



ГАЗПРОМБАНК

Экономика России: инфляция и рубль

Гульнара Хайдаршина

Вр.И.О. начальника Департамента анализа рыночной конъюнктуры

9 декабря 2022 г.





Экономика оказалась устойчивей, чем ожидалось

-1,8%

за 9М22

Спад экономики слабее ожиданий

12,6%

в октябре

Инфляция замедляется

7,5%

Ключевая ставка вернулась к уровням октября-ноября 2021 г.

2,3 раза

за 9М22

Профицит текущего счета лучше ожиданий

+22,3%

с начала года

Рубль укрепился



- ## ОСНОВНЫЙ ФАКТОР СПАДА – ВНУТРЕННЯЯ ТОРГОВЛЯ



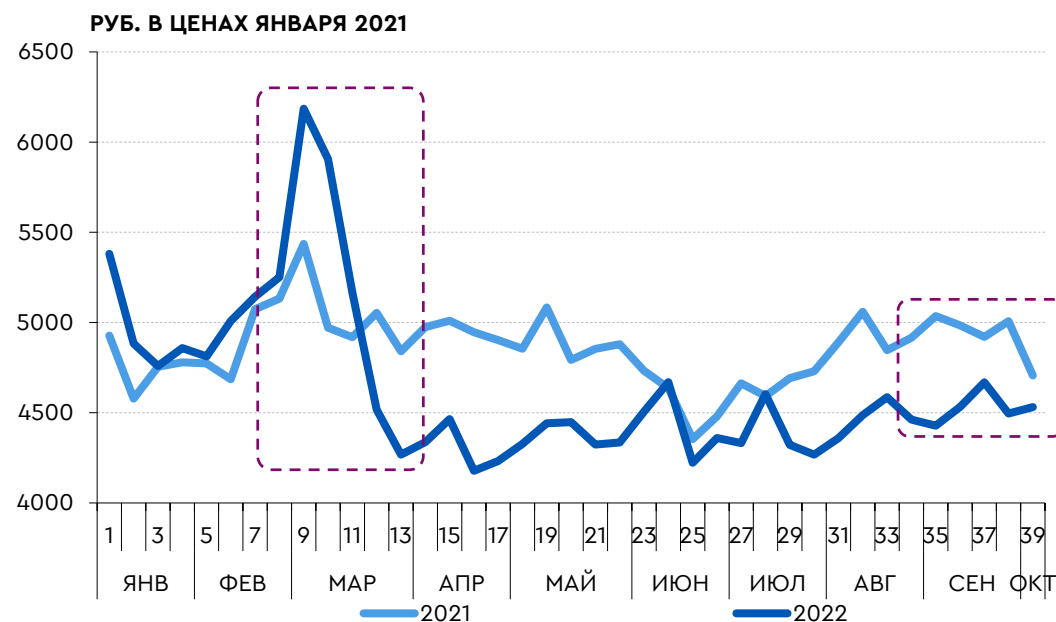
Источник: национальные таможенные и статистические ведомства,
оценки Газпромбанка



Инфляцию сдерживают сбережения, рубль и импорт

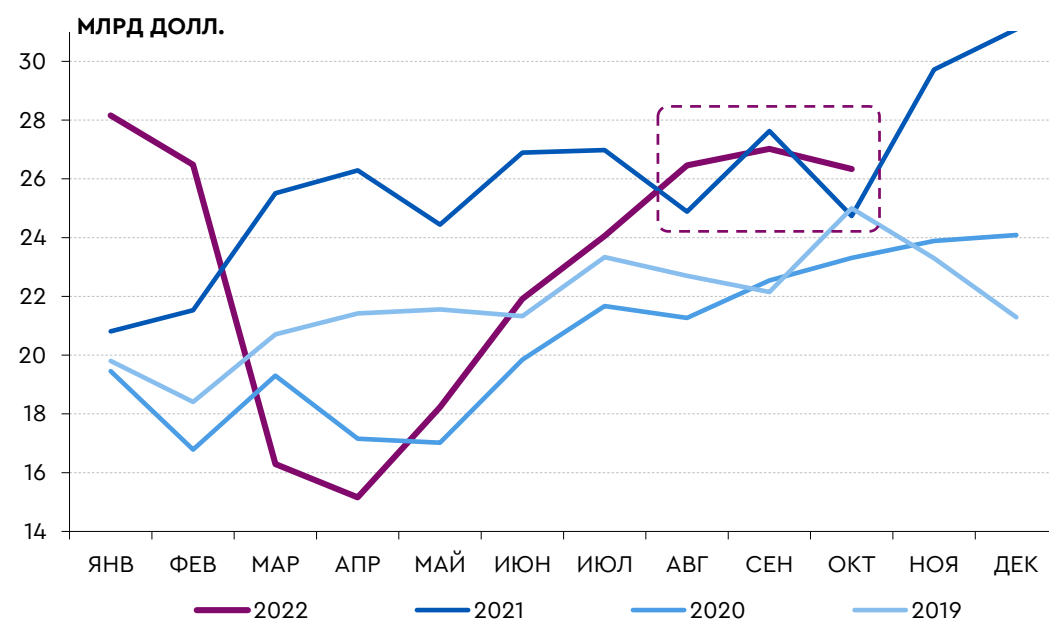
- В октябре инфляция замедлилась до 12,6% г/г и потеряла 5,2 п.п. с апреля, когда наблюдался локальный пик (17,8% г/г).
- Основные дезинфляционные факторы – сберегательная модель поведения населения, восстановление импорта и крепкий рубль.
- Импорт (благодаря параллельному) вернулся к допандемийным уровням. Это позволило ослабить проинфляционные факторы предложения.

ПОСЛЕ СНИЖЕНИЯ В МАРТЕ СПРОС ОСТАЕТСЯ СЛАБЫМ



Источник: Ромир, оценки Газпромбанка

ИМПОРТ ПОСТЕПЕННО ВОССТАНАВЛИВАЕТСЯ



Источник: национальные таможенные и статистические ведомства, оценки Газпромбанка



Рубль – стойкий как никогда

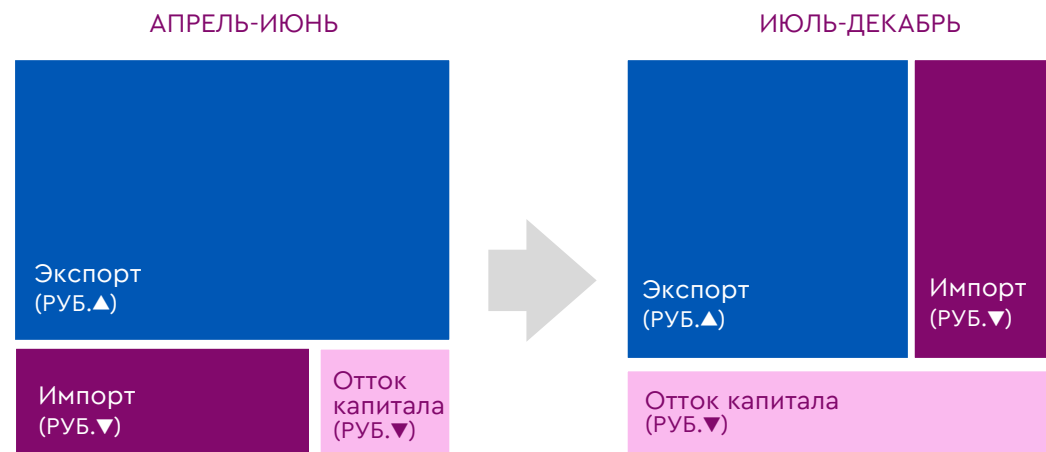
- С начала года рубль укрепился на 18,3%.
- Этому способствовали повышение ставки в феврале, оперативные меры по контролю над движением капитала и сохранение профицита текущего счета.
- В июле рубль ослаб на 11% – благодаря ослаблению контроля над движением капитала и восстановлению импорта – и стабилизировался у этих уровней.
- Дальнейшему ослаблению рубля препятствуют низкий внутренний спрос и пауза в бюджетном правиле.

