



Банк России



О ЧЕМ ГОВОРЯТ ТРЕНДЫ Макроэкономика и рынки

Бюллетень Департамента исследований и прогнозирования

Апрель 2022

СОДЕРЖАНИЕ

Краткое содержание	3
1. Инфляция	4
1.1. Замедление роста годовой инфляции после мартовского всплеска	4
2. Экономическая динамика	7
2.1. О природе экономического спада и его последствиях	8
2.2. Ухудшение внешних условий снизило экономическую активность в марте	13
2.3. Льготные программы поддерживают кредитование	15
3. Финансовые и товарные рынки	17
3.1. Российский финансовый рынок: снижение влияния внешних факторов	17
3.2. Возможности замещения российского сырья в краткосрочном периоде ограничены	18

Бюллетень подготовлен Департаментом исследований и прогнозирования по данным на 18.04.2022.

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

- В марте в российской экономике начался спад под воздействием масштабных внешнеторговых и финансовых санкций и ограничений. Нарушилась работа многих производственных и логистических цепочек, связанных с экспортно-импортными и финансовыми операциями, а также взаимодействием с иностранными компаниями, объявившими о сворачивании деятельности в России. На логистику российских внешнеторговых поставок также негативно повлияли противокоронавирусные ограничения, введенные в Китае. Вместе с резким ослаблением рубля это привело к резкому изменению цен по широкому кругу товаров и услуг и значительному повышению инфляции.
 - Продолжение действия санкций и самоограничений со стороны зарубежных компаний после адаптационного спада в экономике приведет к ее структурной трансформации на основе альтернативного, менее технологичного импорта и постепенного развития импортозамещающих производств и технологий. Экономика потеряет часть своего потенциала, а процесс его восстановления будет постепенным и продолжительным. В среднесрочной перспективе при сохранении ограничений на технологический импорт и ужесточении ограничений на сырьевой экспорт в структуре выпуска возрастет доля инвестиционных отраслей за счет снижения доли потребительских.
 - После резкого всплеска цен в марте текущий темп роста цен снижается, хотя и остается высоким по сравнению с целью. При этом годовая инфляция будет продолжать возрастать из-за эффектов базы, но в меньшей степени, чем в марте. Ее устойчивое замедление произойдет в 2023 г., что создаст основу для возвращения инфляции к цели 4% в среднесрочной перспективе с учетом проводимой денежно-кредитной политики.
 - В конце февраля – марте российские финансовые рынки упали, а финансовая стабильность оказалась под угрозой в результате масштабных финансовых и внешнеторговых санкций. К концу марта – началу апреля после стабилизации ситуации возобновилась торговля на российском рынке облигаций и акций, существенно вырос приток средств на срочные вклады населения. Этому способствовали резкое повышение ключевой ставки и вынужденное принятие ряда мер по ограничению движения капитала.

1. Инфляция

В марте рост цен в экономике резко усилился, достигнув рекордных в этом веке месячных уровней и реагируя на масштабные внешнеторговые и финансовые шоки, вызванные санкциями. Инфляционные ожидания предприятий и населения также достигли многолетних или абсолютных максимумов. Адаптация экономики еще продолжается, что предполагает сохранение высокого ценового давления в ближайшем будущем и дальнейшее повышение годовой инфляции.

Вместе с тем недельные данные о росте потребительских цен указывают на то, что максимальный ценовой всплеск остался позади и месячные темпы роста потребительских цен в апреле будут гораздо меньше, чем в марте. После разового всплеска наметились признаки снижения потребительской активности в реальном и даже номинальном выражении. Повышение вслед за ключевой ставкой банковских ставок по вкладам населения привлекло средства граждан на срочные вклады. Это будет сдерживать дальнейший рост потребительских цен со стороны спроса.

Для адаптации к происходящим шокам и структурной трансформации экономике требуется финансовая поддержка. Однако она не должна превращаться в слишком ускоренное расширение кредита и тем более в полную компенсацию произошедшего роста цен. В противном случае рост цен получит новый импульс, а инфляционные ожидания останутся высокими и будут препятствовать возвращению к умеренным уровням процентных ставок. И денежно-кредитная, и бюджетная политика должны быть откалиброваны так, чтобы обеспечить баланс между необходимым смягчением последствий шоков для экономики и устойчивым замедлением инфляции к целевому уровню в рамках политики таргетирования инфляции, уже доказавшей свою эффективность в российских условиях.

1.1. Замедление роста годовой инфляции после мартовского всплеска

- В марте годовая инфляция повысилась до 16,7% – это результат продолжающейся подстройки цен к изменившимся внешним условиям, а также роста инфляционных ожиданий населения, вызвавших ажиотажный спрос на фоне ухудшения ситуации с поставками части товаров.
- Оценка трендовой инфляции увеличилась до 9,5%. Аналитические показатели указывают на усиление инфляционного давления по широкому кругу позиций.
- Недельный рост потребительских цен последовательно замедляется, однако ухудшение ситуации с логистикой и ограниченные возможности переключения на внутренних поставщиков могут провоцировать сохранение повышенного роста цен в ближайшее время по некоторым позициям.

По итогам марта годовая инфляция повысилась до 16,7 с 9,2% в феврале (Таблица 1, Рисунок 1). За месяц прирост цен составил 7,5% м/м с учетом сезонности после 0,7–1,0% в январе – феврале (Рисунок 2). Высокие темпы роста цен наблюдались по многим продуктам питания, а также по ряду непродовольственных товаров и услуг, чувствительных к динамике валютного курса.

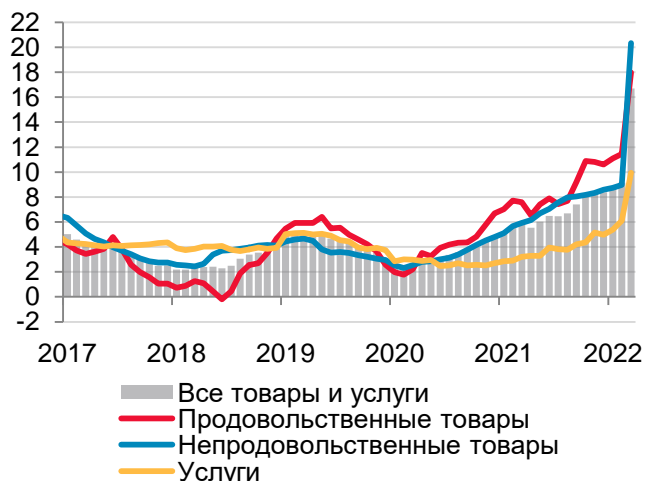
Месячный рост цен на продовольствие составил 6,6% м/м SA (Рисунок 3). В начале месяца наблюдалась отчетливая тенденция формирования населением запасов продовольственных товаров длительного хранения, что вызвало ускоренный рост цен на них. С середины марта рост цен замедлялся вместе с нормализацией потребительского спроса.

