



Банк России



О ЧЕМ ГОВОРЯТ ТРЕНДЫ Макроэкономика и рынки

Бюллетень Департамента исследований и прогнозирования

Октябрь 2022

ОГЛАВЛЕНИЕ

Краткое содержание	3
1. Инфляция	5
1.1. Месячный рост потребительских цен возобновился в сентябре	5
2. Экономическая динамика	11
2.1. Экономика переориентируется на внутренний спрос	11
2.2. Ускоренный рост корпоративного кредитования в августе	15
3. Финансовые рынки	18
3.1. Рост неопределенности привел к росту доходностей ОФЗ	18
3.2. ОПЕК+ решила поддержать нефтяные цены	19
В фокусе. Изменение структуры спроса как проинфляционный фактор	21

Бюллетень подготовлен Департаментом исследований и прогнозирования по данным на 12.10.2022.
Выводы и рекомендации, содержащиеся в бюллетене, могут не совпадать с официальной позицией Банка России.
Замечания и предложения по содержанию просим отправлять по адресу dip1@cbr.ru.

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

© Центральный банк Российской Федерации, 2022

Краткое содержание

Итоги

- Судя по опережающим показателям, в сентябре оживление экономической активности приостановилось, а к концу месяца экономическая динамика начала несколько ухудшаться. Экономика столкнулась с новыми шоками предложения и спроса, к которым ей дополнительно придется адаптироваться. На протяжении сентября инфляционное давление усиливалось. При этом одновременное разнонаправленное влияние уменьшения потребительского спроса и предложения товаров и услуг усложнило прогнозирование их совокупного влияния на дальнейшие темпы роста потребительских цен.
 - Российская экономика в целом показала высокую адаптивность к внешнеторговым и финансовым ограничениям. Существенная доля компаний нашла возможности изменить географию поставок своей продукции, привлечь новых поставщиков, решить логистические проблемы. Частичная мобилизация в условиях низкой безработицы создает новые вызовы для производственных процессов и поддержания объемов выпуска, особенно в сегменте МСП, и негативно сказывается на потребительской и предпринимательской уверенности.
 - Динамика месячных потребительских цен в сентябре развернулась и стала повышательной. Об этом ранее уже сигнализировали устойчивые компоненты ценовой динамики, в меньшей степени подверженные действию разовых факторов. В рамках текущего прогноза Банка России ожидается некоторое дальнейшее усиление инфляционного давления. В пользу такого вывода говорит в том числе динамика кредитования и денежной массы, а также уточненные бюджетные проектировки на 2022–2023 годы. В 2024 г. инфляция вернется к 4% с учетом проводимой денежно-кредитной политики.
 - Доходности российских рублевых облигаций в августе и особенно в сентябре значительно повысились из-за возросшей неопределенности и рисков, в том числе бюджетных, а также ожидания окончания цикла снижения ключевой ставки.

В фокусе. Изменение структуры спроса как проинфляционный фактор

- После значительного снижения в II квартале потребительский спрос в III квартале восстанавливался вслед за доходами населения и смягчением денежно-кредитных условий. Одновременно изменялась структура потребления.
- Самую устойчивую динамику в 2022 г. демонстрирует сегмент услуг. Наиболее сильное отставание от докризисных уровней сохраняется в секторе непродовольственных товаров, причем в тех его группах, где наблюдался массовый уход поставщиков и ретейлеров из недружественных стран и имеет место нехватка товаров привычных брендов.

- В таких условиях инфляционное давление в сегменте непродовольственных товаров может повыситься даже при сохранении пониженных объемов расходов на них. Одновременно с этим проинфляционное влияние будет оказывать и переключение спроса на другие сегменты, прежде всего услуги. Таким образом, изменение структуры спроса даже при стабильном уровне доходов может создавать дополнительное инфляционное давление.

1. Инфляция

При сохранении нисходящего тренда в динамике годовой инфляции недельная и месячная динамика потребительских цен в сентябре развернулась от снижения к росту. За этим разворотом стоят четыре фактора. Во-первых, продолжается ослабление эффекта переноса от укрепления рубля в II квартале в цены. Во-вторых, повышательное давление на потребительские цены, вероятно, оказало снижение ключевой ставки, начиная с II квартала. В-третьих, сезонное снижение цен на плодоовощную продукцию закончилось. В-четвертых, и это самое важное для дальнейшей динамики ИПЦ, сохранился повышенный рост цен среди наименее волатильных компонентов потребительской корзины.

Текущая динамика кредитования и параметры бюджета на 2022 и 2023 гг. ускорят рост денежной массы, что предполагает некоторое усиление инфляционного давления в экономике в ближайшие кварталы. Несмотря на это, замедление годовой инфляции продолжится до апреля 2023 г. из-за эффекта высокой статистической базы. Влияние частичной мобилизации и возросшей неопределенности на потребительский и инвестиционный спрос, предложение кредитов и спрос на них, а также рынок труда, заработные платы и доходы населения еще предстоит оценить. Они могут оказаться в целом как дезинфляционными, так и проинфляционными, и, более того, их направленность может изменяться на разных временных горизонтах.

1.1. Месячный рост потребительских цен возобновился в сентябре

- В сентябре продолжилась наметившаяся еще в августе тенденция к постепенному развороту ценовой динамики на фоне затухания влияния временных дезинфляционных факторов, действовавших в летние месяцы. Разворот ценовой динамики идет по широкому кругу товаров и услуг.
- При этом в сентябре проявилось влияние разовых проинфляционных факторов в сегменте услуг, а в конце года ожидается дополнительное ускорение роста цен из-за индексации тарифов на коммунальные услуги. Прямые и косвенные эффекты этого повышения добавят 0,6 п.п. (до 1,1 п.п. включая косвенные эффекты) к инфляции по итогам 2022 г., но вычтут 0,5 п.п. из роста цен в 2023 году.
- Изменение потребительских настроений в конце сентября может замедлить ускорение роста цен в ближайшие месяцы. В условиях устойчивой динамики доходов, в том числе на фоне реализуемого комплекса мер социальной поддержки, динамика потребления нормализуется.

В сентябре ускорился разворот в месячной динамике цен, начавшийся в августе. Цены с учетом сезонности повысились впервые с мая: общий уровень потребительских цен в сентябре вырос на 3,4% м/м SAAR после снижения на 0,6% в августе (Рисунок 3). Тем не менее замедление годовой инфляции продолжилось по мере выхода из базы

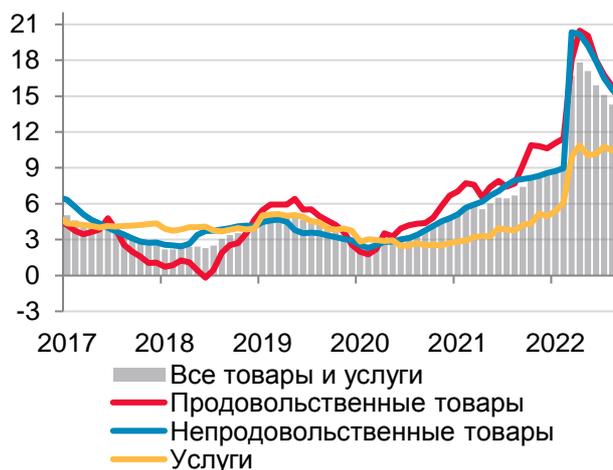
расчета высоких месячных темпов роста цен во втором полугодии 2021 г.: в сентябре она замедлилась до 13,7% с 14,3% в августе и 15,1% в июле. При заметном снижении инфляции на товарном рынке годовой темп роста цен в секторе услуг почти не изменился (Рисунок 1, Таблица 1).

Таблица 1. Инфляция и ее компоненты

	Сен. 2020	Сен. 2021	Июл. 2022	Авг. 2022	Сен. 2022
% г/г					
Все товары и услуги	3,7	7,4	15,1	14,3	13,7
Базовая инфляция	3,3	7,6	18,4	17,7	17,1
Прод. товары	4,4	9,2	16,8	15,8	14,2
Непрод. товары	3,8	8,1	16,5	15,5	14,9
Услуги	2,5	4,2	10,8	10,5	11,0
% м/м SAAR					
Все товары и услуги	2,6	11,0	-3,1	-0,6	3,4
Базовая инфляция	3,4	9,6	0,4	1,1	3,0
Прод. товары	1,2	19,5	-8,1	-2,4	0,4
– без плодоовощей	3,1	10,5	-0,3	-0,1	-0,1
Непрод. товары	5,9	7,0	-4,1	-0,6	0,9
– без нефтепродуктов и табака	6,5	8,8	-5,0	-1,7	0,2
Услуги	0,5	5,1	6,8	1,8	11,0
– без ЖКУ	-1,7	5,6	6,1	0,2	15,0

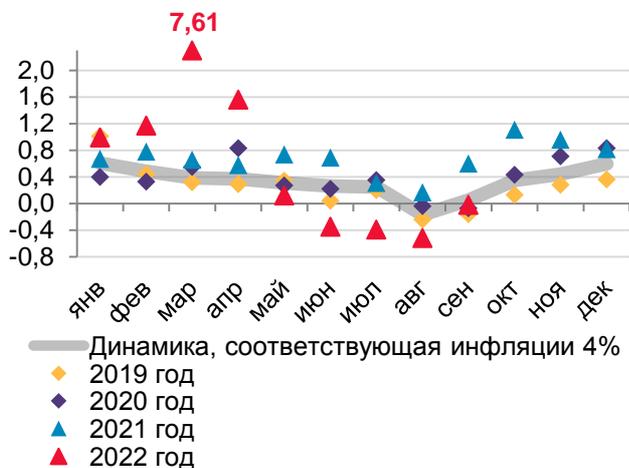
Источники: Росстат, расчеты ДИП.

Рисунок 1. Инфляция и ее компоненты, % г/г



Источник: Росстат.

