



Банк России



О ЧЕМ ГОВОРЯТ ТРЕНДЫ Макроэкономика и рынки

Бюллетень Департамента исследований и прогнозирования

Март 2023

ОГЛАВЛЕНИЕ

Краткое содержание	3
1. Инфляция	5
1.1. Ускорение роста цен на фоне увеличения проинфляционных рисков	5
2. Экономическая динамика	9
2.1. Усиление внутреннего спроса при стагнации внешнего	10
2.2. Замедление роста кредитования и вкладов в начале года	14
3. Финансовые рынки	17
3.1. Российский рынок: ОФЗ без резких движений	17
3.2. Баланс спроса и предложения на мировом рынке нефти	18
В фокусе. Смягчение коронавирусных ограничений в Китае усиливает глобальные проинфляционные риски	22

Бюллетень подготовлен Департаментом исследований и прогнозирования по данным на 03.03.2023.
Выводы и рекомендации, содержащиеся в бюллетене, могут не совпадать с официальной позицией Банка России.
Замечания и предложения по содержанию просим отправлять по адресу dip1@cbr.ru.

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

© Центральный банк Российской Федерации, 2023

Краткое содержание

Итоги

- Судя по оперативным показателям, в начале 2023 г. в большинстве секторов российской экономики (в том числе потребительском) экономическая активность увеличилась. Инфляционное давление несколько возросло, оставаясь в целом сдержанным. Однако разовые проинфляционные факторы привели к увеличению роста потребительских цен и поддержали инфляционные ожидания населения и бизнеса на повышенном уровне. Также сохранились проинфляционные риски со стороны бюджета, рынка труда и внешних условий.
 - Позитивная динамика экономической активности в январе – феврале наблюдалась в большинстве групп отраслей, за исключением отраслей со значительной долей экспортного спроса. При этом, судя по динамике входящих платежей, отрасли, ориентированные на государственный спрос, росли опережающими темпами. Несколько оживился потребительский спрос, подпитываемый увеличением реальных трудовых доходов, высокой конкуренцией на рынке труда. Рост доступности товаров в результате увеличения поставок по параллельному импорту и от новых поставщиков пока позволял удовлетворять это расширение спроса без существенного влияния на цены.
 - В январе потребительские цены с учетом сезонности росли быстрее 4% в пересчете на год. Прежде всего это обусловлено разовыми проинфляционными факторами, однако постепенно усиливаются и проинфляционные факторы устойчивого характера. В случае их дальнейшего усиления может потребоваться проведение более жесткой денежно-кредитной политики для возврата инфляции к цели в 2024 году.
 - Доходности ОФЗ в феврале несколько увеличились. На уровень долгосрочных доходностей по-прежнему влияют возросшие заимствования и опасения сохранения повышенного дефицита бюджета в среднесрочной перспективе.

В фокусе. Смягчение коронавирусных ограничений в Китае усиливает глобальные проинфляционные риски

- В начале года глобальная экономическая активность стабилизировалась. Опасения глобальной рецессии снизились. Ослабление антиковидных ограничений в Китае также поддерживает мировой рост. По мере замедления месячных темпов роста цен годовая инфляция в большинстве крупных стран перешла к снижению.
- Смягчение ограничений в Китае окажет поддержку мировому росту за счет улучшения ситуации с цепочками поставок. В то же время реализация отложенного потребления китайскими домохозяйствами и восстановление спроса со стороны предприятий, как внутри страны, так и за рубежом, способны усилить глобальные проинфляционные риски.

- Смягчение антиковидных ограничений китайскими властями будет способствовать более быстрой переориентации российской внешней торговли в пользу дружественных стран. При этом ограниченная пропускная способность транспортных коридоров в восточной части России пока остается ограничивающим фактором для переориентации импортных потоков.

1. Инфляция

В январе, а также, по оперативным данным, в феврале рост потребительских цен с поправкой на сезонность превысил 4% в пересчете на год. Такой рост во многом связан с гораздо более значительным, чем обычно, сезонным удорожанием плодоовощной продукции. Однако резкое удорожание товаров с высоковолатильными ценами нередко впоследствии сопровождается увеличением темпов роста цен на другие товары и услуги.

Поддерживаемый возросшими бюджетными расходами и продолжающимся активным расширением кредита, спрос в экономике увеличивается. В то же время в целом предложение товаров и услуг могут сдерживать сохраняющиеся логистические и внешнеэкономические ограничения. В такой ситуации в сегментах рынка с ограниченной эластичностью предложения возможно некоторое повышение темпов роста цен.

Валютный курс из дезинфляционного фактора во второй половине 2022 г. в этом году может стать проинфляционным фактором. Однако текущий уровень курса не предполагает значительного эффекта переноса в цены, поскольку в целом он соответствует курсовым ожиданиям компаний, а также в связи с тем, что внешнеэкономические издержки постепенно снижаются по ряду направлений по мере выстраивания новых логистических цепочек поставок импортных товаров.

Еще одним проинфляционным фактором является бюджетная политика, которая предполагает более значительный вклад государственного спроса в совокупный спрос, чем предусматривалось осенью 2022 г. при формировании бюджетных параметров на 2023–2025 годы.

В такой ситуации при одновременной реализации совокупности проинфляционных факторов нельзя исключать устойчивого повышения инфляции, требующего активной реакции денежно-кредитной политики.

1.1. Ускорение роста цен на фоне увеличения проинфляционных рисков

- В январе сезонно сглаженный рост потребительских цен превысил 4% в годовом выражении. Во многом это было вызвано динамикой отдельных волатильных компонентов, однако некоторое усиление инфляционного давления наблюдалось по более широкому кругу товаров (в основном непродовольственных).
- Ускорение роста цен произошло преимущественно из-за действия факторов предложения. Существенное повышение цен на продовольствие было обусловлено динамикой стоимости плодоовощной продукции и некоторых других наиболее волатильных категорий. В непродовольственном сегменте проявилось влияние декабрьского ослабления рубля.
- Проинфляционные риски повышаются за счет факторов на стороне спроса. Усиливается потребительская активность на фоне опережающего рост производитель-

ности повышения зарплат и улучшения настроений, активно растет государственный спрос, вызывающий ускоренное увеличение денежной массы. При этом предложение потребительских товаров (за исключением некоторых сегментов) не так быстро подстраивается под динамику спроса на фоне действующих внешних ограничений.

В январе сезонно сглаженный рост потребительских цен ускорился до максимального уровня с апреля прошлого года – 4,8% м/м SAAR (Таблица 1, Рисунок 1, Рисунок 2). При этом снижение годовой инфляции продолжилось: до 11,8 с 11,9% в декабре из-за высоких темпов роста цен год назад. Недельные оценки указывают на то, что в феврале сезонно сглаженный рост цен оставался близким к 4% в годовом выражении (Рисунок 3), но в полной мере о февральской картине инфляции можно будет судить только после получения исчерпывающей месячной статистики за февраль (в январе итоговый месячный прирост цен оказался на 0,06 п.п. выше, чем следовало из недельных оценок).

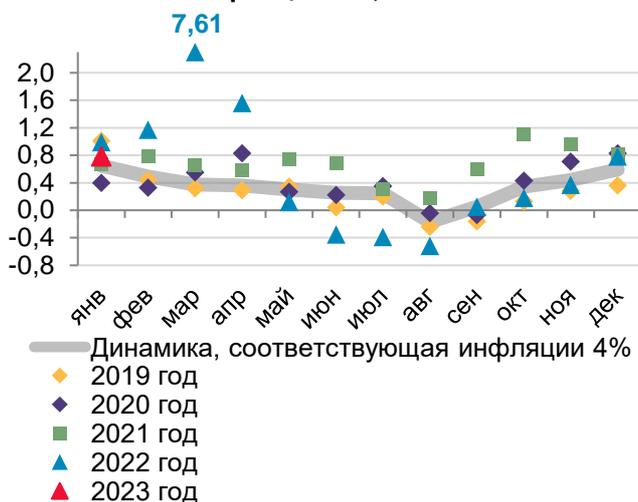
Несмотря на признаки усиления инфляционного давления в отдельных сегментах потребительской корзины, основные показатели устойчивой ценовой динамики указывают на сохранение инфляционного давления в январе ниже 4% в годовом выражении. Среднее из оценок модифицированных показателей базовой инфляции понизилось после резкого повышения в декабре (Рисунок 5). Медиана распределения, рассчитанная по наиболее дезагрегированным компонентам потребительской корзины, осталась немного ниже уровня 4% в годовом выражении, находясь на восходящей траектории.

Таблица 1. Инфляция и ее компоненты

	Янв. 2021	Янв. 2022	Ноя. 2022	Дек. 2022	Янв. 2023
% г/г					
Все товары и услуги	5,2	8,7	12,0	11,9	11,8
Базовая инфляция	4,6	9,2	15,1	14,3	13,7
Прод. товары	7,0	11,1	11,1	10,3	10,2
Непрод. товары	5,1	8,7	13,4	12,7	12,2
Услуги	2,8	5,4	11,2	13,2	13,5
% м/м SAAR					
Все товары и услуги	3,8	7,1	3,2	3,6	4,8
Базовая инфляция	4,6	8,5	1,5	0,6	1,6
Прод. товары	3,3	7,9	-0,4	-0,7	6,5
– без плодоовощей	6,1	8,9	-3,3	-1,6	0,4
Непрод. товары	6,8	8,5	0,2	0,9	2,7
– без нефтепродуктов и табака	5,7	8,1	-0,4	0,5	2,7
Услуги	0,8	3,9	13,1	13,8	5,4
– без ЖКУ	2,2	8,2	18,1	-0,7	5,3

Источники: Росстат, расчеты ДИП.