МЕРЫ ПО КОНТРОЛЮ НАД КАПИТАЛОМ ПОСТЕПЕННО КОРРЕКТИРУЮТСЯ



Источник: открытые данные и оценки Газпромбанка

УСИЛИВАЕТСЯ РОЛЬ ИМПОРТА И ОТТОКА КАПИТАЛА



Примечание: ▲ означает давление в пользу укрепления рубля

▼ означает давление в пользу ослабления рубля

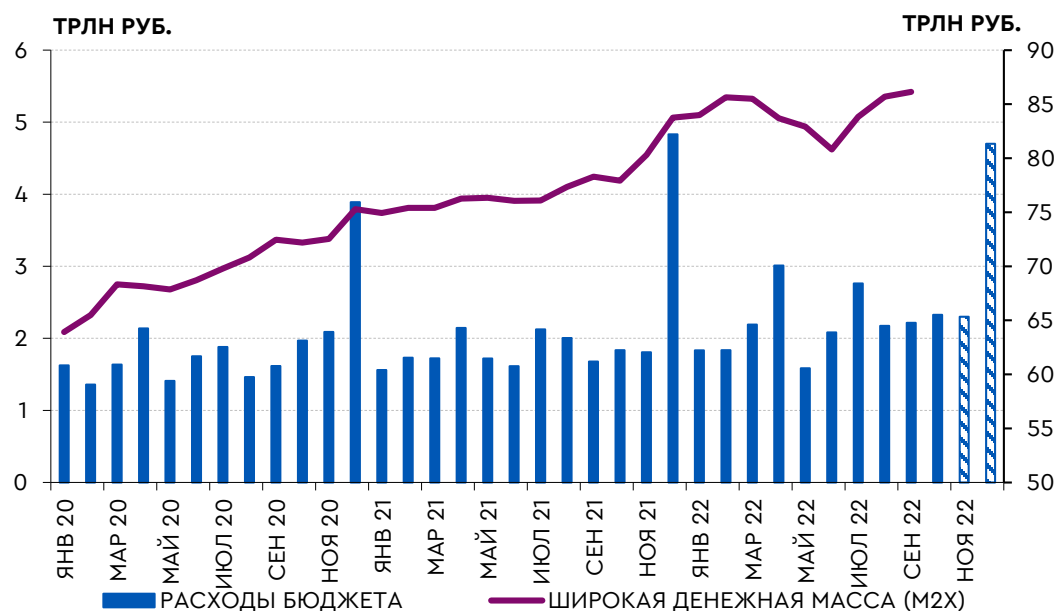
Источник: оценки Газпромбанка



Фокус на монетарные факторы инфляции

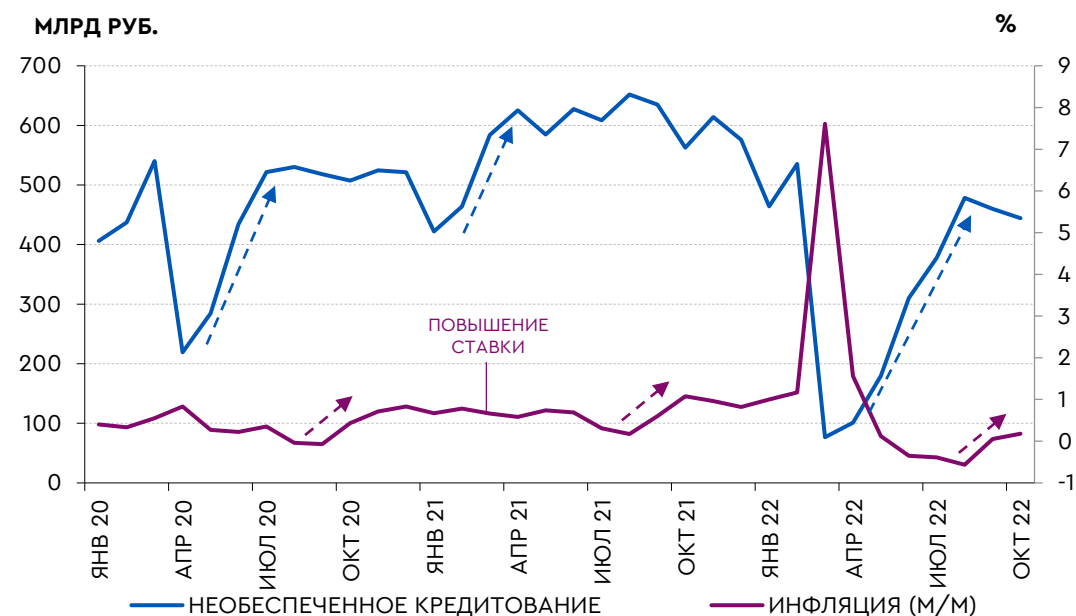
- Денежная масса растет вслед за расходами бюджета. Денежная масса M2 выросла на 10% г/г.
- До конца года (ноябрь-декабрь) остаток бюджетных расходов составляет 7 трлн руб., или 24%.
- До сентября необеспеченные кредиты были единственным серьезным проинфляционным фактором.
- В условиях ослабления внутреннего спроса в сентябре объем кредитов развернулся в сторону снижения и в октябре был на 14,6% ниже уровня декабря 2021 г.

ДИНАМИКА ДЕНЕЖНОЙ МАССЫ И РАСХОДОВ БЮДЖЕТА



Источник: ЦБ, Минфин, оценки Газпромбанка

КРЕДИТЫ ОСТАЮТСЯ НИЖЕ УРОВНЕЙ НАЧАЛА 2022 Г.





Матрица сценариев



Сценарий 1 (базовый)

сберегательная модель

КЛЮЧЕВАЯ СТАВКА

Конец 2023 г.

7,25%

-25 б.п.

8,5%

+100 б.п.

Конец 2024 г.

6,25%

-100 б.п.

7,25%

-125 б.п.