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



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

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



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

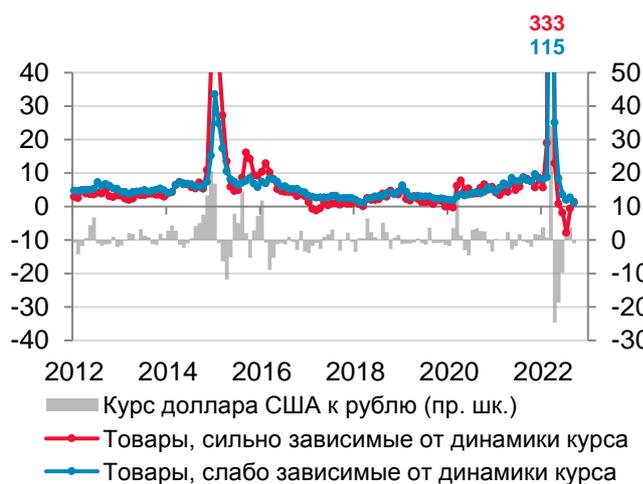
В сентябре после снижения в летние месяцы начали расти цены как продовольственных, так и непродовольственных товаров (0,4 и 0,9% м/м SAAR). Резко ускорился рост стоимости услуг (до 11,0% в сентябре после 1,8% м/м SAAR в августе), что, помимо в целом повышенного роста цен в этом сегменте, вызвано действием разовых факторов – удорожанием услуг зарубежного туризма, связи и стоимости полиса ОСАГО.

Завершилось действие одного из основных временных дезинфляционных факторов последних месяцев: в сентябре цены на плодоовощную продукцию повысились впервые с марта (рост составил 0,5% после снижения на 1,8% м/м SA в августе). При

этом данные оперативной статистики указывают на более ранний относительно обычной сезонности рост стоимости плодоовощной продукции в начале IV квартала, что будет оказывать проинфляционное влияние на общую динамику цен.

Также постепенно затухает влияние еще одного существенного временного дезинфляционного фактора – укрепления рубля, произошедшего в апреле – июне. По нашим оценкам, в августе – сентябре снижение стоимости товаров с высокой зависимостью от динамики валютного курса значительно замедлилось (Рисунок 4). Оценка модифицированного базового показателя ИПЦ без волатильных компонентов с поправкой на влияние валютного курса (с учетом более быстрого переноса изменения курса в цены) в последние месяцы значительно снизилась (Рисунок 5). При этом в августе и сентябре его значение осталось выше «целевого» уровня 4% в пересчете на год. Со стабилизацией курса рубля дезинфляционное влияние эффекта переноса продолжит сокращаться и к концу года может сойти на нет, что при прочих равных условиях способно вызвать ускорение роста цен.

Рисунок 4. Курс доллара США к рублю (%) и медианные значения ИПЦ, % м/м SAAR



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

Рисунок 5. ИПЦ без волатильных компонентов, % м/м SAAR



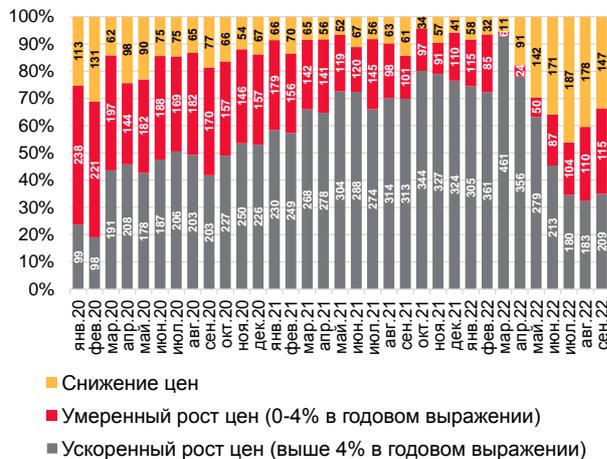
Источники: Росстат, расчеты ДИП.

Разворот в динамике цен идет по широкому набору товаров и услуг. Количество и вес в ИПЦ позиций¹, цены на которые снижались, постепенно сокращается при увеличении доли категорий, рост цен на которые оценивается как умеренный (0–4% в годовом выражении, Рисунок 6). Медиана распределения по максимально дезагрегированным компонентам выросла в товарных категориях (но осталась ниже 4% SAAR) и находится чуть выше 4% SAAR в услугах (Рисунок 7).

О возможном сохранении инфляционного давления на повышенном уровне (выше 4%) свидетельствует и оценка трендовой инфляции – в сентябре ее значение составило 8,7% после 8,8% в августе (Рисунок 8).

¹ Без учета плодоовощной продукции и регулируемых услуг.

Рисунок 6. Суммарный вес товаров и услуг (без плодоовощной продукции и регулируемых услуг), распределенный на основе сезонно сглаженных темпов роста цен



Примечание. Цифры – количество позиций.

Источники: Росстат, расчеты ДИП.

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



* 558 компонент в корзине 2022 года.

Источники: Росстат, расчеты ДИП.

Рисунок 8. Динамика ИПЦ, БИПЦ и исторические оценки трендовой инфляции Банка России², % г/г

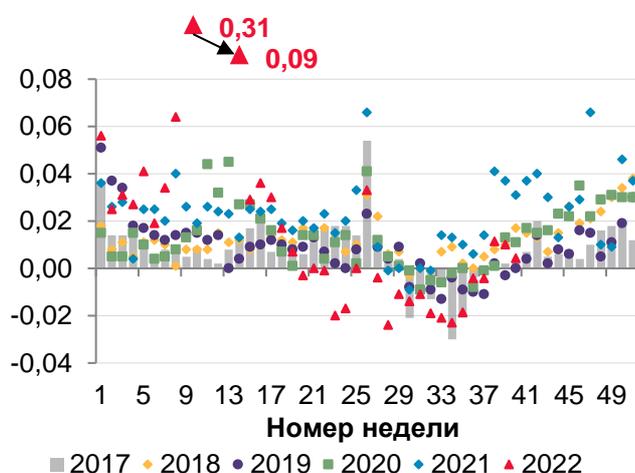


Источники: Росстат, расчеты ДИП.

Недельный рост цен в начале октября замедлился (Рисунок 9, Рисунок 10). Изменение потребительского поведения и рост нормы сбережений могут несколько сдержать сформировавшуюся в сентябре тенденцию к ускорению роста цен. Однако указанный эффект может носить краткосрочный характер. В условиях устойчивой динамики доходов, в том числе на фоне реализуемого комплекса мер социальной поддержки, динамика потребления способна быстро нормализоваться. С учетом сохранения ограничений на стороне предложения это предполагает проинфляционный фон на горизонте ДКП.

² Данный показатель трендовой инфляции рассчитывается на скользящем 5-летнем периоде.

Рисунок 9. Среднесуточный прирост цен, %



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.

Источники: Росстат, расчеты ДИП.

Оценка влияния индексации регулируемых тарифов на инфляцию

Минэкономразвития России [анонсировал](#) перенос индексации тарифов ЖКУ с июля 2023 г. на декабрь 2022 года³. Предельный уровень индексации тарифов для населения не превысит 9%. Изменение стоимости затронет холодную и горячую воду, электроэнергию, тепло, газ и твердые коммунальные отходы. Согласно [Прогнозу](#) социально-экономического развития до 2025 г., уровень индексации тарифов в 2024–2025 гг. также будет превышать цель по инфляции 4% (совокупный платеж граждан за коммунальные услуги повысится в июле 2024 г. на 6,3%, а в июле 2025 г. – на 5,3%). Уровень индексации регулируемых тарифов для отечественной промышленности также превысит 4%.

С учетом веса коммунальных услуг в корзине, применяемой для расчета ИПЦ (6,1%), прямое влияние этого повышения на инфляцию в декабре текущего года оценивается в 0,6 п.п (Рисунок 11). Этот эффект будет присутствовать в базе расчета годовой инфляции до июля 2023 года. Поскольку в 2023 г. индексации не запланировано, дополнительная прибавка к годовой инфляции (относительно сценария с обычной сезонной индексацией) с июля по ноябрь включительно снизится до 0,3 п.п., а с декабря 2023 г. по июль 2024 г. эффект станет обратным (-0,2 п.п). Мы не ожидаем

³ Кроме тарифов на коммунальные услуги, в прогнозе Минэкономразвития России представлен план индексации тарифов на железнодорожные перевозки. Повышение тарифов на пассажирские перевозки в регулируемом секторе обеспечит дополнительное влияние на годовую инфляцию в размере +0,02 п.п. в октябре-декабре 2022 г., +0,03 п.п. в январе – сентябре 2023 г. и +0,01 п.п. – в октябре – декабре 2023 года.

сопоставимого повышения тарифов на жилищные услуги: они регулируются не так жестко, как коммунальные услуги, и на практике могут повышаться в меньшей степени.

Повышение регулируемых тарифов также будет транслироваться в динамику потребительских цен косвенно, через увеличение издержек производителей. По нашим оценкам, изменение регулируемых тарифов на 1% приводит к совокупному изменению цен на 0,06 процентного пункта⁴. При этом большая часть роста приходится на тот месяц, когда происходит индексация тарифов. Таким образом, с учетом вторичных эффектов дополнительное влияние анонсированного графика индексации тарифов на годовую инфляцию по итогам 2022 г. может составить +1,1 п.п., а в 2023 г. – -0,5 п.п. по сравнению со стандартным графиком пересмотра тарифов.

Рисунок 11. Рост стоимости коммунальных услуг, % г/г



Примечание. Цифрами на графике обозначен вклад дополнительной (то есть выходящей за рамки индексации на уровне 4% в июле) индексации тарифов на коммунальные услуги в годовую инфляцию. Значения в скобках – прямое влияние, рассчитанное на основе веса коммунальных услуг в ИПЦ, без скобок – совокупное влияние с учетом вторичных эффектов.