Таблица 1. Инфляция и ее компоненты

	Дек. 2020	Дек. 2021	Янв. 2022	Фев. 2022	Мар. 2022
% г/г					
Все товары и услуги	4.9	8.4	8.7	9.2	16.7
Базовая инфляция	4.2	8.9	9.2	9.7	18.7
Прод. товары	6.7	10.6	11.1	11.5	18.0
Непрод. товары	4.8	8.6	8.7	9.0	20.3
Услуги	2.7	5.0	5.4	6.1	9.9
% м/м SAAR					
Все товары и услуги	7.0	6.8	8.6	12.8	138.9
Базовая инфляция	6.5	9.0	9.9	12.1	175.8
Прод. товары	10.8	8.3	9.5	13.9	114.1
– без плодоовощей	6.5	11.3	8.9	12.3	90.8
Непрод. товары	5.3	8.3	8.6	9.9	258.4
– без нефтепродуктов	5.9	8.1	8.3	11.2	331.4
Услуги	3.9	2.6	7.1	15.2	59.7
– без ЖКУ	3.3	1.5	9.0	16.3	105.1

Источники: Росстат, расчеты ДИП.

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



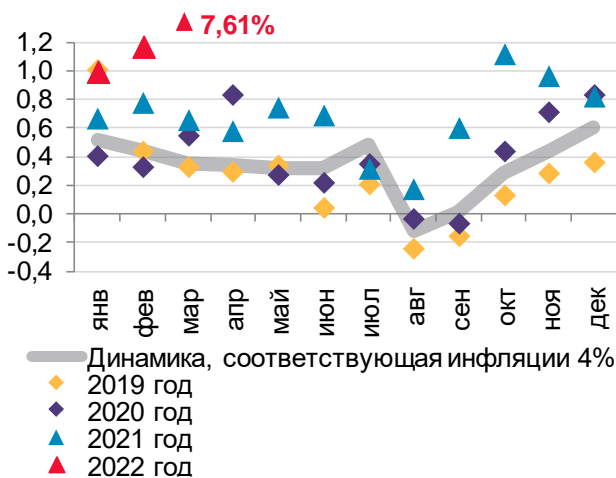
Источники: Росстат.

Темпы роста цен на плодоовощную продукцию ускорились (до 13,1% м/м SA) вследствие значительно подорожавшей импортной продукции, доля которой на рынке относительно высока в это время года. Вместе с тем увеличение урожая тепличных овощей привело к снижению цен на огурцы и помидоры к концу месяца.

Рост цен в непродовольственном сегменте ускорился до 11,2% в марте с 0,8% м/м SA в феврале (Рисунок 3). Основной причиной стал ускоренный перенос ослабления валютного курса в потребительские цены – прирост цен на электронику, бытовые товары, а также легковые автомобили по итогам месяца превысил 20%. Оперативные данные указывают на снижение цен на эти категории в начале апреля в связи с наблюдаемым в последние недели укреплением рубля.

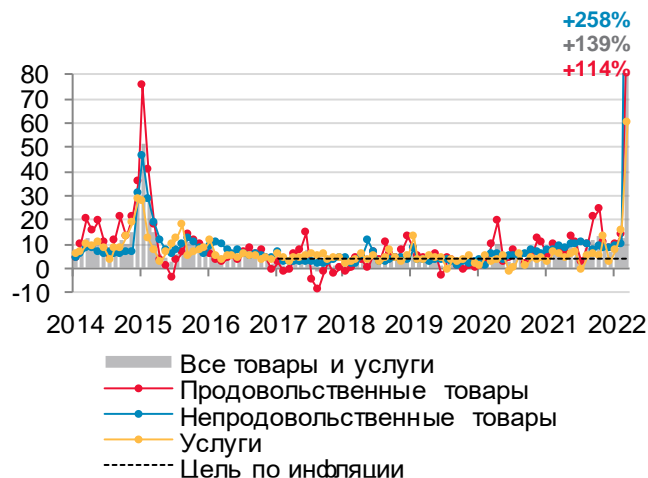
В сфере услуг рост цен ускорился до 4,0% м/м SA (Рисунок 3) главным образом за счет удорожания стоимости зарубежных поездок (+37,8% м/м SA), а также услуг воздушного транспорта (+5,9% м/м SA).

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



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

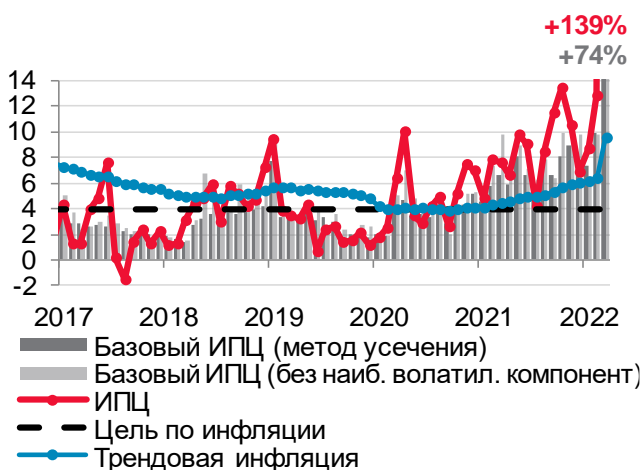
Рисунок 3. Сезонно сглаженный рост цен, % м/м SAAR



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

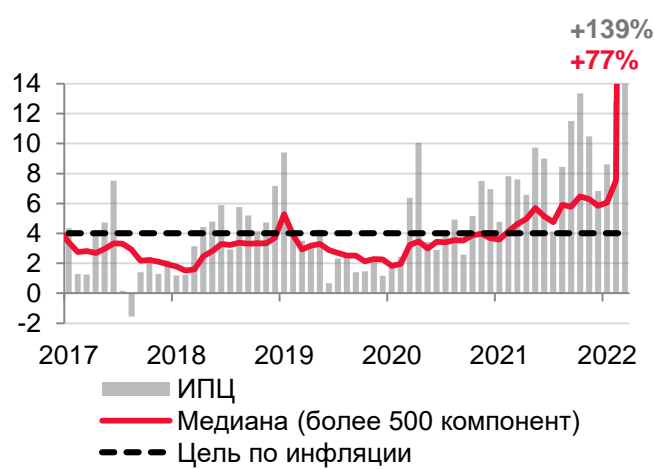
Аналитические показатели ценовой динамики указывают на значительное усиление инфляционного давления по широкому кругу потребительских товаров и услуг. Трендовая инфляция повысилась до 9,5% (Рисунок 4). Значительно увеличилась и медиана распределения, рассчитанная по дезагрегированным компонентам (Рисунок 5).