Сценарий 2 (альтернативный)

восстановление потребления



Сценарий-1 (базовый): сохранение сберегательной модели

- Ключевые предпосылки: слабое потребление, рост бюджетных расходов в соответствии с обозначенными планами.
- Благодаря поддержке экспорта и снижению импорта спад экономики в 2022 г. будет слабее ожиданий и составит 3,1%.
- Динамика потребления останется сдержанной почти весь 2023 г., его снижение составит 2,1%.
- Пик снижения экономики будет пройден в 2023 г. (-3,8%). К росту экономика вернется в 2024 г.
- В условиях сохранения слабого внутреннего спроса ЦБ может вернуться к снижению ставки в 2023 г.

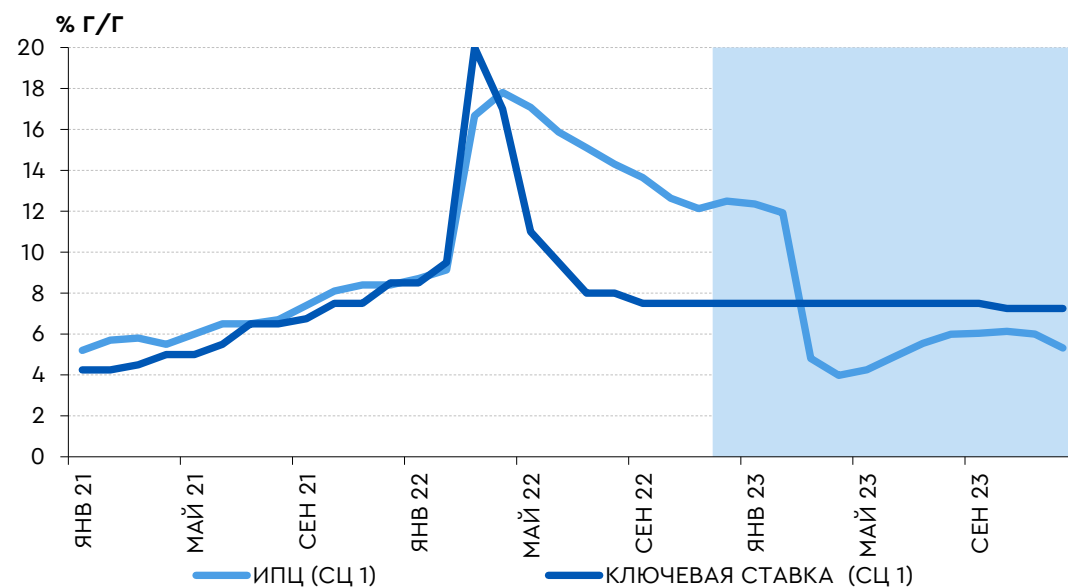
ПОКАЗАТЕЛЬ	2021	2022П	2023П	2024П
Цена Urals (долл. за барр., средняя)	69,2	81,3	71,8	69,0
Текущий счет (млрд долл.)	122	240	170	65
USD/RUB (на конец года)	74,3	61,8	64,8	69,8
ИПЦ (% , дек./дек.)	8,4	12,5	5,3	4,0
ВВП (реал. изм., %)	4,8	-3,1	-3,8	2,2
Баланс бюджета (трлн руб.)	0,5	-1,4	-3,1	-2,2
Привлечение долга (валовое, трлн руб.)	2,5	2,4	2,7	3,3
Использование (сбережение) ФНБ (трлн руб.)	-3,2	1,0	2,0	0,6
Ключевая ставка ЦБ (на конец года, %)	8,50	7,50	7,25	6,25



Сценарий-1 (базовый): ставка и рубль

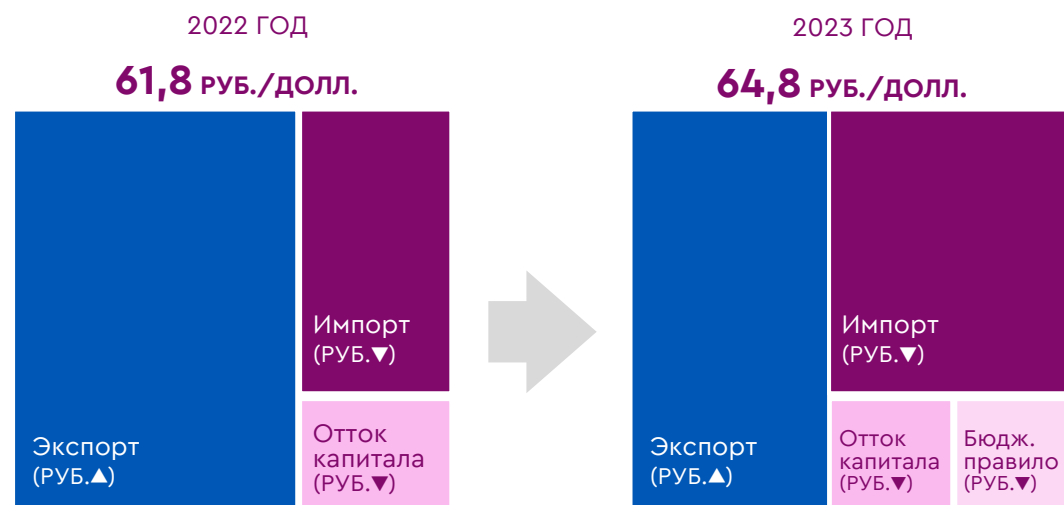
- ЦБ сохранит ставку на уровне 7,5% в декабре. Ставка останется на этом уровне до 4K23, после чего ЦБ может перейти к ее осторожному снижению.
- К концу 2023 г. ставка может составить 7,25%, инфляция замедлится до 5,3% г/г.
- Рубль ослабнет на 4,6% до 64,8 руб. за доллар вслед за снижением профицита текущего счета до 170 млрд долл.
- Эффект от возможного возобновления действия бюджетного правила будет мягче, чем в исходной конфигурации.

ЦБ МОЖЕТ ВЕРНУТЬСЯ К СНИЖЕНИЮ СТАВКИ В 4K23



Источник: ЦБ, оценки Газпромбанка

ФАКТОРЫ, ВЛИЯЮЩИЕ НА РУБЛЬ, ИЗМЕНЯТСЯ



Примечание: ▲ означает давление в пользу укрепления рубля
▼ означает давление в пользу ослабления рубля

Источник: оценки Газпромбанка

Сценарий-2 (альтернативный): восстановление потребления

- Ключевые предпосылки: уход населения от сберегательной модели поведения и восстановление потребления.
- Благодаря восстановлению внутреннего спроса спад экономики в 2023 г. будет слабее, чем в базовом сценарии, и составит 2,4%.
- Динамика потребления будет восстановительной в 2023 г., его рост составит 0,4% (+2,5 п.п. по сравнению с базовым сценарием).
- Восстановление потребления будет способствовать росту импорта, что приведет к просадке профицита текущего счета до 110 млрд долл.
- ЦБ может вернуться к повышению ставки в 2023 г.