Источники: Минэкономразвития России, расчеты ДИП.

⁴ Для определения косвенного влияния регулируемых тарифов производителей были оценены уравнения регрессии, где в качестве зависимой переменной выступал сезонно очищенный месячный темп роста цен без учета регулируемых для потребителей услуг, а в качестве объясняющих – текущие и лаговые значения номинального эффективного валютного курса и интегрального показателя роста регулируемых тарифов для производителей.

2. Экономическая динамика

Ситуация в российской экономике продолжает определяться рядом шоков на стороне предложения товаров и услуг, характером их развертывания во времени, способностью российских компаний адаптироваться к этим шокам и объемом мер поддержки от государства. В целом можно отметить успех в рамках первичной адаптации компаний к «новой реальности» в части изменения логистики импортных и частично экспортных поставок, заключения договоров с альтернативными поставщиками сырья, материалов и комплектующих. Кроме того, в нефтедобыче и нефтепереработке удалось удержать уровень производства благодаря увеличению поставок на альтернативные рынки. В строительстве, несмотря на неблагоприятные тенденции, завершение ранее начатых проектов поддержало объем работ. Все это обеспечило стабилизацию и даже некоторый рост экономической активности летом.

Однако в начале осени снижение экономической активности возобновилось на фоне роста неопределенности. Потребительская активность начала ослабевать. Сокращение численности рабочей силы создало риски для непрерывности работы отдельных производств. Обострение ситуации с дефицитом кадров на рынке труда в перспективе сдержит рост производительности.

Вместе с тем основной негативный эффект внешних ограничений в нефтяной отрасли и на поставки инвестиционных и высокотехнологичных товаров, по-видимому, впереди. Они проявятся к концу этого года, а в основном в 2023 году. До этого времени переход российской экономики к устойчивому росту вряд ли произойдет. Помимо этого, дополнительно возросли риски ужесточения действующих внешнеторговых и финансовых ограничений, что усилит негативное действие связанных с ними шоков предложения.

Денежно-кредитная политика ориентируется не на уровень агрегированного выпуска и его динамику, а на соответствие совокупного спроса возможностям производства и доступности импортных поставок на рынок товаров и услуг. В текущей ситуации изменения этих возможностей значительны, что необходимо учитывать при принятии решений.

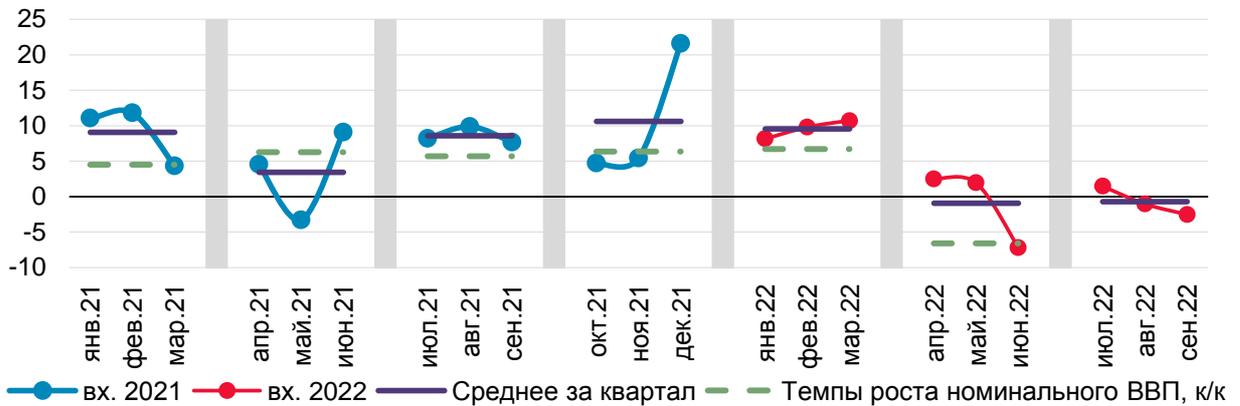
2.1. Экономика переориентируется на внутренний спрос

- После резкого снижения в II квартале уровень экономической активности в III квартале в целом стабилизировался (Рисунок 13). Различные оперативные данные за сентябрь говорят о его стабилизации на августовском уровне или небольшом снижении (Рисунок 12). При этом в отраслевой динамике сохраняются [разнонаправленные тенденции](#), отражающие неравномерный процесс структурной перестройки экономики.

- В первые два месяца квартала поддержку выпуску оказывала положительная динамика в добыче полезных ископаемых и строительстве. Наибольший отрицательный вклад в динамику выпуска внесла оптовая торговля, в которой большую долю занимает реализация природного газа. В обрабатывающей промышленности продолжается постепенное восстановление выпуска (Рисунок 16), однако на его траекторию оказывает существенное влияние динамика высоковолатильных компонентов, главным образом сосредоточенных в сегменте инвестиционных товаров (Рисунок 17).
- В то же время переориентация производств на внутренний спрос⁵ и устойчивость к текущему шоку отраслей, обслуживающих частное потребление, поддерживают выпуск в обработке – отставание выпуска от уровня III квартала предыдущего года составляет лишь порядка 1%. В августе расширение выпуска наблюдалось в отраслях производства напитков, мыла, косметики и парфюмерии, а также легковых автомобилей.
- Динамика опережающих индикаторов (PMI, ИЭП) указывает на возможный рост выпуска в обрабатывающем секторе в сентябре на фоне продолжения роста новых внутренних заказов (Рисунок 14). В конце III квартала будет зафиксирован рост выпуска сельского хозяйства – ожидается исторический рекорд по сбору зерна (150 млн тонн). Согласно данным платежной системы Банка России, в сентябре сохранился повышенный относительно уровня II квартала объем входящих платежей в ряде подотраслей, которые оказались устойчивы к изменению внешних условий (производство пищевых продуктов) или выигрывают от изменения структуры потребительского спроса (гостиничный бизнес, туризм). Однако общий показатель снизился по сравнению с июлем – августом.
- Ситуация на рынке труда оставалась стабильной. На фоне замедления сокращения числа открытых вакансий и восстановления рекрутинговой активности (Рисунок 21, Рисунок 22) в августе безработица обновила исторический минимум (Рисунок 19). Рост номинальных заработных плат оставался стабильным (Рисунок 20).
- Изменение потребительских настроений на фоне роста неопределенности может временно сдержать восстановление потребления в начале IV квартала. В конце сентября произошло переключение домохозяйств в режим экономии повседневного потребления при частичном отказе от необязательных трат (развлечения, такси и другие).
- Сокращение численности рабочей силы после объявления о частичной мобилизации может осложнить компаниям решение проблем, связанных с ограничениями на стороне предложения, сдерживая общую динамику экономической активности в ближайшие месяцы.

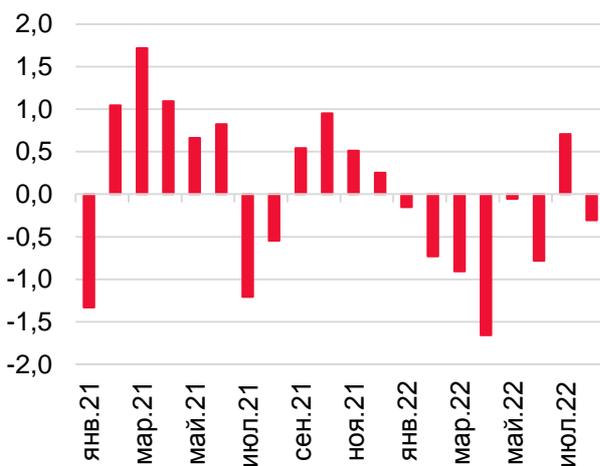
⁵ Производство машин и оборудования, электрооборудования, бумажной продукции и прочее.

Рисунок 12. Темп роста⁶ объема входящих платежей к среднему в предыдущем квартале, взвешенный по доле отраслей в ВДС, сезонность устранена, %



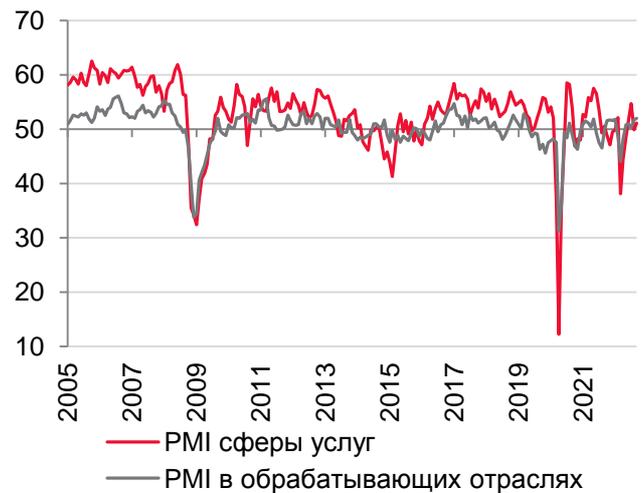
Источники: Банк России, Мониторинг отраслевых финансовых потоков.

Рисунок 13. Динамика выпуска базовых видов экономической деятельности, % м/м SA



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

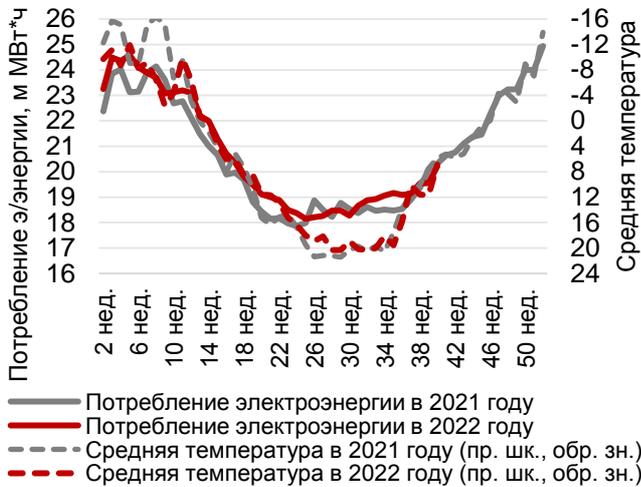
Рисунок 14. PMI в обрабатывающей промышленности и услугах, пункты



Источник: S&P Global.

