



Банк России



О ЧЕМ ГОВОРЯТ ТРЕНДЫ Макроэкономика и рынки

Бюллетень Департамента исследований и прогнозирования

Январь 2023

ОГЛАВЛЕНИЕ

Краткое содержание	3
1. Инфляция	5
1.1. В декабре влияние временных дезинфляционных факторов ослабло	5
2. Экономическая динамика	10
2.1. Стабилизация экономики при неоднородности отраслевой динамики	12
2.2. Уверенный рост кредитования в декабре	16
3. Финансовые рынки	19
3.1. Российский рынок: ОФЗ – без резких движений, рубль стабилизировался	19
3.2. Оправдают ли сланцевые компании ожидания по добыче	21
В фокусе. Экономика быстро адаптировалась к потрясениям в 2022 году	25

Бюллетень подготовлен Департаментом исследований и прогнозирования по данным на 27.01.2023.
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

- Судя по оперативным показателям, российская экономика увеличивала активность в конце 2022 г., прежде всего в промышленности, сельском хозяйстве и сфере потребительских услуг. Инфляционное давление оставалось пониженным, однако усиливались проинфляционные риски со стороны рынка труда, бюджета и платежного баланса.
 - Позитивную экономическую динамику в ноябре – декабре 2022 г. во многом обеспечили экспортный и государственный спрос. Рост в сельском хозяйстве транслировался в расширение производства в пищевой промышленности. Кроме того, смещение потребительского спроса от товаров к услугам привело к росту этого сегмента экономики. В случае более активного восстановления потребительского спроса общая экономическая активность может усилиться. Вместе с тем снижение прибыли в нефинансовом секторе экономики и сохраняющаяся геополитическая напряженность неблагоприятно влияют на инвестиционную активность частного сектора. Замедление мировой экономики и вводимые в действие экспортные ограничения снижают спрос на российский экспорт, что несет риски для текущей позитивной экономической динамики.
 - Увеличение темпов прироста потребительских цен в декабре в значительной степени связано с разовыми проинфляционными факторами в секторе плодоовощной продукции и услугах ЖКХ. Вместе с тем наблюдается и постепенное нарастание общего инфляционного давления. Возможная активизация потребительской активности на фоне растущих ликвидных сбережений домохозяйств и увеличения доходов темпами, опережающими темпы экономического роста, а также ослабление рубля несут проинфляционные риски. ДКП будет направлена на возврат инфляции к 4% в 2024 году.
 - Кривая доходностей ОФЗ слабо изменилась за последние недели. Доходность средне- и долгосрочных ОФЗ включает в себя существенную инфляционную премию, отражая возросшую неопределенность относительно потенциальных объемов заимствований в будущем.

В фокусе. Экономика быстро адаптировалась к потрясениям в 2022 году

- Снижение экономической активности в 2022 г. оказалось значительно менее глубоким, чем ожидалось в конце I – начале II квартала сразу после резкого изменения внешних условий.
- Основными факторами быстрой адаптации стали: сохранение стабильной работы финансовой системы, благоприятная динамика внешнего спроса, оперативный перезапуск логистических цепочек, меры поддержки со стороны Правительства и Банка России.

- Инфляция по итогам года также оказалась ниже ожиданий. На нее действовало большое количество про- и дезинфляционных факторов на стороне спроса и предложения. Существенным фактором замедления роста цен во втором полугодии стало укрепление рубля, которое произошло из-за значительного расширения внешнеторгового сальдо, ограничений на движение капитала и дедолларизации экономики, а также приостановки действия бюджетного правила.

1. Инфляция

В декабре 2022 г. устойчивое ценовое давление оставалось пониженным, судя по таким показателям, как медианный рост цен и показатели базовой инфляции¹. Однако пониженный рост потребительских цен может оказаться временным. Начала формироваться тенденция к росту вышеупомянутых показателей устойчивого ценового давления. Об этом также свидетельствует усиление потребительского спроса в сегменте платных услуг, сопровождаемое повышенным (с учетом сезонности) ростом цен на платные услуги в последние месяцы.

В 2023 г. ожидается дальнейшее смещение баланса рисков в сторону проинфляционных. Бюджет начал становиться проинфляционным фактором вследствие увеличения бюджетного дефицита и его вклада в рост денежной массы. К этому добавились проинфляционные факторы, связанные с кредитованием и ростом реальных зарплат темпами, опережающими рост производительности. Такая тенденция может сохраниться в условиях рекордно низкой безработицы и дефицита на рынке труда. Валютный курс может усиливать проинфляционные риски в случае значительного сокращения профицита торгового баланса.

Вместе с тем повышенная норма сбережений и осторожное потребительское поведение из-за высокой неопределенности сохранились, выступая в роли значимого дезинфляционного фактора, сдерживающего рост цен. Существуют предпосылки к сохранению осторожного потребительского поведения из-за высокой неопределенности и повышенных геополитических рисков. При этом введенные в действие макропруденциальные лимиты, вероятно, ограничат проинфляционные риски в сегменте необеспеченного потребительского кредитования. Расширка отдельных узких мест в импорте и производстве будет способствовать увеличению предложения товаров на рынке, смягчая проинфляционное давление со стороны спроса.

В целом такая картина предполагает вероятное постепенное усиление инфляционного давления на потребительском рынке в 2023 г. по сравнению со второй половиной 2022 года.

1.1. В декабре влияние временных дезинфляционных факторов ослабло

- В декабре темп роста потребительских цен ускорился до 3,3% м/м SAAR при снижении годовой инфляции до 11,9%. В сегменте услуг рост цен остался повышенным при снижении цен на основные категории продовольственных товаров и небольшом росте цен на непродовольственные товары.
- Основные показатели устойчивой ценовой динамики свидетельствуют о некотором усилении инфляционного давления в декабре, прежде всего за счет ослабления действия временных дезинфляционных факторов, которые наиболее сильно проявились в осенние месяцы. Медиана распределения, рассчитанная по наиболее

¹ Без учета волатильных компонентов цен, без наиболее быстро и наиболее медленно растущих цен (усеченная инфляция).

дезагрегированным компонентам потребительской корзины, и среднее из оценок модифицированных показателей базовой инфляции повысилось, приблизившись к уровню 4% в годовом выражении.

- В первые недели января общий инфляционный фон слабо изменился. При этом по ряду непродовольственных товаров появились признаки быстрого переноса в цены декабрьского ослабления рубля.

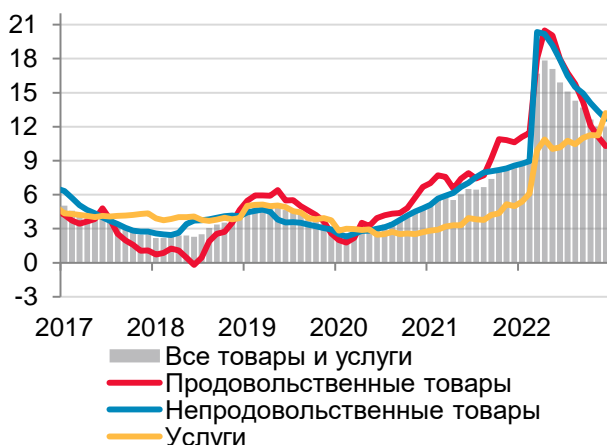
В декабре темп роста потребительских цен вновь ускорился – до 3,3 с 3,1% м/м SAAR в ноябре (Рисунок 1). Годовая инфляция замедлила снижение, составив 11,9% после 12,0% в ноябре (Рисунок 2).

Таблица 1. Инфляция и ее компоненты

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

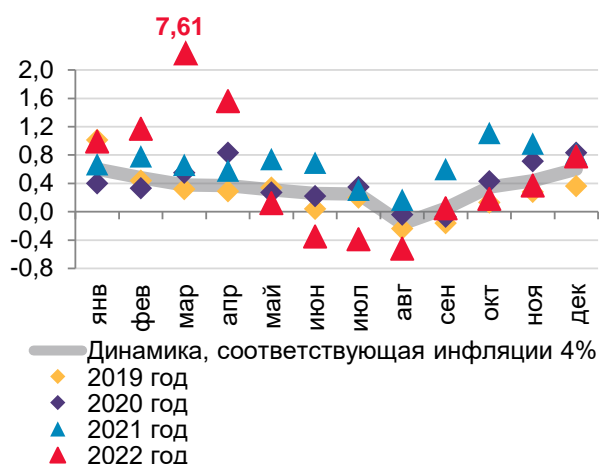
Источники: Росстат, расчеты ДИП.

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



Источник: Росстат.

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



Примечание. В декабре 2022 г. часть величины индексации тарифов на коммунальные услуги (4%) была отнесена к сезонному фактору, поэтому, хотя неслаженный темп роста цен и выше траектории инфляции в 4%, его сглаженная оценка – ниже.

Источники: Росстат, расчеты ДИП.

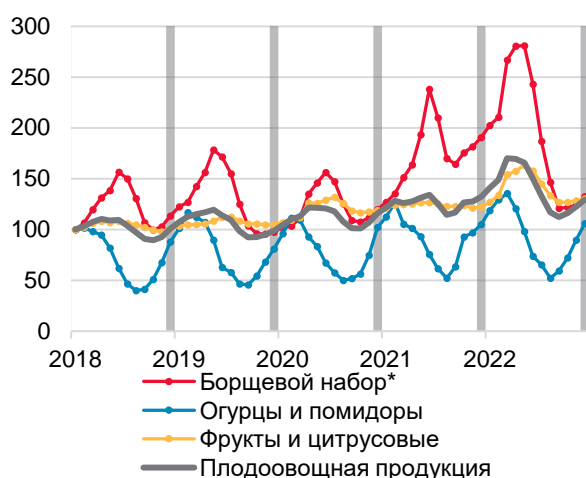
Рисунок 3. Сезонно сглаженный рост цен, % м/м SAAR



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

В сегменте продовольственных товаров уровень цен снижается последние четыре месяца (-0,8% в декабре после -0,6% м/м SAAR в ноябре) (Рисунок 3). Заметно сократился темп удорожания плодоовощной продукции (0,6% после 2,2% м/м SA в ноябре), при этом средний уровень цен на фрукты и овощи приблизился к аналогичному показателю 2022 г. (Рисунок 4). Снижение цен на большинство остальных видов продовольствия продолжилось (1,6% после 3,3% м/м SAAR в ноябре). Устойчивое снижение цен в основных категориях обусловлено ростом производства [зерновых](#) и [мясной продукции](#) в 2022 г. при неблагоприятной конъюнктуре внешнего рынка: уменьшении к концу года валютных и особенно рублевых экспортных цен на зерно и логистических проблемах при его экспорте.

Рисунок 4. Индекс цен на плодоовощную продукцию, янв. 2018 г. = 100%



* Включает картофель, капусту, лук, свеклу, морковь.
Источники: Росстат, расчеты ДИП.

Рисунок 5. Курс доллара США к рублю (%) и медианные значения ИПЦ (% м/м SAAR)



Источники: Банк России, Росстат, расчеты ДИП.

В сегменте непродовольственных товаров цены в среднем также слабо изменились (0,8% после 0,2% м/м SAAR в ноябре). Продолжилось снижение цен на стройматериалы и электронику, при этом уровень цен на смартфоны и телевизоры остается ниже аналогичного периода предыдущего года. Незначительно выросли цены на легковые автомобили (на 0,1% м/м SA) за счет удорожания подержанных автомобилей (на 0,9% м/м SA). Ослабление рубля, произошедшее в конце года, не нашло сильного отражения в декабрьской статистике цен – медиана распределения темпов роста цен товаров с высокой зависимостью от динамики валютного курса осталась близкой к нулевому уровню (Рисунок 5).