Рисунок 4. Модифицированные показатели базовой инфляции и оценка трендовой инфляции, % в годовом выражении



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

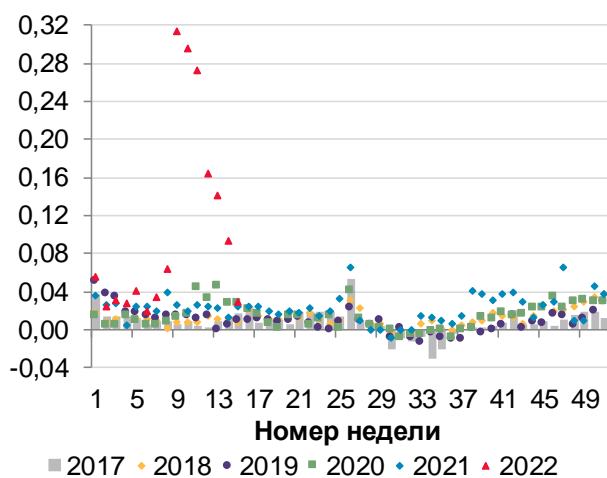
Рисунок 5. Медиана распределения, рассчитанная по дезагрегированным компонентам, % м/м SAAR



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

Оперативные показатели Росстата указывают на последовательное замедление ценовой динамики в конце марта – начале апреля (Рисунок 6). Вместе с тем недельный рост цен все еще значительно превышает уровень предыдущих лет. Это указывает на дальнейший рост годовой инфляции в ближайшее время.

Рисунок 6. Среднесуточный прирост цен, %



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

Рисунок 7. Ценовые индексы PMI в обрабатывающей промышленности и услугах, %



Источник: IHS Markit.

Рекордно высокие значения ценовых индексов PMI в марте позволяют ожидать сохранения значительного ценового давления в ближайшее время (Рисунок 7). Даже в случае дальнейшего укрепления рубля баланс рисков будет смещен в сторону проинфляционных. Ухудшение ситуации с логистикой и ограниченные возможности переключения на внутренних поставщиков могут провоцировать дальнейший рост цен, прежде всего в непродовольственном сегменте. Мы ожидаем, что темпы роста потребительских цен останутся повышенными в ближайшее время, после чего начнут замедляться.

2. Экономическая динамика

В марте российская экономика вошла в фазу спада в результате беспрецедентных санкционных мер и сворачивания деловых связей с Россией многими зарубежными компаниями. В отличие от краткосрочного «коронакризисного» спада, произошедшего в II квартале 2020 г., текущий спад с высокой вероятностью носит *трансформационный, структурный* характер и будет большим по масштабу и продолжительности при любых сценариях. При этом вопрос о скорости и масштабе спада и времени, которое потребуется, чтобы его в будущем преодолеть, является дискуссионным. Уровень неопределенности для таких оценок очень высок.

Помимо санкционной неопределенности, значительная неопределенность связана с поведением отдельных компаний, отраслей и потребителей. Деловые связи иностранных компаний с российскими компаниями сворачиваются или сокращаются из-за негативного влияния таких связей на имидж в глазах зарубежных потребителей, поставщиков и экономических агентов в целом. Это явление может проявляться в разных звеньях логистической цепочки, связанной с ведением внешнеэкономической деятельности. При этом чем более сложна логистическая цепочка и чем больше в ней звеньев, тем выше вероятность проявления таких эффектов в одном звене или нескольких. В результате

негативный эффект отказа работать на российском рынке по своему масштабу может превышать негативный эффект от прямых санкций.

В настоящее время о спаде экономической активности говорят только опросы предприятий. В то же время оперативные экономические индикаторы пока это не показывают, что во многом объясняется наличием у части производителей запасов сырья и материалов. В розничной торговле в марте наблюдался рост оборотов на фоне временного всплеска потребления домохозяйств. Но статистика внешнеторговых потоков указывает на ухудшение: стоимостные объемы импорта и объемы входящих рублевых платежей в отрасли-экспортеры заметно снижаются. Также снижаются объемы железнодорожных грузоперевозок. Опросы предприятий начинают фиксировать нарастание негативных явлений в экономике, которые будут распространяться через производственные цепочки и снижение спроса.

2.1. О природе экономического спада и его последствиях

Вследствие масштабных санкций российская экономика столкнулась с сильными отрицательными *шоками предложения*: ограничениями на получение и оплату импортного сырья, материалов и комплектующих, а также на поставки готовой продукции и задержками в получении оплаты за нее. В последнем случае речь идет как об экспортных поставках, так и о поставках на внутренний рынок. Внутренний рынок затрагивают производственные и торговые цепочки, связывающие компании-импортеры и дочерние компании иностранных инвесторов с российскими поставщиками. Из-за устойчивости шоков предложения глубина спада может быть весьма значительной, а траектория выхода из спада – растянутой во времени.

Производство высокотехнологической продукции, как правило, происходит в рамках глобальных производственных цепочек, в которых могут быть задействованы сотни и даже тысячи производственных, транспортных, финансовых и сервисных компаний из многих стран мира. Выпадение нескольких звеньев из этой цепочки может парализовать работу всей цепочки. Поэтому даже высокая степень локализации производства может не помочь в случае, если недостающие компоненты уникальны и не могут быть легко заменены на продукцию другого производителя. Это в первую очередь создает риски для машиностроения и электронной промышленности.

Внешнеторговые и финансовые ограничения, охватывающие широкий круг товаров, услуг, деловой и финансовой активности, делают российскую экономику более закрытой. Как результат, доля экспорта и доля импорта в российском ВВП будут снижаться при одновременном снижении самого ВВП. Это также означает, что в *среднесрочной* перспективе после завершения структурной трансформации экономики и снижении относительных мировых цен на сырьевые товары российский ВВП в пересчете на резервные валюты (юань, доллар и т.д.) уменьшится сильнее, чем в реальном выражении. Разрыв между ВВП, посчитанным по паритету покупательной способности, и номинальным ВВП в пересчете на резервные валюты возрастет.

Также ограничения приведут к снижению технологического и технического уровня и производительности труда в тех отраслях, которые они затрагивают. Отрасли, использующие наиболее современные иностранные технологии, и отрасли, достигшие высокого уровня цифровизации своих бизнес-процессов, рискуют пострадать сильнее других.