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

Рисунок 15. Электропотребление и средняя температура в 2022 и 2021 гг., млн МВт*ч (левая шкала), градусов (правая шкала)



Источники: Системный оператор Единой энергетической системы, расчеты ДИП.

Рисунок 16. Динамика индексов добычи полезных ископаемых и обрабатывающего производства (2014 = 100)



Источники: Росстат, расчет ДИП.

Рисунок 17. Выпуск групп отраслей обрабатывающей промышленности, SA, 01.2016 = 100



Источники: Росстат, расчет ДИП.

Рисунок 18. Оборот розничной торговли и сектора услуг, SA, 01.2019 = 100



Источники: Росстат, расчет ДИП.

Рисунок 19. Уровень безработицы, %



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

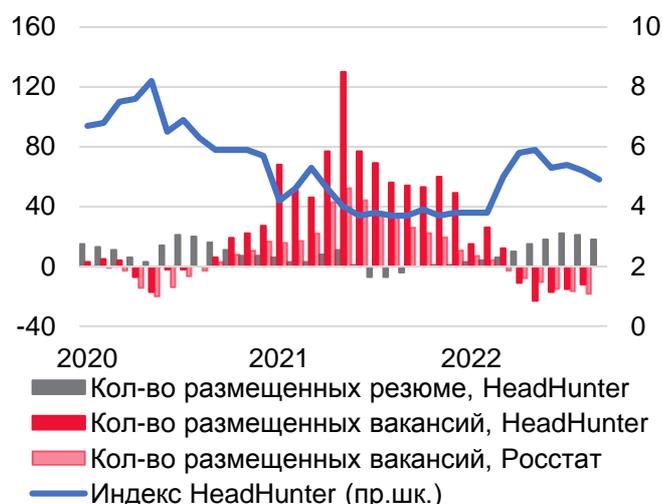
Рисунок 20. Динамика заработной платы, % г/г



Источники: Росстат, СберИндекс.

Рисунок 21. Индекс SuperJob⁷

Источник: SuperJob.

Рисунок 22. Динамика резюме, вакансий (% г/г) и индекса HeadHunter⁸ (пункты)

Источники: Росстат, HeadHunter, расчеты ДИП.

2.2. Ускоренный рост корпоративного кредитования в августе

- В августе оживленный рост розничного кредитования продолжился: 0,9 после 1,0% м/м SA в июле (Рисунок 23). Основной вклад в увеличение розничного портфеля вносит ипотека. В августе объем выданных кредитов вырос на 4,3% г/г (Рисунок 24), а темп прироста задолженности, по нашим оценкам, ускорился до 3,7 с 1,5% м/м SA⁹. Ипотечный сегмент по-прежнему поддерживается действием льготных программ кредитования на первичном рынке. При этом значительно выросла кредитная активность в несубсидируемом сегменте на фоне снижения ставок, в том числе благодаря совместным программам застройщиков и банков (Рисунок 25).
- Рост в сегменте необеспеченных потребительских кредитов продолжился, однако его темпы остаются значительно ниже, чем в 2021 г. (+0,3% м/м SA в августе после +0,3% м/м SA в июле, Рисунок 26). Портфель автокредитов снизился на 0,2% м/м SA в августе, так же, как и в июле, что может объясняться сохраняющимся дефицитом на рынке автомобилей. Сдержанная динамика неипотечного кредитования, которое обычно используется для покупки непродовольственных товаров длительного пользования, указывает на остающиеся ограничения на стороне их предложения.

⁷ Индекс SuperJob отражает рекрутинговую активность работодателей относительно среднего значения за 2017–2019 годы.

⁸ Отражает отношение резюме к вакансиям. Чем он выше, тем ниже уровень конкуренции за сотрудников.

⁹ После поправки размера портфеля на списание кредитов для проведения секьюритизации.

- Повышение доходностей ОФЗ во второй половине сентября и ужесточение макропруденциальных требований на выдачу ипотечных кредитов [с низким первоначальным взносом](#) могут вызвать рост ставок по кредитам и замедлить рост розничного портфеля в IV квартале. Повышение неопределенности и связанные с ним изменения потребительских предпочтений и увеличение нормы сбережений в сентябре могут в ближайшие месяцы замедлить рост спроса на кредиты.
- Прирост рублевых кредитов нефинансовым организациям¹⁰ в августе ускорился до 4,1 с 1,1% м/м SA. Резкое увеличение темпов роста рублевого портфеля в значительной мере обусловлено финансированием ряда крупных инвестиционных проектов, замещением валютных кредитов рублевыми (валютный портфель сократился на 641 млрд руб. при росте рублевого на 1,8 трлн руб.) и оживлением экономической активности в ряде отраслей, в частности в обрабатывающей промышленности, а также в строительстве зданий и сооружений. Рост неопределенности может повлиять и на корпоративное кредитование из-за ужесточения политики банков в отношении новых выдач.
- Прирост портфеля кредитов финансовым организациям также продемонстрировал ускорение: до 4,4 с 3,6% м/м SA в июле. Это может косвенно свидетельствовать о восстановлении других сегментов финансового рынка, например, кредитования связанных с банками лизинговых компаний.
- Рост рублевых депозитов и средств организаций на счетах ускорился до 5,0 с 3,8% м/м SA. Это отчасти связано с девальютизацией. Рост рублевых вкладов физических лиц в августе составил 1,2% м/м SA, оказавшись сопоставимым с предыдущим месяцем (1,3% м/м SA). Девальютизация вкладов населения продолжалась высокими темпами: снижение вкладов в иностранной валюте составило 3,1 после -3,5% м/м SA в июле.
- Ускоренный рост более ликвидной части рублевой денежной массы продолжается: опережающими темпами относительно средних уровней предыдущего года открываются вклады на срок до 181 дня и пополняются текущие счета (Рисунок 27). Вкупе с общим ускорением роста денежных агрегатов до максимальных темпов с момента перехода на таргетирование инфляции это свидетельствует о нарастании проинфляционных рисков. При этом если раньше главную роль в ускорении роста широкой денежной массы M2X играли операции с внешним сектором, то в последние два месяца все большую роль начинает играть бюджетный канал создания денег (Рисунок 28).

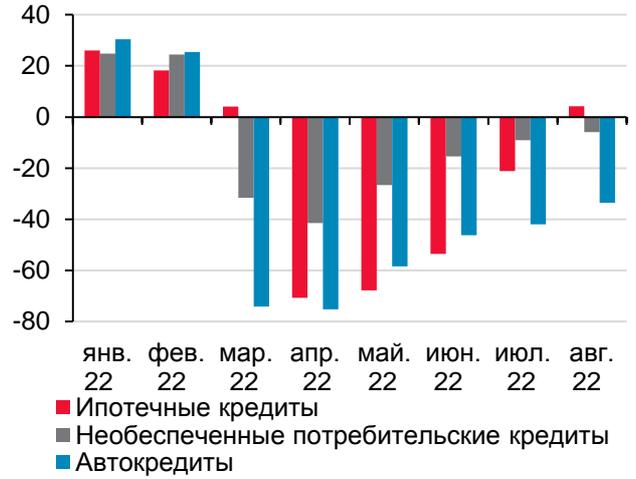
¹⁰ Прирост кредитов ИП ускорился до 1,8 с 1,7% м/м SA.

Рисунок 23. Рост кредитования, % м/м SA



Источники: Банк России, расчеты ДИП.

Рисунок 24. Динамика выдач кредитов, % г/г



Источники: Банк России, расчеты ДИП.

Рисунок 25. Доля льготной ипотеки в общем объеме выданных ипотечных кредитов, %



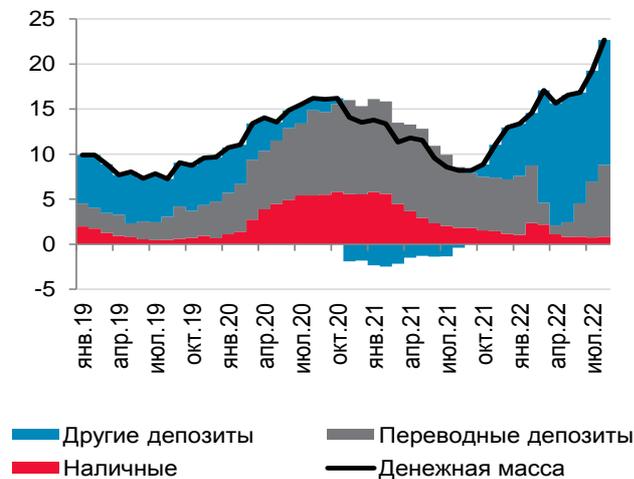
Источники: Банк России, Дом,РФ, расчеты ДИП.

Рисунок 26. Рост необеспеченных потребительских кредитов и автокредитов, % м/м SA



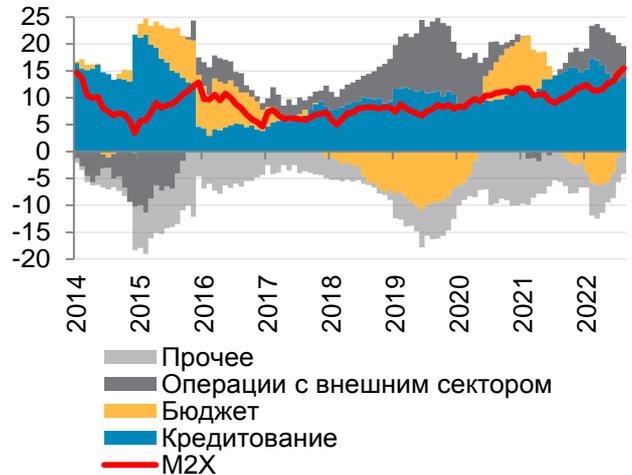
Источники: Банк России, расчеты ДИП.