В услугах темп роста цен ускорился до 13,4 с 12,5% м/м SAAR в ноябре. Значительный вклад повышения коммунальных тарифов (4 из 9 п.п. которого отнесены к сезонному фактору) в изменение темпа роста цен на услуги был практически полностью компенсирован снижением цен на туристические услуги после скачка в ноябре². Без учета ЖКУ и туризма рост цен на услуги составил 8,4% в декабре после 9,4% м/м SAAR в ноябре. Темп роста цен на бытовые услуги (их динамика в большей степени отражает влияние

² Росстат недавно несколько изменил подход к оценке цен на зарубежный туризм, ориентируясь на цены туров на месяц вперед. Это внесло искажения в результаты сезонного сглаживания таких цен, процедура расчета которого определялась исходя из прежней методики.

фундаментальных экономических факторов, в том числе ситуации на рынке труда) в декабре не изменился по сравнению с ноябрем, оставшись на повышенном уровне 6,0% м/м SAAR.

Основные показатели устойчивой ценовой динамики свидетельствуют о некотором усилении инфляционного давления в декабре. Медиана распределения увеличилась вдвое относительно ноября, приблизившись к 4% в годовом выражении (Рисунок 6). Повышение медианы распределения наблюдается во всех основных сегментах потребительского рынка. Среднее из оценок модифицированных показателей базовой инфляции также повысилось (Рисунок 7), что указывает на ослабление действия временных дезинфляционных факторов, наиболее сильно проявившихся в октябре и ноябре.

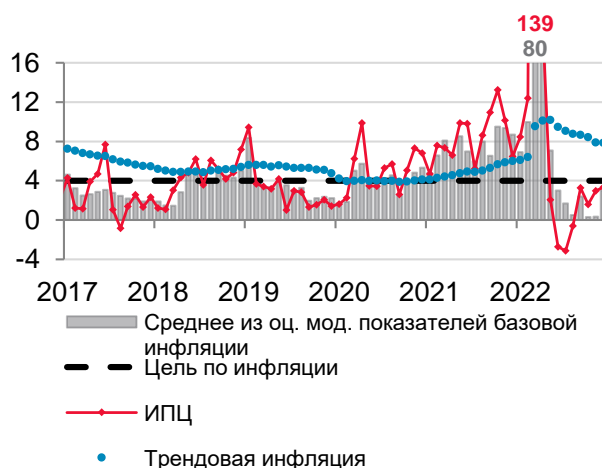
Рисунок 6. Медианы распределения, рассчитанные по дезагрегированным* компонентам, % м/м SAAR



* 558 компонентов в корзине 2022 года.

Источники: Росстат, расчеты ДИП.

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



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

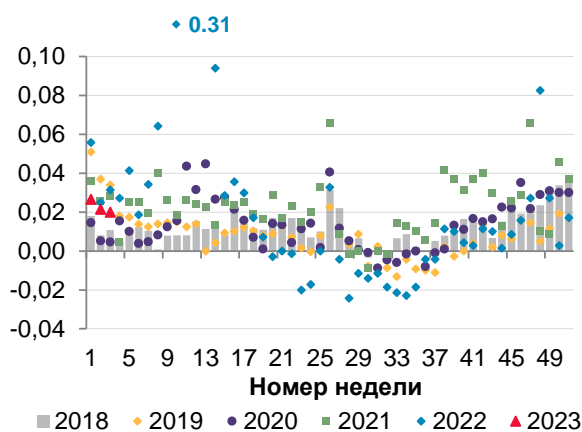
Источники: Росстат, расчеты ДИП.

В начале января рост цен оставался в целом ниже, чем в предыдущие годы. За период с 1 по 23 января уровень цен вырос на 0,53% (Рисунок 8). На 23 января оценка годовой инфляции понизилась до 11,5%. Основной положительный вклад в недельную оценку роста цен вносит удорожание плодоовощной продукции (Рисунок 9).

Общая инфляционная картина слабо изменилась относительно конца декабря. Темп роста стоимости корзины товаров и услуг (без плодоовощной продукции и регулируемых услуг) и медиана распределения остаются в диапазоне 0,01–0,08% н/н (Рисунок 10). Изменение распределения недельных приростов цен также соответствует картине конца 2022 г. (Рисунок 11). Тем не менее стоит отметить изменение цен в отдельных крупных категориях непродовольственных товаров длительного пользования, которые ранее снижались на протяжении почти всей второй половины 2022 г. (Рисунок 13). Наблюдаемые на еженедельной основе виды бытовой техники (пылесосы, телевизоры) на второй – третьей неделе января подорожали на 3,1–3,3%. Разовый рост цен также наблюдался на смартфоны. В целом это может указывать на активную фазу переноса в

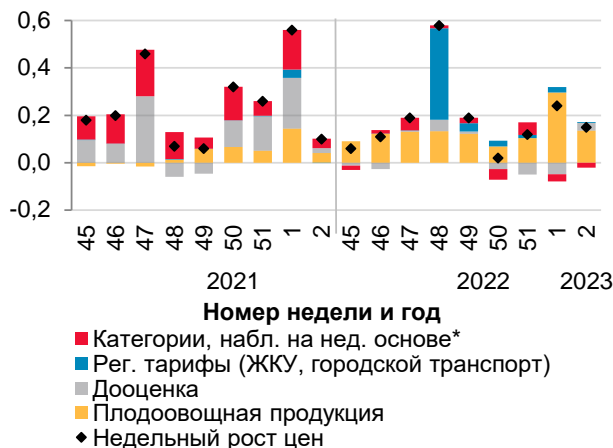
цены декабрьского ослабления рубля. Вместе с тем в начале месяца было зафиксировано снижение цен на автомобили после длительного периода околонулевой динамики. Вероятно, это связано с изменением структуры модельного ряда в потребительской корзине (в 2023 г. Росстат включил в наблюдение автомобили китайских брендов вместо большинства европейских). Ближайшие недели покажут, насколько устойчивы эти тенденции.

Рисунок 8. Среднесуточный прирост цен, %



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

Рисунок 9. Декомпозиция недельного роста цен, п.п.



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

Рисунок 10. Темп роста стоимости и медиана распределения недельных приростов цен, %

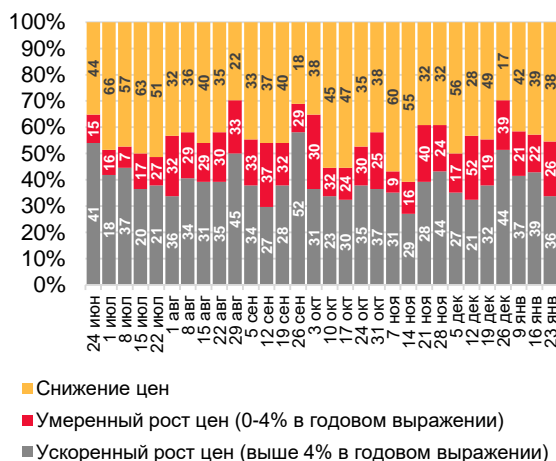


Примечание. Расчет сделан на основании расширенного списка товаров и услуг без плодоовощной продукции и регулируемых тарифов.

Для 2023 г. используются веса 2022 года.

Источники: Росстат, расчеты ДИП.

Рисунок 11. Распределение индексов цен наблюдаемых на недельной основе категорий товаров и услуг*

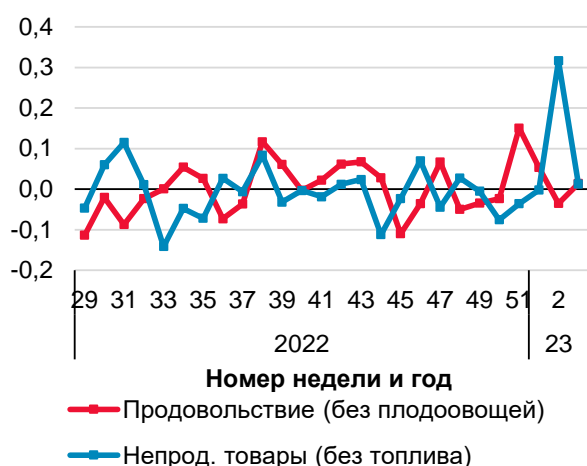


* Столбцы – доля позиций (без учета плодоовощной продукции и регулируемых услуг, всего – 85 категорий), числа – их вес в недельной оценке ИПЦ.

Источники: Росстат, расчеты ДИП.

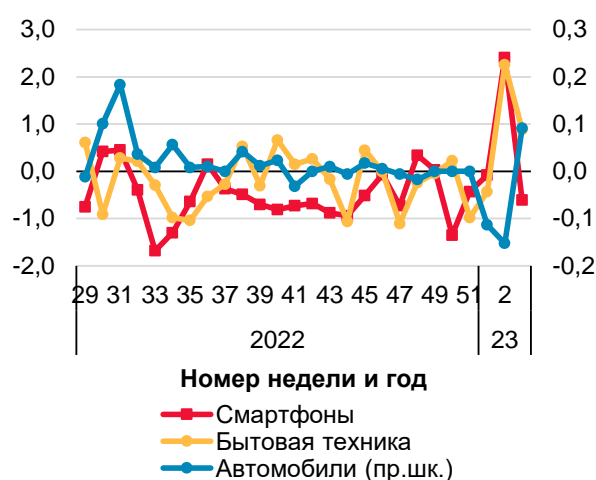
На фоне растущих ликвидных активов домохозяйств и опережающего рост производительности труда повышения реальных зарплат в условиях рекордно низкой безработицы возможна активизация потребительской активности. Вместе с переносом в цены декабрьского ослабления рубля это может вызвать ускорение роста потребительских цен в ближайшей перспективе. Это приведет к возврату текущих темпов роста цен к 4% в годовом выражении и выше в рамках прогноза инфляции Банка России 5-7% в 2023 году. Проводимая Банком России денежно-кредитная политика позволит вернуть годовую инфляцию к 4% в 2024 году.

Рисунок 12. Темп роста стоимости отдельных укрупненных категорий, % н/н



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

Рисунок 13. Темп роста стоимости отдельных укрупненных категорий непродовольственных товаров длительного пользования, % н/н



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

2. Экономическая динамика

Российская экономика достаточно быстро адаптировалась к шокам в 2022 году. Вместо широко ожидавшегося значительного и продолжительного снижения в результате геополитического кризиса уровень экономической активности в целом стабилизировался уже к концу II квартала. За этим стоит ряд факторов.

Во-первых, оперативное устранение рисков для финансовой стабильности в феврале – марте позволило избежать дезорганизации финансовой системы и полномасштабного финансового кризиса, что имело бы длительные последствия и для остальной части экономики. Сохранение устойчивости финансовой системы, в частности, способствовало быстрому возобновлению и развитию кредитной активности.

Во-вторых, опасения относительно значительной просадки экспорта и экспортной выручки не реализовались. Рост экспортных цен на ряд ключевых товаров российского экспорта позволил даже увеличить общий стоимостный объем экспорта, несмотря на

уменьшение физических объемов экспорта природного газа, металлов, продукции лесной отрасли. Многие российские компании добились значительных успехов в переориентации экспортных поставок с европейского на азиатское направление. Рост экспорта при снижении импорта стал основным фактором укрепления рубля в 2022 г., что также сыграло важную стабилизирующую роль для экономики в целом. Кроме того, увеличение экспортной выручки на протяжении большей части года служило одним из основных источников рекордно высокого финансового результата в экономике. В таких условиях бизнес получил дополнительную финансовую подушку безопасности для использования в целях адаптации и подстройки бизнес-процессов, в том числе увеличения заработной платы работникам дефицитных специальностей.