В среднесрочной перспективе произойдет изменение *относительных* цен. Во-первых, цены на товары увеличатся относительно цен на услуги (за исключением импортных услуг). Больше всего относительные цены вырастут на товары с высокой импортной составляющей в себестоимости. Во-вторых, произойдет рост цен на инвестиционные товары относительно труда (зарботных плат, доходов). Это связано с уменьшением производительности труда в целом в экономике и уменьшением общей факторной производительности (TFP). В результате доля оплаты труда в ВВП уменьшится. В-третьих, сокращение объема производства будет меньше, чем снижение ВВП, из-за меньшей эффективности производства. Вместе с тем, по той же причине спрос на труд возрастет, произойдет относительная замена капитала трудом.

Сокращение выпуска будет связано в первую очередь с падением потенциального ВВП. Уменьшение потенциального ВВП произойдет по двум основным причинам. Во-первых, из-за снижения физических объемов экспорта в результате действия санкций и ограничений, что означает прямой вычет из ВВП. Во-вторых, из-за потери эффективности и добавленной стоимости в результате частичного переключения на альтернативный менее технологичный, менее качественный и более дорогой импорт и вынужденное импортозамещение.

Потери потенциального ВВП ограничат возможности последующего восстановления за счет факторов спроса (закрытия отрицательного разрыва выпуска) и существенно отложат возврат ВВП на уровень 2021 года. Что касается будущих темпов роста потенциального ВВП, то однозначно судить о том, ускорятся они или замедлятся, пока нельзя. По сути, речь идет о том, будет ли увеличившийся в процессе спада разрыв в уровне развития российской экономики по сравнению со странами ОЭСР в дальнейшем сокращаться или расширяться. Ответ на этот вопрос зависит от многих факторов, основные из которых носят технологический характер и связаны со способностью российской экономики импортировать или быстро реплицировать зарубежные технологии, а также создавать свои технологии, сокращающие технологический разрыв и применимые в массовом производстве.

Структурная трансформация российской экономики в условиях продолжительного действия внешних ограничений будет сопровождаться технологическим регрессом в ряде отраслей при одновременном росте производства инвестиционных товаров и технологий. Сценарии трансформации пока неопределенны, но она может идти по следующим направлениям и пройдет через следующие этапы.

Первый этап: разрыв многих устоявшихся технологических, производственных и логистических цепочек. В первую очередь он затрагивает компании, импортирующие (напрямую или через поставщиков сырья и материалов) критически важные производственные компоненты, которые могут составлять даже небольшую долю в себестоимо-

сти. Перебои в поставках или их прекращение создают риски для финансового положения и функционирования всех компаний в производственной цепочке, что влечет за собой сокращение доступа к финансированию даже из российских источников. На этом этапе важную роль играет обеспеченность компаний ранее созданными запасами сырья, материалов, комплектующих. Компании-экспортеры и связанные с ними по производственной цепочке компании-смежники затрагиваются в меньшей степени из-за, как правило, ранее созданной финансовой подушки от экспорта в 2021 г. и меньшего масштаба ограничений на экспорт на этом этапе.

Адаптационная стратегия на данном этапе состоит в поддержании текущей работоспособности, что включает в себя использование запасов (в т.ч. финансовых), поиск альтернативных зарубежных покупателей/поставщиков и транспортных маршрутов. При отсутствии запасов и невозможности оперативно перестроиться происходит резкий спад производства, затрагивающий всю производственную цепочку. При этом возрастает риск «заражения» других производственных цепочек. Это, в частности, происходит из-за роста неопределенности в экономике в целом, увеличения кредитных рисков компаний, снижающих стимулы их кредитовать.

В технико-технологической части на первом этапе происходит постепенное нарастание проблем из-за нехватки запчастей и сервисного обслуживания иностранного оборудования. Это приводит к учащению сбоев и отказов в работе оборудования и общему снижению технической эффективности.

Задача экономической политики на данном этапе – *минимизировать масштаб спада* из-за разрыва производственных цепочек. Это достигается посредством принятия государством на себя части финансовых рисков (кредитных, процентных и т.д.). Программы частичных госгарантий и субсидирования процентных ставок – конкретные инструменты, которые могут быть использованы. Эффективной мерой общей поддержки бизнеса выступает снижение налогов и дерегулирование хозяйственной деятельности: отмена или мораторий на действие нормативных актов (за исключением критически важных), создающих административную или финансовую нагрузку на бизнес, особенно малый.

Второй этап: первичная подстройка компаний и производственных цепочек к новым условиям функционирования. По мере исчерпания запасов станет понятно, какие производственные цепочки сохранились, пусть в видоизмененном виде, а какие нет. Возможность оперативно переключиться на альтернативных зарубежных и российских поставщиков сыграет в этом определяющую роль. На этом же этапе проявятся негативные вторичные эффекты спада, которые через спрос, рынок труда и доходы дополнительно повлияют на экономику.

В части российских поставщиков ключевым ограничением для замещающего расширения производства будут производственные мощности и зависимость от импорта для их расширения. Поэтому резкого увеличения производства замещающей продукции на данном этапе ожидать не следует. Это коренное отличие от течения типичного циклического спада, связанного с временным снижением спроса при неизменном совокуп-

ном предложении. В то же время импульс к росту получают ремонтные и сервисные предприятия, как существующие, так и новые, которые смогут обеспечить устранение неполадок и поддержание производственных линий в рабочем состоянии.

В части налаживания поставок от альтернативных зарубежных поставщиков в условиях сохраняющихся ограничений возрастет роль небольших посреднических внешне-торговых компаний и «челночного» малого бизнеса (особенно в потребительском сегменте). Однако, малые объемы закупок и усложнение логистики приведут к удорожанию такого импорта и невозможности в полном объеме заменить традиционных поставщиков.

Технико-технологический уровень в российской экономике в целом на данном этапе продолжит снижаться из-за старения материально-технической базы и ее замещения менее производительными аналогами.

На втором этапе более активно будет сокращаться занятость в наиболее пострадавших отраслях, а также в тех, которые не преуспели в адаптации. Одновременно начнется рост спроса на труд в среднем и малом бизнесе (в том числе в теневом секторе), обслуживающем внешнюю торговлю и предоставляющем ремонтные и сервисные услуги. При этом в сфере потребительских услуг занятость, скорее всего, упадет из-за смещения структуры потребительской корзины и относительных цен в пользу товаров.

Спад объемов производства и валовой добавленной стоимости произойдет, в основном, на первом и втором этапах, ориентировочно до конца 2022 года.