Рисунок 27. Структура роста М2, п.п.



Источники: Банк России, расчеты ДИП.

Рисунок 28. Структура роста широкой денежной массы по источникам*, %



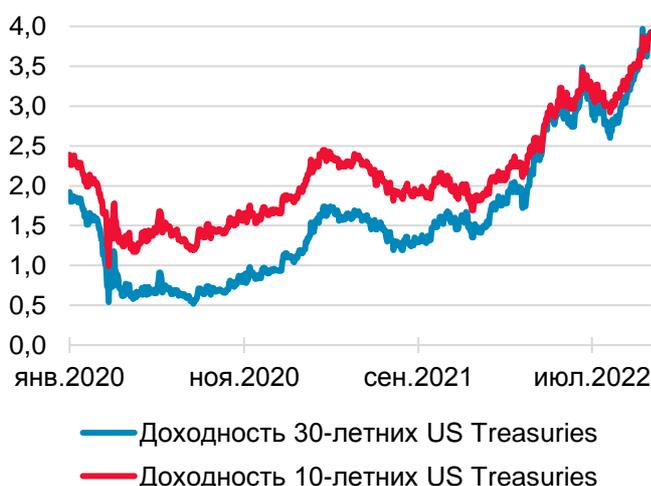
Источники: Банк России, расчеты ДИП.

3. Финансовые рынки

3.1. Рост неопределенности привел к росту доходностей ОФЗ

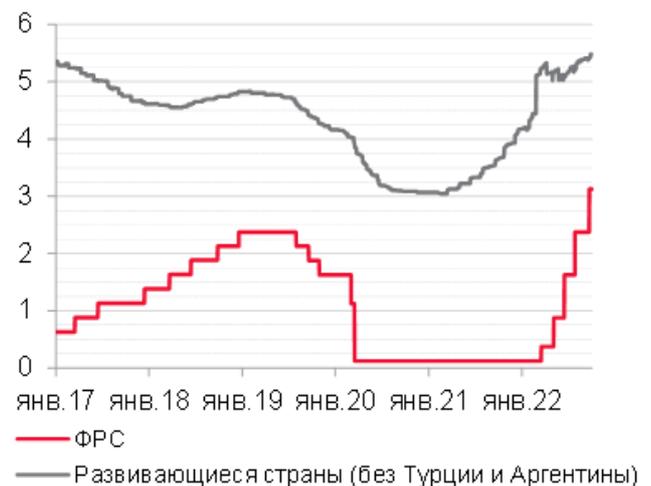
- С начала осени доходности ОФЗ перешли к росту (Рисунок 31). Снижение ключевой ставки Банком России на сентябрьском заседании в целом ожидалось рынком и уже в значительной степени было отражено в доходностях. При этом ожидания дальнейшего смягчения ДКП в преддверии сентябрьского заседания постепенно сходили на нет по мере постепенного проявления признаков разворота в динамике потребительских цен, о которой свидетельствовали оперативные недельные данные.
- Вместе с тем инвесторы отреагировали на сигнал о возможном окончании цикла снижения ставок на фоне сохраняющихся на повышенном уровне инфляционных ожиданий: после пресс-конференции по итогам сентябрьского решения о снижении ключевой ставки на 50 б.п., до 7,5% годовых, доходности ОФЗ перешли к росту, преимущественно в среднесрочном и долгосрочном сегментах.
- На динамике ставок ОФЗ существенно отразились ожидания по бюджетному дефициту. Возросшая неопределенность объемов заимствования с учетом необходимости финансирования бюджетного дефицита и общий рост геополитических рисков стали дополнительными факторами неопределенности, увеличившими премию за риск в структуре доходностей ОФЗ в конце сентября.
- Дополнительное повышательное давление на ставки на российском долговом рынке могла оказывать и ситуация на мировых финансовых рынках: на фоне ускорения инфляции и ужесточения ДКП растут процентные ставки и в развитых странах, и в странах с формирующимися рынками (Рисунок 29, Рисунок 30, Рисунок 32). Влияние этого фактора ослаблено из-за изменения характера связей российской финансовой системы с системами недружественных стран, но в каком-то объеме сохраняется.

Рисунок 29. Динамика доходностей казначейских облигаций США



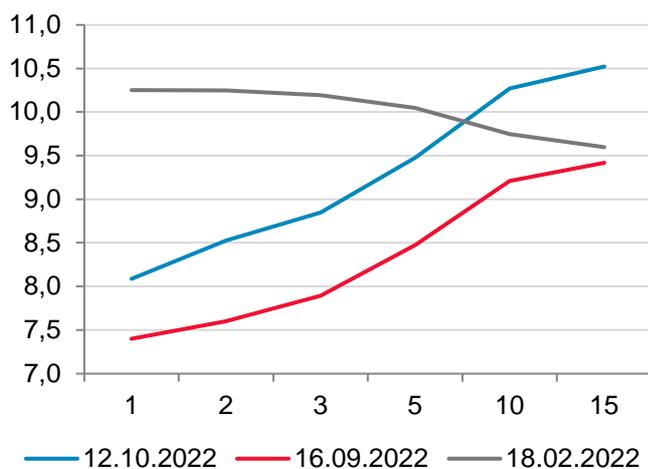
Источник: Cbonds.

Рисунок 30. Динамика ключевых ставок центральных банков, % годовых



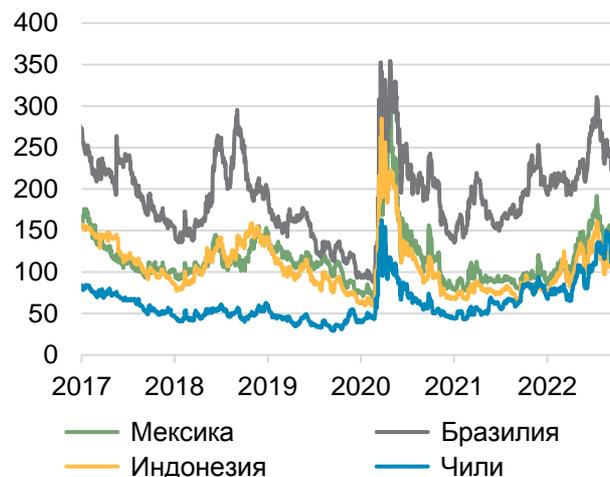
Источники: BIS, расчеты ДИП.

Рисунок 31. Кривая бескупонной доходности ОФЗ, %



Источник: Cbonds.

Рисунок 32. Динамика 5-летних CDS в развивающихся странах, б.п.



Источник: Cbonds.

3.2. ОПЕК+ решила поддержать нефтяные цены

- С начала сентября котировки большинства сырьевых товаров продолжили нисходящий тренд на фоне укрепления доллара США (индекс DXY вырос на 4%), растущих ожиданий замедления мировой экономики и сжатия спроса со стороны Китая из-за масштабных локдаунов. Индекс цен сырьевых товаров Bloomberg потерял 6%: котировки энергетических и сельскохозяйственных товаров, а также промышленных металлов сократились на 11; 2 и 8% соответственно (Рисунок 33).
- Нефтяные цены скорректировались вниз на 1% (Urals – до 80 долл./барр.) (Рисунок 34). Снижение цен в первой половине сентября компенсировалось ростом в последующие недели. Поддержку нефтяным котировкам оказали решение ОПЕК+ о сокращении квот на добычу в ноябре – декабре на 2 млн б/с относительно августовских целевых значений и продление срока действия сделки до конца 2023 года. Страны объяснили решение стремлением избавиться от излишка нефти на рынке из-за замедления роста мировой экономики, а также поддержать нефтяные цены¹¹. При этом фактическое сокращение добычи составит около 1 млн б/с. В последние месяцы добыча ОПЕК+ была ниже квот, поскольку наращивать добычу вслед за увеличивавшимися квотами могли всего несколько стран, прежде всего из Персидского залива¹².
- Решение стран G7 и ЕС утвердить механизм предельной цены на российские нефть (с 5 декабря) и нефтепродукты (с 5 февраля 2023 г.) увеличивает риски снижения предложения черного золота на мировом рынке. Правительство Российской Федерации заявило, что поставок нефти в страны, установившие потолок цен, не

¹¹ Должна была закончиться в конце 2022 года.

¹² В сентябре, по оценкам МЭА, добыча стран ОПЕК+ выросла на 0,1 млн б/с. Сообщается также о сопоставимом восстановлении добычи в России, компенсировавшем августовское сокращение.

будет и может быть сокращена добыча. В ожидании такого решения МЭА и Минэнерго США пересмотрели прогноз добычи нефти в России в сторону большего снижения¹³. Сам потолок цены пока не утвержден. Санкции распространятся и на танкеры третьих стран под угрозой запрета на получение услуг страхования и техобслуживания судов, при этом ряд стран могут получить временное освобождение.