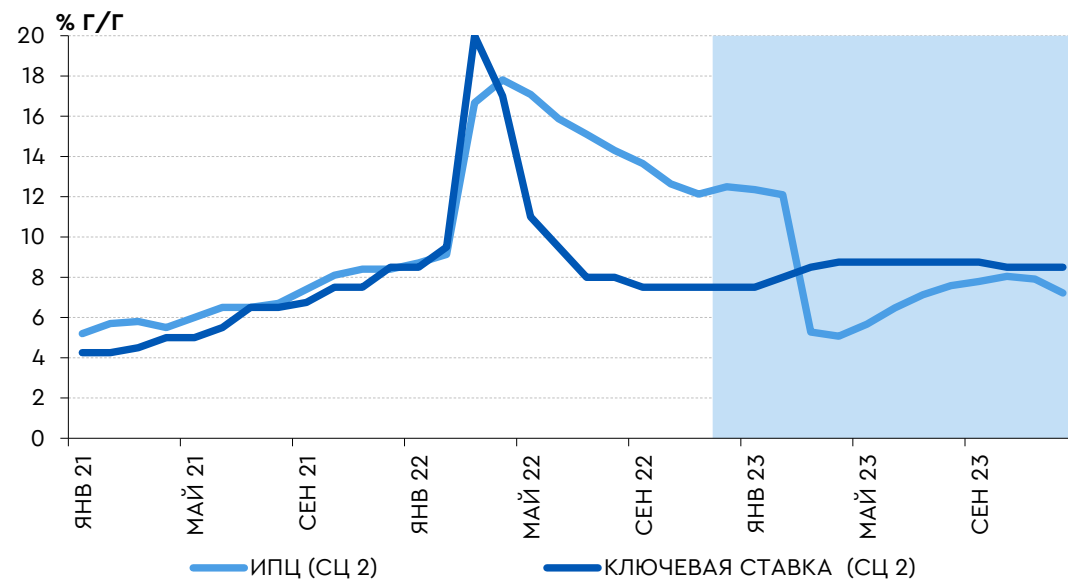
ПОКАЗАТЕЛЬ	2021	2022П	2023П	2024П
Цена Urals (долл. за барр., средняя)	69,2	81,3	71,8	69,0
Текущий счет (млрд долл.)	122	240	110	35
USD/RUB (на конец года)	74,3	61,8	66,0	71,1
ИПЦ (% , дек./дек.)	8,4	12,5	7,2	4,0
ВВП (реал. изм., %)	4,8	-3,1	-2,4	3,1
Баланс бюджета (трлн руб.)	0,5	-1,4	-2,8	-1,9
Привлечение долга (валовое, трлн руб.)	2,5	2,4	2,4	2,8
Использование (сбережение) ФНБ (трлн руб.)	-3,2	1,0	2,0	0,6
Ключевая ставка ЦБ (на конец года, %)	8,50	7,50	8,50	7,25



Сценарий-2 (альтернативный): ставка и рубль

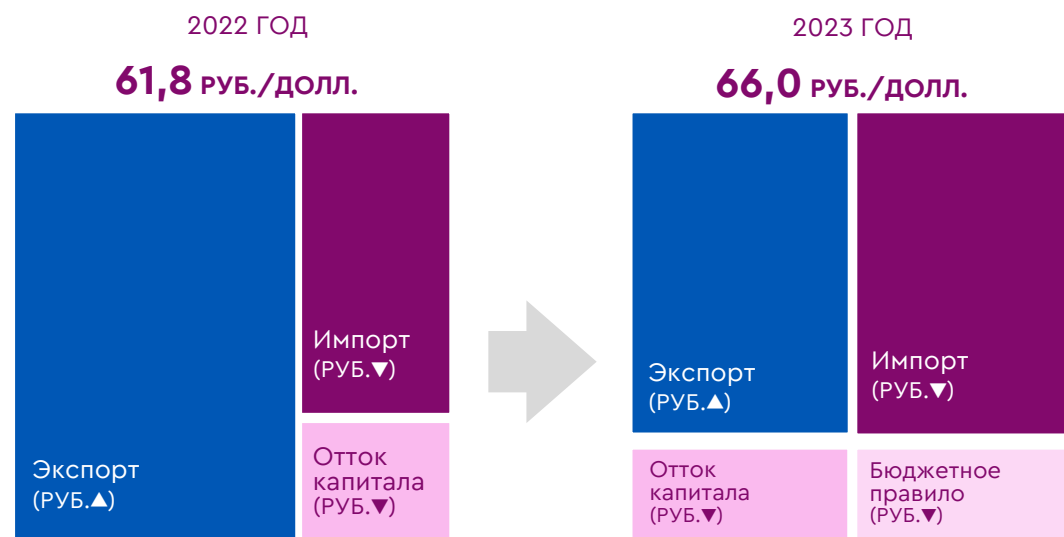
- Расширение госрасходов и уход от сберегательной модели усиливают проинфляционные риски.
- ЦБ может начать повышать ставку с февраля до 8,75%, к концу года ЦБ может возобновить цикл снижения ставки. Не исключаем одного снижения в 4K23 на 25 б.п.
- К концу 2023 г. ставка может составить 8,5%, инфляция замедлится до 7,2% г/г.
- Рубль ослабнет на 6,3% до 66 руб. за доллар (будет слабее на 1,2 руб. по сравнению со Сценарием-1) вслед за более серьезным снижением профицита текущего счета.

ЦБ МОЖЕТ ВЕРНУТЬСЯ К СНИЖЕНИЮ СТАВКИ В 4K23



Источник: ЦБ, оценки Газпромбанка

ФАКТОРЫ, ВЛИЯЮЩИЕ НА РУБЛЬ, ИЗМЕНЯТСЯ



Примечание: ▲ означает давление в пользу укрепления рубля
▼ означает давление в пользу ослабления рубля