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

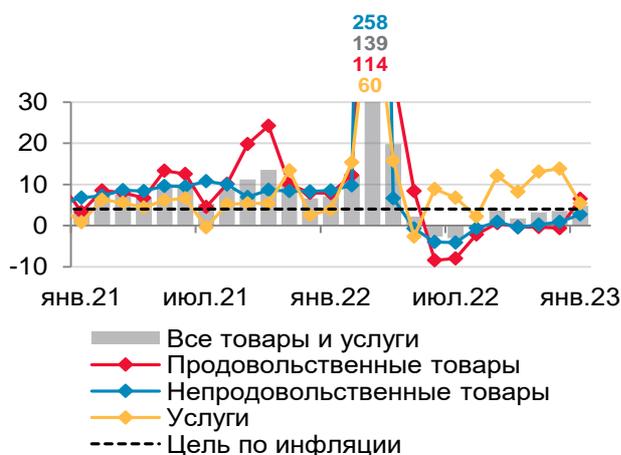


Источники: Росстат, расчеты ДИП.

В продовольствии рост цен ускорился до 6,5% м/м SAAR после длительного периода их снижения (Рисунок 2). Основной причиной разворота стало удорожание плодоовощной продукции, скорость которого превысила обычный сезонный темп. Это прежде всего связано с повышением издержек производителей тепличных овощей на фоне индексации тарифов на электроэнергию и другие виды коммунальных услуг в конце прошлого года. В первой половине февраля данная тенденция сохранилась, однако к концу

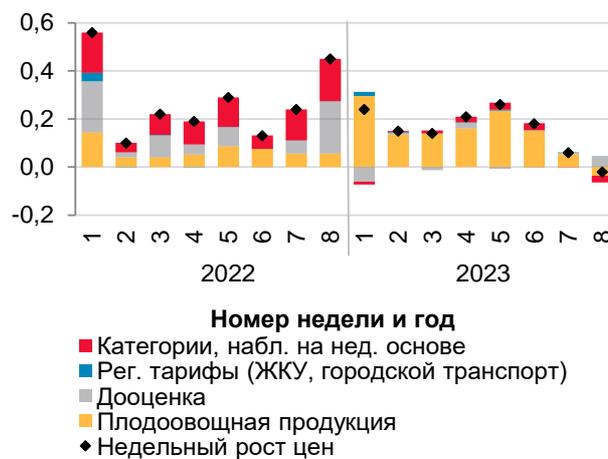
месяца цены на плодоовощную продукцию стали снижаться раньше нормальной сезонности. Без учета овощей и фруктов цены на продовольствие в январе немного выросли (0,4% в январе после -1,6% м/м SAAR в декабре). В основном это обусловлено динамикой наиболее волатильных категорий (яйца, сахар, алкогольные напитки). При этом крупные категории продовольствия (мясопродукты, макароны, крупы и другие продукты переработки зерновых) продолжили дешеветь вследствие существенного расширения предложения в 2022 г. и начале 2023 г., а также на фоне снижения мировых продовольственных цен.

Рисунок 2. Сезонно сглаженный рост цен, % м/м SAAR



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

Рисунок 3. Декомпозиция недельного роста цен, п.п.



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

В непродовольственном сегменте в январе произошел разворот ценовой динамики от снижения к росту в отдельных категориях товаров длительного пользования с высокой зависимостью от динамики валютного курса (компьютеры, средства связи, телерадиотовары). О постепенном переносе ослабления рубля в цены свидетельствует повышение медианы распределения темпов роста цен товаров с высокой зависимостью от динамики валютного курса (2,5% в январе после -0,4% м/м SAAR в декабре, Рисунок 4). Оперативные данные в феврале указывают на возможное возобновление снижения цен на товары длительного пользования. Однако постепенное ослабление рубля на протяжении всего месяца вкупе с ожидаемым повышением потребительской активности способно развернуть динамику цен к росту в ближайшие месяцы.

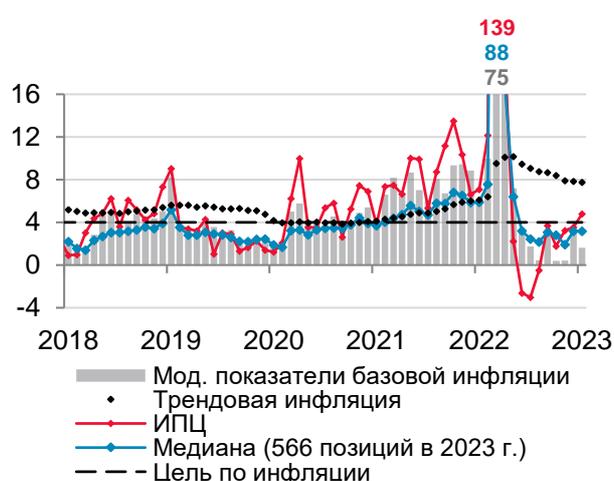
В услугах темп роста цен замедлился до 5,4 с 13,8% м/м SAAR в декабре. Основной вклад в столь значительные изменения в этом сегменте внесли регулируемые и волатильные компоненты: стабилизация темпов роста стоимости коммунальных услуг после их внеочередного повышения в декабре и удорожание туристических услуг. Вместе с тем темпы роста стоимости нерегулируемых услуг остались повышенными: бытовые услуги подорожали на 5,3% (декабрь – 5,9%), медицинские – на 8,9% м/м SAAR (декабрь – 6,9%). Это можно рассматривать как свидетельство нарастания инфляционного давления со стороны спроса.

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



Источники: Банк России, Росстат, расчеты ДИП.

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



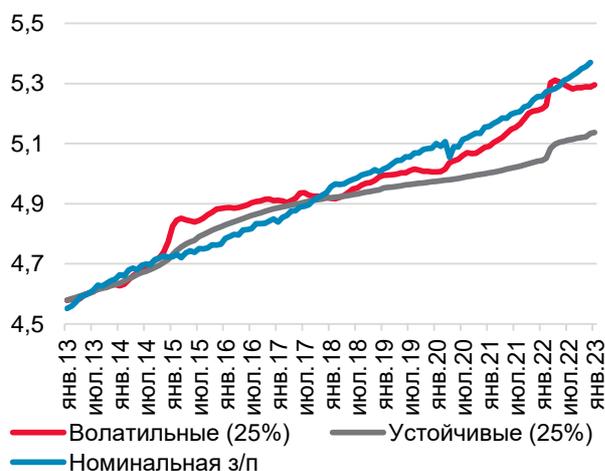
*Показатели рассчитаны методом исключения наиболее волатильных компонентов и методом усечения.

Источники: Росстат, расчеты ДИП.

Также причиной повышенных темпов роста цен на услуги во втором полугодии 2022 – начале 2023 г. могло стать выравнивание более жестких цен (в числе которых большое количество услуг) относительно более гибких, то есть способных быстро меняться. За последние 10 лет наблюдалось несколько эпизодов, когда за резким ростом цен более волатильных компонентов наблюдался догоняющий рост цен более устойчивых компонентов (Рисунок 6). Это отражает в том числе возникновение вторичных эффектов на инфляцию из-за роста инфляционных ожиданий. В начале 2022 г. цены наиболее волатильных компонентов взлетели вверх, после чего немного снизились, а ближе к концу года вновь начали медленно расти. Разовый скачок цен устойчивых компонентов был менее выраженным, однако на протяжении последних месяцев темпы их роста были выше, чем у наиболее волатильных. В результате относительные цены этих двух подгрупп вернулись на уровень середины 2021 г. (Рисунок 7).

В целом баланс рисков сместился в пользу проинфляционных во многом за счет факторов на стороне спроса, а также внешних условий. Появляется все больше признаков усиления потребительской активности на фоне улучшения потребительских настроений населения и ускорения роста зарплат. В случае если рост производительности труда будет отставать от роста реальных заработных плат, выпуск будет отставать от темпов расширения спроса, что усилит повышательное давление на цены. Кроме того, на высоком уровне сохраняются расходы государственного бюджета, поддерживающие совокупный спрос. Также возможен дальнейший перенос в цены зимнего ослабления рубля. Решения по ДКП, принимаемые Банком России, будут способствовать возвращению годовой инфляции в 2024 г. к цели 4% и ее поддержанию вблизи данного уровня в дальнейшем.