В-третьих, высокую адаптивность показали компании разных отраслей, использующие в производстве импорт. Судя по результатам регулярных опросов, доля компаний, указывающих на проблемы с импортом и поставщиками, устойчиво снижалась в течение второго полугодия. Хотя не всегда удавалось сохранить качественные характеристики закупаемой и выпускаемой продукции, перебои в производстве были минимизированы.

В-четвертых, значительное увеличение бюджетных расходов подстегнуло спрос в экономике, особенно в обрабатывающих отраслях и инфраструктуре, частично компенсировав потери частного спроса. При этом стимулирующая роль бюджета возросла ближе к концу года из-за наращивания бюджетных расходов и дефицита.

Российская экономика вошла в 2023 г. с более высоким уровнем экономической активности, чем ожидалось еще один-два квартала назад. Увеличенные бюджетные расходы за счет расширения бюджетного дефицита дополнительно поддержат спрос в экономике, хотя их фискальный мультипликатор (то есть вклад в среднесрочный рост экономики) может оказаться невысоким из-за смещения структуры расходов в сторону менее производительных.

Вместе с тем происходящее уменьшение стоимостных объемов российского экспорта негативно сказывается на прибыли компаний и объемах ее перераспределения в экономике через налоговый, дивидендный и другие каналы. Это может стать сдерживающим фактором для экономики, наряду с сохраняющейся высокой неопределенностью и геополитическими рисками, с которыми по-прежнему сталкиваются бизнес и население. Влияние потолков цен на российскую нефть и нефтепродукты на объемы их экспортных поставок представляется ограниченным, исходя из текущей рыночной конъюнктуры.

Структурно, исходя из количества и качества трудовых ресурсов и основного капитала, а также технологического уровня, российская экономика выглядит несколько слабее, чем в 2021 году. Однако это не должно помешать ей в 2023 г. увеличить производство в обрабатывающих отраслях промышленности и некоторых других отраслях при возможной стагнации или снижении в ряде других. При этом в случае возврата к потребительской модели поведения домохозяйств и снижения нормы сбережений возможны позитивные процессы в общеэкономической динамике в 2023 г. с одновременным усилением инфляционного давления.

2.1. Стабилизация экономики при неоднородности отраслевой динамики

- Оперативные данные Росстата и других источников указывают на стабилизацию агрегированного выпуска к концу года на уровне, достигнутом в III квартале³ (Рисунок 14 – Рисунок 16). Этому в том числе способствовали расширение бюджетного стимула, эффект от принятых ранее решений по смягчению ДКП (ключевая ставка уже в июле опустилась ниже уровня начала 2022 г.) и рекордный урожай зерновых. При этом процесс структурной трансформации российской экономики вследствие значительных изменений внешних и внутренних условий в 2022 г. сопровождается разнонаправленной динамикой активности в отраслевом разрезе.
- Основное понижательное давление на экономическую динамику в IV квартале оказывали: негативное влияние ужесточения условий внешней торговли на выпуск в добывающих (Рисунок 18) и сопутствующих отраслях⁴ и снижение розничного товарооборота (Рисунок 24). В обработке при стабилизации выпуска по сектору в целом индексы потребительских и инвестиционных отраслей⁵ показывали умеренно негативную динамику (Рисунок 19).
- Сокращение выпуска продукции в отраслях потребительского спроса, вероятно, носит временный характер, отражая, наряду с ограничениями на стороне предложения, некоторую слабость внутреннего спроса на фоне преобладания сберегательных настроений (Рисунок 26 – Рисунок 27). Вместе с тем в динамике производства промежуточных и инвестиционных отраслей все более значимую роль начинают играть ограничения, вызванные сложностями с обслуживанием импортного оборудования и нехваткой персонала⁶.
- Структурная перестройка экономики происходит в условиях рекордно низкой безработицы (3,6% SA) (Рисунок 21). Это обусловлено как ростом спроса на труд (преимущественно линейный персонал и кризис-менеджеров) (Рисунок 22) из-за изменения бизнес-процессов, так и сжатием предложения труда, ускорившимся в IV квартале. Усиление жесткости рынка труда (Рисунок 23), в свою очередь, стимулирует рост зарплат вне прямой зависимости от результатов работы (Рисунок 20). Нехватка рабочих рук может сдерживать процессы структурной трансформации, при этом опережающее рост производительности увеличение зарплат – потенциально проинфляционный фактор.

³ Согласно обновленной оценке Росстата и расчетам ДИП, в III квартале экономика перешла к росту (+0,86% к/к SA после -5,47% к/к SA в II квартале). Пересмотр Росстатом динамики ВВП за 2020 г. (0,0 п.п.) и 2021 г. (+0,9 п.п.), свидетельствующий о выходе на уровень выпуска 2019 г. уже к середине 2021 г., пока не представлен в квартальной динамике. Она будет актуализирована в апреле 2023 г. и может повлиять на оценку сезонно сглаженной динамики.

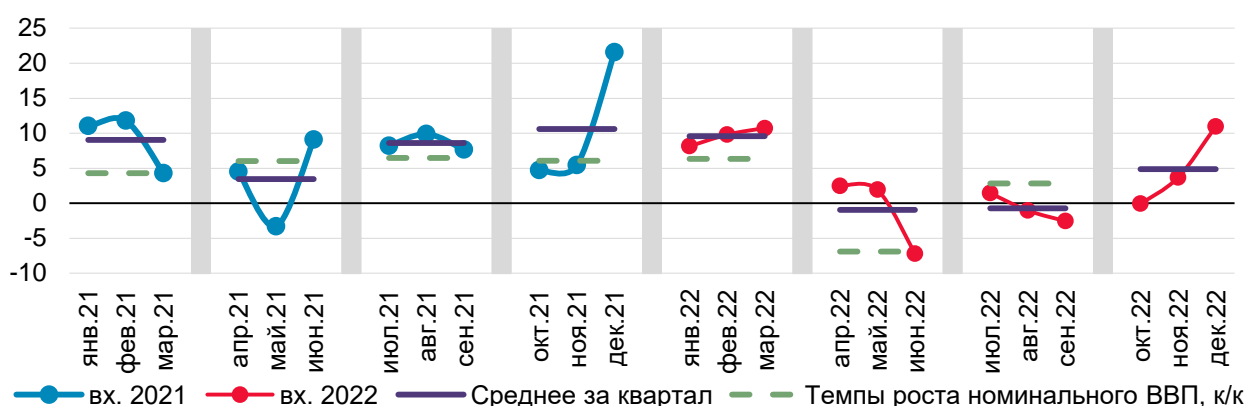
⁴ Оптовая торговля и транспорт.

⁵ Очищенных от наиболее волатильных компонентов (производства «готовых металлических изделий, кроме машин и оборудования» и «прочих транспортных средств и оборудования»).

⁶ В ноябрьском опросе Ventra 45% работодателей признают, что изменения 2022 г. негативно повлияли на доступность производственного персонала и увеличили текучку кадров.

- Опережающие индикаторы свидетельствуют о том, что данные тенденции получат свое развитие в 2023 году. [Данные опросов PMI](#) и ИЭП, фиксирующие улучшение экономической конъюнктуры в российской промышленности на фоне расширения внутреннего спроса в декабре (Рисунок 17), также сигнализируют о близких к рекордным потребностях предприятий в наращивании занятости. Дефицит кадров, сохраняющиеся технологические ограничения и слабость внешнего спроса могут выступить основными факторами, замедляющими переход экономики к устойчивому росту со второго полугодия 2023 года.

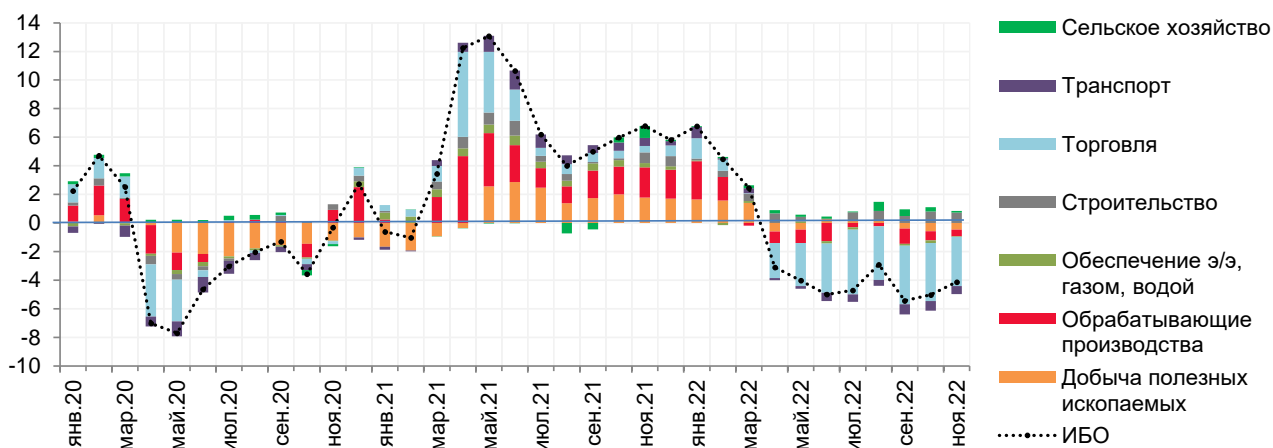
Рисунок 14. Темп роста* объема входящих платежей к среднему в предыдущем квартале, взвешенный по доле отраслей в ВДС, сезонность устранена, %



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

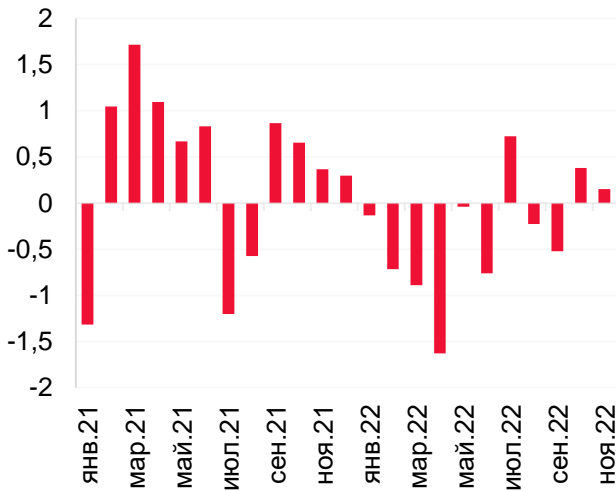
Источники: Банк России, «Мониторинг отраслевых финансовых потоков».

Рисунок 15. Вклад отраслевых компонентов в годовую динамику ИБО, г/г, %



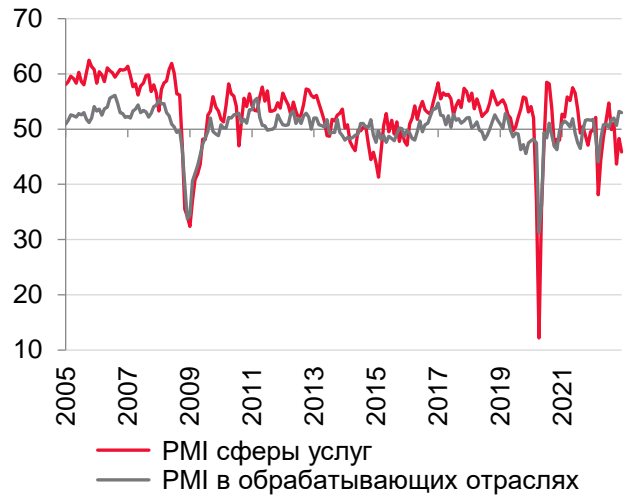
Источники: Росстат, расчеты ДИП.

