



Банк России



О ЧЕМ ГОВОРЯТ ТРЕНДЫ Макроэкономика и рынки

Бюллетень Департамента исследований и прогнозирования

Февраль 2024

ОГЛАВЛЕНИЕ

Краткое содержание	3
1. Инфляция	5
1.1. Постепенное снижение устойчивого инфляционного давления	5
2. Экономическая динамика	10
2.1. Первые признаки замедления роста экономической активности	11
2.2. Ужесточение ДКП и макропруденциальной политики замедлили рост розничного кредитования	14
3. Финансовые рынки	17
3.1. Финансовые рынки ожидают неизменности ставок в первом полугодии	17
3.2. Цены большинства сырьевых товаров понизились	20

В фокусе. Экономическая динамика в 2023 году превзошла ожидания 23

Бюллетень подготовлен Департаментом исследований и прогнозирования по данным на 02.02.2024.
Выводы и рекомендации, содержащиеся в бюллетене, могут не совпадать с официальной позицией Банка России.
Замечания и предложения по содержанию просим отправлять по адресу: dip1@cbr.ru.

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

© Центральный банк Российской Федерации, 2024

Краткое содержание

Итоги

- Оперативная статистика свидетельствует о продолжении роста российской экономики, несмотря на некоторое замедление его темпов в конце 2023 года. Ожидания бизнеса на 2024 г. остались оптимистичными. Расширение потребительского спроса сдерживалось начавшимся торможением в розничном кредитовании в ответ на увеличение процентных ставок и ужесточение макропруденциальных лимитов. Этому также способствовало ускорение роста средств граждан в банках, в особенности размещенных на срочных вкладах до года по привлекательным ставкам. В результате рост потребительских цен в декабре–январе стал более сдержанным. Тем не менее, он пока еще остается высоким. Особенно это заметно в части устойчивых компонентов, в которых в декабре-январе только проявились признаки снижения инфляционного давления. Повышенными остаются и инфляционные ожидания бизнеса и населения. Уже принятые решения по ДКП приведут в предстоящие месяцы к дальнейшему постепенному торможению инфляционных процессов и возвращению к сбалансированным темпам роста экономики и низкой инфляции.
 - Платежеспособный спрос в российской экономике по-прежнему превышает предложение товаров и услуг. Однако рост потребительского спроса, подпитываемый, с одной стороны, повышением зарплат и доходов, и с другой стороны, розничным кредитованием, похоже, замедляется в условиях усиления стимулов к сбережениям. При этом нехватка рабочих рук в экономике и высокая загрузка имеющихся производственных мощностей, судя по всему, будут больше поддерживать увеличение зарплат, чем рост производства. Это способствует поддержанию повышенного инфляционного давления.
 - В декабре – январе рост потребительских цен с поправкой на сезонность ощутимо замедлился. Однако пока это в большей степени связано с временными дезинфляционными факторами на рынках отдельных товаров и услуг и укреплением рубля, чем со снижением общего инфляционного фона. Так, динамика показателей, характеризующих устойчивые компоненты роста цен, в декабре носила разнонаправленный характер.
 - Замедление роста цен в январе позитивно сказалось на рынке ОФЗ: доходности госбумаг заметно снизились в долгосрочном сегменте. Консервативная политика Минфина России при размещении новых выпусков также способствовала этому. В результате инвертированность кривой доходностей ОФЗ (доходность долгосрочных бумаг ниже, чем доходность среднесрочных (от 2 лет)) стала наиболее выраженной в текущем цикле ужесточения ДКП.

В фокусе. Экономическая динамика в 2023 году превзошла ожидания

- Как и в 2022 г., российская экономика в 2023 г. продемонстрировала устойчивость к шокам, перейдя к росту и превысив уровень начала 2022 года. Тем самым она превзошла ожидания аналитиков, прогнозовавших в начале 2023 г. ее падение по итогам года.
- В течение 2023 г. расширение внутреннего спроса последовательно ускорялось при поддержке фискального и кредитного импульсов, компенсируя сжатие внешнего спроса. Однако по мере усиления деловой активности и структурной трансформации экономики росла загрузка внутренних факторов производства, прежде всего труда. В условиях ограниченного предложения рабочей силы это привело к ускорению роста зарплат и выходу безработицы на рекордно низкие уровни.
- Инфляция по итогам 2023 г. заметно превысила ожидания аналитиков и профессиональных участников рынка. В основе этого – быстрое восстановление внутреннего спроса, в том числе потребительского на фоне роста доходов, улучшения настроений домохозяйств и активизации потребительского кредитования, а также ослабление рубля вследствие большего, чем ожидалось, сжатия торгового сальдо.

1. Инфляция

В декабре 2023 – январе 2024 г. в потребительском сегменте начал формироваться дезинфляционный тренд. Он пока больше заметен в общей динамике цен, чем в динамике их разных аналитических показателей, отражающих устойчивое инфляционное давление. Стабилизация и укрепление рубля, во многом благодаря произошедшему ужесточению денежно-кредитной политики, способствовали опережающему уменьшению ценового давления в потребительских ценах с высокой зависимостью от валютного курса.

Таким образом, трансмиссия повышения ключевой ставки в динамику цен проявляется все более выражено. В дальнейшем сдерживающее влияние ДКП на потребительский спрос и цены будет увеличиваться. В итоге рост цен, который пока еще остается выше 4% в пересчете на год, замедлится еще сильнее.

Как процесс дезинфляции может сочетаться с сохраняющейся острой нехваткой рабочих рук в экономике, заставляющий работодателей повышать заработные платы более высокими темпами по сравнению с ростом производительности? Во-первых, торможение роста розничного кредитования, которое уже наблюдается, ограничит дополнительный спрос домохозяйств за счет кредитных средств, прежде всего, на товары длительного пользования. Во-вторых, двузначные ставки по срочным банковским вкладам сделали их привлекательными для домохозяйств. В результате продолжается быстрое накопление средств на срочных вкладах. Поэтому большая доля прироста заработных плат и доходов населения сберегается на банковских вкладах и в инструментах денежного и финансового рынков.

В итоге увеличивается сберегательная активность, растет норма сбережений, а рост потребления замедляется. Это снижает инфляционное давление. Очевидно, что для поддержания высокой нормы сбережений, требуемой для дезинфляции в условиях нехватки рабочих рук в экономике, а также финансирования роста инвестиций, нужно сохранение привлекательности процентных ставок по инструментам сбережений. А для этого необходимо поддержание жесткой ДКП.

1.1. Постепенное снижение устойчивого инфляционного давления

- В декабре – январе текущие темпы роста потребительских цен заметно снизились. Однако они по-прежнему значительно превышают уровень 4% в пересчете на год.
- Говорить об устойчивом тренде на замедление темпов роста цен пока преждевременно. Проинфляционное влияние временных факторов, которые в том числе вносили значительный вклад в ускорение роста цен во второй половине 2023 г., сменилось дезинфляционным. Кроме того, в декабре понижательное давление на цены оказали факторы технического характера: сезонность новых компонентов в услугах внутреннего туризма и перенос индексации тарифов на услуги пассажирского транспорта.

- Инфляционные ожидания населения и бизнеса остаются повышенными. Предпринятое ужесточение ДКП еще не в полной мере проявилось в динамике спроса и цен.

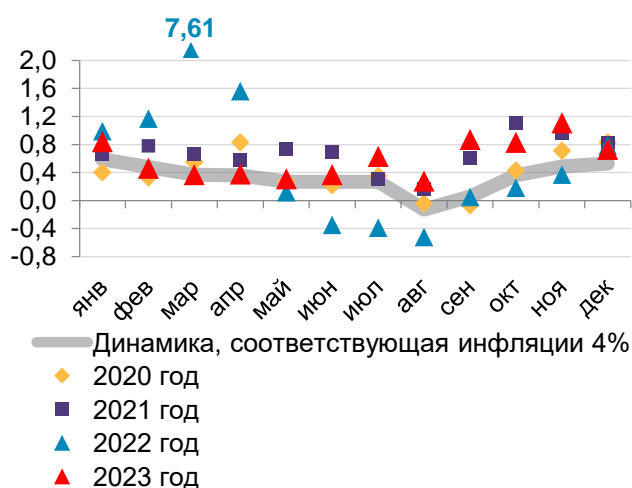
В декабре и первой половине января рост потребительских цен значительно замедлился относительно предыдущих месяцев, составив 6,5% м/м SAAR после 10,2% м/м SAAR в ноябре (11,3% м/м SAAR в среднем за осенние месяцы). Замедление наблюдалось во всех укрупненных категориях, но наиболее сильно проявилось в услугах. Годовая инфляция снизилась до 7,4 с 7,5% в ноябре (Таблица 1, Рисунок 2). В январе недельные темпы роста цен снизились, а годовой рост цен на 29 января составил 7,3%¹.

Таблица 1. Инфляция и ее компоненты

	Дек.	Дек.	Окт.	Ноя.	Дек.
	2021	2022	2023		
% г/г					
Все товары и услуги	8,4	11,9	6,7	7,5	7,4
Базовая инфляция	8,9	14,3	5,5	6,4	6,8
Прод. товары	10,6	10,3	6,0	7,2	8,2
Непрод. товары	8,6	12,7	5,1	5,6	6,0
Услуги	5,0	13,2	9,9	10,4	8,3
% м/м SAAR					
Все товары и услуги	8,8	5,6	9,4	10,2	6,5
Базовая инфляция	8,3	0,3	10,9	12,0	5,5
Прод. товары	8,1	-0,5	12,5	12,7	8,8
– без плодоовощей	11,7	-1,5	13,8	10,9	8,2
Непрод. товары	8,2	0,8	5,7	6,0	5,3
– без нефтепрод-ов	8,0	0,8	9,9	8,4	6,3
Услуги	10,6	22,4	10,0	12,2	5,1
– без ЖКУ	15,2	12,0	10,3	13,6	5,5

Источники: Росстат, расчеты ДИП.

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

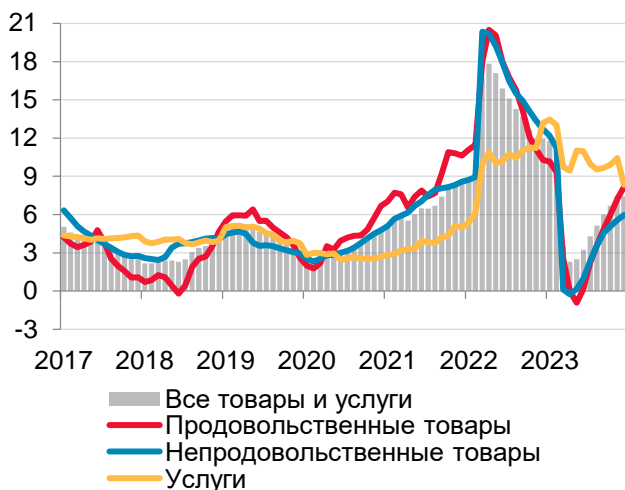


Источники: Росстат, расчеты ДИП.