Источник: оценки Газпромбанка



Риски для сценариев

**ГЛОБАЛЬНАЯ
РЕЦЕССИЯ**



**РАСХОДЫ
БЮДЖЕТА**



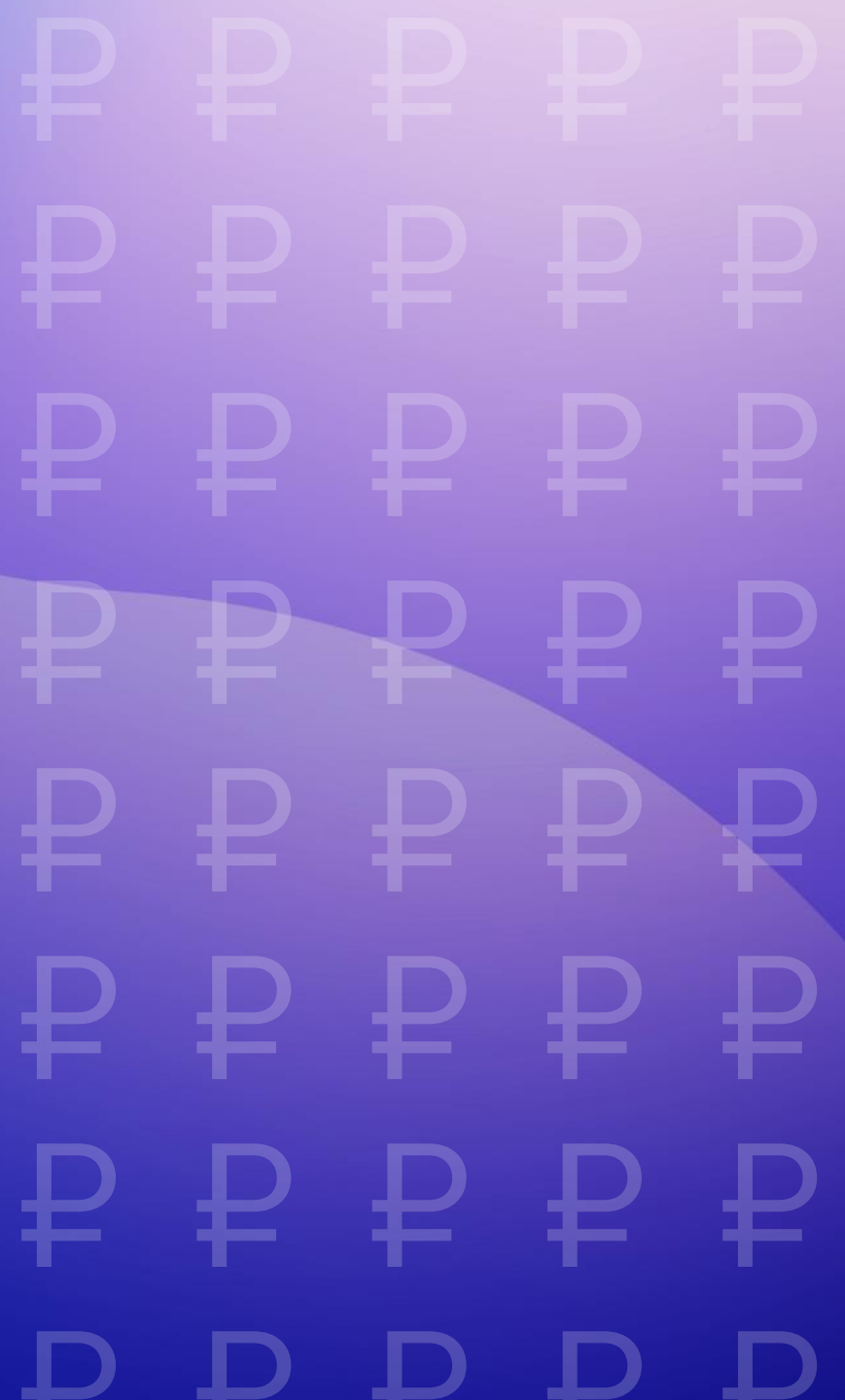
**ОТСРОЧКА
РЕАЛИЗАЦИИ
БЮДЖЕТНОГО
ПРАВИЛА**



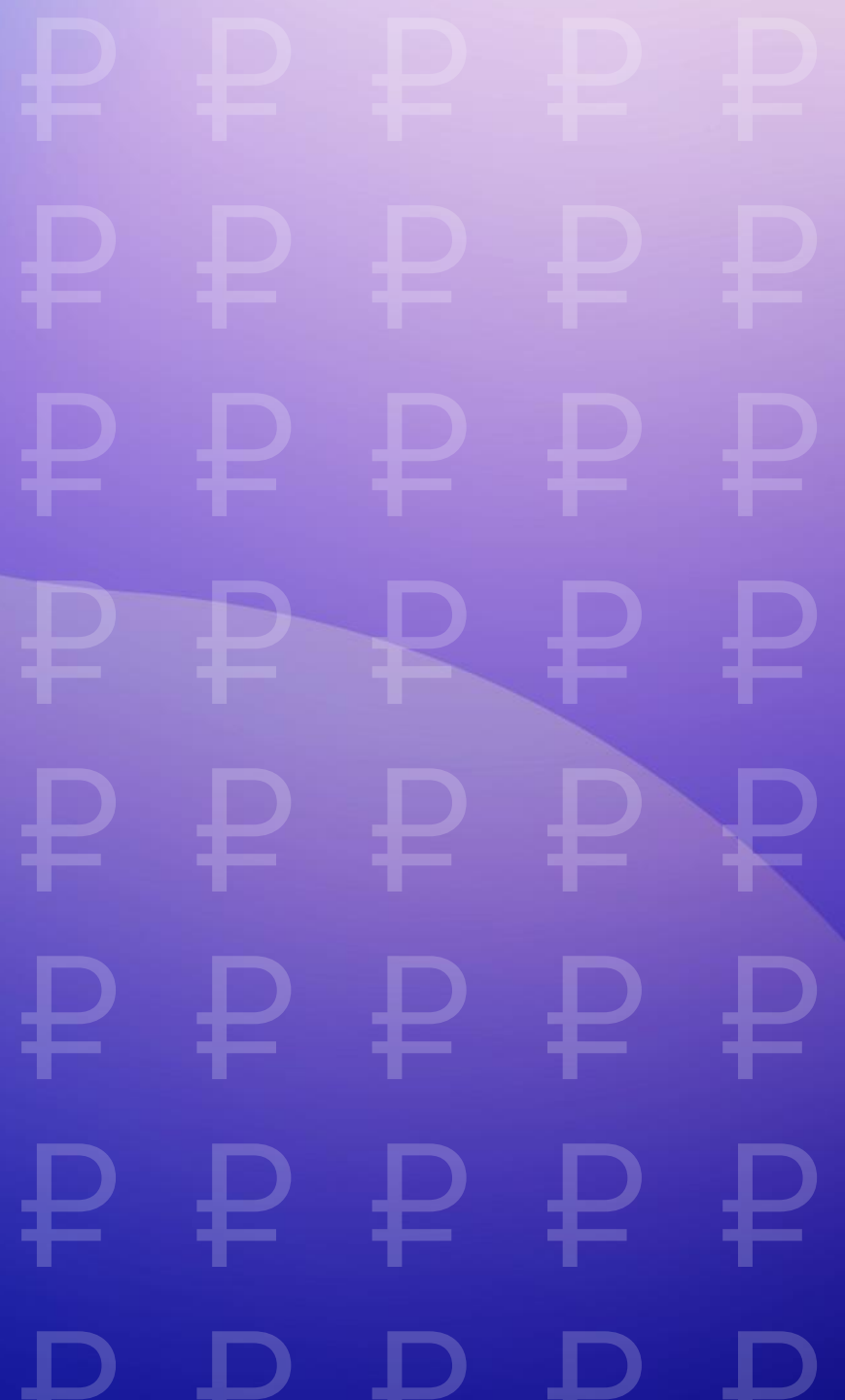
**ИЗМЕНЕНИЕ
СБЕРЕГАТЕЛЬНОЙ
МОДЕЛИ
ПОВЕДЕНИЯ
НАСЕЛЕНИЯ**



Спасибо за внимание!