Рисунок 16. Динамика выпуска базовых видов экономической деятельности, % м/м SA



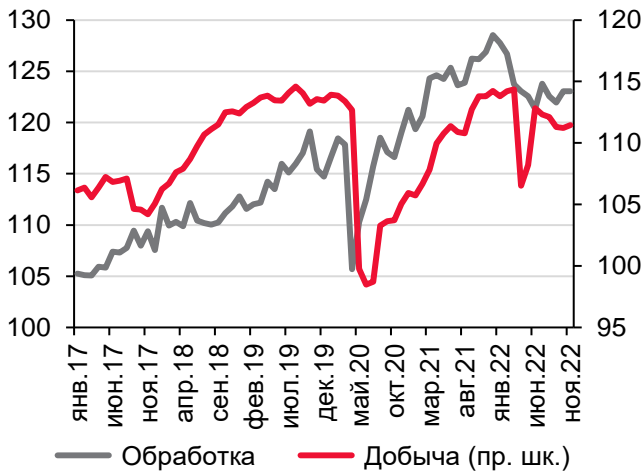
Источники: Росстат, расчеты ДИП.

Рисунок 17. PMI в обрабатывающей промышленности и услугах, пунктов



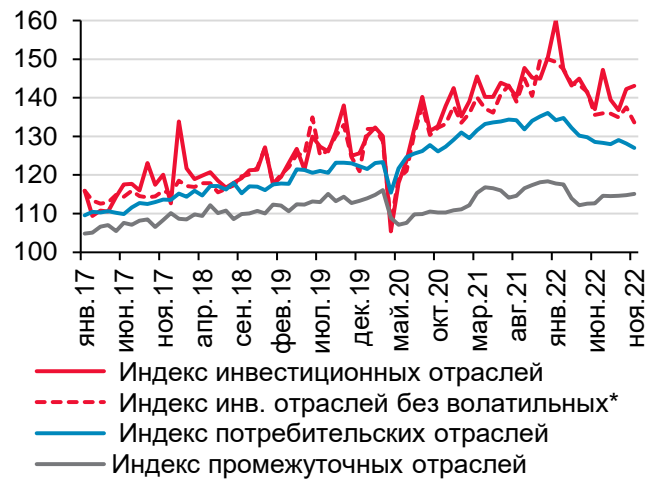
Источник: S&P Global.

Рисунок 18. Динамика индексов добычи полезных ископаемых и обрабатывающего производства (2014 = 100)



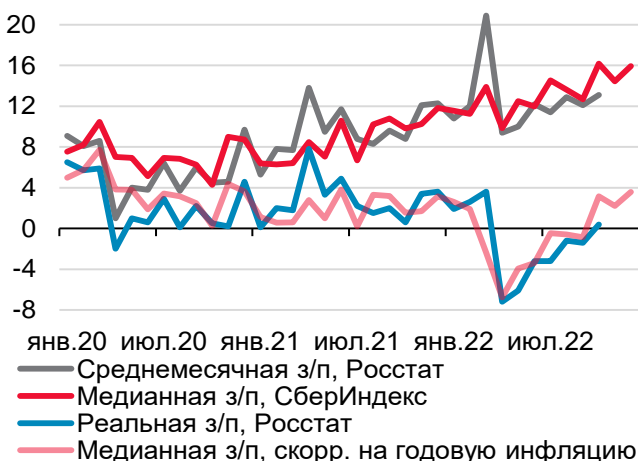
Источники: Росстат, расчет ДИП.

Рисунок 19. Выпуск групп отраслей обрабатывающей промышленности, SA, 01.2016=100%



Источники: Росстат, расчет ДИП.

Рисунок 20. Динамика заработной платы, % г/г



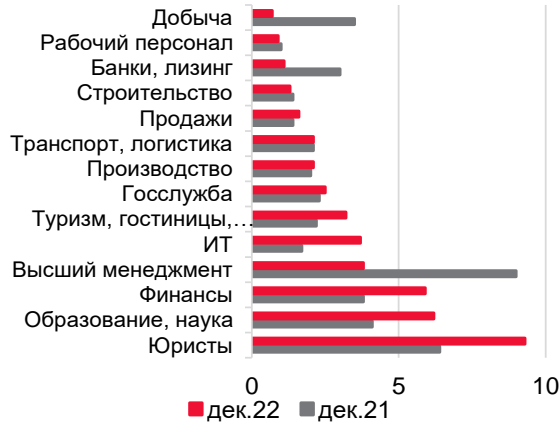
Источники: Росстат, СберИндекс, расчеты ДИП.

Рисунок 21. Уровень безработицы, %



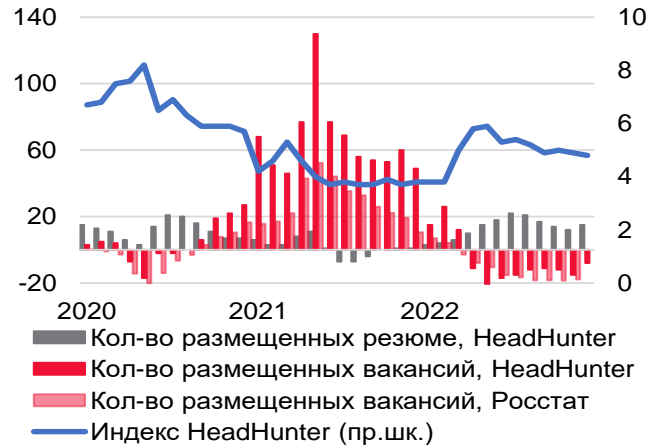
Источники: Росстат, расчеты ДИП.

Рисунок 22. Динамика индекса HeadHunter⁷ по отраслям в декабре 2022 г., пунктов



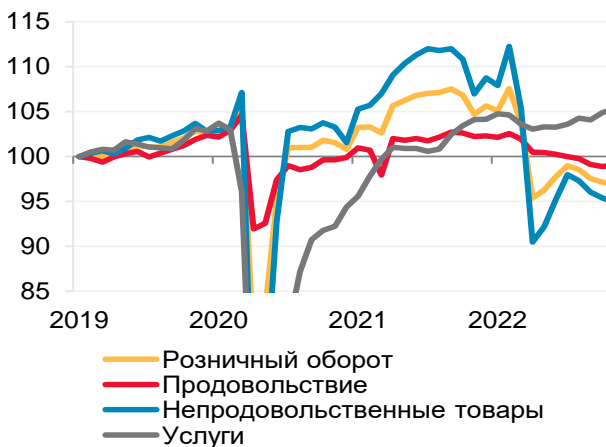
Источник: HeadHunter.

Рисунок 23. Динамика резюме, вакансий (% г/г) и индекса HeadHunter (пунктов)



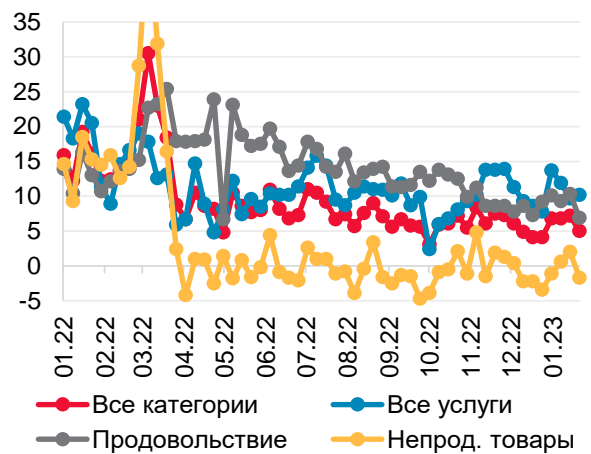
Источники: Росстат, HeadHunter, расчеты ДИП.

Рисунок 24. Динамика оборота торговли и сектора услуг (1.2019 = 100%, SA), %



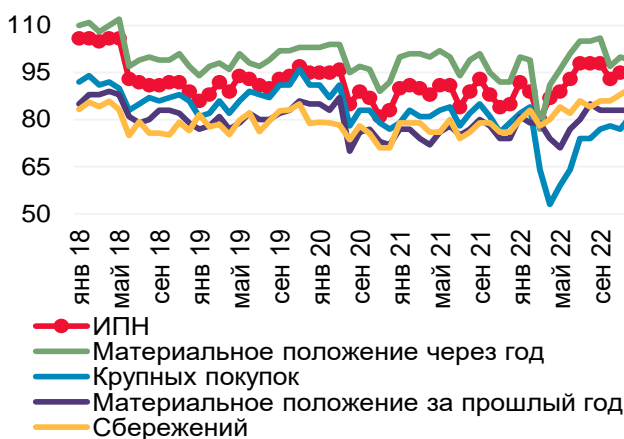
Источники: Росстат, расчеты ДИП.

Рисунок 25. Рост номинальных расходов на товары и услуги, % г/г⁸



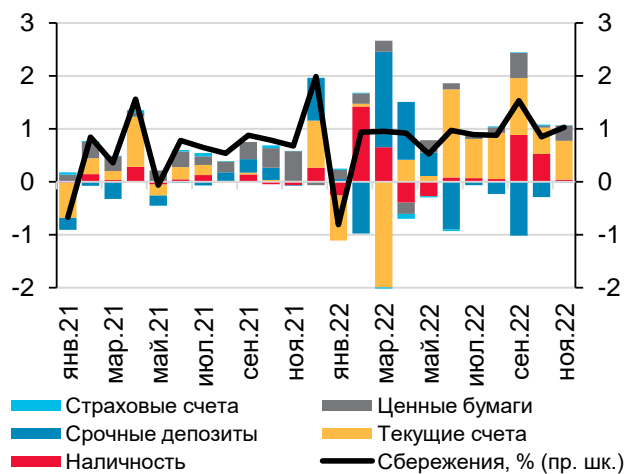
Источник: СберИндекс.

Рисунок 26. Индексы потребительских и финансовых настроений населения, п. п.



Источник: ООО «инФОМ».

Рисунок 27. Общий уровень и компоненты сбережений домохозяйств, трлн руб.



Источники: Банк России, Росстат, расчеты ДИП.

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

⁸ Данные за неделю 31.10-6.11.22 – сравнение с неделями до локдауна 22-28.10.21.

2.2. Уверенный рост кредитования в декабре

- Корпоративное кредитование в декабре продолжило уверенный рост на фоне повышенного спроса на финансирование в период структурной трансформации экономики.
- Ожидания сворачивания программ льготной ипотеки и программ дополнительного субсидирования от застройщиков способствовали сохранению высоких темпов роста розничного кредитования в декабре. Тем не менее по итогам года рост портфеля оказался ниже, чем в 2021 году.

Прирост рублевого портфеля кредитов нефинансовым организациям ускорился в декабре до 3,6 с 1,6% м/м SA, рублевого портфеля ИП – до 3,0 с 2,4% м/м SA. По итогам года рост корпоративного кредитования ускорился до 14,3% в 2022 г. с 11,7% в 2021 году.⁹ При этом рублевый портфель вырос на 23,8% г/г после 20,0% г/г в 2021 году. Активный рост рублевого корпоративного кредитования дополнительно поддерживался девальютизацией портфеля (за 2022 г. кредиты в валюте сократились в общей сложности на 18,2%) и замещением внешних заимствований. Кроме того, оживление в корпоративном сегменте могло объясняться спросом на кредитные ресурсы для финансирования структурной трансформации экономики. Так, в последние месяцы отмечается ускорение годовых темпов роста по долгосрочным и среднесрочным кредитам, что может косвенно подтверждать увеличение спроса на кредиты для целей инвестиций. В ближайшее время эти факторы продолжают поддерживать повышенный рост рублевого корпоративного кредитования.