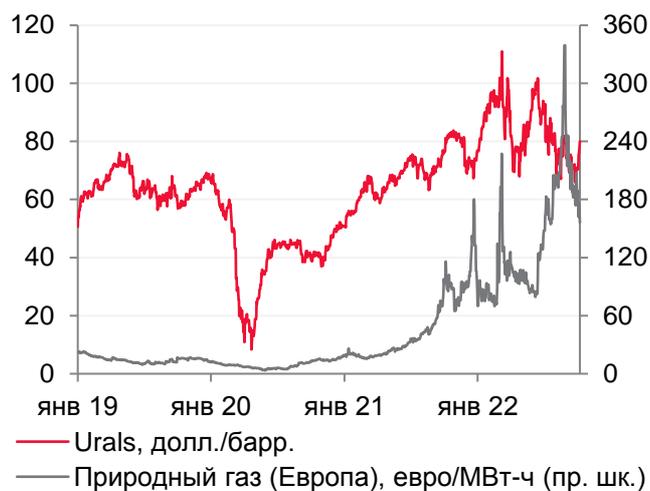
- ЕС активизировал усилия по отказу от закупок российской нефти. При этом Россия впервые с 2016 г. начала экспортировать нефть по железной дороге в Китай. Этот дорогой способ транспортировки прибылен при текущих ценах и позволяет увеличить поставки, ограниченные мощностью трубопровода.
- Котировки природного газа на крупном европейском хабе упали на 54%, до 156 евро/МВт-ч, из-за ослабления опасений дефицита голубого топлива зимой в странах ЕС: мягкие погодные условия позволили ЕС ускоренно заполнить хранилища до целевых значений (Рисунок 34). Кроме того, Еврокомиссия представила план мер, направленных на преодоление энергетического кризиса. Предложено в обязательном порядке сократить электропотребление в странах ЕС на 10% до 31 марта 2023 г., а также временно ввести потолок прибыли энергокомпаний в 180 евро/МВт-ч и взимать налог со сверхприбыли нефтегазовых и угольных компаний. Однако эксперты Rystad Energy сомневаются в способности ЕС привлечь средства в объеме, достаточном для субсидирования домашних хозяйств и компаний, сталкивающихся с финансовыми трудностями из-за растущих счетов за электроэнергию.
- Понижительное давление на котировки газа в Европе также оказал запуск двух новых маршрутов поставок голубого топлива: из Норвегии в Польшу и из Греции в Болгарию (ежегодная мощность 10 и 3 млрд м³ соответственно), что позволит частично компенсировать сокращение поставок из России.

Рисунок 33. Индексы Bloomberg цен товаров и металлов (01.01.2019 = 100)



Источники: Investing.com, CNBC, расчеты ДИП.

Рисунок 34. Цена нефти Urals и природного газа в Европе



Источники: Investing.com, расчеты ДИП.

¹³ До 10,2–10,7 млн б/с к концу 2022 г. и еще на 0,6–1,3 млн вниз в начале 2023 года.

В фокусе. Изменение структуры спроса как проинфляционный фактор

- После значительного снижения в II квартале потребительский спрос в III квартале восстанавливался вслед за доходами населения. Одновременно изменялась структура потребления.
- Самую устойчивую динамику в 2022 г. демонстрирует сегмент услуг. Наиболее сильное отставание от докризисных уровней сохраняется в секторе непродовольственных товаров, причем в тех его группах, где наблюдался массовый уход поставщиков и ретейлеров из недружественных стран и где сформировалась нехватка товаров привычных брендов.
- В таких условиях инфляционное давление в сегменте непродовольственных товаров может повыситься даже при сохранении сдержанных объемов расходов на них. Одновременно с этим проинфляционное влияние будет оказывать и переключение спроса на другие сегменты, прежде всего услуги. Таким образом, изменение структуры спроса даже при стабильном уровне доходов может создавать дополнительное инфляционное давление.

На фоне падения реальных располагаемых доходов в I–II кварталах 2022 г., ухудшения потребительских настроений и нарастания неопределенности после событий конца февраля домохозяйства временно переключались на сберегательную модель поведения, не только ускорив формирование накоплений, но и несколько изменив структуру повседневного потребления в пользу более доступной продукции. [Так, по данным августовских опросов Nielsen](#), для 73% потребителей низкие цены были главным критерием выбора магазина, а статистика торговых сетей и онлайн-ритейлеров фиксировала всплеск популярности скидок и промоакций до уровней выше докризисных (52% в офлайн-ритейлерах и 80% в онлайн). За год удвоился спрос на продукцию собственных торговых марок (СТМ) розничных сетей и усилилась восприимчивость населения к программам лояльности¹⁴. Статистика трафика розничных сетей в II квартале подтверждает, что темпы роста продаж в дискаунт-форматах опережали аналогичные в сегменте супермаркетов за счет как более сильного роста среднего чека, так и миграции трафика из более дорогих форматов¹⁵.

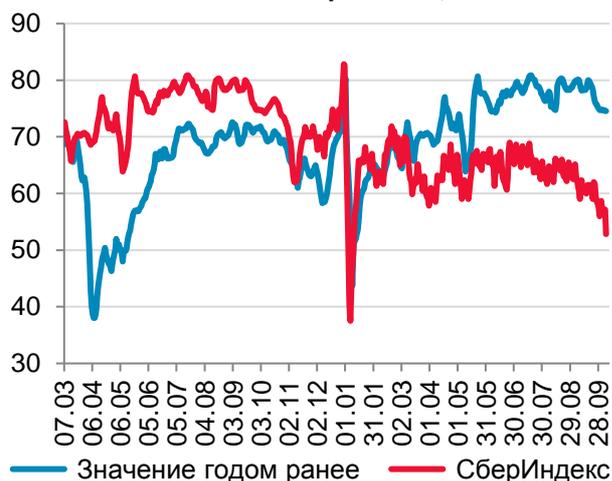
Уровень потребительской активности на основе индексов Сбера и Тинькофф снижался и в III квартале, существенно отставая от значений предыдущего года (Рисунок 35, Рисунок 36). Подобная динамика прежде всего отражает сокращение числа посещаемых торговых точек, сужение ассортимента покупаемых товаров и услуг, а также повышение концентрации трат в отдельных категориях. Подтверждают данные тенденции и

¹⁴ Владельцами карт лояльности продуктовых и непродовольственных ритейлеров уже является подавляющая часть взрослого населения.

¹⁵ По данным отчетности за II квартал крупнейших в стране розничных сетей [X5](#) и [Магнит](#), фронтальное падение числа покупателей в супермаркетах сопровождалось ростом трафика в дискаунтерах.

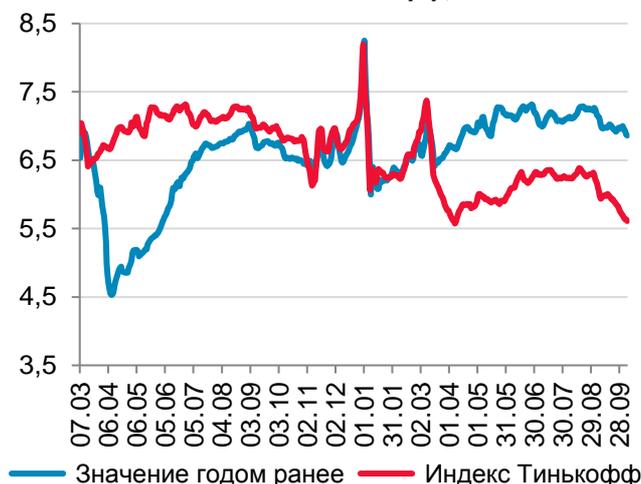
индексы посещаемости торговых центров, которые опустились до минимумов за последние четыре года на фоне закрытия магазинов популярных марок, ранее выступавших основными генераторами трафика.

Рисунок 35. Индекс потребительской активности СберИндекс, п.



Источник: СберИндекс.

Рисунок 36. Индекс потребительской активности Тинькофф, п.



Источник: Тинькофф.

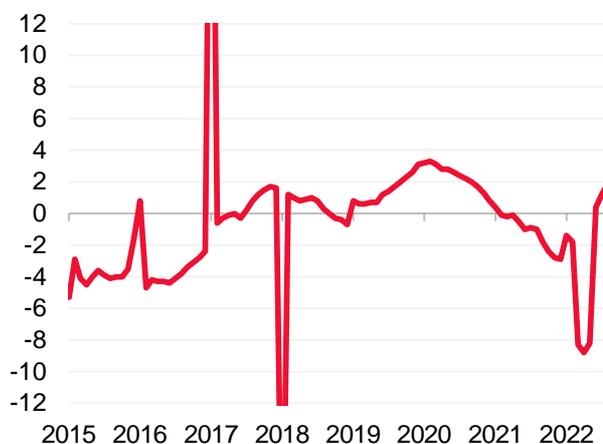
Рисунок 37. Динамика среднемесячной зарплаты и розничного оборота, индекс янв. 19 = 100



* Оценка по динамике зарплаты за август – оценка на основе данных СберИндекса по медианной зарплате.

Источники: Росстат, СберИндекс, расчеты ДИП.

Рисунок 38. Динамика пенсий в реальном выражении, % г/г



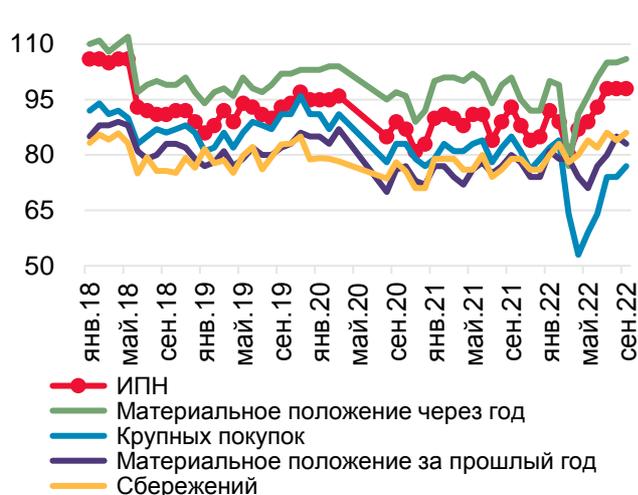
Источники: Росстат, расчеты ДИП.