Рост стоимости продовольственных товаров в декабре замедлился до 8,8 с 12,7% м/м SAAR в ноябре. Снизились сезонно скорректированные темпы удорожания овощей и фруктов. Без их учета рост цен на продовольствие тоже замедлился, но менее значительно: до 8,2 с 10,9% м/м SAAR. Основной драйвер – разворот в динамике цен мясопродуктов (мясо кур подешевело на 1,9%). Темпы удорожания яиц в декабре существенно выросли под влиянием повышенного сезонного спроса и ограниченного предложения. Однако к середине января сезонное снижение спроса и расширение предложения, в том числе за счет импорта, привели к небольшому снижению цен. При этом [участники рынка не ожидают значительного уменьшения уровня цен относительно текущих уровней](#), так как закупочные цены зарубежных поставщиков существенно не отличаются от российских.

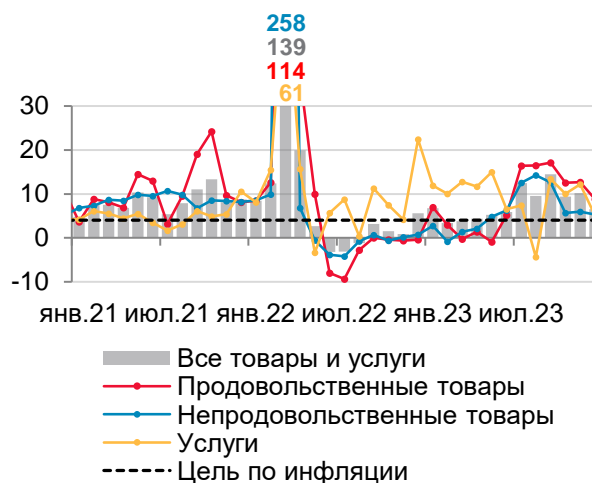
¹ Во всех расчетах для 2024 г. используются веса и состав потребительской корзины 2023 года.

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



Источник: Росстат.

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



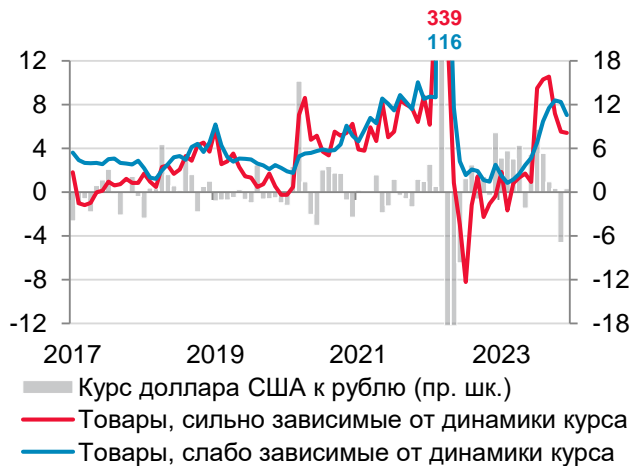
Источники: Росстат, расчеты ДИП.

В непродовольственном сегменте рост цен замедлился до 5,3 с 6,0% м/м SAAR в ноябре. В разрезе компонентов картина преимущественно сохранялась. При этом приостановилось снижение стоимости нефтепродуктов. По недельным данным, розничные цены на топливо с конца декабря вернулись к росту. Биржевые (оптовые) цены вновь стали расти в начале года, что может быть связано со снижением объемов переработки после [поломки оборудования на одном из крупных нефтеперерабатывающих заводов](#). Однако участники рынка [не ожидают заметного роста цен](#) в ближайшее время с учетом сезонного снижения спроса, высокого уровня производства и накопленных запасов после осенних ограничений на экспорт. Возврат к полной выплате по демпферу также ограничивает потенциал роста цен на нефтепродукты. После завершения ноябрьских распродаж темп роста цен большинства электротоваров и бытовых приборов остался сдержанным. На фоне ноябрьского укрепления рубля и стабилизации курса медиана роста цен товаров с высокой чувствительностью к курсовой динамике также в конце года стабилизировалась на заметно более низких уровнях по сравнению с августом – октябрем (Рисунок 4).

Рост стоимости услуг в декабре резко замедлился – до 5,1 с 12,2% м/м SAAR в ноябре. Возобновление роста стоимости услуг зарубежного туризма было компенсировано снижением стоимости отдыха внутри страны. Наибольший вклад в удешевление услуг внутреннего туризма внесло снижение стоимости поездок на Черноморское побережье, которые были включены в расчет стоимости потребительской корзины только с 2023 года. Вероятно, данное снижение носит сезонный характер, однако достоверно оценить масштаб сезонного фактора проблематично из-за ограниченного числа ретроспективных наблюдений. Снижение темпов роста цен в услугах также связано с пассажирским транспортом: за счет удешевления авиаперелетов, а также услуг железнодоро-

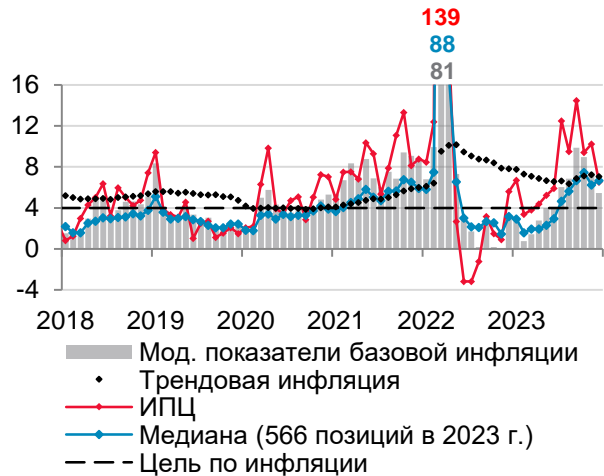
рожного транспорта (после более ранней, чем обычно, индексации в предыдущем месяце²). Рост стоимости услуг без учета туризма, воздушного и железнодорожного транспорта также замедлился – до 6,5 с 11,1%. Это было связано с тем, что медленнее дорожала аренда жилья, а также ряд бытовых услуг.

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



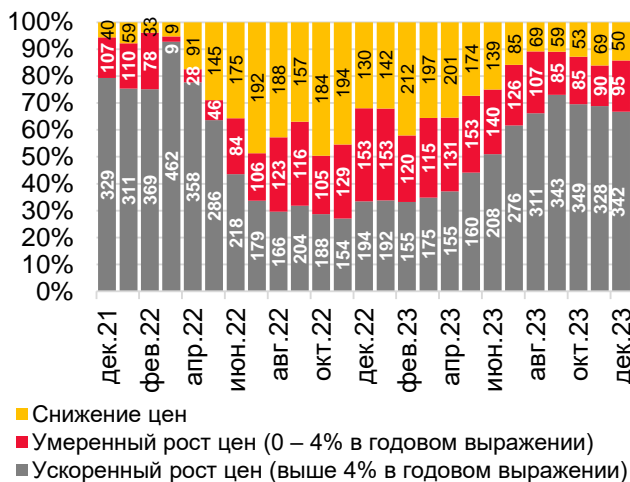
Источники: Банк России, Росстат, расчеты ДИП.

Рисунок 5. Модифицированные показатели* базовой инфляции (% в годовом выражении) и оценка трендовой инфляции (% г/г)



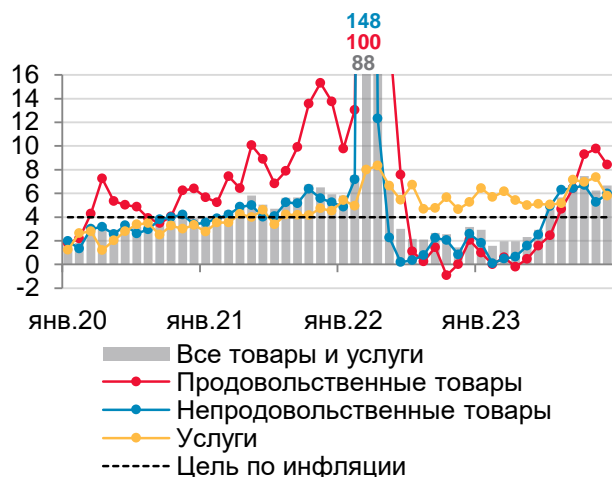
* Показатели рассчитаны методом исключения наиболее волатильных компонентов и методом усечения.
 Источники: Росстат, расчеты ДИП.

Рисунок 6. Суммарный вес товаров и услуг*, распределенный на основе сезонно сглаженных темпов роста цен



* Без плодоовощной продукции и регулируемых услуг.
 Примечание. Числа на столбцах – количество позиций.
 Источники: Росстат, расчеты ДИП.

Рисунок 7. Медианы распределения, рассчитанные по дезагрегированным* компонентам, % м/м SAAR

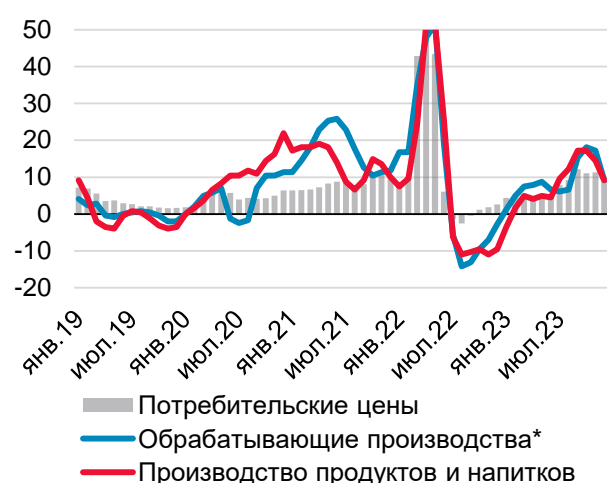


* 566 компонентов в корзине 2023 года.
 Источники: Росстат, расчеты ДИП.

² В ноябрьское наблюдение попали поездки, дата отправления которых приходится на конец декабря – период, на который [ОАО «РЖД»](#) планировало индексацию тарифов.

Аналитические показатели ценовой динамики в целом указывают на некоторое снижение устойчивого инфляционного давления, но в гораздо меньшей степени по сравнению с масштабом замедления роста ИПЦ в целом. Оценка трендовой инфляции на пятилетнем интервале уменьшилась до 7,08 с 7,24% в ноябре, оставаясь на повышенном уровне. При этом снижение носит в основном технический характер, связанный с уходом из расчета повышенных темпов роста цен декабря 2018 года. Оценка на трехлетнем интервале, напротив, несколько повысилась – до 8,12 с 8,09% в ноябре. Модифицированные показатели базовой инфляции продолжили снижаться (Рисунок 5). Вес ускоренно дорожающих позиций продолжает медленно уменьшаться (Рисунок 6). Однако одновременно с этим повысилась медиана распределения роста цен. Эти оценки в целом подтверждают выводы о плавном характере замедления роста цен и его неустойчивости.