Годовой прирост объема рублевых долговых ценных бумаг, приобретенных банками, ускорился до 16,1 с 3,5% г/г, главным образом за счет государственных и корпоративных облигаций. Так, банки в последние месяцы были активными участниками аукционов по первичному размещению ОФЗ. Кроме того, к концу года активизировался выпуск корпоративных облигаций (Рисунок 31) и интерес банков к этому инструменту.

Портфель рублевых розничных кредитов за декабрь вырос на 1,3% м/м SA, как и в ноябре (Рисунок 28). Декабрьский рост был поддержан главным образом ипотечным сегментом, особенно [выдачами в рамках льготных программ](#) (Рисунок 29). Они достигли максимума с момента запуска программ на фоне имевшейся в начале месяца неопределенности относительно дальнейшей судьбы льготных программ, а также объявления о повышении ставки по программе ипотеки с господдержкой с 7 до 8% в 2023 году. На активный рост ипотеки указывает и динамика ипотечных сделок по данным сервиса «Домклик» (Рисунок 30).

В целом в 2022 г. рост розничного кредитования резко замедлился – до 9,5% с 23,2% г/г в 2021 году¹⁰. Умеренный рост розничного кредитования объяснялся сдержанными по-

⁹ Представлены темпы роста общего объема корпоративного портфеля, очищенные от влияния валютной переоценки.

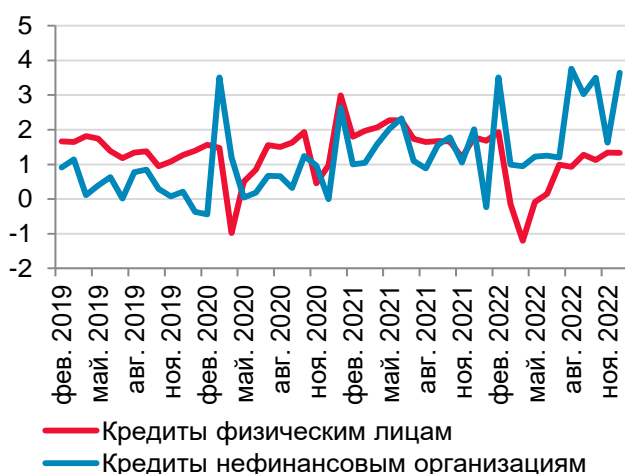
¹⁰ Здесь и далее годовые темпы роста рассчитаны по списку КО, действующих на последнюю отчетную дату. Данные по ВЭБ не учитываются.

требительскими настроениями на фоне высокой неопределенности и сокращения ассортимента потребительских товаров. Рост также сдерживался консервативной политикой банков, на что, в частности, может указывать [повышение доли отказов в ипотеке](#). В 2023 г. эти факторы будут по-прежнему влиять на динамику розничного кредитования. Дополнительным фактором станут начавшие действовать с 1 января макропруденциальные лимиты по необеспеченным потребительским кредитам.¹¹

Прирост рублевых депозитов физических лиц в декабре ускорился до 4,6 с 1,5% м/м SA¹². В годовом выражении наблюдалось ускорение роста средств на счетах и вкладов сроком до 30 дней при замедлении темпов роста вкладов сроком от 30 дней до 1 года и снижении вкладов свыше 1 года. Это может быть связано с общим восстановлением доходов и относительно высоким размером годовых премий, а также социальными выплатами (Рисунок 32). По итогам 2022 г. рост средств физических лиц составил 6,9% после 5,7% г/г в 2021 году. В случае сохранения сберегательной модели поведения вместе с постепенным повышением ставок по вкладам, тенденция к восстановлению динамики долгосрочных и среднесрочных вкладов, вероятно, сохранится.

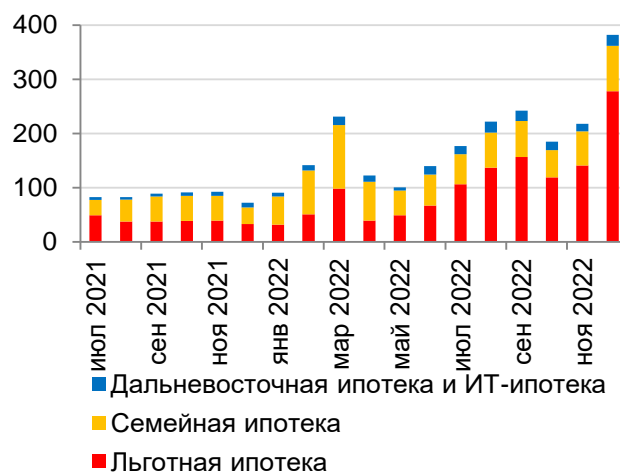
Ускорение роста рублевых депозитов компаний в декабре до 2,2 с 1,0% м/м SA в ноябре, видимо, связано с рекордным дефицитом бюджета (дефицит федерального бюджета по итогам 2022 г. составил 3,3 трлн руб.), значительная часть которого была сформирована в декабре.

Рисунок 28. Рост рублевого кредитования, % м/м SA



Источники: Банк России, расчеты ДИП.

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

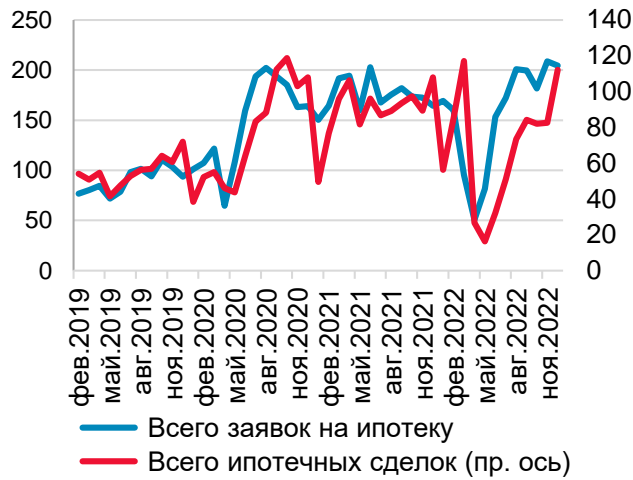


Источники: ДОМ.РФ, расчеты ДИП.

¹¹ Степень влияния лимитов на рост потребительского кредитования будет зависеть от возможности изменения банками и МФО параметров кредитов (займов) в целях снижения ПДН/срока, а также от масштаба перераспределения клиентов между участниками рынка: после получения отказа в одних банках заемщики с высоким значением долговой нагрузки или долгосрочными кредитами могут обратиться в другие банки, ранее имевшие меньшую долю кредитов, попадающих под ограничения. Введенные макропруденциальные лимиты ограничат долю выданных кредитов с ПДН 80+ на уровне 25%, а кредитов на срок более 5 лет – 10%.

¹² Снижение валютных вкладов населения в декабре ускорилось до -2,7% м/м SA (-0,7% м/м SA ноябрь).

Рисунок 30. Динамика заявок на ипотеку и количества ипотечных сделок, тыс. шт.



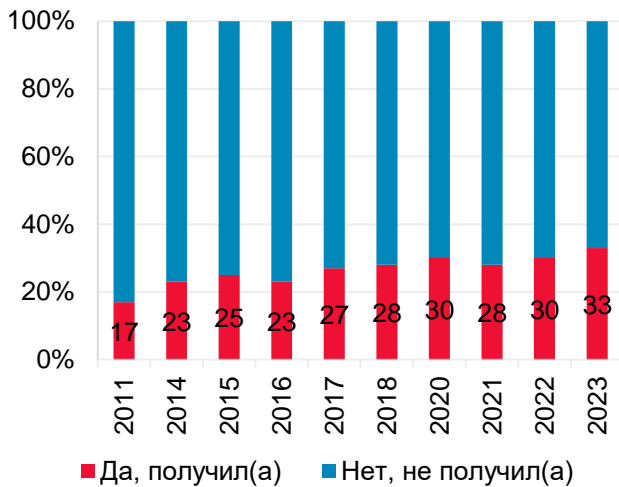
Источники: «Домклик», расчеты ДИП.

Рисунок 31. Динамика рынка корпоративных облигаций



Источник: Cbonds

Рисунок 32. Доля россиян, получивших годовую премию по итогам прошлого года, %



Источник: Опрос Superjob.ru.

3. Финансовые рынки¹³

3.1. Российский рынок: ОФЗ – без резких движений, рубль стабилизировался

- В декабре – январе на рынке ОФЗ не происходило резких колебаний на фоне постепенного снижения объемов торгов к концу года в декабре и невысоких оборотов в январе. Решение Банка России о сохранении ключевой ставки на декабрьском заседании Совета директоров на уровне 7,5% не оказало существенного влияния на доходности. Как и на предыдущем заседании, сигнал по дальнейшей траектории ключевой ставки участники рынка восприняли как нейтральный.
- После масштабных размещений ОФЗ в декабре объемом 1,5 трлн руб. (в основном ОФЗ-ПК с плавающим купоном) Минфин России в январе пока не прибегал к размещению флоатеров. По итогам первых трех аукционных дней Минфин России выполнил 26% от квартального плана (800 млрд руб.), предлагая в основном долгосрочные ОФЗ с фиксированным купоном. Премии на аукционах несколько выросли, что может способствовать формированию ожиданий у участников рынка по уровням будущих размещений.
- С начала года кривая доходностей изменилась разнонаправленно: доходности долгосрочных бумаг выросли (+26-34 б.п.), доходности кратко- и среднесрочных бумаг изменились в пределах от -5 до +7 б.п. Угол наклона кривой (10 лет – 2 года) также несколько вырос в январе (до 267 б.п.), однако находится ниже максимумов середины декабря (272 б.п.).
- Рубль с начала декабря ослаб по отношению к доллару США на 12,7%. Юань за это же время прибавил к рублю около 22%. При этом после объявления о запуске валютных операций в соответствии с обновленным бюджетным правилом рубль немного укрепился, отыграв часть декабрьского ослабления. Разница в динамике курса рубля к юаню и доллару вызвана тем, что на мировых рынках юань укрепился к корзине основных мировых валют (индекс CFETS¹⁴). Основная причина такого движения юаня – смягчение карантинных ограничений в результате отказа от политики «нулевой терпимости» к коронавирусу. Это, в свою очередь, способствует спросу на китайские активы.

¹³ В данной главе показатели приведены по состоянию на 27.01.2023.

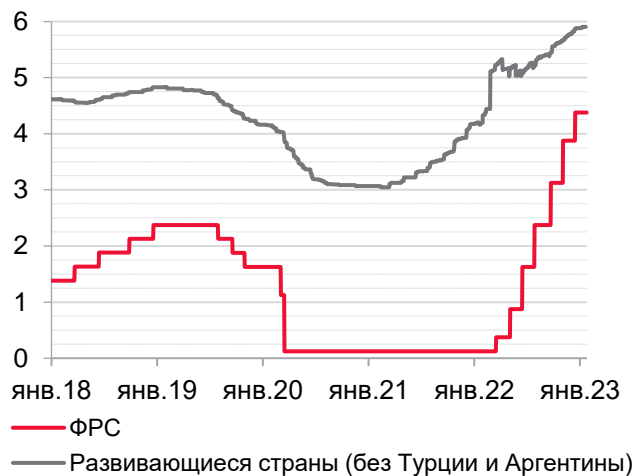
¹⁴ China Foreign Exchange Trade System.