Приложения

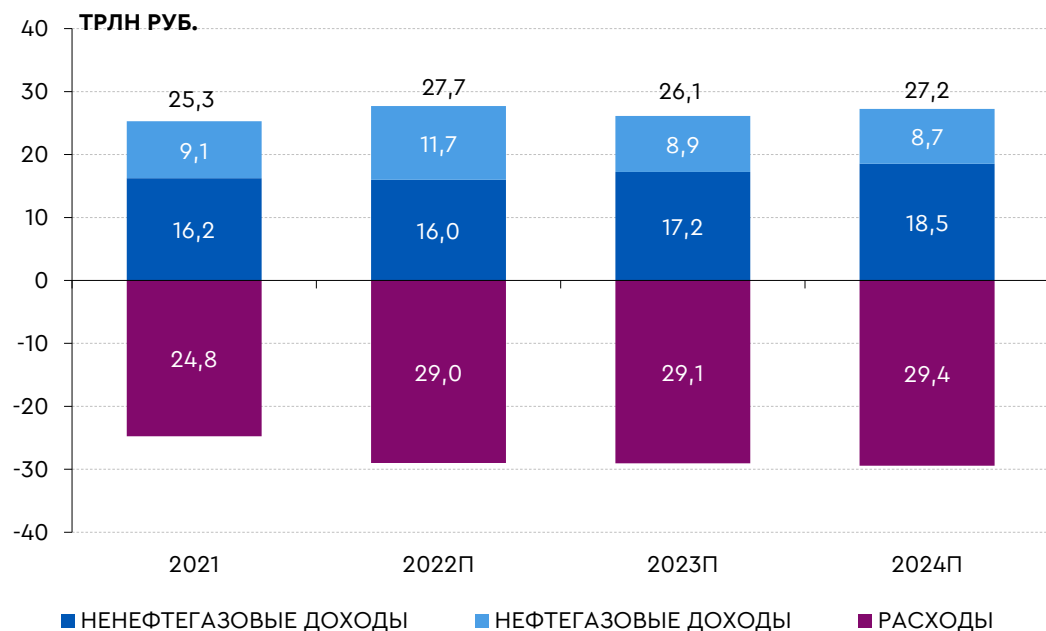




Новый бюджет – поддерживающий

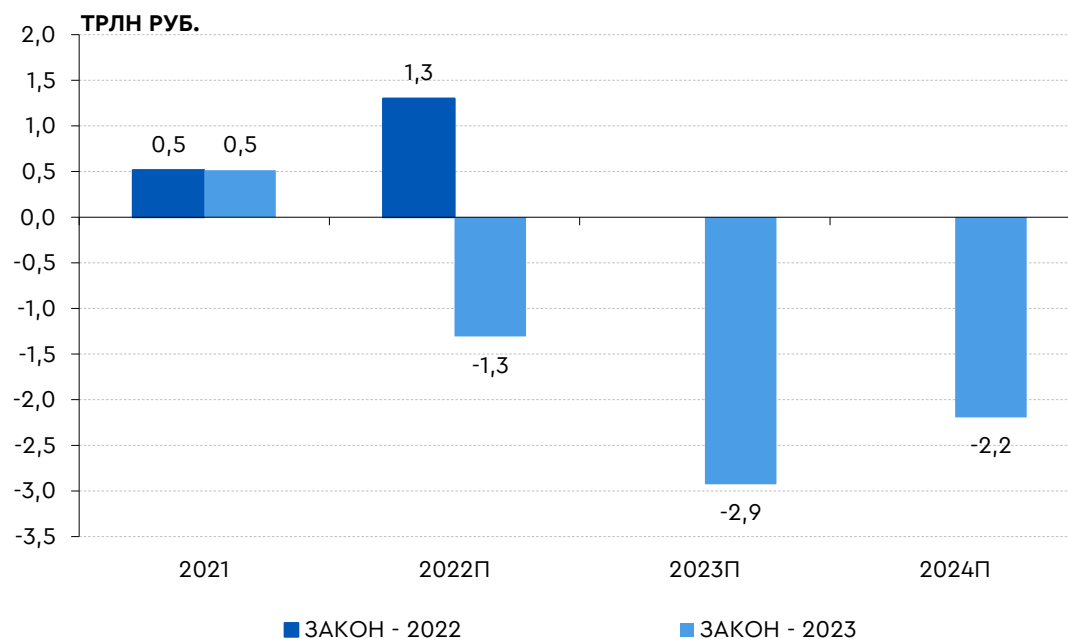
- Новый законопроект о бюджете предполагает увеличение расходов в 2022 г. на 17%. В 2023 г. рост расходов смягчится до 0,2%.
- Предполагается, что дефицит бюджета в 2022 г. составит 1,3 трлн руб., а в 2023 г. расширится до 2,9 трлн руб. за счет доходной базы.
- Обновленное бюджетное правило, в случае запуска в 2023 г., в меньшей степени ослабит рубль.

В 2023 Г. РОСТ РАСХОДОВ СМЯГЧИТСЯ ДО 0,2% С 17% В 2022 Г.



Источник: Минфин, оценки Газпромбанка

ДЕФИЦИТ БЮДЖЕТА РАСШИРИТСЯ В 2023 Г.