Рисунок 8. Динамика ИПЦ и ИЦП, % скользящее за три месяца в годовом выражении



* Без учета металлургического производства и нефтепереработки. Источники: ООО «ИНФОМ».

Источники: Росстат, расчеты ДИП.

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



Рост цен производителей в обработке (без учета металлургии и нефтепереработки) приостановился в декабре (Рисунок 8). По данным декабрьского [опроса S&P Global](#), давление со стороны издержек ослабло, однако риски сохраняются. Предприятия отмечают высокий внутренний спрос и продолжают расширять занятость. Схожие результаты показывает [мониторинг предприятий Банком России](#): ценовые ожидания предприятий незначительно выросли на фоне высокого спроса, отмечается продолжающийся рост деловой активности. Оценки ожидаемого роста спроса несколько снизились, что отчасти отразилось и на корректировке планов производства и найма. С учетом этого при постепенном проявлении эффекта ужесточения ДКП ценовые ожидания в течение 2024 г. будут снижаться.

В начале января рост цен замедлился относительно декабря: за 1 – 29 января цены выросли на 0,62%. В разрезе компонентов в основном сохраняются тенденции декабря. Продолжается замедление роста цен на продовольственные товары без учета овощей и фруктов. В непродовольственном сегменте рост цен остается сдержанным, продолжа-

ется наблюдаемое с конца декабря удорожание топлива. Несмотря на существенное замедление роста стоимости наблюдаемой корзины (без овощей, фруктов и регулируемых тарифов) медиана распределения и доля ускоренно дорожающих позиций остаются высокими (Рисунок 10), что говорит о значительном вкладе отдельных компонентов.

Произошедшее в декабре-январе замедление роста цен во многом обусловлено разворотом действия временных факторов с проинфляционного на дезинфляционное, а также разовыми факторами. Однако наблюдаются рост сберегательных настроений населения и некоторое охлаждение потребительского кредитования. Оперативные индикаторы потребительской активности ([СберИндекс](#), [Ромир](#)) остаются на высоком уровне в условиях уверенного роста зарплат и высоких инфляционных ожиданий (Рисунок 9).

Таким образом, эффекты ужесточения ДКП транслируются в экономику, но происходит это медленнее, чем об этом можно было судить исключительно на основе динамики общего ИПЦ.

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



Примечание. Без овощей, фруктов, регулируемых тарифов.

Источники: Росстат, расчеты ДИП.

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



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

2. Экономическая динамика

Согласно оперативным индикаторам, рост экономики продолжается, несмотря на замедление в конце года. Ожидания бизнеса на 2024 г. в целом остались оптимистичными.

В совокупности можно говорить об идущей подстройке экономики к жестким денежно-кредитным условиям. Этот процесс может сопровождаться временным повышением волатильности показателей экономической активности.

В целом в 2024 г. можно ожидать замедления роста потребления домохозяйств при опережающем росте реальных зарплат и доходов. Некоторое замедление роста вероятно и в части валового накопления основного капитала. Однако госзаказ, льготные программы инвестиционного кредитования для приоритетных секторов и проектов и сохраняющиеся после ухода иностранных производителей и поставщиков ниши на рынке товаров и услуг будут способствовать расширению инвестиционной активности. Импорт после снижения, судя по всему, стабилизировался вслед за укреплением рубля. С учетом слабости мировой экономики в 2024 г. стоимостная динамика российского ненефтегазового экспорта прежде всего будет определяться динамикой цен на мировых рынках и уровнем дисконта цен на российские товары, а не физическими объемами.

2.1. Первые признаки замедления роста экономической активности

- Опубликованный Росстатом в конце прошлого года расчет ВВП по [методу использования подтвердил](#) предварительные оценки ускорения роста экономики в III квартале³. Основным драйвером выступило потребление домохозяйств, вклад расходов на госуправление и инвестиции был более сдержанным. С учетом существенного пересмотра вверх динамики ВВП в 2021–2022 гг. (см. раздел «В фокусе») это означает, что к осени 2023 г. агрегированный выпуск в экономике не только превысил докризисные уровни, но и сильнее отклонился вверх от траектории сбалансированного роста, чем оценивалось ранее.
- Оперативная статистика свидетельствует о продолжении роста в IV квартале, однако ряд показателей указывает на замедление его темпов по сравнению с III кварталом. Так, о более сдержанном расширении деловой активности свидетельствуют динамика входящих потоков [платежной системы Банка России](#) (Рисунок 12), индексы PMI (Рисунок 14) и снижение оптимизма в промышленности, фиксируемое опросами ИЭП⁴.
- Начиная с октября, стал снижаться и индекс выпуска базовых отраслей (Рисунок 13). Однако, по нашим оценкам, это всецело объясняется смещением сезонности в уборке урожая на III квартал из-за благоприятных погодных условий, которое привело к сокращению выпуска сельскохозяйственной продукции в IV квартале. Без учета этого выпуск базовых отраслей продолжил расти в осенние месяцы. Рост даже немного ускорился в ноябре за счет разворота в динамике промышленности и строительства, однако его темпы уступали значениям III квартала.
- В промышленности объемы добычи стабильны на протяжении многих месяцев, а в обрабатывающей промышленности динамика от месяца к месяцу волатильна. При этом в целом в IV квартале имела место стабилизация после роста на протяжении

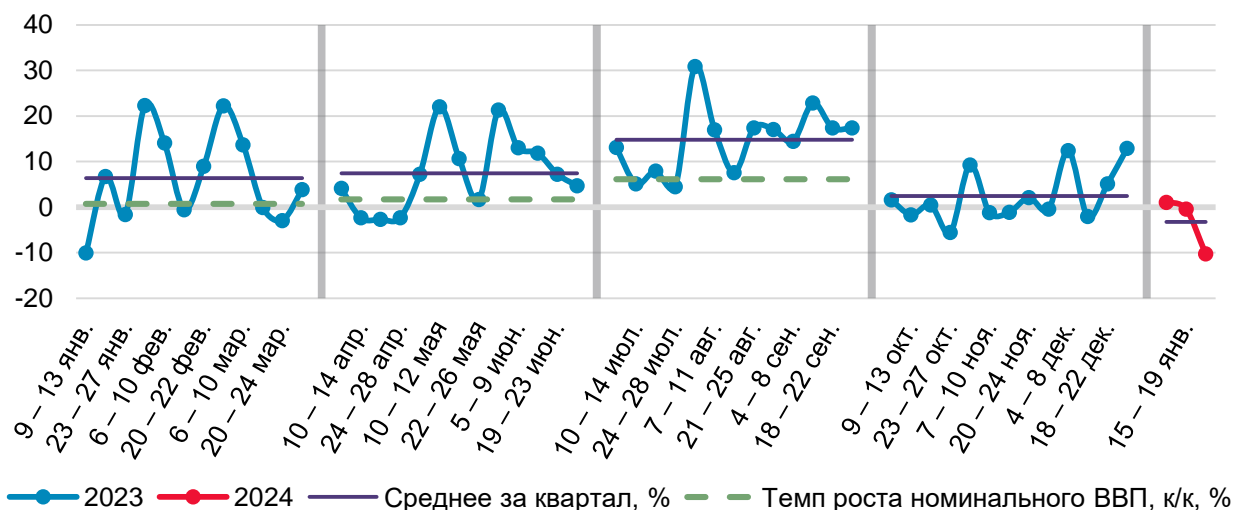
³ До 1,8% к/к SA с +1,2% в II квартале, согласно оценке ДИП.

⁴ За два последних месяца показатель потерял 8 пунктов за счет негативной корректировки всех планов и прогнозов предприятий. При этом рост основных показателей промышленности, по оценкам предприятий, продолжится.

большей части 2023 г. (Рисунок 15). Такой характер динамики наблюдается во всех укрупненных подгруппах отраслей обработки (Рисунок 16).

- Рост основных показателей потребительского спроса в ноябре также оказался вблизи минимумов 2023 г. (Рисунок 17). Некоторое охлаждение потребительской активности в основном было обусловлено повышением нормы сбережений – темпы прироста депозитов физических лиц ускорились до максимальных в 2023 г. уровней⁵ и усилилось расхождение динамики трудовых доходов и потребления (Рисунок 18). Ужесточение денежно-кредитной и макропруденциальной политики также способствовало замедлению роста розничного кредитования.
- При этом рост реальных зарплат в октябре ускорился до высоких по историческим меркам значений (+1,3% м/м SA). Это отражало усиление конкуренции за персонал среди работодателей в условиях ограниченного предложения трудовых ресурсов (Рисунок 20). Безработица снова обновила исторический минимум (Рисунок 19).
- Усиление недостатка квалифицированных работников в промышленности в январе и ускоренные темпы создания рабочих мест в конце 2023 г.⁶ позволяют ожидать, что в ближайшее время заработные платы могут продолжить расти, в то время как возможности для расширения предложения товаров и услуг темпами, достаточными для удовлетворения спроса, отсутствуют. Это может потребовать поддержания жесткости ДКУ продолжительное время для сохранения высокой нормы сбережений и охлаждения проинфляционного давления со стороны внутреннего спроса.

Рисунок 12. Темп роста⁷ объема входящих платежей к среднему в предыдущем квартале, взвешенный по доле отраслей в ВДС, сезонность устранена, %



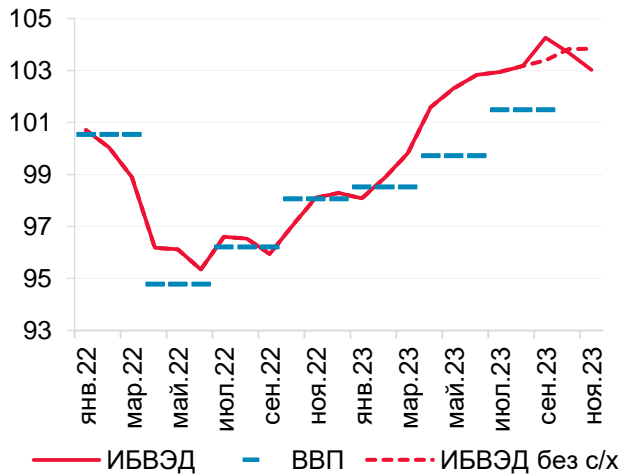
Источники: Банк России, Мониторинг отраслевых финансовых потоков.

⁵ До +3,3% м/м SA в декабре с +2,6% в ноябре.

⁶ Согласно декабрьскому опросу PMI, компании обрабатывающего сектора и сферы услуг зафиксировали рост занятости, при этом темпы создания рабочих мест ускорились до самого высокого уровня с июня.