Рисунок 33. Динамика доходностей казначейских облигаций США



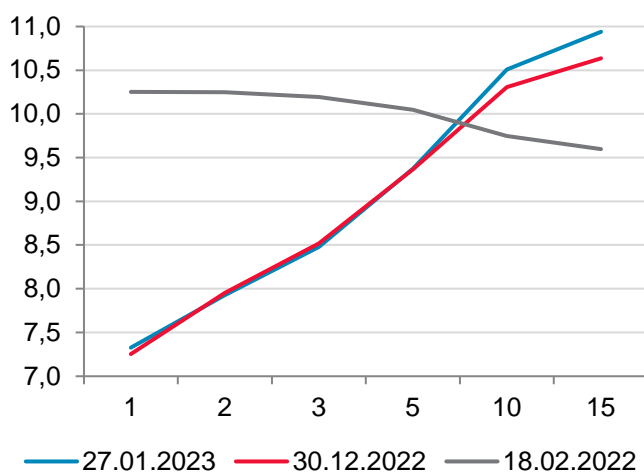
Источник: Cbonds.

Рисунок 34. Динамика ключевых ставок центральных банков, % годовых



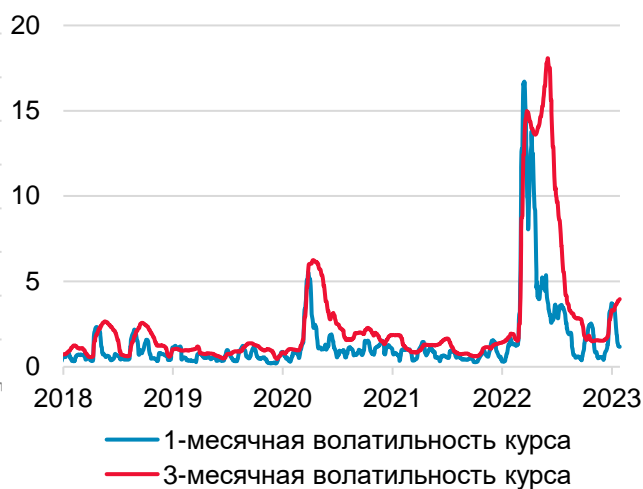
Источники: BIS, расчеты ДИП.

Рисунок 35. Кривая бескупонной доходности ОФЗ, %



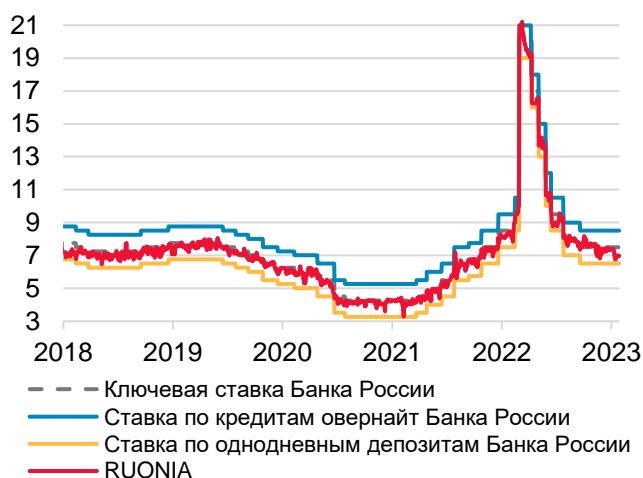
Источник: Cbonds.

Рисунок 36. Волатильность курса рубля



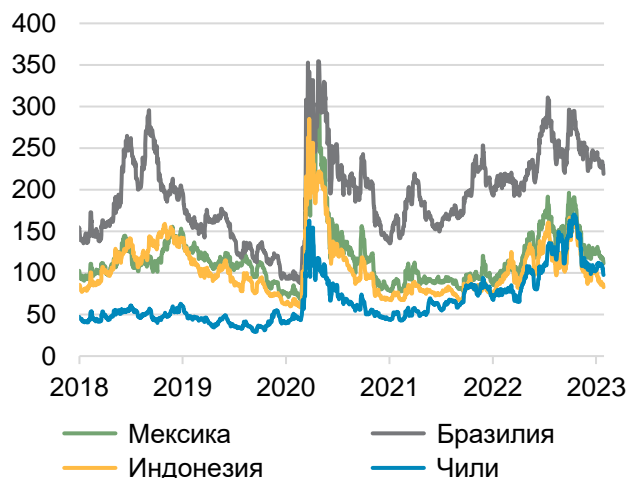
Источник: Cbonds.

Рисунок 37. Процентный коридор Банка России и краткосрочная ставка рынка МБК, % годовых



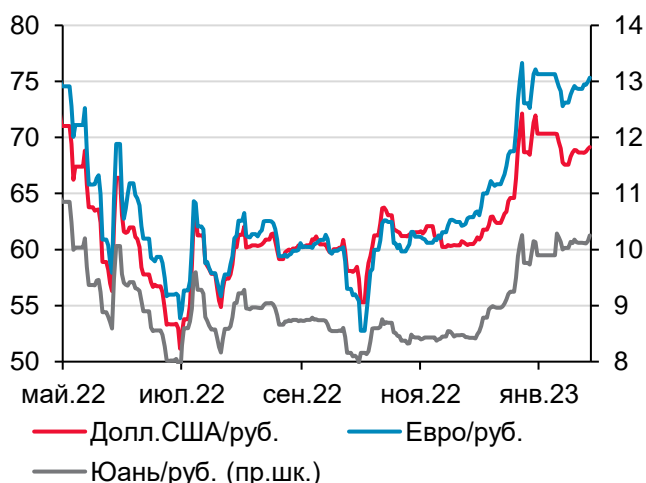
Источник: Cbonds.

Рисунок 38. Динамика 5-летних CDS в развивающихся странах, б.п.



Источник: Cbonds.

Рисунок 39. Динамика курсов валют Банка России



Источник: Cbonds.

3.2. Оправдают ли сланцевые компании ожидания по добыче

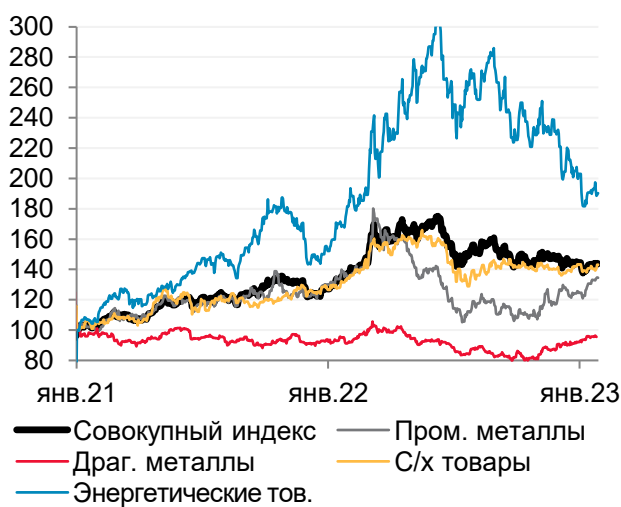
- С начала декабря котировки большинства сырьевых товаров выросли в условиях ослабления доллара США (индекс DXY снизился на 2%) и отказа Китая от политики «нулевой терпимости» к COVID-19, сдерживавшей рост экономической активности. Цены промышленных, драгоценных металлов и сельскохозяйственных товаров выросли на 6; 5 и 4% соответственно (Рисунок 40). Однако сильный рост заболеваемости в Китае, последовавший за ослаблением ограничений, оказал понижающее давление на котировки энергетических товаров, сократившиеся на 14%, в результате чего индекс цен сырьевых товаров Bloomberg уменьшился на 2%.

- Ведущие международные энергетические агентства повысили прогноз мирового спроса на нефть на 2023 г. (в среднем на 0,1 млн б/с), несмотря на расхождение в оценках сроков восстановления потребления жидкого топлива в Китае. Прогноз предложения нефти также пересмотрен вверх, прежде всего за счет роста добычи сланцев в США. По оценкам Минэнерго США, увеличение добычи с конца 2023 г. сформирует небольшой излишек нефти на мировом нефтяном рынке, который приведет к превышению коммерческими нефтяными запасами в странах ОЭСР средних пятилетних значений в 2024 г. (Рисунок 43, Рисунок 44).
- Однако возможности сильного наращивания сланцевыми производителями добычи в ближайшие годы могут быть ограничены. Результаты недавних опросов ФРБ Далласа и Канзас-Сити указывают на дальнейшее замедление роста активности сланцевых производителей (Рисунок 45) в условиях расширения затрат и сохраняющихся на относительно низком уровне капитальных вложений (Рисунок 46). Большинство сланцевых компаний не планируют отходить от текущей бизнес-модели максимизации доходов акционеров и сокращения долга (Рисунок 47). При этом расширение добычи за счет использования ранее пробуренных и законсервированных месторождений в текущий момент невозможно: их количество снизилось до своего локального минимума в октябре.
- Страны ОПЕК+ продолжают придерживаться политики управления предложением нефти для поддержки баланса спроса и предложения на мировом рынке. По данным Международного энергетического агентства, в декабре добыча стран ОПЕК+ снизилась на 0,02 млн б/с (Рисунок 42).
- Потребность перенаправления российскими поставщиками нефти в Азию после вступления в силу эмбарго ЕС вызвала рост конкуренции на азиатском направлении с традиционными поставщиками с Ближнего Востока. Это привело к увеличению скидок на российскую нефть по отношению к прочим сортам¹⁵. Котировки нефти марки Urals (базис CIF в порту Augusta) сократились на 7%, до 59 долл./барр. (Рисунок 41). При этом в ближайшие месяцы по мере перестройки логистических маршрутов и смещения части поставщиков на европейский рынок ценовой дисконт на российскую нефть может снизиться.
- Эмбарго на поставки российских нефтепродуктов в ЕС может привести к увеличению объемов поставок нефтепродуктов из других стран. Это увеличит спрос на российскую нефть в мире в условиях трудностей с перенаправлением поставок российских нефтепродуктов, прежде всего, дизельного топлива, на другие рынки.
- Котировки природного газа на крупном европейском хабе упали на 60%, до 53 евро/МВт-ч (Рисунок 41), из-за относительно мягкой погоды, способствующей сохранению запасов газа на высоком уровне.

¹⁵ По данным Thomson Reuters, дисконт Urals к Brent вырос на 30%, до 32 долл./баррель.

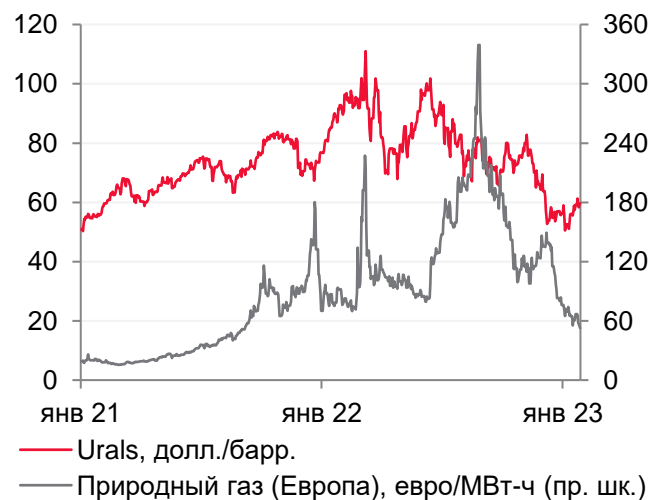
- Страны ЕС согласовали динамический потолок цен на газ без привязки к стране-экспортеру. Механизм ограничения цены будет активироваться, если цена фьючерсного контракта на месяц вперед по индексу TTF превысит 180 евро/МВт•ч в течение трех дней и спред между ценой TTF и корзиной цен на СПГ будет больше 35 евро/МВт•ч.¹⁶ Контракты с ценами выше предельной не будут разрешены к исполнению. Мера вступит в силу 15 февраля. При этом Еврокомиссия сможет прекратить действие механизма, если он будет подрывать усилия по сокращению спроса на газ.