Однако доходы населения после значительного падения в первом полугодии начали восстанавливаться. Выросли реальные зарплаты (Рисунок 37) на фоне сохранения уровня безработицы на исторических минимумах, были дополнительно проиндексированы пенсии¹⁶ (Рисунок 38). На протяжении большей части III квартала улучшались потребительские настроения (Рисунок 39), возобновился рост розничного кредитования.

¹⁶ Трудовые доходы и социальные трансферты – основные статьи доходов населения.

Объемы потребления тоже начали восстанавливаться, но не так быстро, как доходы. При этом наметились значительные изменения в структуре расходов населения. Наиболее устойчивой оказалась динамика платных услуг: их объем восстанавливался на протяжении последних месяцев и отставание от уровня начала года уже невелико. Вместе с тем потребление непродовольственных товаров упало наиболее сильно и после частичного «отскока» в конце весны – начале лета, опять снизилось (Рисунок 40).

Рисунок 39. Индексы потребительских и финансовых настроений населения, п.п.



Источник: ИНФОМ.

Рисунок 40. Динамика оборота розничной торговли и потребительских услуг, индекс янв. 19=100, SA



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

Насколько устойчиво смещение структуры потребления в пользу сектора услуг и какие последствия оно может иметь для инфляции?

В основе относительно слабой динамики потребления товаров лежат факторы на стороне предложения, влияние которых наиболее выражено в непродовольственном сегменте. В продовольственном сегменте ограничения на стороне предложения не так значимы, поскольку, во-первых, санкции не затронули большинство категорий, во-вторых, доля импорта в обороте продовольственной розницы была существенно ниже, чем в непродовольственной¹⁷. В сфере услуг снизившаяся доступность зарубежного отдыха и уход иностранных игроков с российского ресторанного рынка достаточно успешно были компенсированы усилиями отечественного бизнеса по привлечению и удержанию клиентов внутри страны¹⁸.

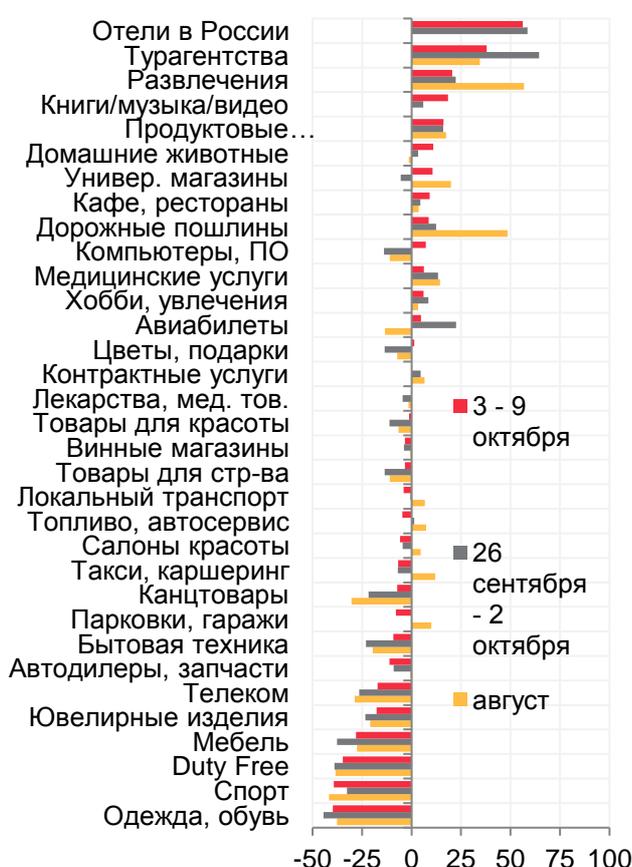
В непродовольственном секторе ситуация иная. По широкому набору позиций уровни потребления до сих пор сохраняют двузначные темпы отставания от уровней

¹⁷ [По оценкам Росстата, 25% против 40% на IV квартал 2021 года.](#)

¹⁸ Оперативное открытие точек покинувших страну операторов общепита (McDonalds, Starbucks) после перехода прав собственности к российским акционерам и интенсивное развитие альтернативных направлений для отдыха внутри страны за счет оптимизации полетной карты авиаперевозчиков и активного вовлечения среднего и малого бизнеса в индустрию туризма (Калининград, Дальний Восток, Алтай) позволили обеспечить двузначные темпы роста расходов в сегментах туризма, общепита, авиабилетов и развлечений (Рисунок 41).

прошлого года. Наиболее характерное падение трат в категориях одежды, спорта, мебели, а также телекоммуникационного оборудования и бытовой техники. Это те ниши, где были широко представлены ретейлеры/поставщики из недружественных стран, которые ушли с российского рынка или временно приостановили деятельность. Значительное сжатие ассортимента предлагаемых товаров и количественные ограничения предложения имеют место в категории легковых автомобилей. Рисунок 41 показывает, что *номинальные* расходы ни на одну из товарных категорий (за исключением книг/музыки/видео, которые скорее можно отнести к сегменту услуг, а не товаров длительного пользования) не превышали прошлогодний уровень.

Рисунок 41. Рост номинальных расходов по категориям в августе – сентябре, % г/г



Источник: СберИндекс.

Частично сдержанный объем расходов на товары в III квартале может быть следствием масштабных закупок впрок, осуществленных в I–II кварталах. Для оценки избыточного потребления населением разных категорий товаров в I–II кварталах мы использовали [данные Росстата](#) по розничной продаже товаров в фактических ценах всех категорий хозяйствующих субъектов. Затем, применяя соответствующие дефляторы цен, мы рассчитали реальный уровень потребления в ценах I квартала 2019 года. Для оценки значения показателя в III квартале был использован номинальный темп роста расходов

в соответствующей категории по данным СберИндекса¹⁹. Оказалось, что избыточные покупки в первом полугодии совершались для малого числа категорий, на которые суммарно приходится лишь пятая часть непродовольственной корзины домохозяйств (Рисунок 42 – Рисунок 45).

По остальным категориям товаров (автомобили, бытовая техника, одежда, мебель, Рисунок 46 – Рисунок 51) ажиотажные закупки I квартала были компенсированы сокращением потребления уже в II квартале. Причем именно в этих категориях наблюдался массовый уход иностранных производителей с российского рынка. Для того чтобы выйти на прошлогодний уровень потребления бытовой техники, электроники, мебели и автомобилей за девять месяцев, в III квартале населению необходимо было бы обеспечить двузначные реальные темпы прироста расходов²⁰. Таким образом, проседание потребления было вызвано скорее недоступностью товаров, а не затовариванием ими или слабостью спроса.

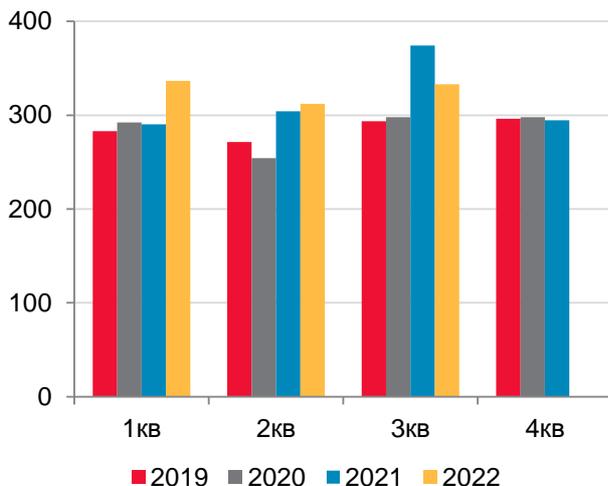
На описанные выше категории товаров, где наблюдалось сильное снижение в расходах, приходится основной объем потребления непродовольственных товаров. Поэтому значимого увеличения потребления непродовольственных товаров в ближайшей перспективе ждать не стоит, если не произойдет расширения предложения по каналам параллельного импорта и/или не ускорится процесс переключения населения на доступные аналоги. Кроме того, расширение предложения может не сразу привести к увеличению потребления: потребителям необходимо время, чтобы привыкнуть к товарам с другими качественными характеристиками. Это видно на примере легковых автомобилей, где, помимо резкого сужения предложения в количественном отношении, также произошел сдвиг в сторону более доступных машин отечественного и китайского производства.

В текущей ситуации ограничений на стороне предложения на товарных рынках устойчивая динамика доходов будет способствовать нарастанию инфляционного давления в непродовольственном сегменте даже при сдержанных объемах расходов на них. При этом имеющиеся место ограничения будут вести к перенаправлению расходов в другие категории (например, сферы услуг) и могут провоцировать дополнительный рост цен и в этих сегментах. Таким образом, наблюдаемые сейчас изменения в структуре спроса могут оказаться проинфляционными даже при неизменном уровне доходов и общего потребления.

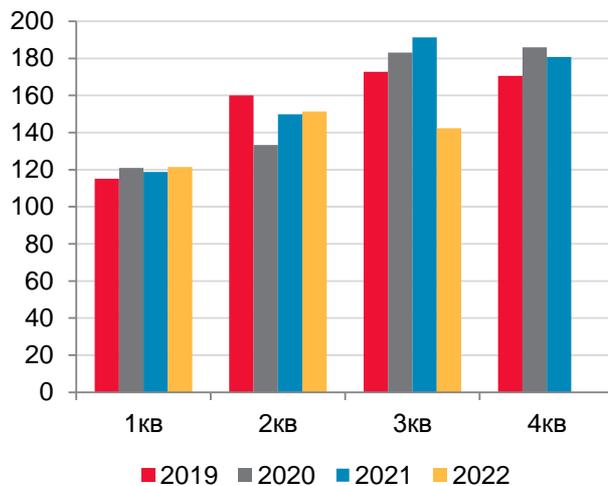
Тем не менее по мере расширения товарного предложения структура потребления может начать нормализовываться, а динамика предложения – опережать динамику спроса. Это может стать дезинфляционным фактором, способствуя возврату инфляции к целевому уровню в 2024 году.