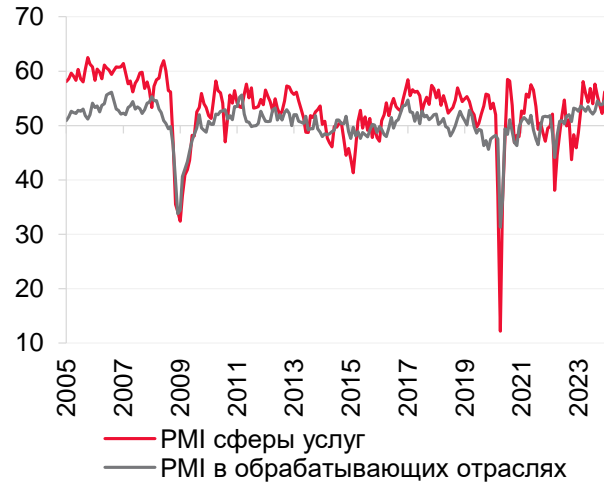
⁷ Под темпами роста понимается процентное изменение величины: $g = \frac{(x_1 - x_0)}{x_0} * 100$.

Рисунок 13. Динамика выпуска базовых видов экономической деятельности и ВВП, IV квартал 2020 г. = 100⁸



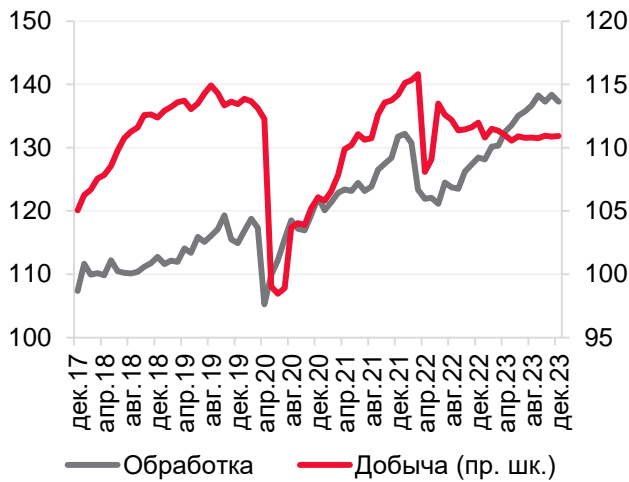
Источники: Росстат, расчеты ДИП.

Рисунок 14. PMI в обрабатывающей промышленности и услугах, п.



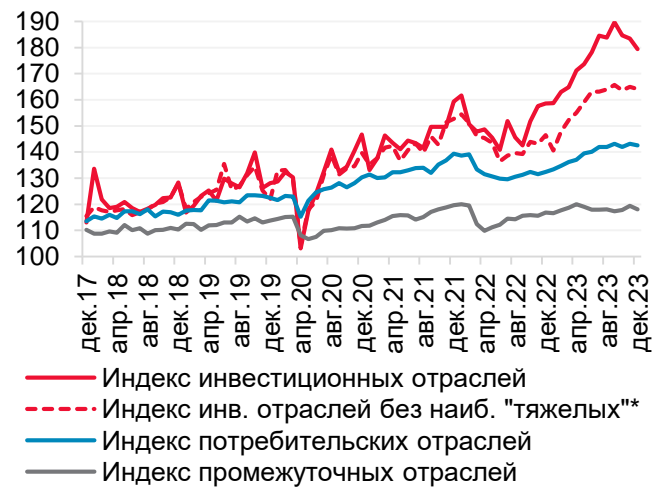
Источник: S&P Global.

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



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

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

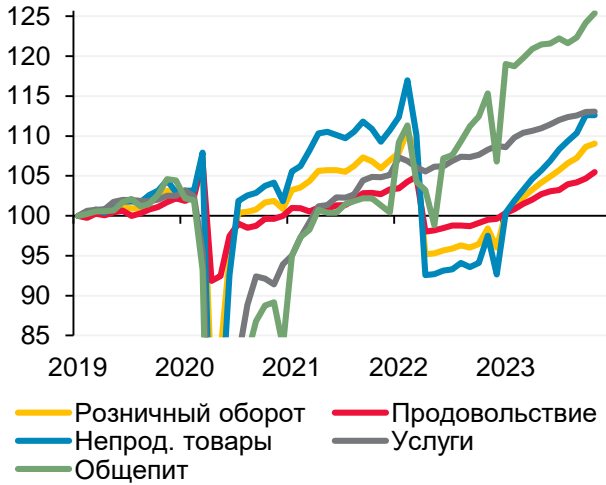


Источники: Росстат, расчеты ДИП.

* Под наиболее «тяжелыми» в группе инвестиционных отраслей подразумеваются производства готовых металлических изделий, кроме машин и оборудования, и прочих транспортных средств и оборудования.

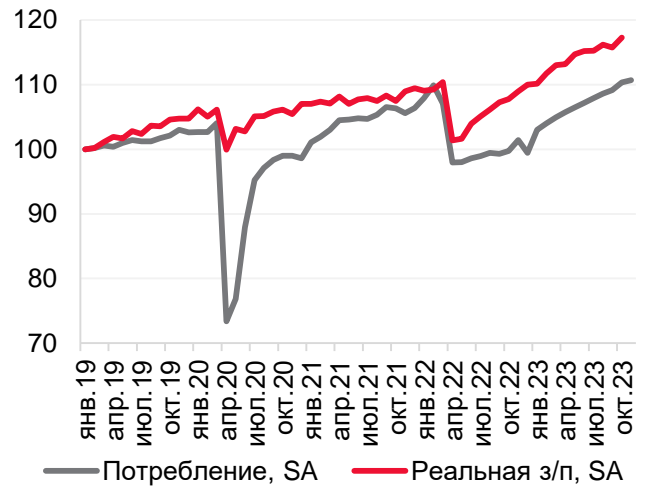
⁸ Оценка ИБВЭД без учета вклада сельского хозяйства в сентябре – ноябре рассчитана на основе агрегированного показателя, по составу и динамике повторяющего композицию ИБВЭД и включающего сезонно сглаженные темпы роста выпуска прочих базовых отраслей относительно предыдущего месяца.

Рисунок 17. Динамика оборота розничной торговли, сегмента платных услуг и общепита, 01.2019 = 100, SA, %



Источники: Банк России, Росстат, расчеты ДИП.

Рисунок 18. Динамика прокси показателя потребления (сумма оборота розницы, услуг и общепита) и реальной зарплаты, 01.2019 = 100, SA, %



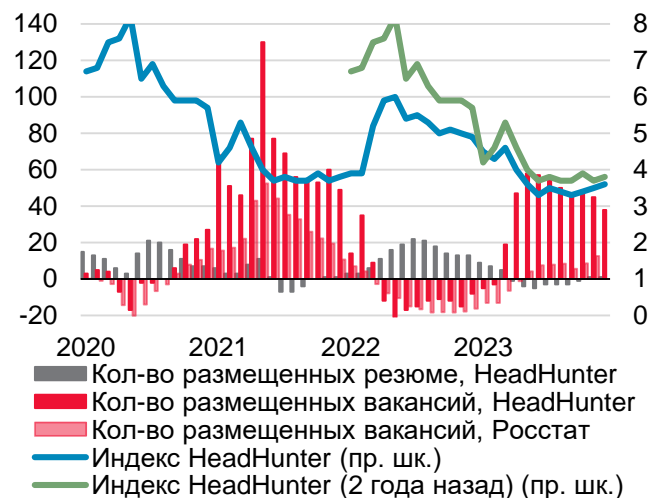
Источник: Росстат, расчеты ДИП.

Рисунок 19. Уровень безработицы, %



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

Рисунок 20. Динамика количества резюме, вакансий (% г/г) и индекса HeadHunter



Источники: Росстат, HeadHunter.

2.2. Ужесточение ДКП и макропруденциальной политики замедлили рост розничного кредитования

- После сверх высоких темпов рост кредитования физических лиц в конце года значительно замедлился и приблизился к сбалансированному: 0,6% в декабре с 1,3% м/м SA в ноябре (на протяжении большей части 2023 г. рост держался около 2% м/м SA, Рисунок 21). Помимо увеличения ставок по кредитам значительную роль в торможении розничного кредитования сыграло ужесточение макропруденциальных

мер, ограничивающих необеспеченное потребительское кредитование заемщиков с высокой долговой нагрузкой.

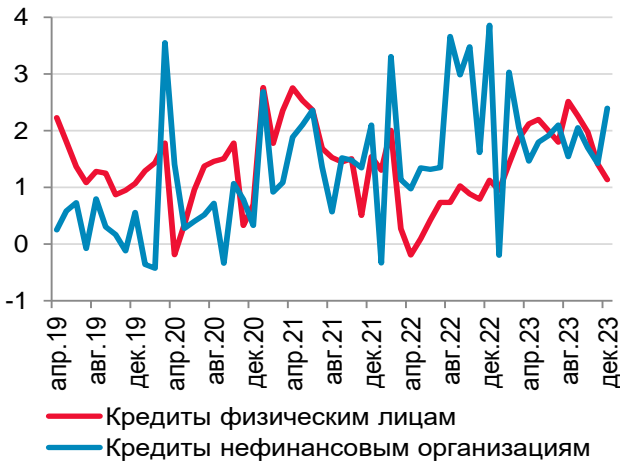
- На этом фоне выдачи по программам льготного кредитования оказались рекордными (Рисунок 22). Они объясняются ажиотажным спросом, связанным с декабрьским решением Правительства РФ ужесточить условия по отдельным программам льготного кредитования⁹. Устойчивый тренд на сокращение количества одобренных заявок свидетельствует о вероятном дальнейшем охлаждении активности в ипотечном сегменте (Рисунок 23). Дополнительным сдерживающим фактором станет повышение Банком России с 1 марта 2024 г. [надбавок](#) к коэффициентам риска по ипотечным кредитам с высоким показателем долговой нагрузки.
- Влияние повышения процентных ставок на корпоративное кредитование пока не столь значительное. В декабре рост рублевых кредитов нефинансовым организациям ускорился до 2,4 с 1,4% м/м SA¹⁰ (в среднем за IV квартал замедление оказалось небольшим, до 1,8% м/м SA с 1,9% м/м SA в III квартале), несмотря на высокую стоимость заимствований (Рисунок 26). Сдержанная реакция корпоративного кредитования на ужесточение ДКП связана с рядом факторов. В их числе хороший финансовый результат по итогам года и сохраняющиеся позитивные [ожидания компаний относительно спроса](#). Высокий спрос на кредиты также поддерживает необходимость финансирования инвестиционных проектов, включая строительство инфраструктуры. В конце года компании могли дополнительно увеличить спрос на кредиты перед ожидаемым поступлением бюджетных средств. В последние месяцы значительно увеличилась доля кредитов под плавающую ставку. Это говорит о том, что компании ожидают снижения ставок в обозримой перспективе и не желают фиксировать высокие ставки на весь срок кредита. Расширение выданных по плавающим ставкам также позволяет банкам снижать процентный риск.
- Высокие ставки по депозитам увеличивают их привлекательность: рост рублевых средств на счетах населения ускорился до 3,3 с 2,6% м/м SA (Рисунок 27). По всей видимости, клиенты стараются зафиксировать высокие ставки, поскольку наиболее активно четвертый месяц подряд растут депозиты сроком от 31 дня до 1 года (Рисунок 28).
- Снижение валютных вкладов населения в декабре ускорилось до 2,7 с 2,1% м/м SA. Вместе с тем интерес к вложениям в юанях может стать драйвером динамики валютных депозитов в 2024 году. По данным на конец декабря, 59 банков предлагали вклады в китайской валюте¹¹, что существенно выше уровня 2022 года.