Рисунок 40. Индексы Bloomberg цен товаров и металлов (01.01.2021 = 100)



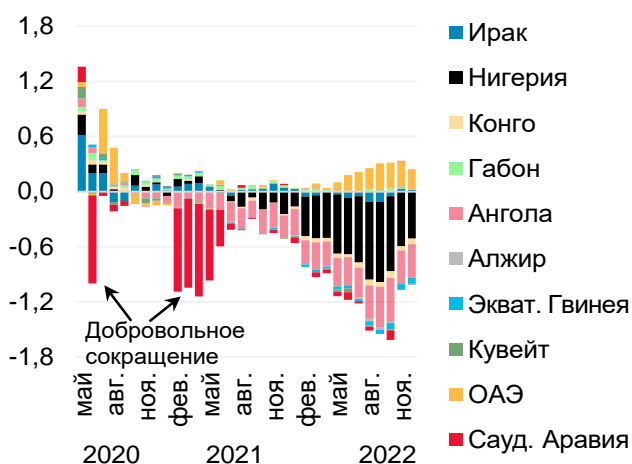
Источники: Investing.com, CNBC, расчеты ДИП.

Рисунок 41. Цена нефти марки Urals и природного газа в Европе



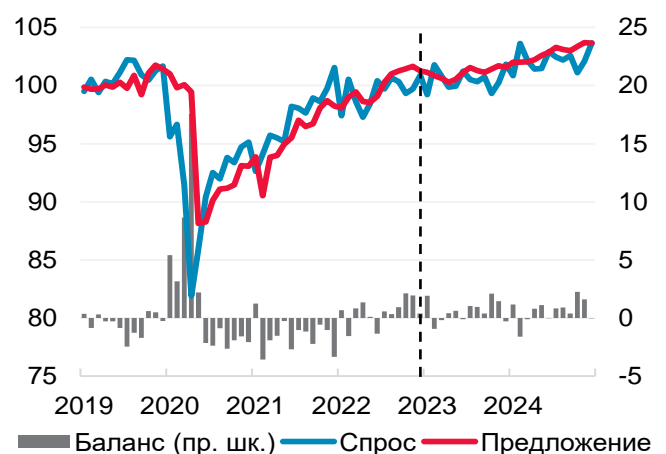
Источники: Investing.com, расчеты ДИП.

Рисунок 42. Отклонение добычи нефти ОПЕК от квот («+» – превышение квот), млн б/с



Источники: МЭА, расчеты ДИП.

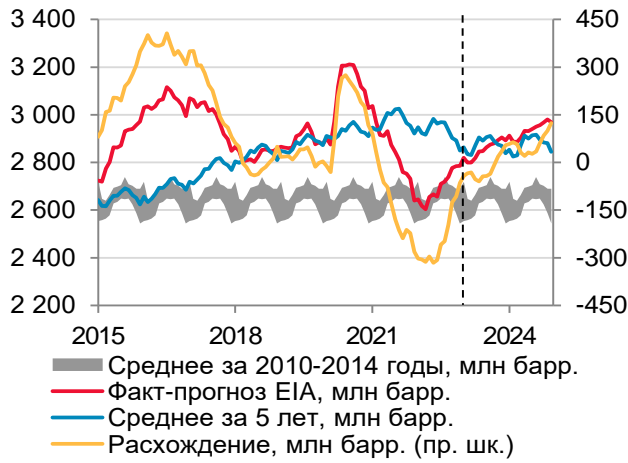
Рисунок 43. Основные показатели мирового рынка жидкого топлива, млн б/с



Источники: EIA, расчеты ДИП.

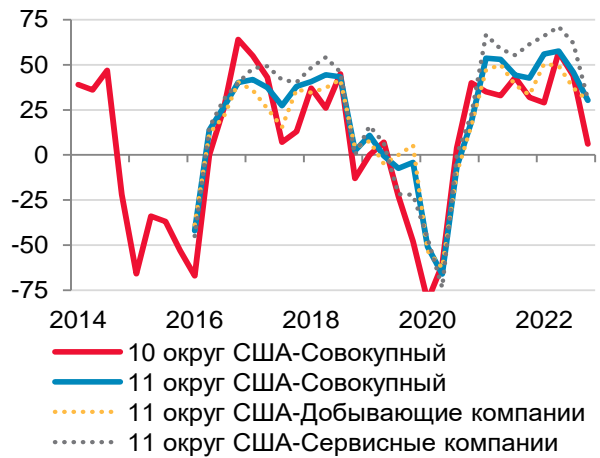
¹⁶ По оценкам S&P, в 2022 г. оба условия выполнялись 40 дней (в августе и сентябре), когда максимальная цена TTF достигала 339 евро/МВт•ч.

Рисунок 44. Коммерческие запасы нефти и нефтепродуктов в странах ОЭСР



Источники: EIA, расчеты ДИП.

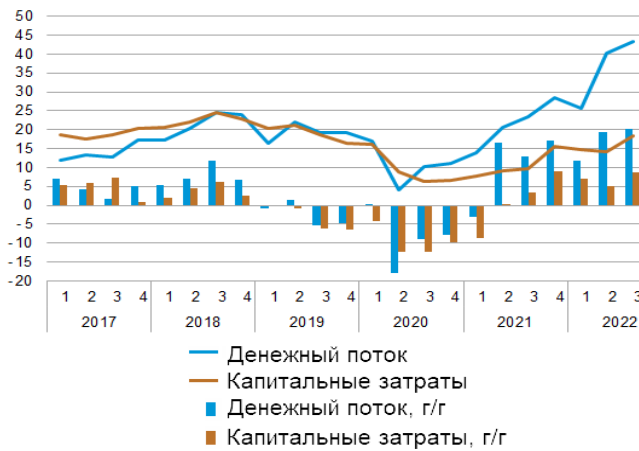
Рисунок 45. Показатель бизнес активности нефтяных компаний США, пунктов*



* Положительное (отрицательное) значение показывает улучшение (ухудшение) активности к прошлому кварталу.

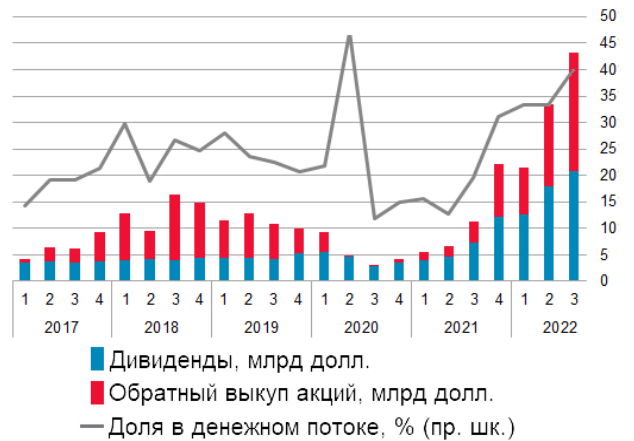
Источники: ФРБ Далласа, ФРБ Канзас-Сити.

Рисунок 46. Денежный поток и капитальные затраты сланцевых производителей, млрд долл.



Источник: EIA.

Рисунок 47. Дивидендная политика американских сланцевых компаний



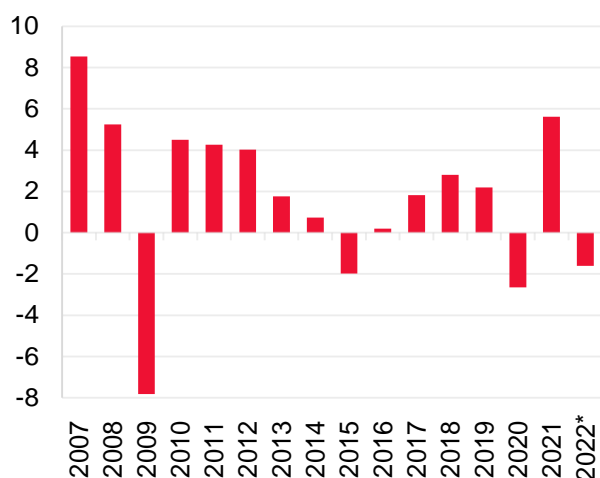
Источник: EIA.

В фокусе. Экономика быстро адаптировалась к потрясениям в 2022 году

- Снижение экономической активности в 2022 году оказалось значительно менее глубоким, чем ожидалось в конце I – начале II квартала сразу после резкого изменения внешних условий.
- Основными факторами быстрой адаптации стали: сохранение стабильной работы финансовой системы, благоприятная динамика внешнего спроса, оперативный перезапуск логистических цепочек, меры поддержки со стороны Правительства и Банка России.
- Инфляция по итогам года также оказалась ниже ожиданий. На нее действовало большое количество про- и дезинфляционных факторов на стороне спроса и предложения. Существенным фактором замедления роста цен во втором полугодии стало укрепление рубля, которое произошло из-за значительного расширения внешнеторгового сальдо, ограничений на движение капитала и дедолларизации экономики, а также приостановки действия бюджетного правила.

Российская экономика в начале 2022 г. столкнулась с большим количеством вызовов и потрясений. Они могли привести к значительному снижению экономической активности. Так, в середине – конце весны консенсус-прогноз предусматривал, что падение ВВП в 2022 г. по масштабу будет близким к эпизоду мирового финансового кризиса (Рисунок 2; в 2009 г. ВВП снизился на 7,8%). Однако российская экономика оказалась более устойчивой к изменению внешних условий. Уровень экономической активности в конце I – начале II квартала резко снизился, но после этого в целом стабилизировался (Рисунок 3), и по итогам 2022 г. снижение ВВП может составить 2–3%.

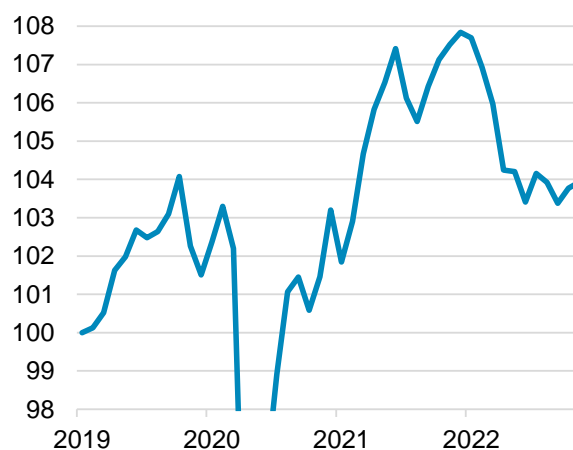
Рисунок 48. Динамика ВВП, % г/г в постоянных ценах



* I-III квартал 2022 г. к I-III кварталу 2021 года.

Источник: Росстат.

Рисунок 49. Индекс базовых видов экономической деятельности (100 – уровень начала 2019 г.)