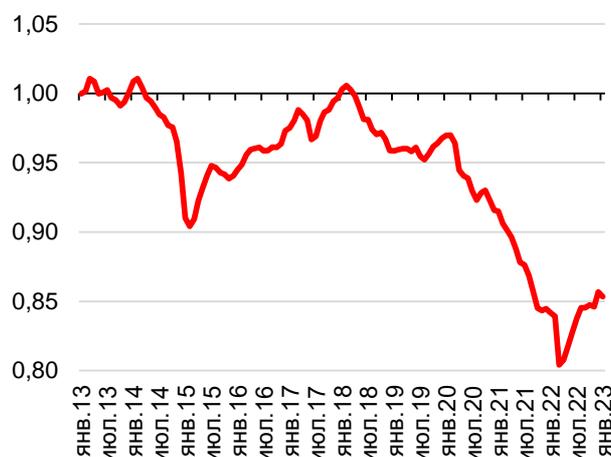
Рисунок 6. Логарифм индекса цен волатильных и устойчивых компонентов потребительской корзины, средний уровень 2013 г. = 100%



Примечание. Использовано более 500 позиций, входящих в расчет ИПЦ. Волатильность рассчитана на основе стандартного отклонения за 2016–2021 годы.

Источники: Росстат, расчеты ДИП.

Рисунок 7. Динамика цен наиболее устойчивых компонентов потребительской корзины относительно наиболее волатильных, средний уровень 2013 г. = 100%



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

2. Экономическая динамика

Судя по оперативным показателям, в целом позитивная динамика в российской экономике ускорилась в начале года за счет усиления внутреннего спроса. При этом в экспортных отраслях, особенно в добыче, преобладали негативные тенденции.

Активное финансирование бюджетных расходов в конце 2022 – начале 2023 г., сопровождаемое увеличением месячных дефицитов, создало существенный дополнительный спрос в экономике. Прежде всего это отразилось на отраслях, связанных с госзакупками, и – по производственным цепочкам – на смежных отраслях. Также возросшая конкуренция за производственных работников поддержала рост трудовых доходов в экономике в целом.

Продолжение адаптации российской экономики к старым и новым вызовам улучшает ожидания бизнеса, снижая уровень неопределенности. Исходя из опросных данных Института экономической политики, это стало положительно сказываться и на инвестиционных планах.

Кредитование корпоративного сектора и населения в январе – феврале в целом развивалось в русле средних тенденций последних лет. Вместе с тем отмечается опережающий рост долгосрочного кредитования, отражая в том числе реализацию государственных программ льготного кредитования.

Положительная экономическая динамика и улучшение ситуации на рынке труда способствуют росту потребления домохозяйств, в том числе за счет постепенного снижения нормы накопления. Февральские опережающие показатели потребительской активности и уверенности выросли.

При отсутствии новых значимых вызовов для крупнейших отраслей и населения динамика российского ВВП в 2023 г. может оказаться лучше, чем предполагается в базовом сценарии Банка России. При этом качество роста (понимаемое как увеличение долгосрочного потенциала экономики, набор качественных характеристик производимых и доступных на рынке товаров и услуг) на данном этапе структурной трансформации, вероятно, изменится незначительно. Во многом это обусловливается необходимостью осуществления замещающих инвестиций и поставок, направленных на поддержку достигнутого технологического и качественного уровня. Улучшение качества роста возможно на следующем этапе, если замещенные технологии смогут стать базой для дальнейшего технологического развития на национальной основе.¹

2.1. Усиление внутреннего спроса при стагнации внешнего

- Оценка Росстатом динамики ВВП в 2022 г. оказалась лучше ожиданий. Она подтвердила, что экономика активно адаптировалась к новым внешним вызовам и ограничениям. Прямой расчет ВВП в IV квартале исходя из значения за год и накопленных за I–III кварталы темпов роста, опубликованных Росстатом ранее, указывает на прирост экономики на 3,7% к/к SA (+0,9% к/к SA в III квартале). Оперативные индикаторы указывали на возможный рост экономики в IV квартале, но не в таком масштабе. В связи с этим вероятен значительный пересмотр внутригодовой квартальной динамики, видимо, в сторону меньшего спада в первом полугодии. Обновленную квартальную разбивку ВВП за 2022 г. Росстат опубликует в начале апреля.
- Оперативные высокочастотные индикаторы свидетельствуют о продолжении роста экономики в начале 2023 года. Его основным драйвером выступит расширение внутреннего спроса на фоне увеличения стимулирующей роли бюджета и сохранения в целом нейтральных денежно-кредитных условий, в то время как внешние условия продолжают оставаться неблагоприятными. Объемы входящих финансовых платежей в первые два месяца 2023 г. держатся выше среднего уровня IV квартала за счет потребительских и инвестиционных групп отраслей, тогда как объем входящих потоков в экспортных группах отстает от уровня конца прошлого года.
- Усиление ограничений на поставки основных российских экспортных товаров со стороны недружественных стран привело к некоторому снижению добычи полезных ископаемых (Рисунок 12). Добровольное сокращение добычи нефти с марта на 0,5 млн б/с вызовет дополнительное снижение выпуска и в смежных обрабатывающих

¹ См. также раздел 2 [Бюллетеня ДИП «О чем говорят тренды» за декабрь 2022 года](#).

отраслях, торговле и транспорте, что в полной мере отразится на уровне ВВП в II квартале 2023 г. и далее.

- Как минимум, частично нивелировать негативное влияние на совокупный спрос со стороны внешнего сектора может вклад в совокупный спрос со стороны бюджетной политики. В обрабатывающей промышленности она способствует росту выпуска товаров инвестиционного назначения, в то время как динамика на уровне укрупненных компонентов сохраняется разнонаправленной (Рисунок 11). Так, вслед за расширением государственного спроса, которое наблюдалось в конце 2022 г., в I квартале 2023 г. начали появляться признаки расширения частного, в первую очередь потребительского, спроса (Рисунок 17) и выпуска в потребительских отраслях.
- Расширению потребительской активности способствует как снижение тревожных настроений (Рисунок 13), так и продолжающееся увеличение трудовых доходов (Рисунок 14) на фоне растущей конкуренции за работников (Рисунок 15, Рисунок 16). [Улучшение баланса оценок текущего финансового положения](#) может привести к постепенному снижению нормы сбережений с повышенного уровня, стимулируя рост потребления (Рисунок 18).

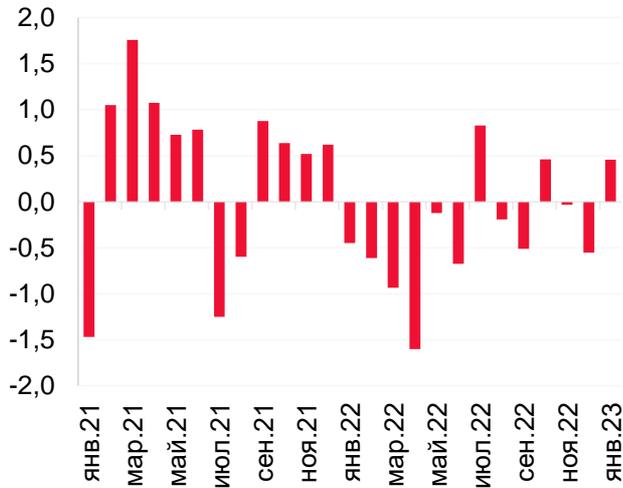
Рисунок 8. Темп роста² объема входящих платежей к среднему в предыдущем квартале, взвешенный по доле отраслей в ВДС, сезонность устранена, %



Источники: Банк России, Мониторинг отраслевых финансовых потоков.

² Под темпом роста понимается процентное изменение искомой величины: $g = \frac{(x_1 - x_0)}{x_0} * 100$.

Рисунок 9. Динамика выпуска базовых видов экономической деятельности, % м/м SA



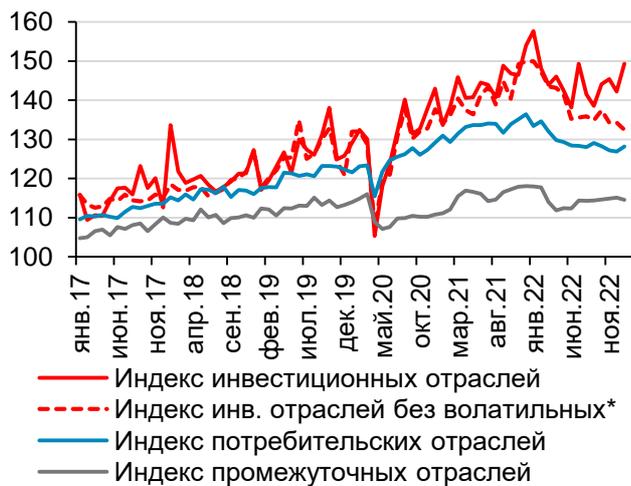
Источники: Росстат, расчеты ДИП.

Рисунок 10. PMI в обрабатывающей промышленности и услугах, пунктов



Источник: S&P Global.

