяцев оказывается меньше, чем в предыдущие годы (Рисунок 43). Такое изменение временного профиля добычи новых скважин означает, что для обеспечения стабильного роста добычи на уровне 2023 г. (+1,1 мбс за январь-октябрь) число вводимых скважин должно значительно увеличиваться. Однако пик этого показателя был пройден в марте, а к октябрю их число снизилось на 16%. Уменьшается и число действующих буровых установок. Это дает основания ожидать сокращения добычи в ближайшие месяцы, что согласуется с прогнозом Минэнерго США.
- Сдерживает переход к снижению добычи нефти продолжающееся активное использование законсервированных скважин (DUCs). Вероятно, совокупная добыча

¹⁹ На базе CIF в порту Аугуста.

из этих скважин выше, чем у новых (Рисунок 44). В целом без повышения нефтяных цен, которые будут стимулировать рост бурения, и (или) повышения эффективности тренд увеличения добычи нефти в США может прерваться.²⁰

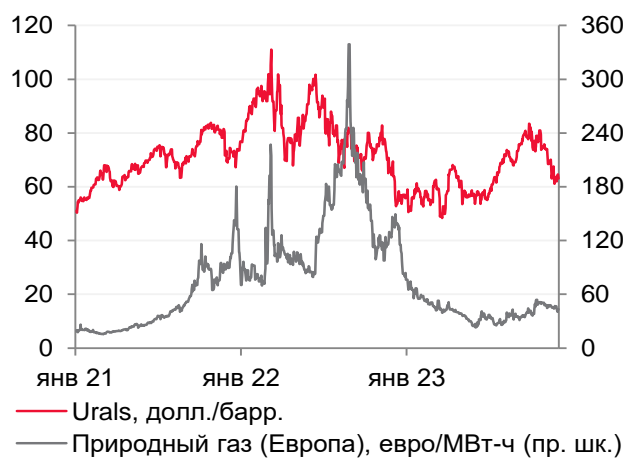
- Цена на природный газ на крупном европейском хабе сократилась на 10%, до 44 евро/ МВт·ч (Рисунок 40). Понижительное давление на котировки оказали устойчиво высокие поставки СПГ на фоне слабого спроса в Азии при близкой к 100% заполненности европейских ПХГ. Возобновление добычи природного газа на крупном месторождении в Израиле ослабило геополитические риски на газовом рынке.

Рисунок 39. Индексы Bloomberg цен товаров и металлов (01.01.2021 = 100)



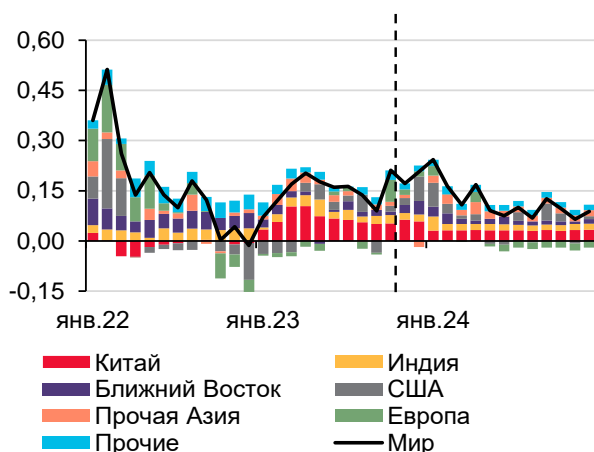
Источники: Investing.com, Bloomberg, расчеты ДИП.

Рисунок 40. Цена на нефть марки Urals и природный газ в Европе



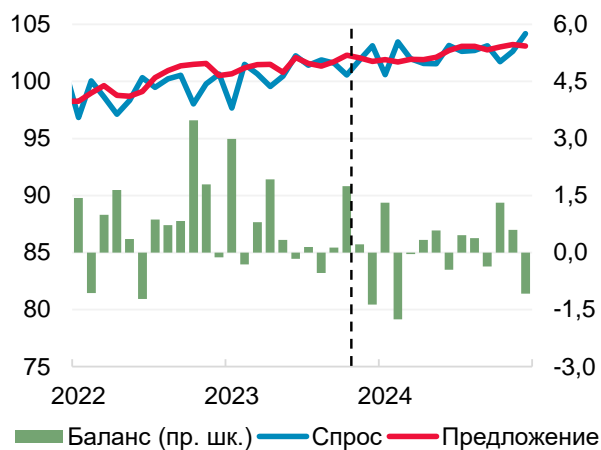
Источники: Investing.com, расчеты ДИП.