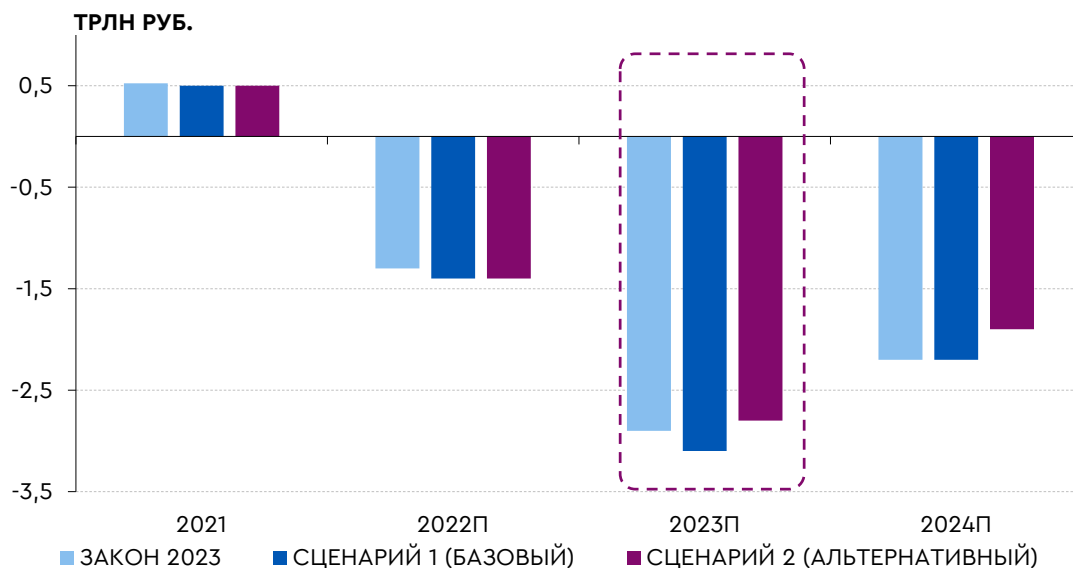
Источник: Минфин, оценки Газпромбанка



Сценарии и дефицит бюджета

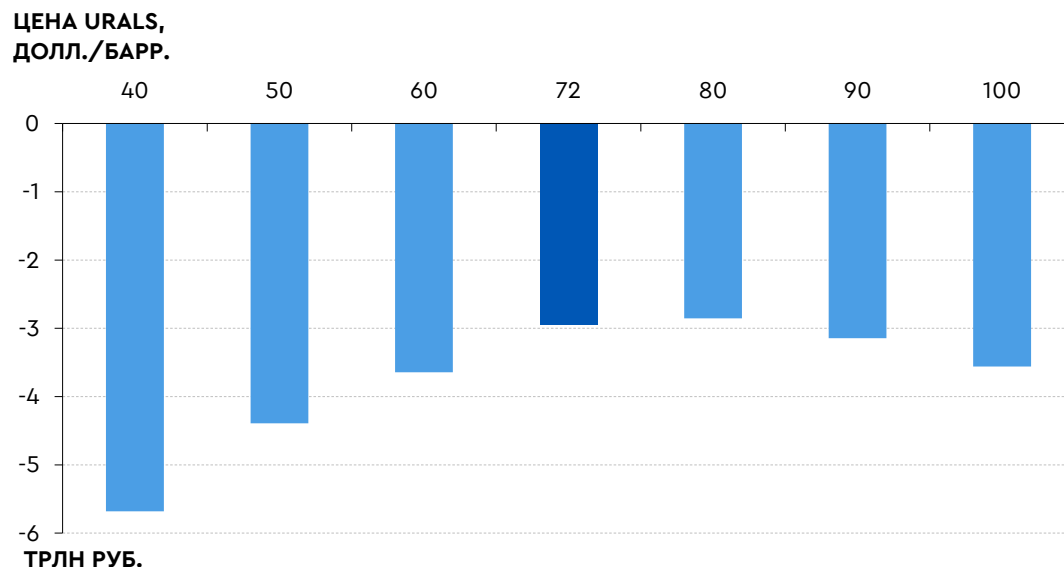
- В базовом сценарии спад ВВП и сокращение экспортных доходов на фоне высоких бюджетных расходов приведут к расширению дефицита бюджета с 1,4 трлн в 2022 г. до 3,1 трлн руб. в 2023 г.
- В альтернативном сценарии комбинация более слабого рубля и восстановления потребления поддержат доходы бюджета. Дефицит бюджета в 2023 г. оценивается в 2,8 трлн руб.
- Отклонение дефицита бюджета в двух сценариях от плановых уровней не превысит 0,2 трлн руб.

ОЦЕНКИ БАЛАНСА БЮДЖЕТА ДЛЯ ДВУХ СЦЕНАРИЕВ



Источник: Минфин, оценки Газпромбанка

МАТРИЦА ЧУВСТВИТЕЛЬНОСТИ ДЕФИЦИТА БЮДЖЕТА К ЦЕНАМ НА НЕФТЬ В 2023 Г.



Источник: оценки Газпромбанка

Внешний фон





Риски глобальной рецессии повышаются



США



Агрессивное повышение ставки ФРС



Замедление экономической активности



Удорожание стоимости заимствований



«Двойной дефицит»



Ослабление валют развитых стран (евро, фунт, иена)



Давление на валюты стран ЕМ



Удорожание заимствований в развитых странах и ЕМ



ЕВРОЗОНА



Инфляция у максимумов с создания еврозоны



Деиндустриализация



«Двойной дефицит»



Замедление экономической активности



Удорожание стоимости заимствований



ВЕЛИКОБРИТАНИЯ



Инфляция у 40-летних максимумов



Рецессия



«Двойной дефицит»



Рост долговой нагрузки



Удорожание стоимости заимствований



ЯПОНИЯ



Инфляция у 40-летних максимумов



Снижение ВВП в 3К22



«Двойной дефицит»



ГАЗПРОМБАНК

117420, г. Москва, ул. Нагатинская, 16, стр. 1. Офис: ул. Коровий вал, 7

Департамент анализа рыночной конъюнктуры

+7 (495) 983 18 00

ПРОДАЖА ИНСТРУМЕНТОВ ФОНДОВОГО РЫНКА

+7 (495) 988 24 10

ПРОДАЖА ИНСТРУМЕНТОВ ДОЛГОВОГО РЫНКА

+7 (495) 980 41 82

БРОКЕРСКОЕ ОБСЛУЖИВАНИЕ

+7 (800) 707 23 65

Copyright © 2003 – 2022. «Газпромбанк» (Акционерное общество). Все права защищены

Ограничение ответственности

Настоящий документ подготовлен Департаментом анализа рыночной конъюнктуры «Газпромбанка» (Акционерное общество) (далее – «Газпромбанк» или «мы»), зарегистрированного в Москве, Россия, и имеющего лицензию, выданную Центральным банком Российской Федерации. Если в настоящем документе присутствует обращение к «вам», то такое обращение адресовано к вам или вашей организации.

Настоящий документ не является индивидуальной инвестиционной рекомендацией в соответствии с Федеральным законом от 22.04.1996 № 39-ФЗ «О рынке ценных бумаг» (далее – Закон № 39-ФЗ), и финансовые инструменты либо операции, упомянутые в нем, могут не соответствовать инвестиционному профилю и инвестиционным целям (ожиданиям) адресата. Определение соответствия финансового инструмента либо операции интересам, инвестиционным целям, инвестиционному горизонту и уровню допустимого риска адресата является задачей адресата. Газпромбанк не несет ответственности за возможные убытки в случае совершения операций либо инвестирования в финансовые инструменты, упомянутые в данном документе, и не рекомендует использовать указанную информацию в качестве единственного источника информации при принятии инвестиционного решения.

Настоящий документ не является маркетинговым сообщением, инвестиционным советом (investment advice) или личной рекомендацией (personal recommendation), как это определено Директивой ЕС «О рынках финансовых инструментов» 2014/65 (далее - MiFID II).

При этом настоящий документ является инвестиционной рекомендацией согласно положениям Регламента ЕС «О злоупотреблениях на рынке» 2014/596 (далее - MAR), и был подготовлен в соответствии с MAR и MiFID II, а также с политиками, процедурами и внутренними правилами Газпромбанка в части регулирования конфликтов интересов.

Настоящий документ содержит независимую оценку вопросов, содержащихся в нем, и не должен рассматриваться в качестве инвестиционного совета / индивидуальной инвестиционной рекомендации. В настоящем документе не учитывается целесообразность инвестиций, порядка действий или сопутствующих рисков для адресата. Настоящий документ не предназначен для предоставления индивидуальных инвестиционных советов и не учитывает конкретные инвестиционные цели, финансовое положение и индивидуальные потребности любого конкретного лица, которое может получить настоящий документ. Адресатам следует получать независимые профессиональные финансовые советы относительно юридических, финансовых, налоговых и регуляторных последствий любой транзакции, а также целесообразности и/или уместности инвестирования или осуществления любых инвестиционных стратегий, рассматриваемых в настоящем документе, а также принимать во внимание, что представленные в настоящем документе прогнозы могут не осуществиться. Любая информация и мнения, содержащиеся в настоящем документе, публикуются в качестве помощи адресатам, но не должны считаться неоспоримыми или заменять самостоятельное суждение адресата, могут быть изменены без предварительного уведомления и не могут служить единственным основанием для осуществления любой оценки рассматриваемых в настоящем документе инструментов. Инвесторам следует учитывать, что финансовые инструменты и иные инвестиционные инструменты, номинированные в иностранной валюте, подвержены колебаниям обменного курса, что может отрицательно повлиять на их стоимость.