¹⁹ Для определения реальных темпов роста расходов в категории автомобилей использовались значения продаж новых и поддержанных автомобилей в штуках (АЕБ и Автостат).

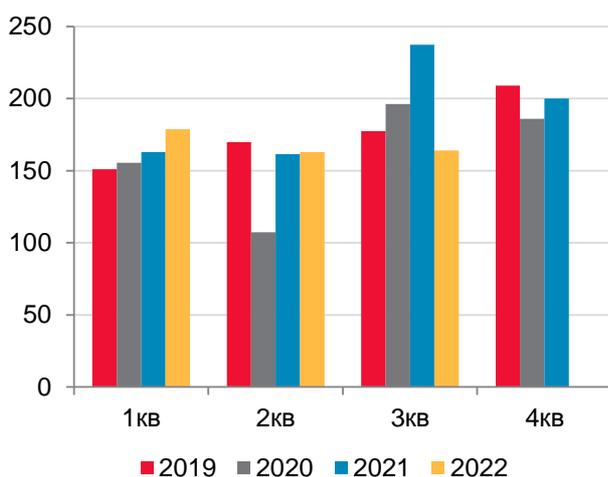
²⁰ На годовую динамику расходов на одежду и обуви (Рисунок 44, Рисунок 46) оказывает влияние высокий эффект базы прошлого года, когда большой объем социальных выплат на детей и пенсионеров на этапе выхода из масштабных антиковидных ограничений был направлен на обновление гардероба.

Рисунок 42. Объем розничных продаж лекарств, млрд руб.

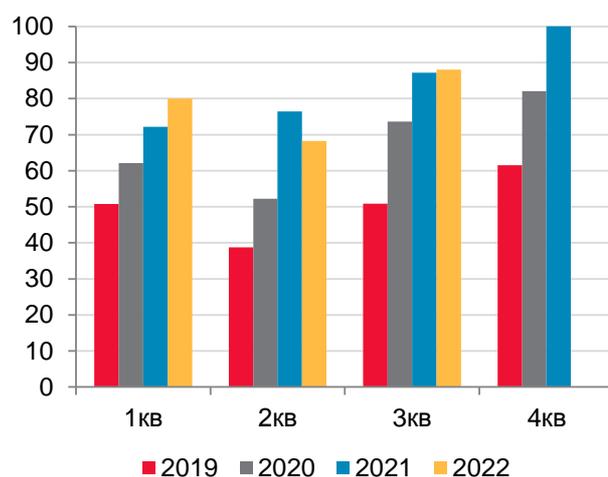
Источники: Росстат, расчеты ДИП.

Рисунок 43. Объем розничных продаж строительных материалов, млрд руб.

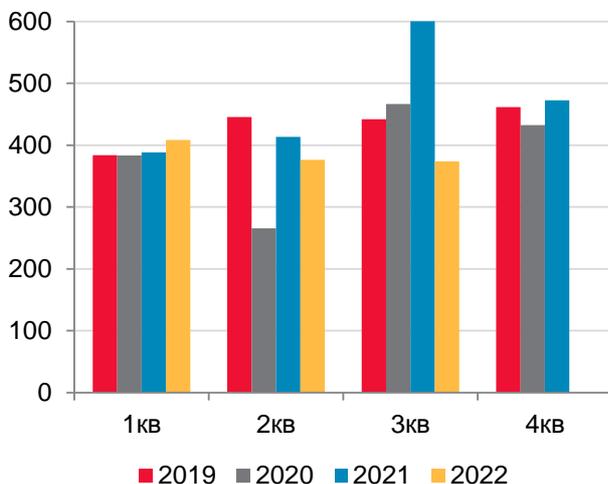
Источники: Росстат, расчеты ДИП.

Рисунок 44. Объем розничных продаж обуви, млрд руб.

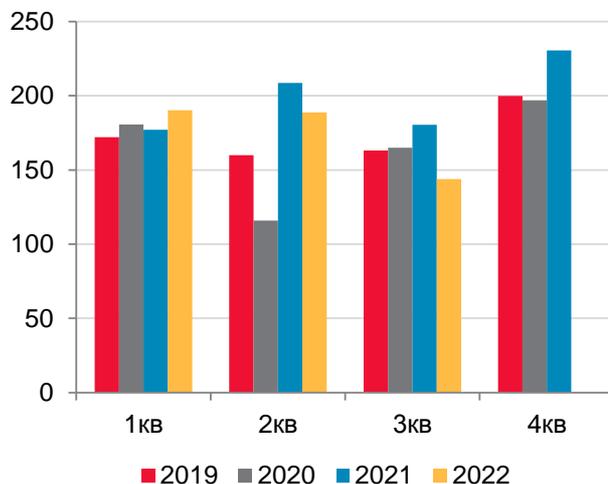
Источник: Росстат, расчеты ДИП.

Рисунок 45. Объем розничных продаж персональных компьютеров, млрд руб.

Источники: Росстат, расчеты ДИП.

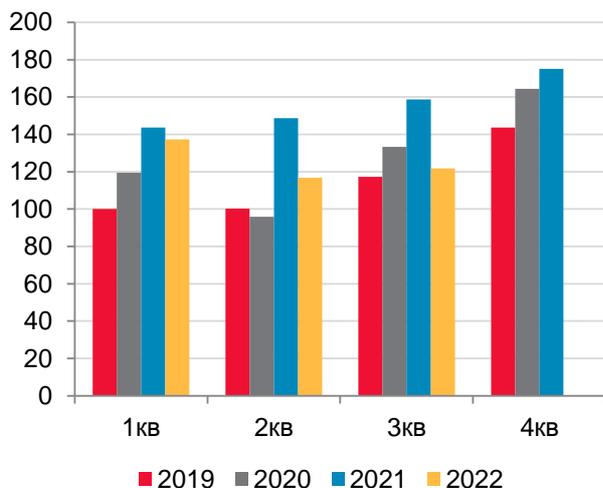
Рисунок 46. Объем розничных продаж одежды, млрд руб.

Источники: Росстат, расчеты ДИП.

Рисунок 47. Объем розничных продаж косметики, млрд руб.

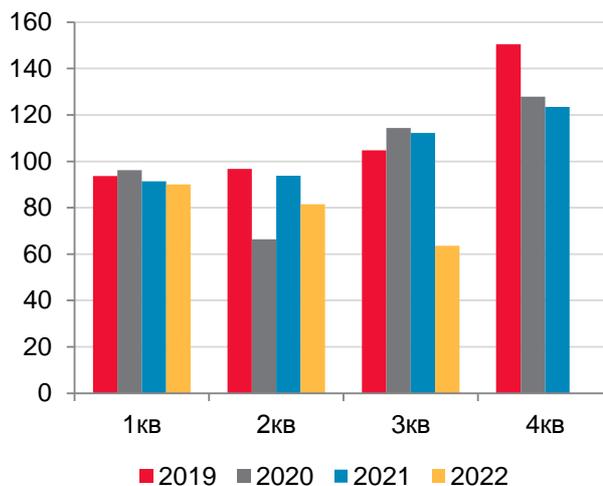
Источники: Росстат, расчеты ДИП.

Рисунок 48. Объем розничных продаж бытовых приборов, млрд руб.



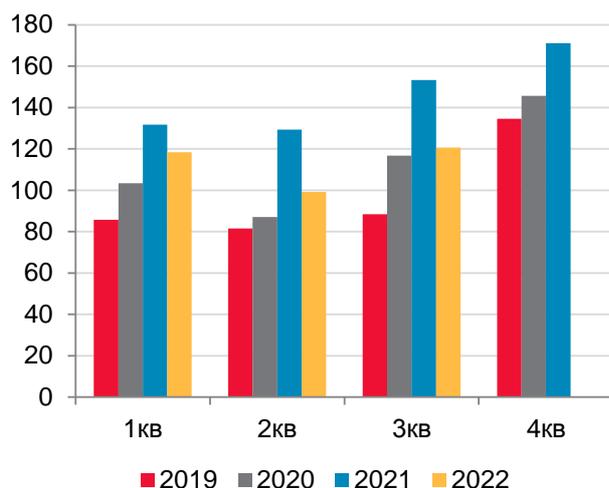
Источники: Росстат, расчеты ДИП.

Рисунок 49. Объем розничных продаж мебели, млрд руб.



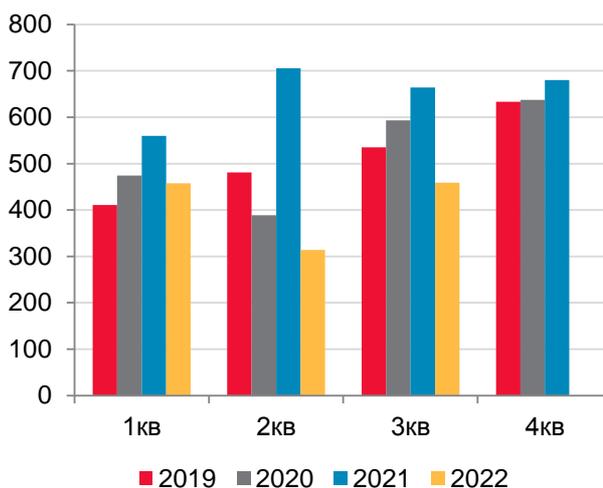
Источники: Росстат, расчеты ДИП.

Рисунок 50. Объем розничных продаж мобильных телефонов, млрд руб.



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

Рисунок 51. Объем розничных продаж легковых автомобилей, млрд руб.



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

Александр Морозов

Директор

Сергей Власов

Татьяна Кузьмина

Левон Мовсисян

Максим Неваленный

Екатерина Петренева

Алексей Поршаков

Белла Рабинович

Арина Сапова

Юлия Ушакова

Мария Федулова

Анастасия Хажгериева

Мария Харламова

Анна Цветкова

Яна Чернышова

Дмитрий Чернядьев