⁹ Повышение минимального первоначального взноса и снижение максимальной суммы кредита в столичных регионах.

¹⁰ Темп роста портфеля кредитов ИП замедлился до 1,5 с 2,2% м/м SA.

¹¹ Число банков, предлагающих вклады: в юанях – 59 (2022 г. – 39), в долларах США – 51 (48), в евро – 40 (32), в дирхамах – 7 (0).

Рисунок 21. Динамика рублевого кредитования, % м/м SA



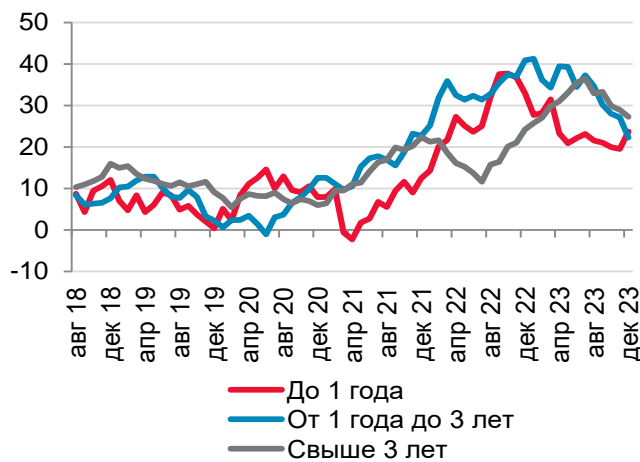
Источники: Банк России, расчеты ДИП.

Рисунок 23. Динамика одобренных ипотечных заявок, тыс. ед.



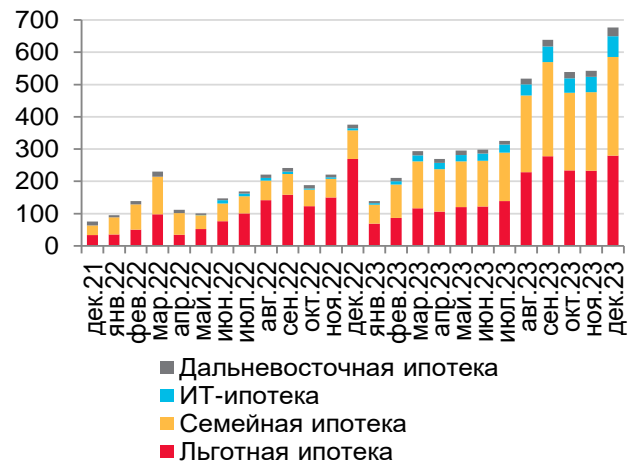
Источники: Домклик, расчеты ДИП.

Рисунок 25. Динамика рублевых кредитов нефинансовым организациям, % г/г



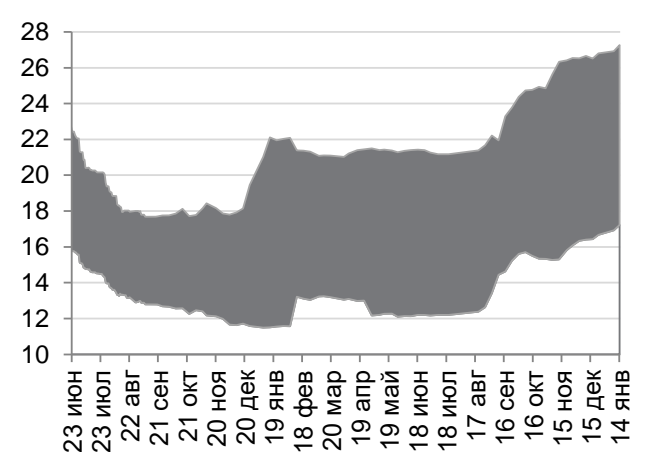
Источники: Банк России, расчеты ДИП.

Рисунок 22. Объем выдач в рамках льготных ипотечных программ, млрд руб.



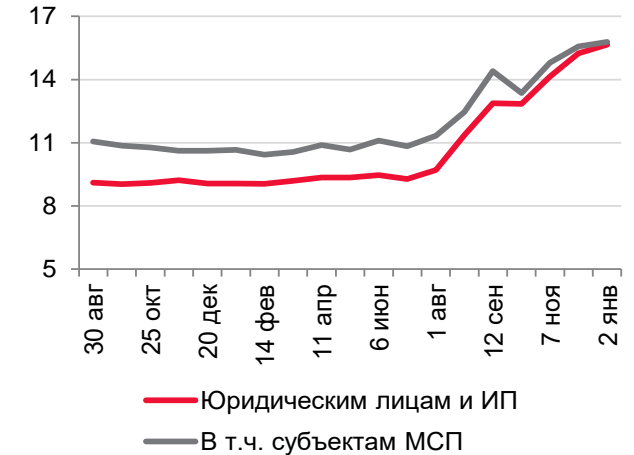
Источники: ДОМ.РФ, расчеты ДИП.

Рисунок 24. Диапазон средней ставки по предложениям по потребительским кредитам, %



Источники: banki.ru, расчеты ДИП.

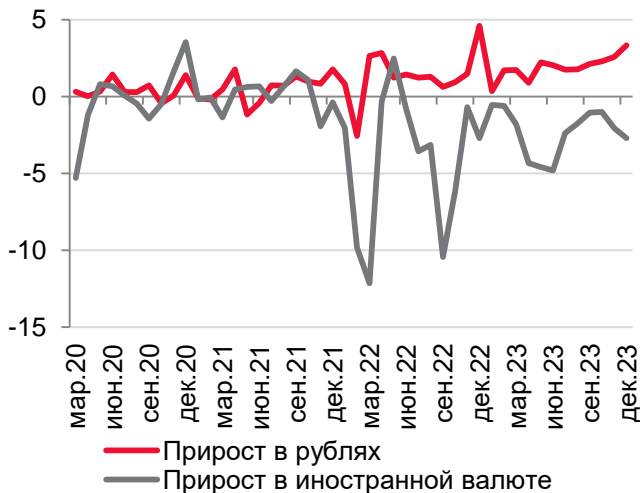
Рисунок 26. Динамика ставок по корпоративным кредитам, п.п.



* Данные за декабрь, поправленные на сделку по секьюритизации (250 млрд руб.).

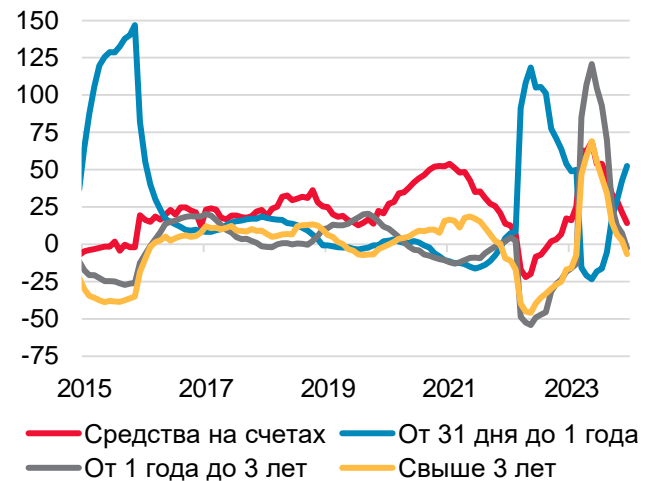
Источники: опросы банков, расчеты ДИП.

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



Источники: Банк России, расчеты ДИП.

Рисунок 28. Динамика рублевых средств физических лиц в банках, % г/г



Источники: Банк России, расчеты ДИП.

3. Финансовые рынки

3.1. Финансовые рынки ожидают неизменности ставок в первом полугодии

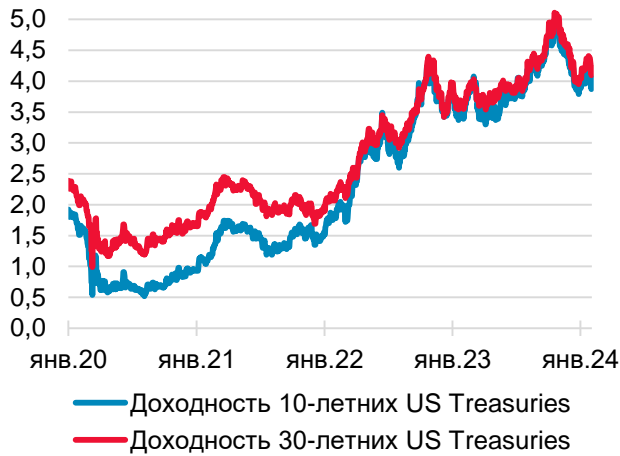
- На рынке ОФЗ доходности подрастали с начала декабря: участники рынка ожидали повышения ключевой ставки до 16%. После декабрьского решения участники рынка стали считать, что цикл повышения ключевой ставки близок к завершению. На этом фоне доходности ОФЗ начали снижаться (доходность 10-летних ОФЗ выростала с 11,88 до 12,30% ко дню заседания по ставке и перешла к снижению, завершив год на уровне 11,86%, а доходность 5-летних бумаг со дня заседания по ставке снизилась с 12,36 до 11,75%).
- С начала 2024 г. доходности ОФЗ изменялись разнонаправленно. В коротком сегменте они выросли на 15-40 б.п., в средне- и долгосрочном сегменте – снизились на 6-22 базисных пунктов. В результате отрицательный спред доходностей (разница в доходностях между 5 и 2-летней ОФЗ) увеличился (с -76 б.п. по состоянию на конец декабря до -110 б.п. на конец января).
- Минфин России планирует разместить в I квартале ОФЗ общим объемом 800 млрд руб. по номиналу с акцентом на долгосрочные бумаги с фиксированным купоном. В январе состоялись три аукциона, на которых были размещены ОФЗ на 239 млрд рублей. Спрос на первых аукционах на бумаги с фиксированной доходностью был

высоким, что поддержало вторичный рынок и способствовало снижению доходностей. Устойчивый спрос на аукционах классических ОФЗ в начале года также может указывать на желание инвесторов зафиксировать высокую доходность в ожидании снижения ставок в ближайшие месяцы.