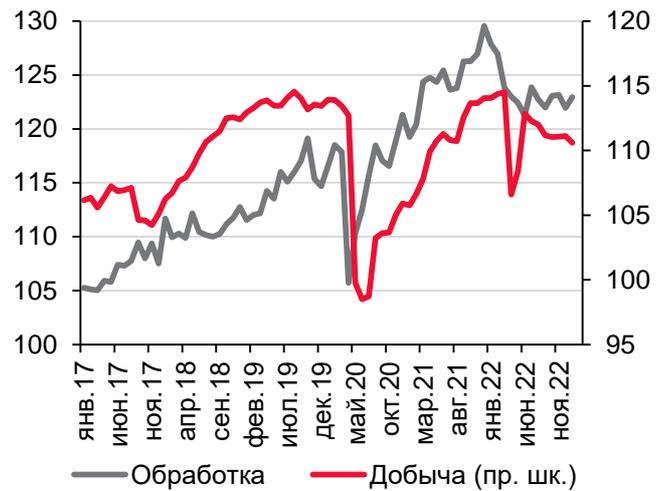
Рисунок 11. Выпуск групп отраслей обрабатывающей промышленности, SA, 01.2016=100%



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

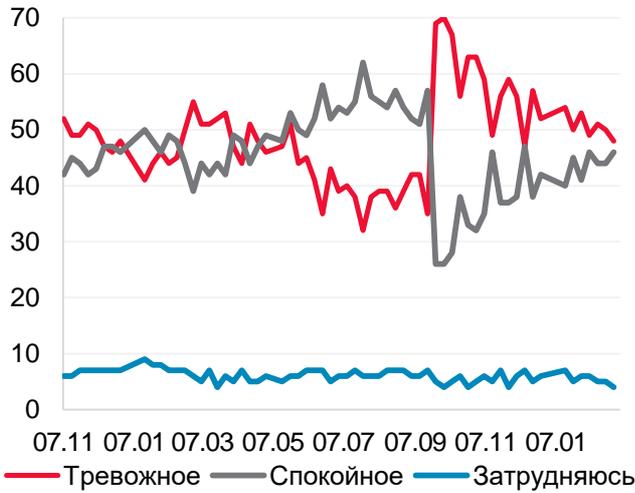
Источники: Росстат, расчет ДИП.

Рисунок 12. Динамика индексов добычи полезных ископаемых и обрабатывающего производства (2014 = 100)



Источники: Росстат, расчет ДИП.

Рисунок 13. Какое настроение, по вашему мнению, преобладает сегодня среди ваших родных, друзей, коллег?



Источники: ФОМ.

Рисунок 14. Динамика заработной платы, % г/г



Источники: Росстат, СберИндекс.

Рисунок 15. Динамика резюме, вакансий (% г/г) и индекса HeadHunter* (пунктов)



Источник: Росстат, HeadHunter, расчеты ДИП.

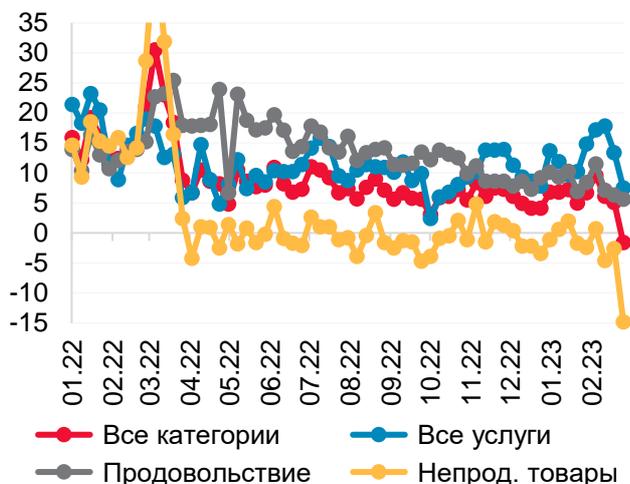
* Отражает отношение резюме к вакансиям. Чем он выше, тем ниже уровень конкуренции за сотрудников.

Рисунок 16. Уровень безработицы, %



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

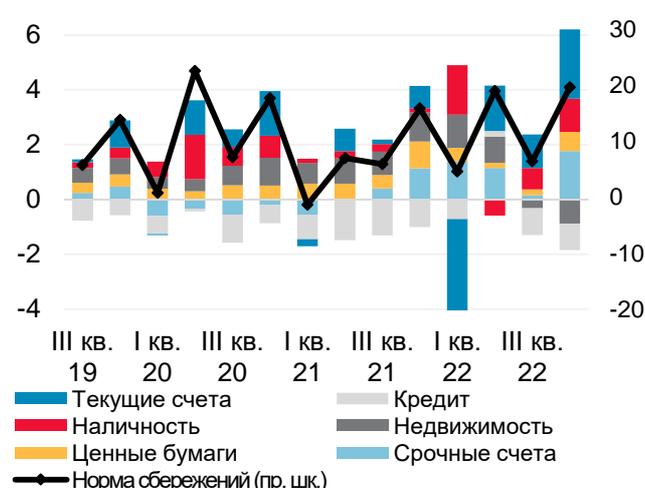
Рисунок 17. Рост номинальных расходов на товары и услуги, % г/г



Источники: СберИндекс.

* Данные за неделю с 31.10 по 06.11.2022. Сравнение с недель до локдауна с 22 по 28.10.2021. На динамику последней недели повлиял календарный эффект (четыре выходных в 2023 г. против трех в 2022 г.).

Рисунок 18. Уровень (трлн руб.) и норма сбережений (пр. шк., %) домохозяйств



Источники: Банк России, Росстат, расчеты ДИП.

2.2. Замедление роста кредитования и вкладов в начале года

- Замедление роста вкладов населения на фоне ускорения роста потребительских расходов может указывать на постепенный отход населения от сберегательной модели поведения.
- Повышенные расходы государственного бюджета в начале года способствовали сохранению высоких темпов роста рублевых депозитов организаций. Авансирование госзакупок 2023 г. снизило потребность предприятий в привлечении кредитных ресурсов для финансирования оборотных средств. Поэтому некоторое замедление роста корпоративного и розничного кредитования в сочетании с расширением вклада бюджета в рост денежной массы поддержало годовые темпы роста денежной массы (как в национальном определении, так и широкой денежной массы) на многолетних максимумах.

В январе рост розничного кредитования замедлился до 0,8 с 1,1% м/м SA в декабре (Рисунок 19) на фоне пониженного относительно прошлого года объема выдач во всех основных сегментах (Рисунок 20). Спрос на ипотечные кредиты в январе снизился после рекордного взлета в декабре, который был вызван желанием успеть взять кредит по госпрограмме льготной ипотеки до повышения процентной ставки по ней с 7 до 8%. Дополнительным фактором на стороне предложения стало повышение резервов по высокорискованным кредитам в рамках льготных программ от застройщика. Средневзвешенная ставка по выданной ипотеке [на первичном рынке](#) в январе выросла сильнее, чем ставка по государственной льготной программе (на 1,3 п.п. против 1,0 п.п.), что указывает на

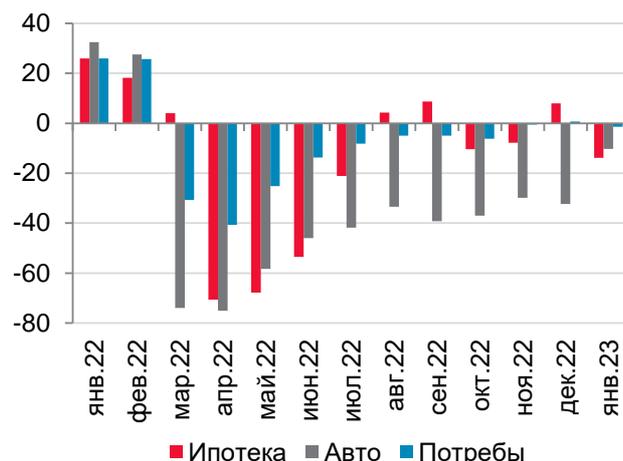
уменьшение выдач льготной ипотеки от застройщика или повышение ставок по ней. Количество ипотечных сделок в годовом выражении на первичном рынке в январе снизилось на 36% г/г, что стало минимальным значением для января как минимум с 2018 года. Помимо коррекции после декабрьского взлета, на снижение спроса может влиять осторожное поведение потенциальных покупателей. Они могли занять выжидательную позицию на фоне начавшегося снижения цен на жилье в некоторых городах.

Рисунок 19. Динамика рублевого кредитования, % м/м SA



Источники: Банк России, расчеты ДИП.

Рисунок 20. Динамика выдач новых кредитов по сегментам, % г/г



Источники: Банк России, расчеты ДИП.

В необеспеченном потребительском кредитовании после ввода в действие макропруденциальных лимитов некоторые банки могли ужесточить стандарты кредитования. Кроме того, косвенные индикаторы свидетельствуют о сохраняющемся пониженном спросе на кредит в данном сегменте (Рисунок 21).

Рост рублевых депозитов физических лиц в январе замедлился до 0,2 с 4,6% м/м SA (Рисунок 22). Снижился объем средств на текущих счетах – население использовало выплаченные досрочно в конце прошлого года ежемесячные пособия и социальные выплаты. Объем краткосрочных и среднесрочных вкладов, напротив, увеличился. Динамика новых открытых вкладов указывает на сохранение сберегательной модели поведения населения, но в менее выраженном виде. Годовой рост объема новых вкладов замедлился до 11,0 с 17,7% в декабре.