Третий этап: «обратная индустриализация» или индустриализация на основе развития менее передовых технологий. На этом этапе, который может занять несколько лет, в результате реализации инвестиционных проектов происходит частичное импорто-замещение технологий и производств, доступ к которым потерян. Производство техники и технологий увеличивается, но на более низком технологическом уровне. Кроме того, эффект малого масштаба (невозможность массового производства в условиях ограниченного объема российского рынка) приведет к удорожанию таких техники и технологий относительно более современных, но недоступных технологий. Таким образом, техническая и экономическая эффективность созданной техники будет уступать нынешним. В частности, это затронет *уровень* цифровизации техники и бизнес-процессов, где технологический откат окажется наиболее выраженным. При этом занятость в импортозамещающих отраслях будет увеличиваться, а производство – расти опережающими другими отрасли темпами. В результате доля промышленности в экономике увеличится. Еще одним важным последствием станет снижение экологичности производства. Удельные выбросы и отходы на единицу производимой продукции возрастут в результате вынужденного использования менее ресурсосберегающих технологий.

Вместе с тем, возврат экономики на траекторию роста на данном этапе будет способствовать снижению общеэкономической неопределенности, восстановлению кредитной активности и закрытию отрицательного разрыва выпуска. Это предполагает временное превышение потенциальных темпов роста.

Меньшая производительность и эффективность техники и технологий потребует увеличения числа занятых, работающих в отраслях, использующих технику и технологии, а

также в отраслях, их обслуживающих. Это снизит общий уровень безработицы, но слабо повлияет на уровень реальных зарплат. Поэтому рост зарплат будет отставать от роста производства, а труд станет дешевле относительно капитала (основных фондов).

Четвертый этап: завершение структурной перестройки, достижение нового равновесия и развитие на новой, менее совершенной технологической базе, и постепенный возврат к прежним технологическим уровням. При этом возможны локальные технологические прорывы по отдельным направлениям.

После трансформации экономики в сторону альтернативных внешнеторговых партнеров и импортозамещения в пределах возможного остальных видов промежуточной и инвестиционной продукции дальнейшая экономическая динамика, в том числе потенциальные темпы роста, будет определяться следующими факторами:

- Величиной технологического отставания от других стран. Чем оно больше, тем легче, при прочих равных условиях воспроизводить передовые технологии локально.
- Возможностями масштабного экспорта в другие страны продукции с высокой добавленной стоимостью, в частности, техники и технологий, которые отвечают современным требованиям, активное освоение новых рынков. Чем больше эффект масштаба, тем эффективнее производство и тем больше возможностей для роста.
- Соотношением между государственным и частным секторами экономики. Расширение частной предпринимательской инициативы по широкому кругу отраслей экономики, дерегулирование являются необходимым условием для поддержки потенциальных темпов роста.
- Снижением доли рентных платежей в бюджетных поступлениях и возможным повышением общих налогов для их компенсации, что станет сдерживающим деловую активность фактором.
- Возможным увеличением доли госпотребления в ВВП за счет либо дополнительного повышения налогов, либо перераспределения бюджетных расходов. Такой структурный сдвиг был бы неблагоприятен для потенциальных темпов роста.
- Ролью и местом иностранных компаний и инвестиций в России. Важно восстановить привлекательность прямых и финансовых инвестиций в Россию.
- Развитием человеческого капитала и наличием социальных лифтов.
- Сохранением и развитием экономических и финансовых институтов и инфраструктуры.
- Интенсивностью внешних ограничений и динамикой их изменения.

В результате того или иного сочетания этих факторов и их взаимодействия между собой потенциальные темпы роста (темпы роста потенциального ВВП) могут оказаться как выше, так и ниже уровня последнего десятилетия, оцениваемого чуть ниже 2%.

Структурно в среднесрочной перспективе в российской экономике вырастет доля обрабатывающих производств и сектора бизнес-услуг. Снизятся доля потребительских услуг и их относительные цены. Аналогично изменится и отраслевая структура занятых. При этом с учетом демографической ситуации и потребности экономики в большем количестве работников уровень безработицы ожидается низким.

Важно подчеркнуть: успех адаптации и последующей структурной трансформации экономики в первую очередь зависит от *предпринимательской активности*. Поэтому стратегическая задача государства состоит в том, чтобы всячески ее поддерживать. Это предполагает масштабную экономическую либерализацию, радикальное снижение госрегулирования и контроля, уменьшение налогового бремени (за исключением рентных налогов).

Инфляция и денежно-кредитная политика. Внешние шоки вызывают масштабные структурные сдвиги в российской экономике, которые сопровождаются значительным изменением относительных цен и ростом издержек. В такой ситуации инфляция неизбежно временно ускоряется. Чтобы она оставалась вблизи цели Банка России в этот период, требуется резкое падение цен на потребительские услуги, что неприемлемо, поскольку вызовет еще больший спад в экономике. Поэтому задача денежно-кредитной политики на первом этапе состоит в обеспечении финансовой стабильности, поддержании кредитной активности, ограничении масштаба ценового шока и недопущении возникновения самораскручивающейся инфляционной спирали.

На втором и последующем этапах по мере ослабления ценовых шоков, связанных с адаптацией экономики к новым внешнеэкономическим условиям и ее трансформацией, денежно-кредитная политика должна обеспечить устойчивое замедление инфляции (дезинфляцию). В последующем, когда действие ценовых шоков исчерпывается, инфляция снижается до целевого уровня благодаря мерам денежно-кредитной политики.

В сложившихся условиях трансмиссионный механизм денежно-кредитной политики меняется, становится менее действенным, чем раньше. Так, валютный канал, канал благосостояния, балансовый канал либо перестают работать, либо работают медленнее. В результате изменения ключевой ставки Банка России в меньшей степени и с большей задержкой во времени транслируются на поведение экономических агентов и экономику в целом. Это обуславливает более активное применение мер макроprudенциальной политики и регуляторных изменений для частичной «компенсации» пониженной эффективности трансмиссионного механизма денежно-кредитной политики.

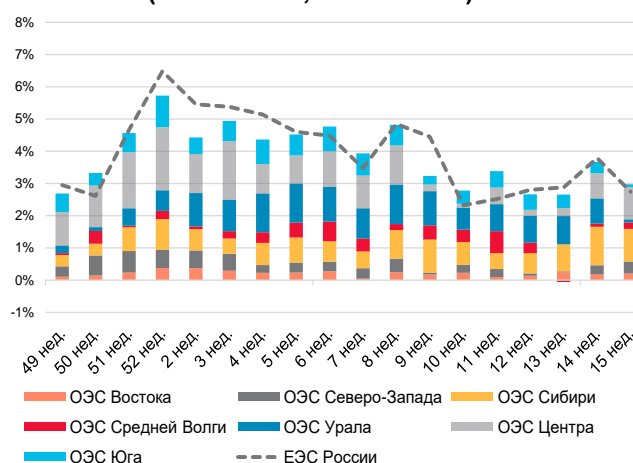
2.2. Ухудшение внешних условий снизило экономическую активность в марте

- Оперативные индикаторы в марте – начале апреля указывают на начавшееся снижение экономической активности на фоне значительного ухудшения внешних условий.
- С одной стороны, один из косвенных индикаторов производственной активности – электропотребление в марте – начале апреля демонстрировал стабильную динамику

относительно начала года. С другой стороны, опросные данные PMI в обрабатывающей промышленности указали на снижение выпуска и новых заказов на фоне возникших проблем с логистикой и поставками, которые привели к уменьшению запасов готовой продукции и сырья компаний.