- Ставки процентных свопов демонстрировали схожую динамику с рынком ОФЗ. С начала года они снижались, отражая ожидания, что цикл снижения ключевой ставки начнется на горизонте нескольких кварталов. Фиксированные ставки свопов на RUONIA сроком 3 и 6 месяцев¹² снизились на 13–32 б.п. и достигли 15,90 и 15,70% соответственно. Этому могли способствовать признаки снижения инфляционного давления в статистике по динамике цен за декабрь и первые недели января.
- Рубль оставался достаточно волатильным в течение декабря. Некоторое давление оказывало сезонное увеличение импорта. Курс в январе в целом укрепился относительно декабря (с 90,75 руб./долл. США в среднем за декабрь до 88,68 руб./долл. США в среднем за январь, к юаню – с 12,68 до 12,30 руб./юань). Помимо сезонных факторов в виде снижения импорта, этому могло способствовать начало продаж валюты Банком России в рамках зеркалирования операций со средствами ФНБ на внутреннем валютном рынке.
- На глобальных рынках доходности государственных бумаг снижались в декабре на ожиданиях более быстрого, нежели предполагалось ранее, смягчения ДКП. Однако в начале 2024 года они перешли к росту. Так, доходности 10-летних казначейских облигаций США снизились с 4,30% на начало декабря до 3,87% и затем подросли до 4,02% к началу февраля (Рисунок 29). В конце января ФРС оставила ставку неизменной, при этом достигнут консенсус о том, что регулятор перейдет к снижению ставок к концу первого полугодия 2024 года. Доходности 10-летних госбумаг Германии также снижались в течение декабря, до 2,06 с 2,46%, и затем подросли до 2,20%. ЕЦБ в январе не изменил ставку, однако глава ЕЦБ заявила, что не отказывается от слов о потенциальном снижении ставки летом.
- Таким образом, на российском рынке закрепились ожидания того, что цикл повышения ставки Банка России завершен. Вместе с тем участники рынка не ожидают ее быстрого снижения, как это происходило после резких повышений в 2022 и в 2015 годах. Ожидания инвесторов на глобальных рынках также склоняются в пользу перехода к снижению ставки в крупнейших экономиках ближе к середине года. При этом влияние динамики мировых финансовых рынков на российский остается ограниченным.

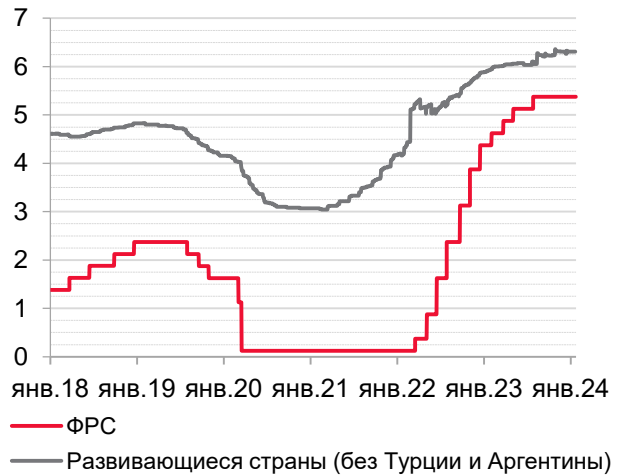
¹² OIS RUB RUONIA 3M mid и OIS RUB RUONIA 6M mid (МБ СПФИ).

Рисунок 29. Доходности казначейских облигаций США, %



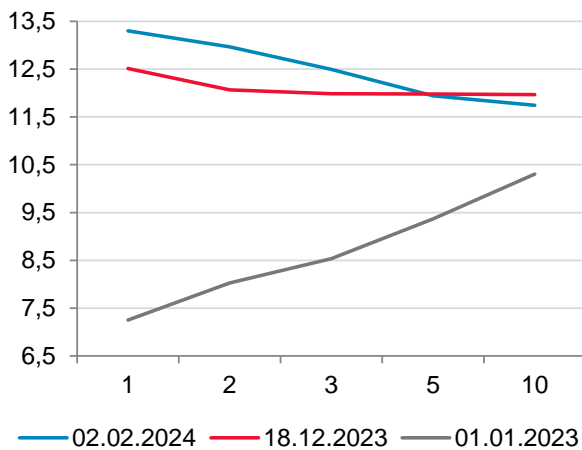
Источник: Cbonds.

Рисунок 30. Динамика ключевых ставок центральных банков, % годовых



Источники: BIS, расчеты ДИП.

Рисунок 31. Кривая бескупонной доходности ОФЗ, %



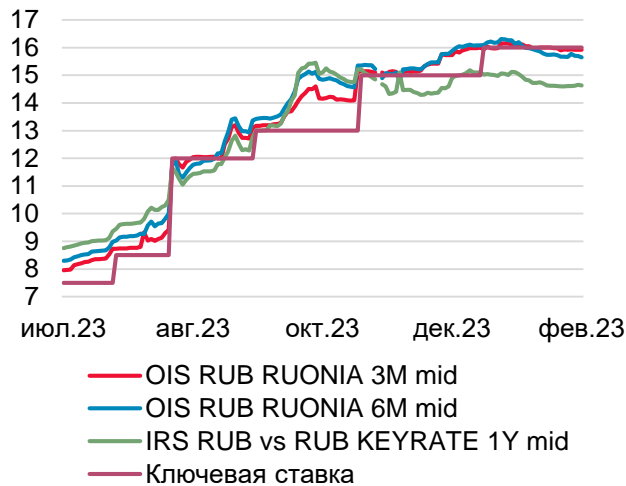
Источник: Cbonds.

Рисунок 32. Процентный коридор Банка России и краткосрочная ставка рынка МБК, % годовых



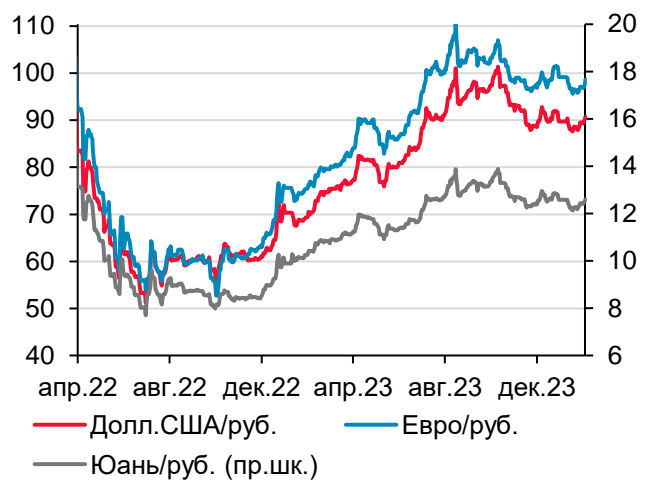
Источник: Cbonds.

Рисунок 33. Динамика фиксированных ставок процентных свопов, б.п.



Источники: Банк России, Cbonds, Московская Биржа.

Рисунок 34. Динамика курсов валют Банка России



Источник: Cbonds.

3.2. Цены большинства сырьевых товаров понизились

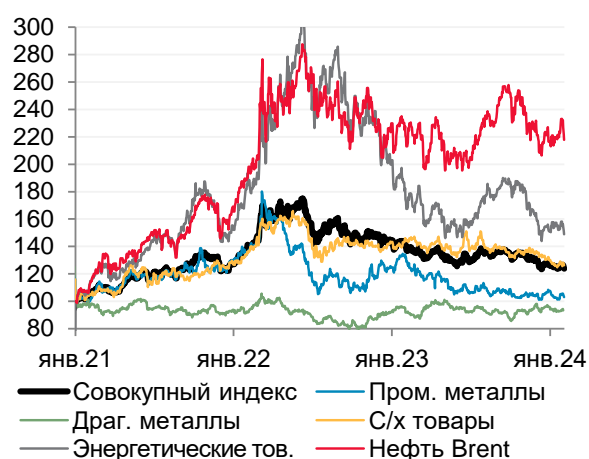
- С начала декабря котировки сырьевых товаров демонстрировали разнонаправленную динамику под влиянием фундаментальных и временных факторов. Энергетические и сельскохозяйственные товары подешевели на 5 и 6%, драгоценные металлы – на 2% при сохранении цен на промышленные металлы. В результате индекс цен сырьевых товаров Bloomberg снизился на 3% (Рисунок 35). Цена на нефть марки Urals на базисе CIF в порту Аугуста выросла на 14%, до 69 долл. США / барр. (Рисунок 36).
- Котировки сырьевых товаров в последние недели росли из-за удлинения логистических цепочек¹³ в условиях роста рисков судоходства в Красном море и сохраняющейся ограниченной пропускной способности Панамского канала. Наиболее сильно это затронуло СПГ, нефть и нефтепродукты. В то же время новости о возможном скором достижении перемирия в секторе Газа снизили геополитическую напряженность.
- В декабре мировой нефтяной рынок перешел к сезонному дефициту. Однако его размер оказался значительно меньше, чем прогнозировали аналитики (по оценкам Минэнерго США, 0,5 млн б/с). Это было обусловлено как более слабым спросом, так и более активным, чем ожидалось, расширением предложения в странах вне ОПЕК+.
- Вместе с тем кратко- и среднесрочные прогнозы баланса спроса и предложения на рынке жидкого топлива с начала декабря изменились незначительно. Так, Минэнерго США ожидает незначительный дефицит в 2024 г. с переходом к небольшому излишку в 2025 г. (Рисунок 37). Также оно прогнозирует, что коммерческие запасы в странах ОЭСР к концу 2025 г. превысят пятилетнюю среднюю величину, оказывая понижающее давление на цену нефти (Рисунок 38).
- Страны ОПЕК незначительно увеличили добычу в декабре и приступили к выполнению дополнительных добровольных ограничений в 0,8 млн б/с в I квартале. Ангола с начала года вышла из ОПЕК из-за разногласий с членами картеля по размеру котируемой добычи. Однако возможности Анголы по наращиванию добычи ограничены, и существенного влияния на мировое предложение это оказать не должно.
- Опросы ФРБ Далласа и Канзас-Сити показали снижение деловой активности сланцевых производителей США в IV квартале на фоне сокращения нефтяных котировок и сохранения жесткого рынка труда (Рисунок 39). Добыча сланцевой нефти продолжала немного снижаться, а динамика операционных показателей позволяет предполагать сохранение данного тренда в ближайшее время (Рисунок 40). Оценка компаниями средней цены прибыльности добычи осталась на уровне 64 долл. США / барр. (Рисунок 41).
- Рост добычи нефти в США, являющаяся основным источником увеличения предложения вне стран ОПЕК+, по оценкам EIA, может значительно замедлиться в

¹³ Альтернативные маршруты в обход Суэцкого канала дороже и увеличивают сроки доставки грузов на 7-18 дней.