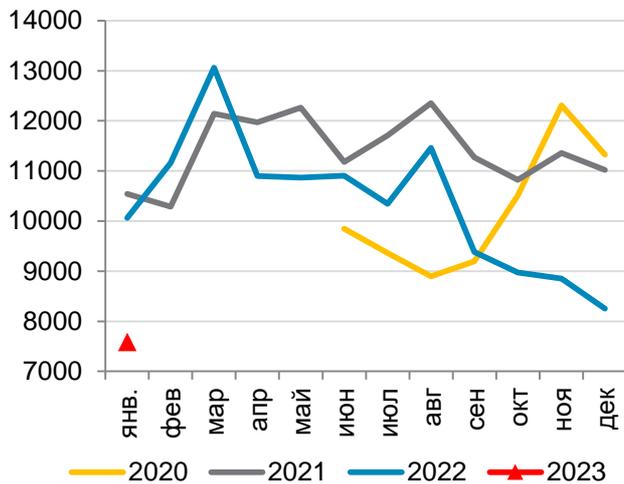
Замедление кредитования при снижении роста вкладов населения происходит одновременно с ускорением роста потребительских расходов и снижением тревожных настроений населения в начале года. Такое сочетание может указывать на то, что расширение потребления финансируется за счет роста доходов населения и снижения нормы сбережений с повышенного уровня прошлого года.

Портфель кредитов нефинансовых организаций в январе практически не изменился (-0,1% после 3,9% м/м SA в декабре)³. Динамика временной структуры кредитного портфеля говорит о продолжении прежних тенденций: замедлении роста краткосрочного

³ Прирост рублевого портфеля ИП замедлился до 1,5% м/м SA (2,4% м/м SA в декабре).

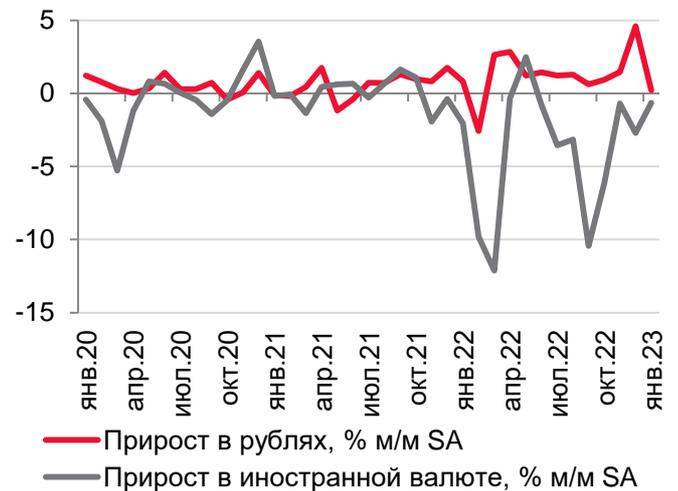
кредитования (до 1 года) и ускорении роста долгосрочного и среднесрочного кредитования. Долгосрочные кредиты могут направляться как на финансирование инвестиций, так и на замещение внешнего и внутреннего валютного долга.

Рисунок 21. Динамика запросов в «Яндексе» по слову «кредит», тыс. шт.



Источник: Yandex Wordstat.

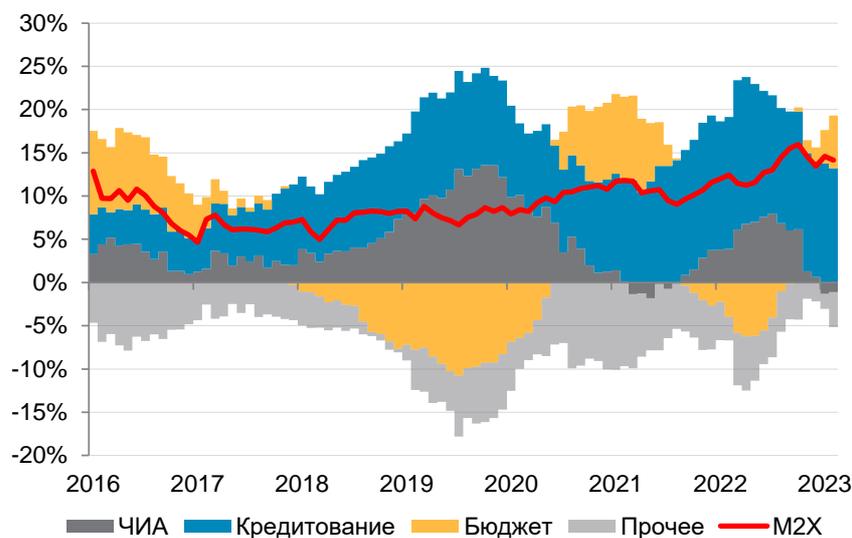
Рисунок 22. Динамика средств населения в банках, % м/м SA



Источники: Банк России, расчеты ДИП.

Рост рублевых депозитов компаний сохранил высокие темпы: 2,3% после 2,6% м/м SA. Он поддерживается увеличением средств на счетах, связанным с возмещением НДС и ускоренным авансированием Минфином России средств по госконтрактам. При этом государственные средства в пассивах банков снизились, отражая использование части ранее размещенных в кредитных организациях средств на финансирование январского дефицита государственного бюджета. Вклад бюджетного сектора в рост денежной массы увеличился (Рисунок 23).

Рисунок 23. Декомпозиция роста широкой денежной массы*, % г/г



* Показатель очищен от влияния эффекта валютной переоценки.

Источники: Банк России, расчеты ДИП.

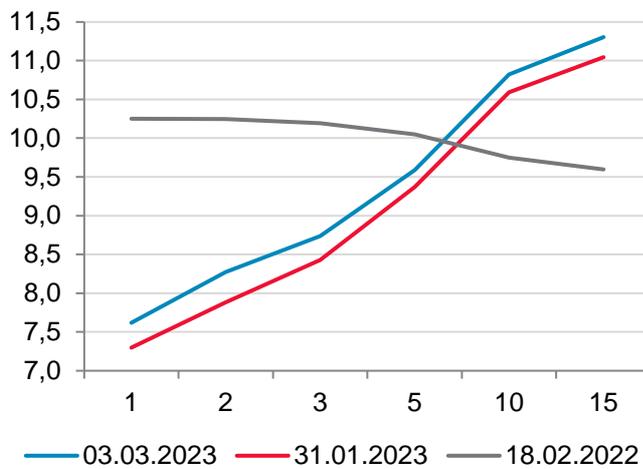
3. Финансовые рынки⁴

3.1. Российский рынок: ОФЗ без резких движений

- Доходности ОФЗ выросли с начала февраля. На их динамику оказывало влияние предоставление премий на аукционах по размещению бумаг с фиксированным купоном (около 8-10 б.п. к уровням, действовавшим на момент объявления очередного аукциона), а также ужесточение риторики по итогам заседания Совета директоров Банка России по ставке 10 февраля. Помимо этого, на уровень долгосрочных доходностей влияли опасения устойчивого расширения дефицита бюджета в среднесрочной перспективе, для финансирования которого может потребоваться увеличение объема размещений ОФЗ.
- Решение Совета директоров Банка России оставить ставку на уровне 7,5%, сопроводив более жестким сигналом, в целом было ожидаемо рынком: последние недельные данные по ИПЦ указывали на возможную реализацию проинфляционных рисков. На неделе после решения Банка России по ставке доходности краткосрочных бумаг росли, реагируя на ужесточение сигнала Банка России. Динамика доходностей на длинном конце кривой ОФЗ отражает возросшие объемы заимствований и опасения инвесторов относительно возможности сохранения повышенного дефицита бюджета. Так, после публикации Минфином России предварительной оценки исполнения федерального бюджета за январь 2023 г. 6 февраля доходности долгосрочных бумаг (10–15 лет) прибавили 16–20 базисных пунктов. С начала февраля угол наклона кривой (10 лет – 2 года) несколько снизился с максимальных значений (с 271 до 256 б.п.), преимущественно за счет большего роста ставок на ближнем отрезке кривой. Последнее может отражать пересмотр ожиданий участников рынка по траектории ключевой ставки на ближайшие кварталы.
- Рубль после небольшой паузы в начале года продолжил слабеть к основным валютам (доллару США, евро и юаню). В течение февраля рубль снизился на 7,5% к доллару США, 3,2% к евро и 3,5% к юаню. Фактором риска остается вероятное сужение профицита торгового баланса на фоне добровольного снижения добычи нефти в России на 0,5 млн б/с в марте и дальнейшего восстановления импорта вслед за растущей экономической активностью. При этом возобновление действия бюджетного правила (в обновленной спецификации), помимо его стабилизирующего влияния на бюджетные расходы и совокупный спрос, снижает зависимость динамики валютного курса от конъюнктуры нефтегазового сектора и оказывает сглаживающее воздействие на валютную ликвидность.

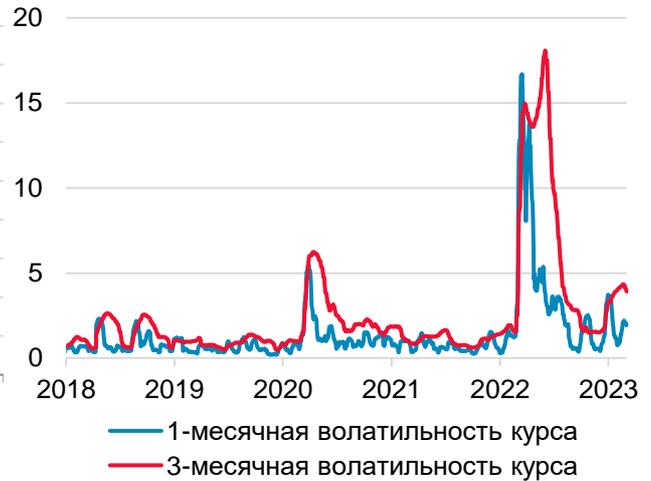
⁴ В данном разделе показатели приведены по состоянию на 03.03.2023.