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

Более благоприятной динамике экономической активности способствовало несколько факторов.

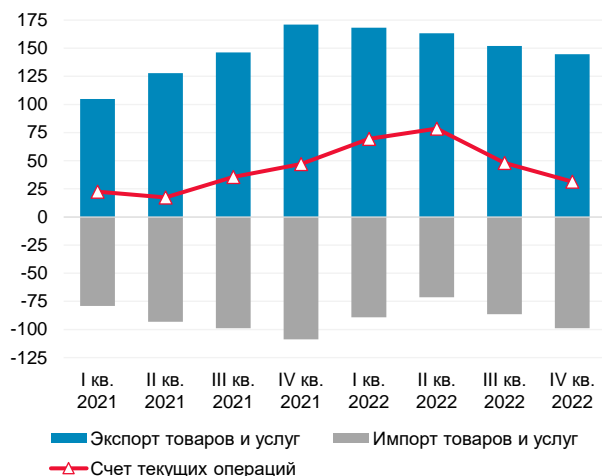
1) В самый острый период после введения санкций, в феврале – марте, удалось избежать реализации рисков финансовой стабильности и остановки функционирования финансовой системы, которые могли бы значительно затормозить адаптацию экономики к новым условиям. В частности, рублевая кредитная активность в корпоративном секторе практически не снизилась в конце II – начале III квартала. Во втором полугодии она росла высокими темпами, в том числе из-за активного замещения рублевыми кредитами внутреннего валютного и внешнего долга (Рисунок 28). Поддержку кредитной активности в условиях резкого, но кратковременного повышения ключевой ставки, которое было необходимо для устранения рисков для финансовой стабильности, оказали различные адресные программы льготного кредитования, а также регуляторные послабления для банков.

2) Не реализовались ожидания глубокого и устойчивого падения экспорта из-за введенных ограничений. Российские нефтяные компании в 2022 г. увеличили добычу относительно 2021 года. На фоне предположительно слабо изменившегося внутреннего спроса это указывает на рост внешних поставок за счет переориентации на азиатское направление. По другим основным экспортным категориям (природный газ, металлы и др.) снижение физических объемов частично компенсировалось значительным ростом экспортных цен.

3) Российские компании показали высокую степень гибкости и адаптации к новым условиям. Это касается и тех компаний, которые в производстве полагались на импортные материалы и комплектующие. Опрос ИЭП показал, что обеспеченность отечественными комплектующими, сырьем и материалами к концу года восстановилась до предкризисного уровня (78% респондентов считают ее нормальной). При этом доля предприятий, не нуждающихся в импортной продукции, увеличилась до 16% после 9% в июне 2022 года. Адаптации импортозависимого бизнеса к разрыву логистических цепочек способствовали успешное перенаправление части товарных потоков из западных морских портов в порты Дальнего Востока (Рисунок 51), а также увеличение завоза автомобильным транспортом¹⁷. Важную роль сыграл запуск механизма параллельного импорта. Общий объем такого импорта был в целом невысок: по информации ФТС на конец ноября он составил 17 млрд. долл., что меньше 10% от общего объема импорта товаров и услуг в II–IV кварталах. Тем не менее он дал возможность многим компаниям обеспечить поставки критически важных материалов и комплектующих, что позволило им продолжать производство.

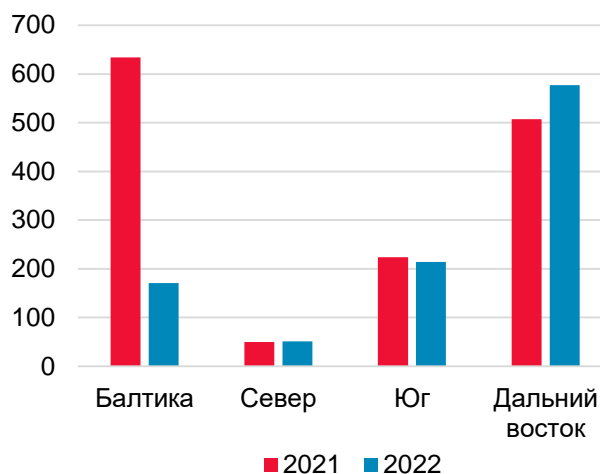
¹⁷ На это указывает рост погрузки по данному виду транспорта на 1,8% г/г в январе – ноябре при общем снижении погрузки по всем видам транспорта на 2,4% г/г.

Рисунок 50. Динамика счета текущих операций, млрд. долл. США



Источник: Банк России.

Рисунок 51. Оборот морских контейнерных терминалов в России, тыс. TEU*



* Эквивалент 20-футового контейнера.

Источник: Globalports.

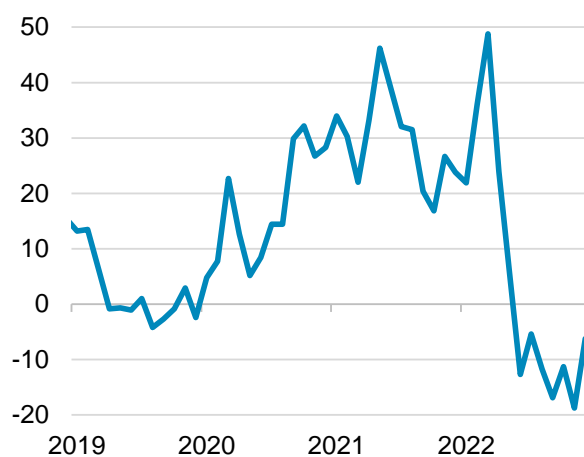
4) Потери частного и внешнего спроса частично компенсировала бюджетная политика. В 2022 г. значительно увеличились бюджетные расходы, что поддержало спрос, особенно в обрабатывающих отраслях и строительстве/инфраструктуре. К концу года стимулирующая роль бюджета значительно возросла (Рисунок 52). Также во второй половине года в динамике экономической активности начали проявляться эффекты от снижения ключевой ставки Банка России, в результате которой она опустилась до 7,5% в сентябре, что ниже ее уровня в начале 2022 г. (8,5%).

Рисунок 52. Сальдо бюджетной системы, % ВВП за 12 месяцев



Источник: Казначейство России.

Рисунок 53. Динамика индекса мировых цен на продовольствие в рублях, % г/г



Источники: ФАО, расчеты ДИП.

Инфляционная динамика по итогам 2022 г. также оказалась более благоприятной, чем ожидалось в начале весны. За резким и широким повышением цен в конце I – начале II квартала последовало некоторое снижение их уровня (в основном в товарных сегментах) в июне – августе и сдержанный рост цен в последние месяцы года (Рисунок 3).

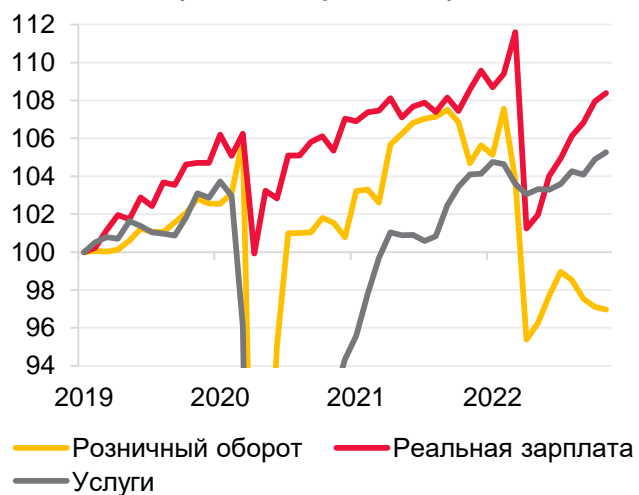
Значительное влияние на разворот ценовой динамики в середине года и разницу между сложившимся ростом цен и ожиданиями оказали движения курса рубля. Весной ослабление рубля через эффект переноса усилило рост цен. Затем стабилизация экспортных поступлений при значительном снижении импорта привела к укреплению рубля, которое поддержало снижение/стабилизацию уровня цен или сдерживало их рост во втором полугодии.

При этом в целом на инфляцию в 2022 г. действовало большое количество про- и дезинфляционных факторов на стороне как спроса, так и предложения.

На стороне предложения снижение импорта потребительских товаров из-за прямых ограничений или перебоев с поставками и платежами в первом полугодии, а также снижение внутреннего производства из-за сокращения и недоступности импортных материалов и комплектующих сократили ассортимент и объемы предлагаемых на рынке товаров. Это привело к ускоренному росту цен на них. В дальнейшем переориентация на поставщиков из других стран (в основном азиатских) и работа механизма параллельного импорта позволили восстановить объемы потребительского импорта, что несколько уменьшило проинфляционное воздействие со стороны предложения. Рекордный урожай на фоне снижения мировых цен на продовольствие во втором полугодии и увеличение производства в животноводстве привели к снижению цен во многих категориях продовольственных товаров – как напрямую, так и косвенно через снижение стоимости сырья для пищевой промышленности (Рисунок 53).

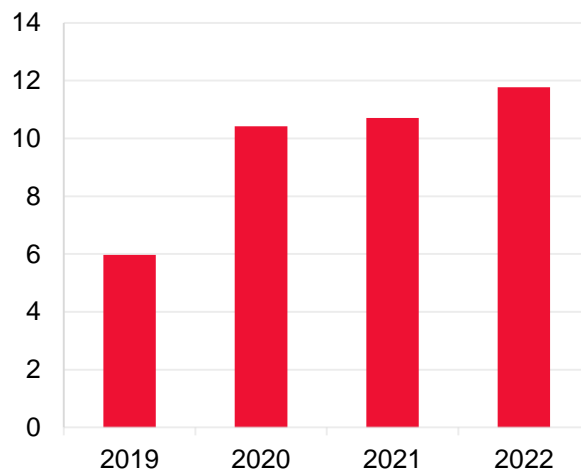
На стороне спроса в самом начале 2022 г. большинство факторов имели проинфляционный характер: ускорялся рост номинальных и реальных зарплат, экономика после пандемии вернулась на доковидную траекторию, а в некоторых отраслях превысила ее. Однако после всплеска ажиотажного потребительского спроса в марте – апреле спрос в экономике и потребительском секторе снизился. Это связано с замедлением потребительского кредитования, снижением реальных заработных плат и доходов и повышением нормы сбережений населения. Ближе к концу 2022 г. на фоне снижения безработицы до рекордно низкого уровня и растущей нехватки работников в отдельных отраслях и специальностях динамика заработных плат стала меняться. Уровень зарплат в реальном выражении восстановился до значений конца 2021 г., что при снизившемся уровне производства весьма быстро стало проинфляционным фактором. При этом динамика спроса на товары сильно отставала от динамики трудовых доходов при восстановлении спроса на услуги (Рисунок 54). Одна из причин – сохранение повышенной нормы сбережений и осторожное потребительское поведение (Рисунок 55), которые продолжают сдерживать потребительский спрос и в начале 2023 года.

Рисунок 54. Динамика уровня реальных зарплат, оборота розничной торговли и услуг, (100 – январь 2019 г.)



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

Рисунок 55. Норма сбережений домохозяйств в III квартале, %



Источник: Росстат, расчеты ДИП

Александр Морозов, директор

Артур Ахметов

Кристина Вировец

Сергей Власов

Татьяна Кузьмина

Максим Неваленный

Екатерина Петренева

Алексей Поршаков

Белла Рабинович

Арина Сапова

Юлия Ушакова

Мария Федулова

Анастасия Хажгериева

Мария Харламова

Анна Цветкова

Яна Чернышова

Дмитрий Чернядьев