2024–2025 гг. (с 1,0 млн б/с в 2023 г. до 0,3 и 0,2 млн б/с в 2024 и 2025 гг. соответственно, Рисунок 42). С одной стороны, ожидается сокращение буровой активности при незначительном расширении инвестиционных планов компаний относительно 2023 г. (в основном за счет небольших частных компаний, на которые приходится менее 20% добычи и которые активно поглощаются крупными компаниями). С другой стороны, совершенствование технологий предположительно позволит и дальше повышать производительность скважин и вернуться к небольшому росту добычи в конце 2024 г. (Рисунок 42).

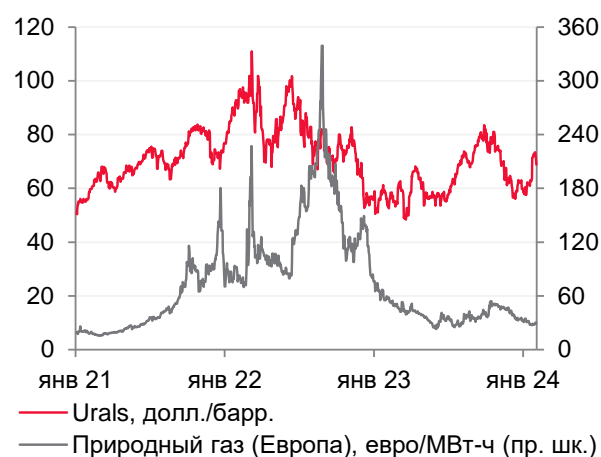
- Цены на природный газ в Европе и Азии продолжили снижение: на 33 и 41%, до 27 евро / МВт-ч и 32 долл. США / МВт-ч соответственно (Рисунок 2). Запасы голубого топлива остаются на высоких для этого времени года уровнях: на фоне относительно теплой и ветреной¹⁴ зимы спрос слабый, а трубопроводные поставки газа и СПГ устойчиво высоки.
- Котировки большинства цветных металлов выросли¹⁵ вслед за снижением складских запасов, сигнализирующем об оживлении спроса. Повысительный импульс ценам придали также стимулирующие меры властей Китая, направленные на поддержку экономики. При этом доли российских алюминия и никеля на складах LME выросли после введения Великобританией санкций на их импорт из-за роста осторожности покупателей.
- В целом опережающий рост предложения относительно роста спроса вызвал постепенное снижение цен на сырьевые товары. Однако имеющие временный характер геополитические факторы оказали поддержку и даже привели к повышению цен отдельных товаров, являющихся важной частью российского экспорта.

Рисунок 35. Индексы Bloomberg цен товаров и металлов (01.01.2021 = 100)



Источники: Investing.com, Bloomberg, расчеты ДИП.

Рисунок 36. Цена на нефть марки Urals и природный газ в Европе

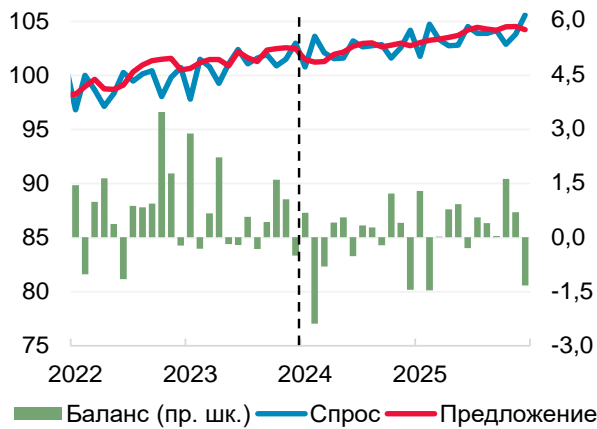


Источники: Investing.com, расчеты ДИП.

¹⁴ Сильные устойчивые ветры в Европе обеспечили высокую выработку ветроэлектростанций.

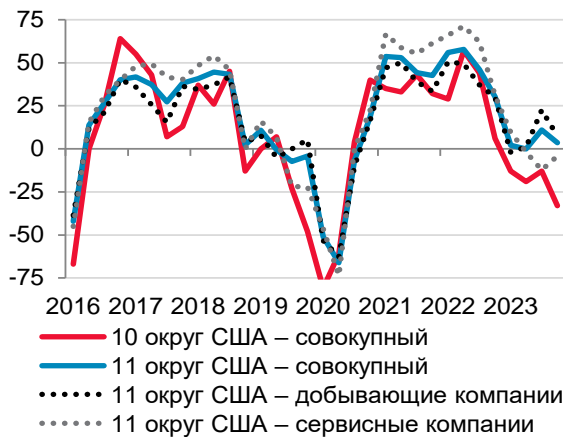
¹⁵ Цены на алюминий и свинец выросли на 2%, на олово – на 6%.

Рисунок 37. Основные показатели мирового рынка жидкого топлива, млн б/с



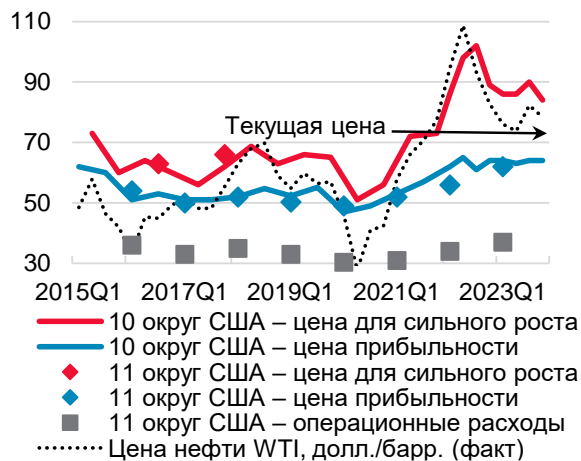
Источники: EIA, расчеты ДИП.

Рисунок 39. Показатель бизнес-активности нефтяных компаний США, пунктов*



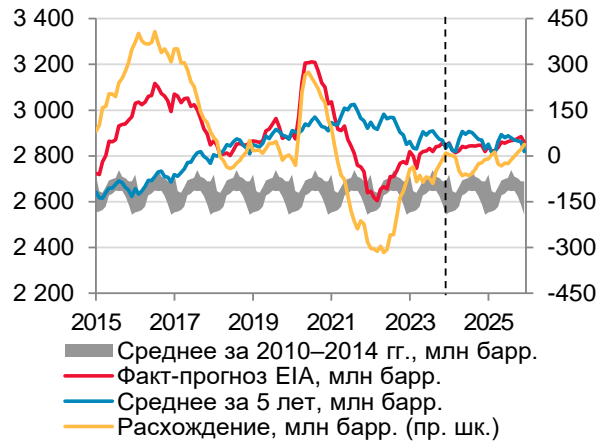
Примечание. Положительное (отрицательное) значение – улучшение (ухудшение) активности к прошлому кварталу.
Источники: ФРБ Далласа, ФРБ Канзас-Сити.

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



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

Рисунок 38. Коммерческие запасы нефти и нефтепродуктов в странах ОЭСР



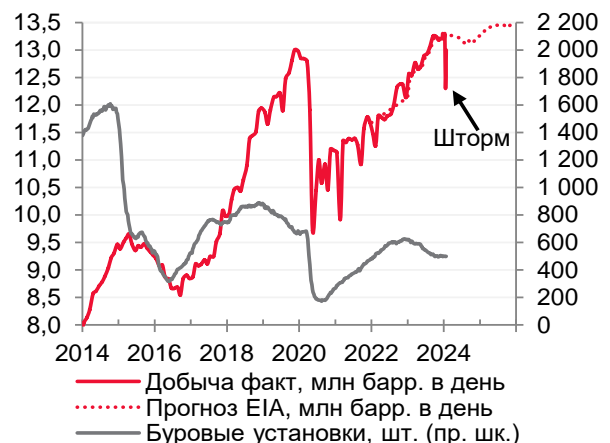
Источники: EIA, расчеты ДИП.

Рисунок 40. Операционные показатели сланцевых компаний США



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

Рисунок 42. Число действующих буровых установок и добыча нефти в США, млн б/с



Источники: Baker Hughes, EIA, расчеты ДИП.

В фокусе. Экономическая динамика в 2023 году превзошла ожидания

- Как и в 2022 г., российская экономика в 2023 г. продемонстрировала устойчивость к шокам, перейдя к росту и превысив уровень начала 2022 года. Тем самым она превзошла ожидания аналитиков, прогнозирувавших в начале 2023 г. ее падение по итогам года.
- В течение 2023 г. расширение внутреннего спроса последовательно ускорялось при поддержке фискального и кредитного импульсов, компенсируя сжатие внешнего спроса. Однако по мере усиления деловой активности и структурной трансформации экономики росла загрузка внутренних факторов производства, прежде всего труда. В условиях ограниченного предложения рабочей силы это привело к ускорению роста зарплат и выходу безработицы на рекордно низкие уровни.
- Инфляция по итогам 2023 г. заметно превысила ожидания аналитиков и профессиональных участников рынка. В основе этого – быстрое восстановление внутреннего спроса, в том числе потребительского на фоне роста доходов, улучшения настроений домохозяйств и активизации потребительского кредитования, а также ослабление рубля вследствие большего, чем ожидалось, сжатия торгового сальдо.

После снижения российской экономики в 2022 г. большинство аналитиков и профессиональных участников финансового рынка в начале 2023 г. ожидали, что оно продолжится, хотя и меньшими темпами. Самый оптимистичный прогноз предполагал лишь небольшой рост ВВП по итогам 2023 года. Однако динамика экономической активности на протяжении всего 2023 г. преподносила сюрпризы (Рисунок 43): в январе – сентябре рост ВВП составил 3,0% г/г, а по итогам года превысит и эту планку. Вместе с пересмотром вверх оценок за 2021–2022 гг.¹⁶ это означает, что экономика к концу 2023 г. превысила долгосрочный тренд (Рисунок 45).

Динамика в 2023 г. складывалась выше ожиданий благодаря ускоренной адаптации экономики к изменившимся в 2022 г. внешним и внутренним условиям при высокой поддержке со стороны госсектора¹⁷. При этом капитальные вложения *частного* сектора оказались существенно выше ожиданий и их рост был сопоставим с госинвестициями¹⁸. Драйвером роста вложений в основной капитал частного сектора послужило значительное улучшение деловых настроений (Рисунок 46)¹⁹ и необходимость инвестиций, чтобы

¹⁶ Рост ВВП в 2021 г. был пересмотрен до 5,9 с 5,6%, а снижение в 2022 г. – до -1,2 с -2,1%.