**Рисунок 24. Кривая бескупонной доходности
ОФЗ, %**



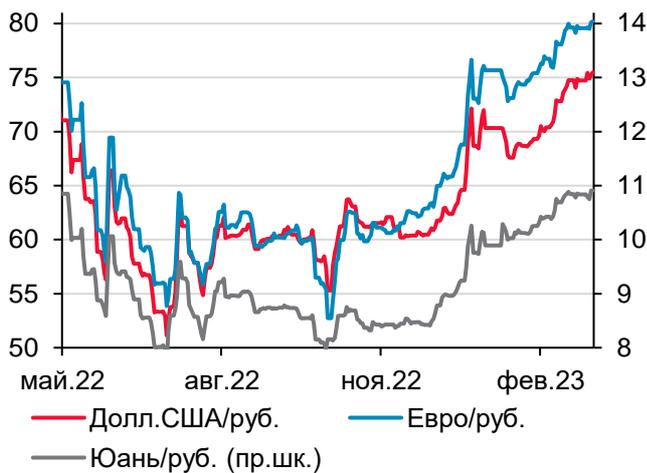
Источник: Cbonds.

Рисунок 25. Волатильность курса рубля



Источник: Cbonds.

**Рисунок 26. Динамика курсов валют Банка
России**



Источник: Cbonds.

3.2. Баланс спроса и предложения на мировом рынке нефти

- С начала февраля котировки большинства сырьевых товаров снизились вслед за укреплением доллара США к основным мировым валютам (индекс DXY вырос на 2%). Это связано с возросшими ожиданиями более продолжительной фазы повышения ключевых ставок ведущими центральными банками, что может негативно сказаться на росте глобальной экономики. Индекс цен сырьевых товаров Bloomberg потерял 3%: котировки энергетических и сельскохозяйственных товаров снизились на 1 и 2%, промышленных и драгоценных металлов – на 8 и 6% соответственно (Рисунок 27).

- Цена нефти марки Urals⁵ выросла на 5%, до 60 долл. США/барр. из-за пересмотра вверх ожиданий мирового спроса на жидкое топливо ведущими энергетическими агентствами (в 2023 г. – в среднем на 0,1 млн б/с благодаря ослаблению ограничений в Китае) и решением России о добровольном сокращении добычи нефти в марте на 0,5 млн б/с при ожидании сохранения квот ОПЕК+ как минимум до апреля (Рисунок 28).
- Практически сразу после вступления в силу эмбарго на поставки нефтепродуктов ЕС уточнил его условия. Запрет на поставки и ценовой потолок⁶ не будут распространяться на нефтепродукты, произведенные из российской нефти за пределами России, а также на смеси российских нефтепродуктов с нефтепродуктами третьих стран. Это косвенно указывает на признание факта, что при текущем балансе спроса и предложения на мировом рынке значительное выпадение предложения российской нефти и нефтепродуктов может привести к заметным перекосам в ценообразовании и обеспеченности топливом.
- Российские власти в целях налогообложения ввели расчетный дисконт Urals к Brent, зафиксировав его на уровне 34 долл. США/барр. в апреле с ежемесячным сокращением на 3 долл., до 25 долл. США/барр. к июлю. Это при прочих равных положительно отразится на доходах бюджета: вырастут объемы нефтегазовых доходов при небольшом снижении поступлений от налога на прибыль. При этом объявленное с марта добровольное сокращение добычи на 0,5 млн б/с уменьшит потенциал нефтяных налоговых поступлений на весь период, пока это сокращение будет оставаться в силе.
- Страны – члены ОПЕК+ продолжили оказывать поддержку нефтяным ценам, отказавшись от возможности увеличить добычу на фоне решения России о добровольном сокращении добычи, обосновывая это сбалансированностью нефтяного рынка. В январе, по оценкам МЭА, добыча участников картеля снизилась на 0,2 млн б/с (Рисунок 29, Рисунок 30).
- США в противовес странам ОПЕК+ стремятся снизить мировые цены на нефть. Видя высокую вероятность возникновения дефицита на мировом нефтяном рынке из-за решения о добровольном сокращении добычи России в марте, Минэнерго США планирует продать 26 млн барр. нефти из своих стратегических запасов с 1 апреля по 30 июня. При этом расширение добычи сланцевой нефти по-прежнему происходит умеренными темпами (по оценкам Минэнерго США, +0,16 млн б/с к марту относительно января) и в среднесрочной перспективе вряд ли ускорится.
- Котировки природного газа продолжили снижаться на фоне теплой погоды, способствующей сохранению запасов газа на высоком уровне. Цены в Европе и Азии снизились на 15 и 25%, до 47 и 53 евро/МВт-ч соответственно (Рисунок 31, Рисунок

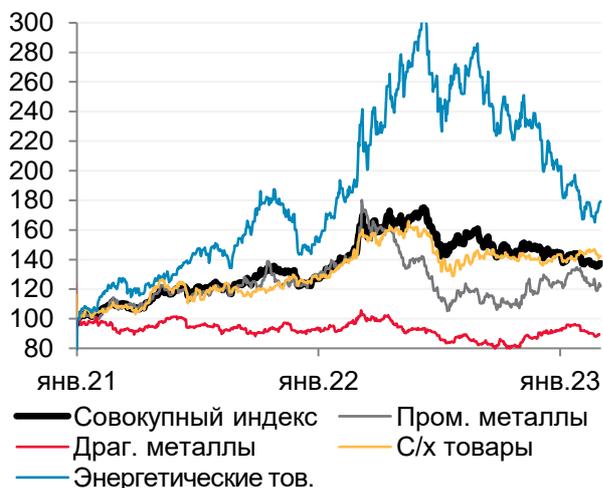
⁵ На базисе CIF в порту Augusta.

⁶ 100 долл. США/барр. для светлых нефтепродуктов (бензина, дизельного топлива, керосина) и 45 долл. США/барр. для мазута и прочих темных нефтепродуктов.

32). При этом поставки трубопроводного газа из России в ЕС возвращаются к значениям конца 2022 г. после январского проседания (по оценкам Bruegel, -1,4 млрд м³ м/м), вызванного временными факторами (ветреная погода⁷, более низкая цена спотовых партий газа по сравнению с ценой трубопроводного).

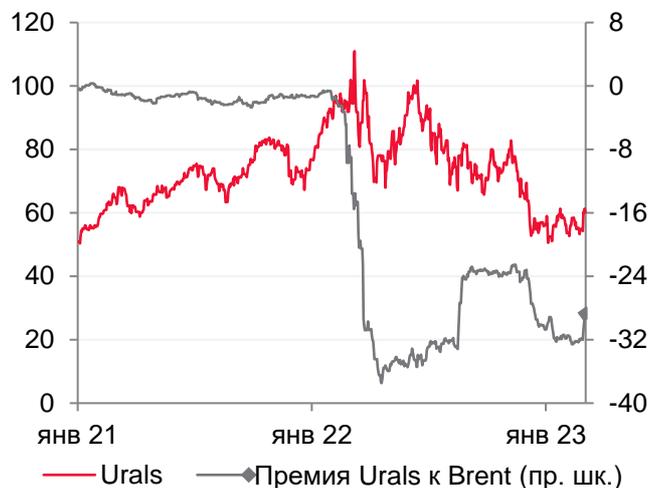
- Мировые цены на алюминий практически не отреагировали⁸ на решение США о введении с марта запретительной пошлины в 200% на импорт российского алюминия и алюминиевых изделий. Доля экспорта металла в США в общей величине российских поставок невелика, и с высокой вероятностью эти объемы будут перенаправлены в другие страны без значительных потерь в общем объеме поставок.

Рисунок 27. Индексы Bloomberg цен товаров и металлов (01.01.2021 = 100)



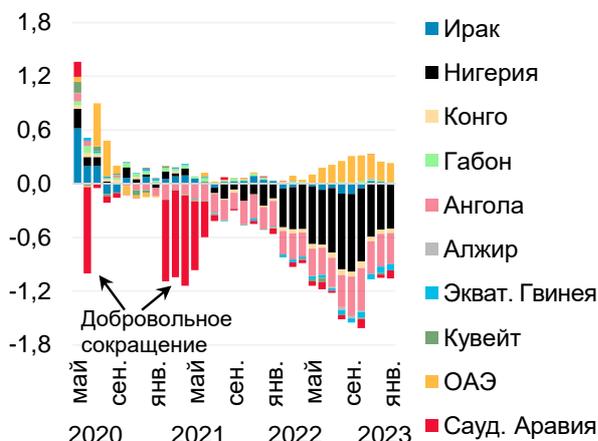
Источники: Investing.com, CNBC, расчеты ДИП.

Рисунок 28. Цена нефти марки Urals и премия к марке Brent, долл. США/барр.