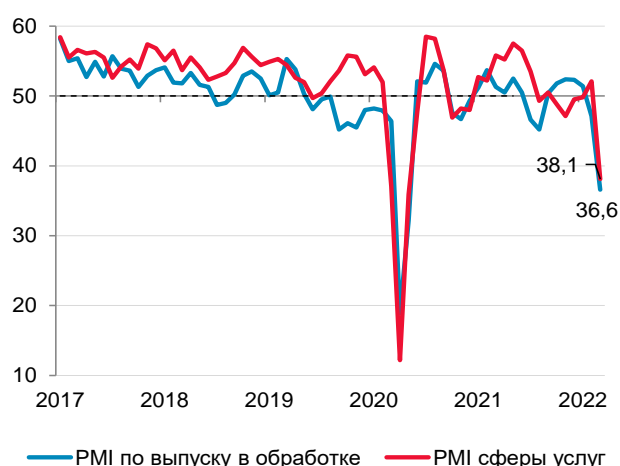
- Логистические затруднения сказались и на динамике железнодорожных перевозок. В марте погрузка снизилась в годовом выражении. Основными драйверами стали экспортные товары: нефть и нефтепродукты, уголь и зерно. При этом объемы погрузки остальных видов грузов оставались выше уровня годичной давности.
- В первой половине марта наблюдался значительный всплеск потребительского спроса из-за роста инфляционных ожиданий на фоне ослабления рубля. Он был сконцентрирован в сегменте непродовольственных товаров, что стало одним из факторов опережающего роста цен на них относительно других сегментов.
- К концу марта – началу апреля рост потребительских расходов в номинальном выражении вернулся к уровню начала года. На фоне повышения инфляции это означает снижение расходов в реальном выражении. Наиболее сильное сокращение наблюдается в сегменте непродовольственных товаров. Помимо прошедшей волны ажиотажного спроса, этому способствует снижение предложения из-за перебоев с импортными поставками. На этом фоне появляются признаки временного смещения структуры расходов в пользу услуг. По мере исчерпания созданных населением товарных запасов, произошедший рост цен потребительских товаров относительно услуг закрепит более высокую, чем в 2021 г. долю товаров в структуре потребительских расходов населения.

Рисунок 8. Вклады региональных систем в динамику электропотребления с поправкой на температуру и число рабочих дней, г/г (2021 к 2019; 2022 к 2021)



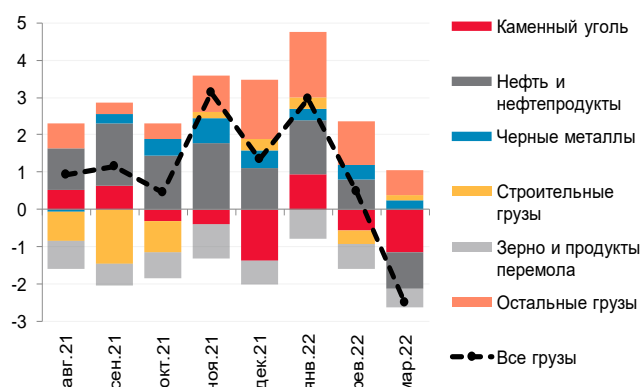
Источники: Системный оператор Единой Энергетической системы, расчеты ДИП.

Рисунок 9. PMI в обрабатывающей промышленности и услугах, пункты



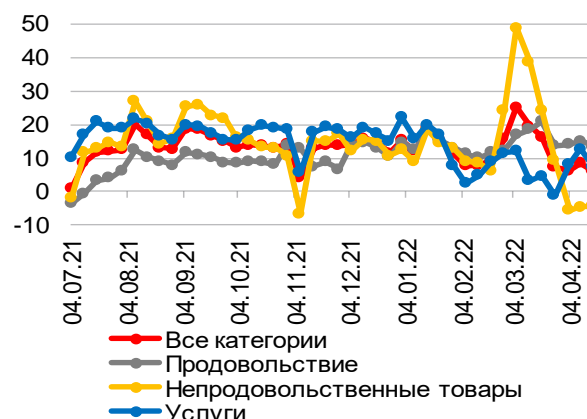
Источник: S&P Global.

Рисунок 10. Вклады в изменение объемов погрузки на железнодорожном транспорте по видам грузов, п.п., г/г



Источники: РЖД, расчеты ДИП.

Рисунок 11. Рост номинальных потребительских расходов, % г/г



Источник: Сбериндекс.

2.3. Льготные программы поддерживают кредитование

- Резкое повышение ключевой ставки и рост неопределенности относительно дальнейшей динамики деловой активности привели к ужесточению банками своей политики в отношении выдач кредитов, а также снижению спроса на кредиты. Действие льготных программ кредитования частично смягчает эффект от ужесточения денежно-кредитных условий.
- Значительное повышение ставок по депозитам остановило отток средств населения из банков и в марте рублевые депозиты физических лиц увеличились. Рост был сконцентрирован во вкладах сроком до 6 месяцев, ставки по которым превышали уровень ключевой ставки во многих банках.

Объем розничного кредитного портфеля в марте снизился¹. Объем выдач розничных кредитов уменьшился почти на 40% по сравнению с мартом 2021 г. (Рисунок 12). Этому способствовал ряд факторов: резкий рост ставок по кредитам вслед за повышением ключевой ставки в начале марта, сокращение предложения ряда товаров (прежде всего непродовольственных) из-за ухода многих иностранных компаний с рынка и перебоев с поставками, снизивших спрос на кредиты, а также ужесточение подходов банков к выдачам кредитов из-за роста неопределенности дальнейшей экономической динамики.

Снижение выдач демонстрировали все сегменты, за исключением ипотечного, динамику которого поддержали значительное увеличение выдач в рамках льготных программ (Рисунок 13) и использование ранее одобренных кредитных заявок. Льготная ипотека останется главным фактором поддержки рынка кредитования в ближайшее время. Во-первых, это наименее рискованный для банков вид розничного кредитования ввиду

¹ После очистки от сезонности.