Настоящий документ основан на информации, полученной из публичных источников, которые, по мнению Газпромбанка, являются надежными, однако мы не осуществляем проверку их точности и полноты, и они не должны восприниматься таковыми. За исключением информации, непосредственно связанной с Газпромбанком, Газпромбанк не несет ответственность за точность или полноту любой информации, представленной в настоящем документе.

В настоящем документе мы подтверждаем, что (i) мнения, изложенные в настоящем документе, отражают только наши взгляды в отношении конкретных компаний или компаний и ее или их ценных бумаг, и (ii) никакая часть вознаграждения аналитика не связана в настоящее время, не была или не будет связана прямо или косвенно с конкретными рекомендациями или мнениями, изложенными в настоящем документе. Мнение Газпромбанка может отличаться от мнения аналитиков. Все мнения и оценки приведены по состоянию на дату публикации настоящего документа и могут быть изменены без предварительного уведомления. Все представленные в настоящем документе мнения являются личным мнением аналитиков в отношении событий и ситуаций, описанных и проанализированных в настоящем документе, и могут отличаться от или противоречить мнениям, выраженным инвестиционными и бизнес-подразделениями Газпромбанка вследствие использования ими иных подходов или предположений.

Настоящий документ может содержать прогнозы, предположения и/или целевые цены, которые представляют собой текущую оценку автора по состоянию на дату публикации настоящего документа.

Газпромбанк не обязан обновлять или изменять настоящий документ или в иных случаях уведомлять кого-либо о таких изменениях. Указанные в настоящем документе финансовые инструменты могут быть неподходящими инструментами инвестирования для инвесторов определенных категорий. Настоящий документ предназначен для Профессиональных клиентов, отнесенных к таковым в соответствии с MiFID II.

Газпромбанк и связанные с ним физические лица (исключая любых финансовых аналитиков или иных сотрудников, участвующих в составлении настоящего документа) могут (в разном качестве) иметь позиции или заключать сделки, в том числе с ценными бумагами (или соответствующими деривативами),

идентичными или подобными описанным в настоящем документе. Газпромбанк и/или его аффилированные лица могут также владеть ценными бумагами эмитентов, находящихся под его аналитическим покрытием.

Газпромбанк и/или его аффилированное (-ые) лицо (-а) могут влиять на рынок (выступать маркет-мейкером) и/или предоставлять ликвидность по инструментам, указанным в настоящем документе.

Газпромбанк уважает конфиденциальность информации, которую он получает о своих клиентах, и соблюдает все применимые законы в отношении обработки такой информации. Газпромбанк ввел эффективные внутренние процедуры в отношении информационных барьеров (включая создание «китайских стен»), которые направлены на ограничение потоков информации между различными подразделениями Газпромбанка.

Для получения дополнительной информации, пожалуйста, используйте ссылку: <https://www.gazprombank.ru>.

Оплата труда сотрудников частично зависит от доходности Газпромбанка и его аффилированных лиц, которая включает в себя доходы от инвестиционно-банковских услуг.

В максимально возможной степени, разрешенной законом, Газпромбанк не принимает на себя какую-либо ответственность за какие-либо убытки, ущерб или расходы, возникшие прямо или косвенно (включая, но не ограничиваясь, специальные, случайные, сопутствующие, штрафные убытки или любые убытки, ущерб или расходы возникшие в результате в числе прочего любых искажений, ошибок, неполноты, упущений, заблуждений или неточностей, содержащихся в настоящем документе или любых сопутствующих услугах, или возникших в результате недоступности настоящего документа или любой его части или связанных с ним услуг) вследствие использования любой информации, содержащейся в настоящем документе или на веб-сайте Газпромбанка, включая любую информацию, которая может представлять собой инвестиционную рекомендацию/инвестиционное исследование.

Любая информация, содержащаяся в настоящем документе или в приложениях к настоящему документу, не может толковаться как предложение или склонение к покупке или продаже или подписке на какие-либо ценные бумаги или финансовые инструменты, как оферта или реклама, если иное прямо не указано в настоящем документе или приложениях к нему. Предыдущие результаты не являются гарантией будущих результатов. Оценки будущих результатов основаны на предположениях, которые могут не осуществиться.

Раскрытие конфликта интересов, если таковое имеется, может быть найдено в разделе раскрытия информации касательно настоящего документа.

Настоящий документ не был раскрыт эмитенту и не был впоследствии изменен.

Более подробную информацию о ценных бумагах, указанных в настоящем документе, можно получить по запросу в Газпромбанк.

Повторное распространение или воспроизведение полностью или частично настоящего документа запрещено без предварительного письменного разрешения Газпромбанка.

Адресатам следует самостоятельно определять, нет ли у них запрета на получение конкретной Инвестиционной рекомендации/конкретного Инвестиционного исследования в рамках MiFID II. Если MiFID II вам предписано получать настоящий документ на платной основе, или вы в иных случаях желаете заплатить за него, мы заключим отдельное письменное соглашение, в котором будут указаны условия, на которых вам будет предоставляться материал, включая оплату за его получение.

Для резидентов Гонконга: Исследования, содержащиеся в настоящем документе и имеющие отношение к «ценным бумагам» (согласно Положению о Ценных бумагах и Фьючерсах (Глава 571 Свода законов Гонконга)), публикуются в Гонконге самим GPB Financial Services Hong Kong Limited (GPBFSSHK) или от его имени и по его поручению, и он берет на себя ответственность за их содержание. Информация, содержащаяся в настоящем документе, не должна толковаться как подразумевающая какие-либо отношения, консультативные или иные, между GPBFSSHK и адресатом или пользователем настоящего документа, если это напрямую не согласовано с GPBFSSHK. GPBFSSHK не действует и не считается действующим как «фидуциар» или «инвестиционный менеджер» или «инвестиционный консультант» по отношению к любому адресату или пользователю этой информации, если это напрямую не согласовано с GPBFSSHK. GPBFSSHK регулируется Гонконгской Комиссией по Ценным бумагам и Фьючерсам. Пожалуйста, свяжитесь с [г-н Шон Ансел (+852 2867 1883) или г-н Джозеф Чу (+852 2867 1812)] в GPBFSSHK, если у вас возникли какие-либо вопросы, связанные с настоящим документом.

Для GPB - Financial Services Ltd: Настоящий документ был подготовлен в соответствии с MiFID II. Информация, содержащаяся в настоящем документе, предоставляется исключительно в информационных целях и не является маркетинговым сообщением, инвестиционным советом или личной рекомендацией, как это определено MiFID II. Данная информация не должна использоваться или рассматриваться как предложение или склонение к покупке или продаже или подписке на ценные бумаги или иные финансовые инструменты. Компания GPB-Financial Services Ltd регулируется Комиссией по Ценным бумагам и Биржам Кипра, номер лицензии 113/10.