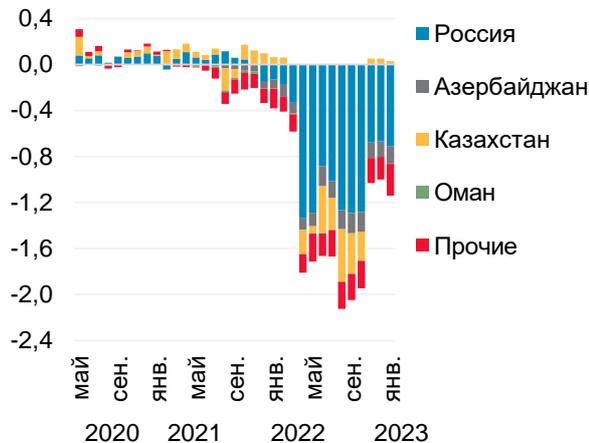
Источники: Investing.com, Thomson Reuters.

Рисунок 29. Отклонение добычи нефти ОПЕК от квот («+» – превышение квот), млн б/с



Источники: МЭА, расчеты ДИП.

Рисунок 30. Отклонение добычи нефти вне ОПЕК от квот («+» – превышение квот), млн б/с

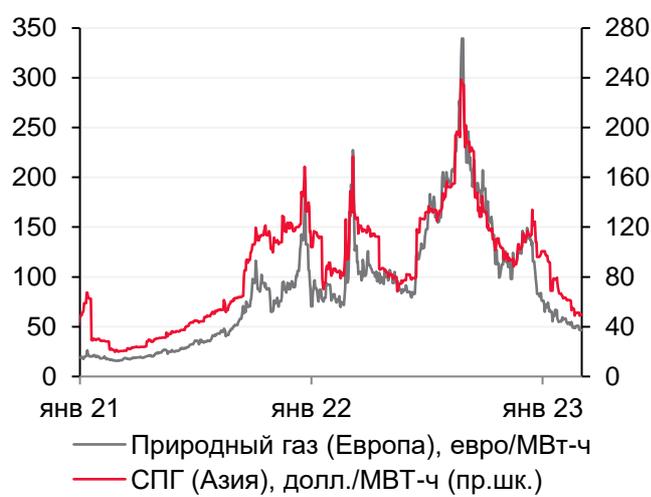


Источники: МЭА, расчеты ДИП.

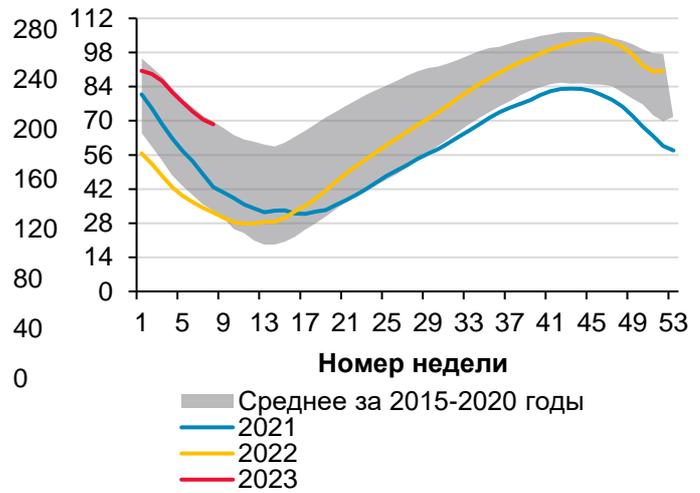
⁷ По оценкам WindEurope, вклад ветрогенерации в совокупный энергобаланс Европы в январе был примерно в 2 раза выше, чем годом ранее.

⁸ Сократившись, по данным Investing.com на 7%, до 2414 долл. США за тонну.

Рисунок 31. Цена природного газа в Европе и СПГ в Азии



Источники: Investing.com, TradingView.com, расчеты ДИП.

Рисунок 32. Запасы природного газа в ПХГ стран ЕС, млрд м³

Источники: Bruegel, расчеты ДИП.

В фокусе. Смягчение коронавирусных ограничений в Китае усиливает глобальные проинфляционные риски

- В начале года глобальная экономическая активность стабилизировалась в условиях снижения ожиданий глобальной рецессии и ослабления антиковидных ограничений в Китае. По мере постепенной нормализации месячных темпов роста цен годовая инфляция в большинстве крупных стран перешла к снижению.
- Смягчение ограничений в Китае окажет поддержку мировому росту за счет улучшения ситуации с цепочками поставок. При этом можно ожидать реализации отложенного потребления китайскими домохозяйствами и восстановления спроса со стороны предприятий как внутри страны, так и за рубежом. За счет этого открытие китайской экономики способно усилить глобальные проинфляционные риски.
- Смягчение антиковидных ограничений китайскими властями будет способствовать более быстрой переориентации российской внешней торговли на преимущественно азиатский регион. Однако рост поставок может сдерживать ограниченная пропускная способность транспортных коридоров в восточной части России.

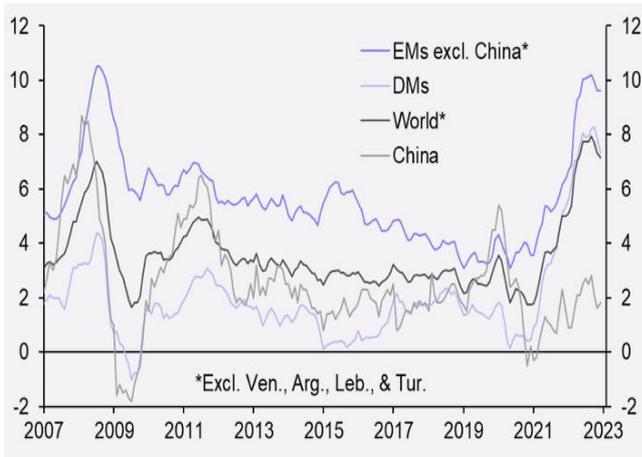
В начале 2023 г. макроэкономическая статистика по ключевым мировым экономикам превосходила ожидания. Опережающие индикаторы сигнализируют о стабилизации глобальной экономической активности: совокупный глобальный индекс PMI в январе подобрался снизу к отметке 50 п., разделяющей спад и подъем. В отдельных странах⁹ наблюдается переход к росту деловой активности. Ожидания рецессии¹⁰ в феврале упали до 24% с ноябрьского пика в 77%. Вместе с тем рост мировой экономики в текущем году, вероятно, останется ниже тренда, а в отдельных странах возможно снижение ВВП. Это в том числе отражает последствия ужесточения ДКП для борьбы с выросшей инфляцией, в динамике которой в последние месяцы наметился перелом.

С конца 2022 г. инфляция в мире снижается вследствие охлаждения спроса, одновременного восстановления предложения, а также выхода из базы расчета высоких темпов роста цен конца 2021 – начала 2022 г. (Рисунок 33). Так, годовая инфляция в январе снизилась в США до 6,4% (пик – 9,1% г/г), в еврозоне – до 8,6% (пик – 10,6%), в Бразилии – до 5,6% (пик – 12,1%). Постепенно нормализуется ситуация с цепочками поставок: снижаются сроки поставок, транспортные издержки и загруженность портов (Рисунок 34). Расширению предложения способствует рост производственной активности в Китае после снятия ограничений. Наряду с этим возросшие за последние кварталы цены на фоне ужесточения денежно-кредитных условий в большинстве экономик и усиления сберегательных настроений населения вызвали ослабление роста потребительского спроса.

⁹ Еврозона, Япония, Китай, Индия.

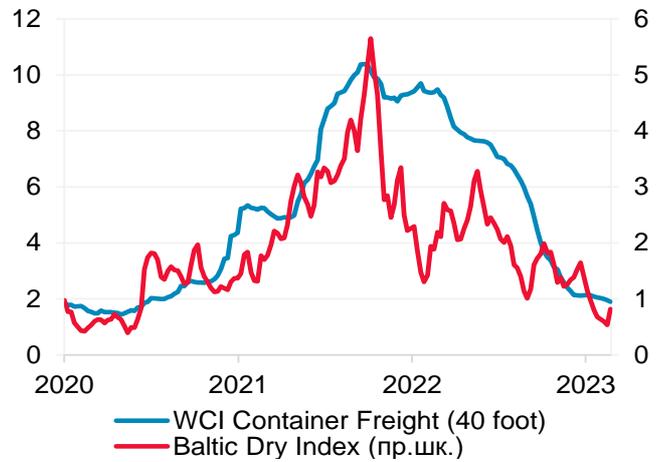
¹⁰ Согласно опросу Банка Америки. В нем принимает участие около 300 управляющих институциональными, паевыми и хедж-фондами по всему миру.

Рисунок 33. Совокупная инфляция, % г/г



Источник: Capital Economics.

Рисунок 34. Стоимость контейнерных перевозок и Baltic Dry Index



Источники: Drewry, Baltic Exchange.

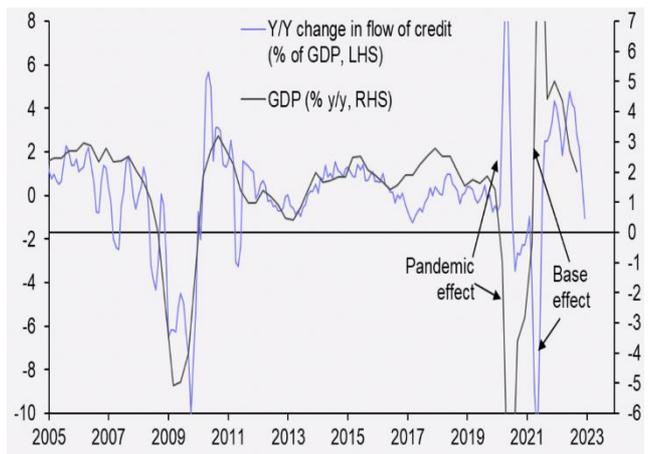
На стороне предложения сохраняется потенциал для дальнейшего улучшения ситуации с поставками. Кроме того, центральные банки продолжают повышать ключевые ставки для нейтрализации вторичных эффектов на инфляцию от повышения цен в 2022 г. (Рисунок 35). Это продолжит сдерживать рост кредитования и потребительской активности (Рисунок 36). Ожидается, что регуляторы развитых стран перейдут к снижению ставок в конце 2023 – начале 2024 г. по мере снижения и стабилизации текущих темпов роста цен вблизи целевых уровней.