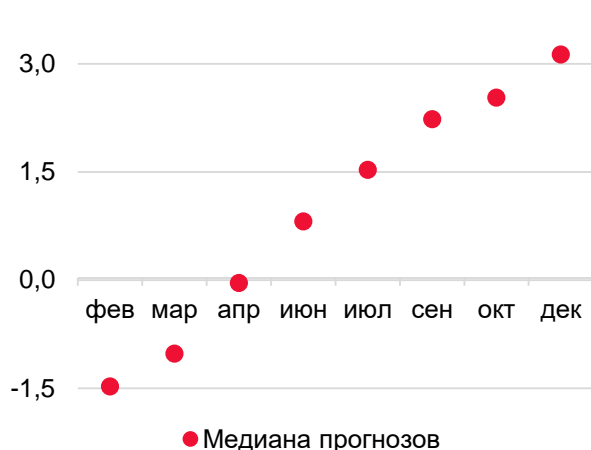
¹⁷ Основные показатели госфинансов, по всей видимости, сложились по итогам года в соответствии с ожиданиями в начале года – несмотря на ускоренное расходование бюджетных средств в первые месяцы, Минфин России в 2023 г. строго следовал бюджетному правилу

¹⁸ За январь – сентябрь 2023 г. рост капитальных вложений за счет бюджетных, собственных и кредитных средств составил соответственно 22, 20 и 7% г/г.

¹⁹ Компонент ожиданий индикатора бизнес-климата Банка России в 2023 г. оказался максимальным за 10 лет.

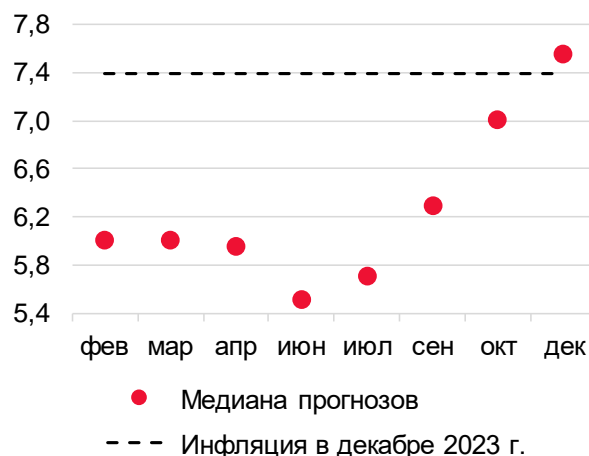
обеспечить структурную трансформацию экономики: наладить импортозамещение, восстановить замороженные производства²⁰, обновить и расширить транспортную и логистическую инфраструктуру, перестроить бизнес-процессы.

Рисунок 43. Эволюция ожиданий аналитиков в течение 2023 г. по росту ВВП в 2023 г., %



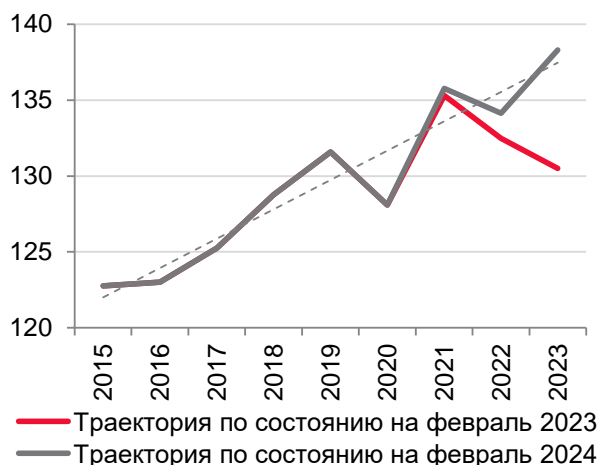
Источник: Макроэкономический опрос Банка России.

Рисунок 44. Эволюция ожиданий аналитиков в течение 2023 г. по инфляции на конец 2023 г., % г/г



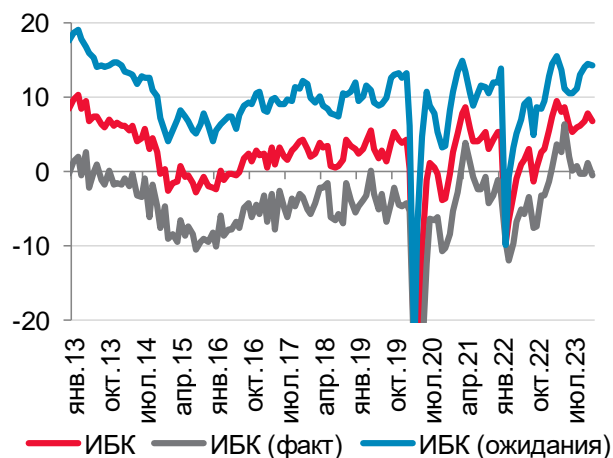
Источники: Макроэкономический опрос Банка России, Росстат.

Рисунок 45. ВВП в ценах 2021 г., трлн руб.



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

Рисунок 46. Динамика ИБК Банка России, п., SA



Источник: Банк России.

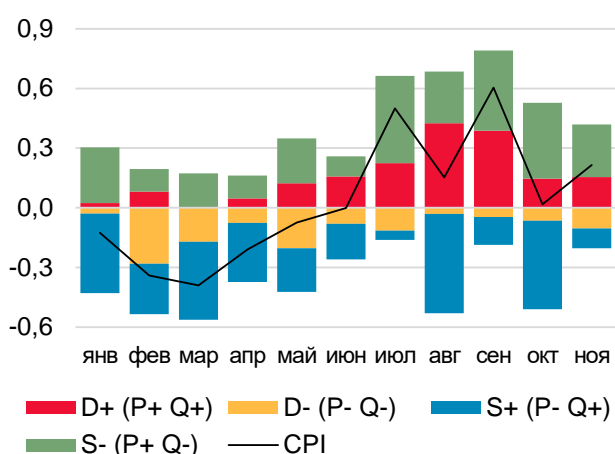
Рост внутреннего спроса и необходимость расширить предложение привели к увеличению спроса на труд. В итоге безработица в 2023 г. оказалась значительно ниже медианного прогноза в 4,3%, составив 2,9% на конец года. Недостаточная географическая и межотраслевая мобильность рабочей силы и сокращение миграционного притока дополнительно усиливали конкуренцию за труд, что привело к ускорению роста заработных плат. Высокий рост трудовых доходов привел к более оптимистичным финансовым настроениям

²⁰ По мере ухода иностранных компаний с российского рынка из-за рисков санкций, капитальных ограничений и прочего. Отчасти сыграла свою роль невозможность осуществления зарубежных инвестиций для части российского бизнеса, чьи собственники стали объектом индивидуальных санкций.

домохозяйств и расширению потребительского спроса гораздо более высокими темпами, чем предполагалось в начале года. В итоге расширение предложения отставало от увеличения спроса. Это привело к нарастанию инфляционного давления в экономике.

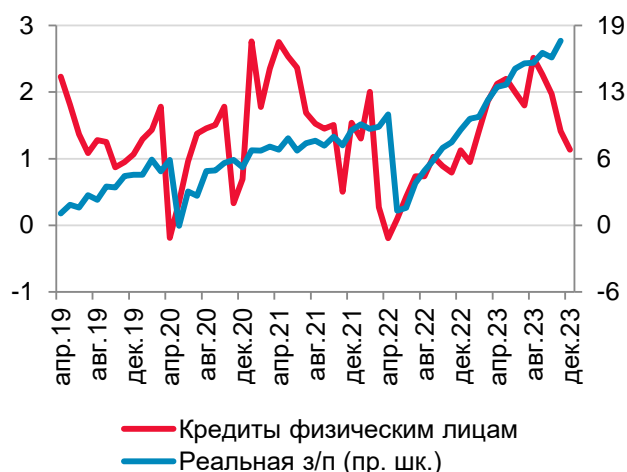
В результате по итогам 2023 г. инфляция оказалась значительно выше 6%, которые ожидали аналитики и профессиональные участники рынка в начале года (Рисунок 44). Основные факторы, которые аналитики закладывали в прогноз усиления инфляционного давления с конца 2022 г., реализовались в течение 2023 г.²¹, однако их масштаб оказался существенно выше. Наша оценка вкладов шоков спроса и предложения в очищенный от трендовой составляющей индекс цен 2023 г.²² (Рисунок 47, «D» и «S» соответственно) показывает, что в начале года рост цен сдерживался факторами как предложения, так и спроса. Однако во втором полугодии, баланс факторов предложения стал близким к нейтральному (сумма отрицательных шоков примерно была равна по модулю сумме положительных шоков), а факторы спроса стали вносить значимый вклад в ускорение роста цен. Примерно к середине 2023 г. почти полностью завершился дезинфляционный эффект высокого урожая и укрепления рубля 2022 года. Сократились и перестали сдерживать рост потребительских цен сформированные при крепком рубле запасы импортных товаров. При этом оптимизм в потребительских настроениях, поддерживаемый расширением трудовых доходов, и высокие инфляционные ожидания, способствовали активному росту кредитования (Рисунок 48). Отложенный спрос 2022 г. также активно реализовывался в сегменте непродовольственных товаров по мере восстановления предложения, в том числе увеличивался спрос на автокредитование. Все это позволяло производителям перекладывать возросшие издержки в цены.

Рисунок 47. Вклад шоков (п.п.) в детрендрованный индекс цен с января 2023 г., м/м SA



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

Рисунок 48. Динамика рублевого кредитования физических лиц и реальной заработной платы, SA



* Данные за декабрь, поправленные на сделку по секьюритизации (250 млрд руб.).

Источники: Банк России, Росстат, расчеты ДИП.

²¹ Продолжение расширения спроса, стимулируемого возросшими бюджетными расходами и кредитованием, увеличение давления со стороны рынка труда, а также сокращение запасов из-за санкционных ограничений.

²² Подробнее о методике декомпозиции см. в аналитической записке «[Оценка вклада факторов спроса и предложения в динамику потребительских цен в 2022-2023 годах](#)» (2023).

Активное расширение внутреннего спроса повлекло увеличение спроса на импорт. Одновременно сокращался экспорт. Размер торгового профицита за 2023 г. сложился более чем на 50 млрд долл. США ниже прогноза аналитиков в начале года. Сокращение торгового баланса стало одной из основных причин ослабления рубля в III квартале, масштаб которого значительно превысил ожидания производителей. Ослабление рубля транслировалось в цены как напрямую, через возросшие издержки производителей, так и косвенно, через рост инфляционных ожиданий, провоцируя рост цен в том числе среди товаров с низкой импортной составляющей.

Цикл ужесточения ДКП начался в конце июля 2023 г., однако процесс замедления роста цен, особенно среди устойчивых компонентов потребительской корзины, требовал времени. К концу года рост потребительских цен по-прежнему превышал трендовый уровень, однако величина положительного шока спроса (D+) значительно сократилась по сравнению с III кварталом. Принятые Банком России решения по ДКП постепенно транслировались в экономику. В частности, рост ставок по депозитам привел к значительному притоку вкладов населения и бизнеса. Однако повышение ключевой ставки в 2023 г. в условиях высокого оптимизма и повышенных инфляционных ожиданий населения и бизнеса оказало относительно меньшее сдерживающее влияние на кредитную активность, чем в прошлые эпизоды существенного ужесточения ДКП. Возвращение инфляции к цели требует поддержания жестких денежно-кредитных условий в течение продолжительного периода.

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