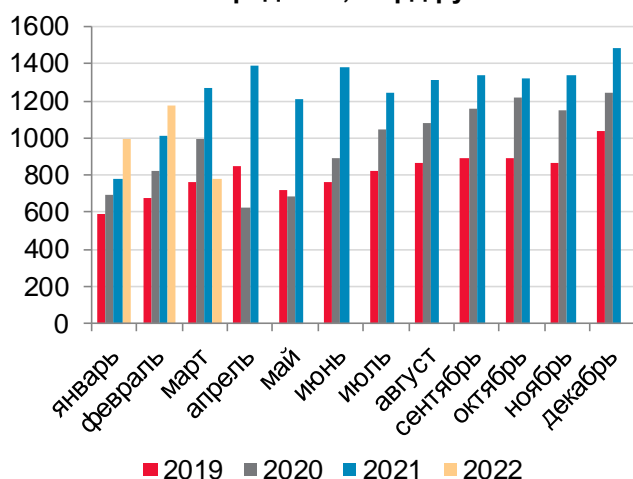
наличия залога, во-вторых, продолжают действовать льготные программы. В результате можно ожидать значительное по сравнению с 2021 годом изменение спроса и структуры выдач ипотечных кредитов в сторону субсидируемых кредитов на первичном рынке недвижимости.

Рублевые кредиты нефинансовым организациям в марте выросли² несмотря на существенное изменение денежно-кредитных условий. Поддержку динамике корпоративного кредитного портфеля в дальнейшем смогут оказать [льготные программы](#) для МСП и системообразующих предприятий, а также снижение экономической неопределенности.

Объем средств физических лиц в рублях в марте вырос, компенсировав февральское снижение, на фоне значительного повышения банками ставок по вкладам. Увеличение ключевой ставки до 20% сыграло важную роль, ослабив риски финансовой стабильности, и вместе с сохранением банками своей операционной деятельности вернуло доверие населения к банкам. Многие банки повысили ставки по вкладам на 3–6 месяцев выше уровня ключевой. В итоге в этом сегменте произошел наибольший прирост обязательств банков перед населением.

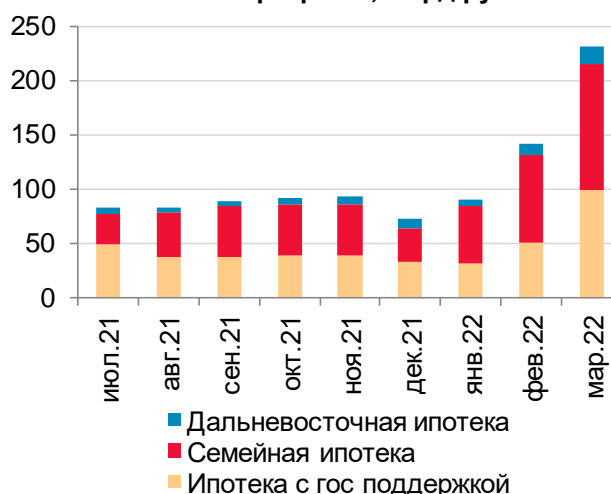
Прирост средств юридических лиц в рублях ускорился с 2,5 до 3,1% м/м SA, в то время как объем валютных средств юридических лиц продолжил снижение – на 5,6% м/м SA в марте после -5,1% м/м SA в феврале. Такая динамика может быть обусловлена обязательной конвертацией валютной выручки. Кроме того, компаниям может быть некомфортно держать большие запасы валютных накоплений в связи с возможным риском их заморозки.

Рисунок 12. Динамика выдач рублевых розничных кредитов, млрд рублей



Источники: Банк России, расчеты ДИП.

Рисунок 13. Объем выдач в рамках льготных ипотечных программ, млрд рублей



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

² После очистки от сезонности.

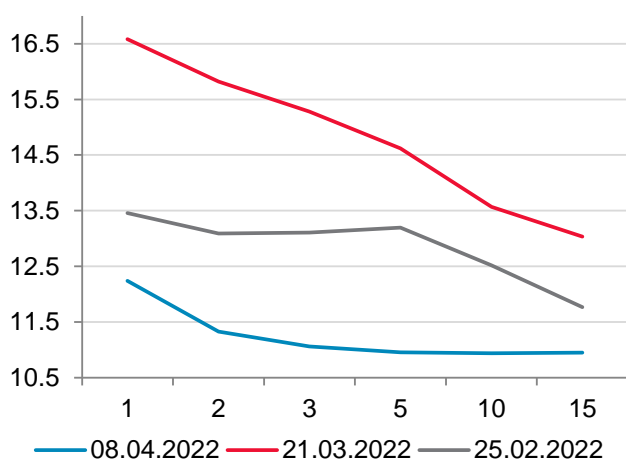
3. Финансовые и товарные рынки

3.1. Российский финансовый рынок: снижение влияния внешних факторов

- После трехнедельной паузы в торгах на Московской Бирже, связанной со значительным изменением внешних условий в конце февраля, рынок ОФЗ сначала открылся ростом доходностей (относительно уровней закрытия рынка 25 февраля). Однако в дальнейшем доходности ОФЗ преимущественно снижались.
- Решение Банка России по снижению ключевой ставки с 20 до 17% годовых в начале апреля ускорило снижение доходностей ОФЗ: они снизились в пределах 90–120 б.п. вдоль всей кривой. Угол наклона кривой (10 лет – 2 года) вернулся к значениям середины февраля (-39 б.п.) после минимальных значений (-230 б.п.) при возобновлении торгов.
- Обороты торгов с момента их возобновления в марте остаются невысокими. Структура торгов значительно поменялась в условиях отсутствия нерезидентов и уменьшения торговой активности со стороны кредитных организаций³. Отсутствие нерезидентов привело к практически полному снижению реакции российского рынка на внешние факторы (снижению глобального аппетита к риску, росту стоимости кредитной риск-премии России на внешнем рынке).
- Текущие уровни доходностей на 90–130 б.п. превышают уровни, зафиксированные на 18 февраля (цены на эту дату банки могут использовать для переоценки своих портфелей). В то же время у банков (как у основных инвесторов в ОФЗ) существенно снижается интерес к покупке ОФЗ: ставки денежного рынка заметно превышают доходности ОФЗ. Таким образом, фондировать портфель ОФЗ становится невыгодно (преимущественно из-за отсутствия желающих продавать по текущим уровням).
- В этом году Минфин России не планирует новые размещения как на внутреннем, так и на внешних рынках. Ликвидность рынка ОФЗ в таких условиях (при отсутствии нерезидентов и предложения новых бумаг со стороны Минфина России) будет оставаться невысокой. В то же время, при снижении доходностей ниже уровней 18 февраля, возможно появление предложения со стороны банков.
- Ситуацию на валютном рынке в условиях введенных Банком России ограничений на валютные операции определяет в основном динамика потоков по счету текущих операций. Сокращение спроса со стороны импортеров привело к существенному укреплению рубля с минимальных значений начала марта до уровней середины февраля. При этом с начала марта население выступало нетто-продавцом иностранной валюты.

³ Банки могут учитывать ОФЗ по ценам закрытия 18 февраля.