Рисунок 35. Количество изменений ключевых ставок по сравнению с предыдущим месяцем



Источник: BIS.

Рисунок 36. Кредитный импульс частного сектора и ВВП в ключевых развитых странах



Источник: Capital Economics.

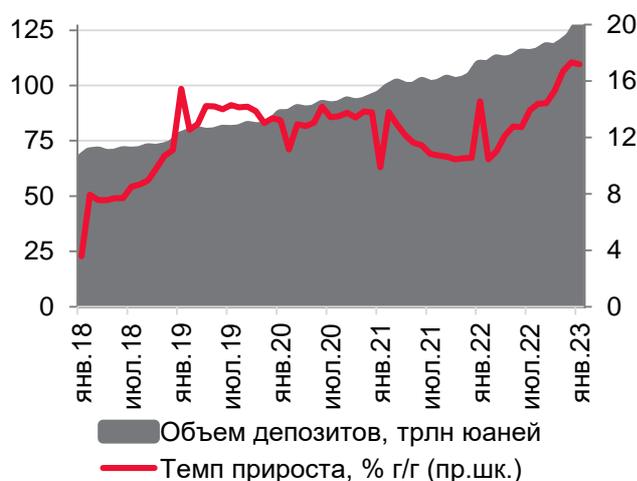
Отход Китая от политики нулевой терпимости к коронавирусу и постепенное открытие китайской экономики существенно поддержат мировую экономику. Причем эта поддержка повлияет как на предложение за счет улучшения ситуации с цепочками поставок, так и на спрос за счет реализации отложенного потребления китайскими домохозяй-

ствами и восстановления спроса со стороны предприятий. Наиболее существенный эффект для внутреннего спроса ожидается от возможной траты домохозяйствами накопленных избыточных относительно привычного уровня сбережений (Рисунок 37, Рисунок 38). МВФ недавно пересмотрел прогноз роста экономики Китая в 2023 г. с 4,4% до 5,2%. У многих участников рынка прогнозы по росту на 2023 г. до объявления об отходе от политики нулевой терпимости были еще ниже, но начали постепенно повышаться. Положительный эффект ускорение роста китайской экономики окажет и на глобальную экономику – через рост спроса на сырьевые, промежуточные и конечные товары, а также туристические услуги.

Ускорение роста китайской экономики может стать дополнительным глобальным проинфляционным фактором через рост спроса на товары и услуги (по оценке Capital Economics, мировая инфляция может ускориться по этой причине на 1,0–1,7 п.п). Дополнительный рост инфляции в связи с этим, наряду с другими факторами, в частности повышенным темпом роста цен на услуги параллельно с активным восстановлением их доли в потребительской корзине домохозяйств, может привести к закреплению глобальной инфляции на повышенном уровне в течение более длительного периода. Это, в свою очередь, может замедлить переход к этапу снижения ключевых ставок центральными банками мира и в целом повысить их траекторию на ближайшие кварталы.

Частично компенсировать проинфляционное давление может соразмерное росту спроса расширение возможностей предложения. Политика нулевой терпимости к коронавирусу вызвала сбои в поставках многих мировых производственных цепочек, поскольку в любой момент предприятия и логистическая инфраструктура могли быть закрыты на карантин. Повышение стабильности работы предприятий позволит расширить многие узкие места, которые образовались с начала пандемии коронавируса в 2020 году.

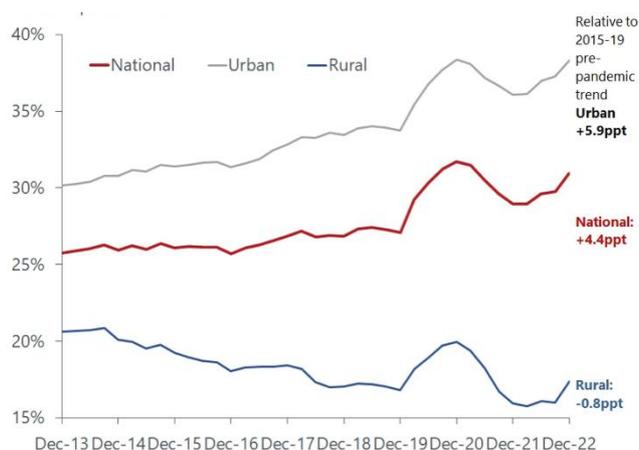
Рисунок 37. Объем депозитов домохозяйств Китая в национальной и иностранной валюте, трлн юаней*



* За январь 2023 г. представлены данные только по депозитам в национальной валюте.

Источники: Народный банк Китая, расчеты ДИП.

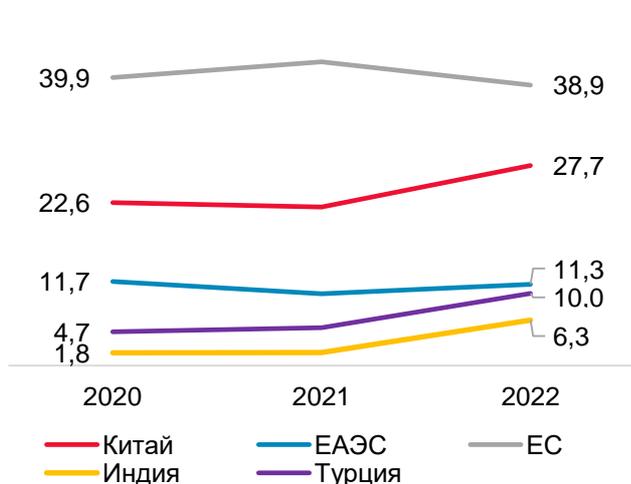
Рисунок 38. Норма сбережений домохозяйств Китая, % от располагаемого дохода



Источник: Oxford Economics.

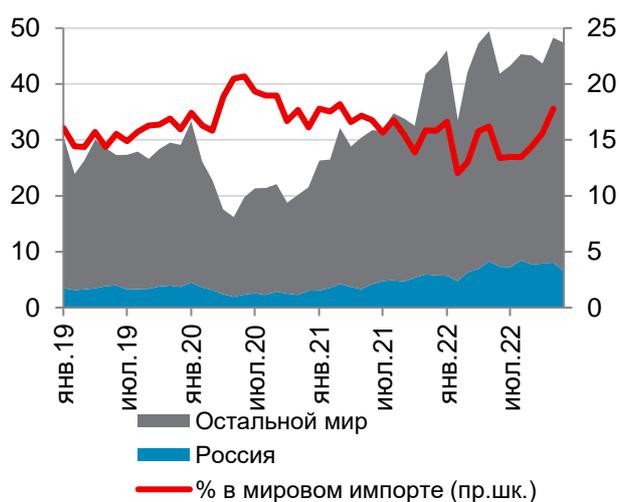
Открытие китайской экономики может способствовать более быстрой переориентации российской внешней торговли на азиатский регион (Рисунок 39). Повышение прогноза по темпам роста мировой экономики будет означать более высокий спрос со стороны Китая и других стран на произведенные в России товары и услуги, прежде всего сырьевые товары (Рисунок 40). Однако расширение товарооборота с азиатскими странами могут сдерживать логистические ограничения. Одной из приоритетных задач является увеличение [провозной способности](#) модернизируемого Восточного полигона РЖД (Байкало-Амурская и Транссибирская магистрали). К 2024 г. планируется увеличить ее на 15% (до 182 млн тонн). Далее по цепочке необходимо увеличить пропускную способность морских портов. [Грузооборот](#) морских портов Дальневосточного бассейна в 2022 г. увеличился лишь на 1,5%, несмотря на значительный рост спроса на перевалку в этом направлении. [Планируется](#) увеличить мощности на 40%. Реализация столь масштабных инфраструктурных проектов требует времени, поэтому в ближайшие кварталы эффект на российскую экономику от увеличения спроса со стороны китайской экономики может быть сравнительно умеренным.

Рисунок 39. Доля отдельных стран во внешней торговле России, %



Источники: TradeMap, расчеты ДИП.

Рисунок 40. Импорт Китая нефти и нефтепродуктов, млрд долл. США



Источники: TradeMap, Таможенная служба Китая, расчеты ДИП.

Александр Морозов, директор

Артур Ахметов

Кристина Вировец

Сергей Власов

Ирина Крячко

Татьяна Кузьмина

Софья Мякишева

Максим Неваленный

Екатерина Петренева

Алексей Поршаков

Белла Рабинович

Арина Сапова

Марина Стародубцева

Юлия Ушакова

Анастасия Хажгериева

Мария Харламова

Яна Чернышова

Дмитрий Чернядьев