Рисунок 41. Скользящая за 12 месяцев средняя изменения спроса м/м потребления нефти в мире, мбс



Источники: EIA, расчеты ДИП.

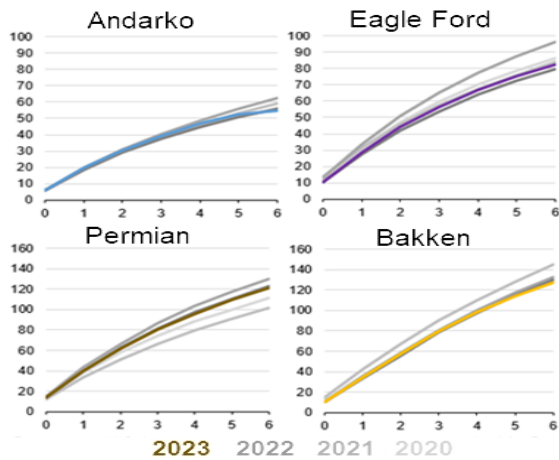
Рисунок 42. Основные показатели мирового рынка жидкого топлива, мбс



Источники: EIA, расчеты ДИП.

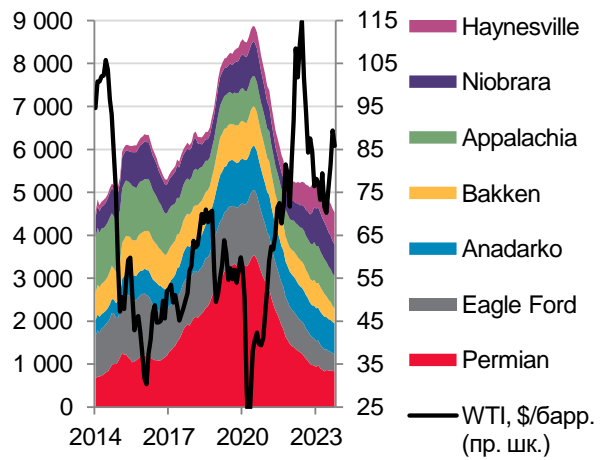
²⁰ Минэнерго США в своем прогнозе ожидает заметного роста цен, а аналитики – улучшения технологий и повышения эффективности добычи.

Рисунок 43. Накопленная добыча сланцевой нефти на новых скважинах в сланцевых бассейнах США в первые 6 месяцев, тыс. б/с



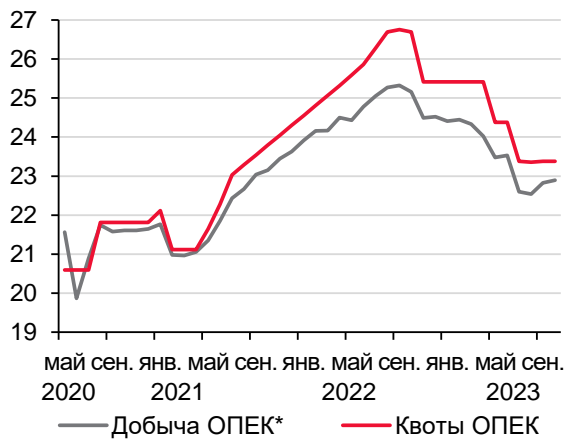
Источник: EIA.

Рисунок 44. Число пробуренных, но незавершенных скважин в США и цена нефти WTI



Источники: EIA, расчеты ДИП.

Рисунок 45. Квоты с учетом добровольных сокращений добычи и добыча нефти ОПЕК, мбс



Источники: ОПЕК, расчеты ДИП.

Рисунок 46. Мировые коммерческие запасы нефти, млрд барр.



Источники: Kpler, ОПЕК.

Александр Морозов, директор

Артур Ахметов

Кристина Вировец

Сергей Власов

Яна Коваленко

Ирина Крячко

Татьяна Кузьмина

Александра Москалева

Оскар Мухаметов

Софья Мякишева

Максим Неваленный

Екатерина Петренева

Алексей Поршаков

Белла Рабинович

Арина Сапова

Марина Стародубцева

Анастасия Хажгериева

Мария Харламова

Дмитрий Чернядьев