Рисунок 14. Кривая бескупонной доходности ОФЗ, %



Источник: Cbonds.

Рисунок 15. Курс доллара США к рублю, RUR/USD



Источник: Cbonds

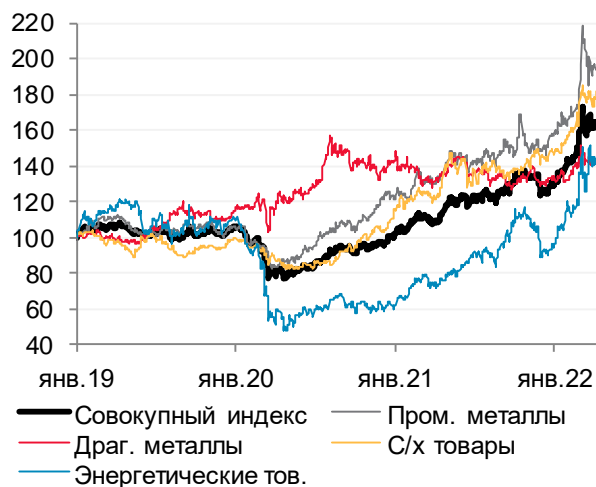
3.2. Возможности замещения российского сырья в краткосрочном периоде ограничены

- Цены сырьевых товаров активно росли в конце февраля – начале марта, при этом с середины первой декады марта они изменялись в относительно узком диапазоне, находясь близко к многолетним максимумам. Относительно начала марта индекс цен сырьевых товаров Bloomberg прибавил 10%: цены энергетических и сельскохозяйственных товаров выросли на 19 и 8%, промышленных и драгоценных металлов – на 13 и 2% соответственно (Рисунок 16).
- Из-за отказа части стран от покупок российского сырья и угрозы санкций цены российских сырьевых товаров демонстрировали отличную от общемировых бенчмарков динамику. Так, цена нефти Urals упала на 25%, до 71 долл./барр., за счет расширения дисконта к бенчмарку Brent до 35 долл./барр., а цены природного газа на крупном европейском хабе и Нью-Йоркской бирже выросли на 6 и 42% (Рисунок 17).
- Расширение дисконтов увеличивает привлекательность приобретения нефти новыми покупателями с учетом растущего транспортного плеча. Эксперты Natixis подсчитали, что в краткосрочном периоде Россия сможет перенаправить в Индию и Китай до 1 млн б/с нефти, частично вытеснив поставки из стран ОПЕК.
- В условиях околонулевого сальдо на мировом рынке жидкого топлива отказ от покупок российской нефти сформирует значительный дефицит жидкого топлива вместо прогнозирувавшегося ранее излишка. Покрытие данного дефицита в краткосрочном периоде крайне проблематично.
- Несмотря на то что страны ОПЕК согласовали более высокое месячное увеличение добычи в мае (0,43 млн б/с вместо привычных 0,40 млн), заявления лидеров картеля показывают, что страны не спешат отходить от консервативной стратегии. При

этом их текущая добыча все больше отклоняется вниз от квот (Рисунок 18). Американские сланцевые производители также медленно отказываются от текущей стратегии генерации свободных денежных потоков для выплаты дивидендов акционерам и не торопятся значительно наращивать инвестиции в бурение новых скважин (Рисунок 19).

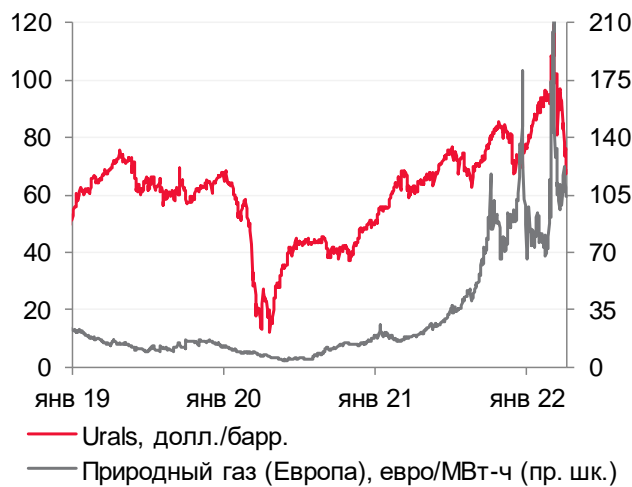
- Снятие санкций с Ирана вероятно откладывается по крайней мере до июня, когда Международное агентство по атомной энергии представит результаты расследования незадекларированных ядерных объектов Ирана. Также предположительно тяжелыми будут переговоры с Венесуэлой о снятии санкций, что не позволяет ожидать выхода дополнительных объемов ее нефти в первом полугодии.
- Использование стратегических резервов *может* частично заместить дефицит, но лишь на время. Так, в марте страны – члены Международного энергетического агентства (МЭА) согласовали продажу 240 млн барр. нефти из стратегических резервов, в основном США. При этом, по оценкам Natixis и RBC, логистические ограничения будут препятствовать быстрому попаданию нефти на рынок, а стратегические запасы США сократятся до минимального «безопасного» уровня (для покрытия 90-дневного чистого импорта).
- В этих условиях для покрытия дефицита МЭА предложило план по сокращению мирового потребления нефти на 2,7 млн б/с в течение 4 месяцев. Однако он представляется излишне амбициозным и в том числе может негативно отразиться на экономической активности, предусматривая, в частности, расширение удаленной работы, снижение скорости передвижения на трассах, замещение самолетов поездами. Часть плана имеет слабые перспективы для реализации в ближайшее время: например, значительное ускорение внедрения электромобилей. Реализация остальных составляющих плана в определенной степени потребует от населения смены привычного образа жизни, например отказа от пользования автомобилем по воскресеньям и расширения пользования общественным транспортом.
- Дорогостоящим и, вероятно, продолжительным по времени будет и процесс замещения газа из России. ЕС разработал план постепенного отказа от российского газа: по оценкам МЭА, он поможет сократить импорт из России более чем на треть (более чем на 50 млрд м³). План включает в себя отказ от новых контрактов с Россией, максимальное увеличение выработки электроэнергии за счет биоэнергетики и атомной энергии, ускорение замены газовых котлов тепловыми насосами, новые проекты ветровой и солнечной генерации, а также поощрение более экономного использования газа потребителями. Однако эксперты оценили затраты ЕС в 2,5–3,0% ВВП. При этом возможности для переключения на газ из других стран ограничены в краткосрочной перспективе. В частности, по оценкам Bloomberg, лишь 10–15% СПГ Катара не связаны долгосрочными контрактами с азиатскими странами.

Рисунок 16. Индексы Bloomberg цен товаров и металлов (01.01.2019 = 100)



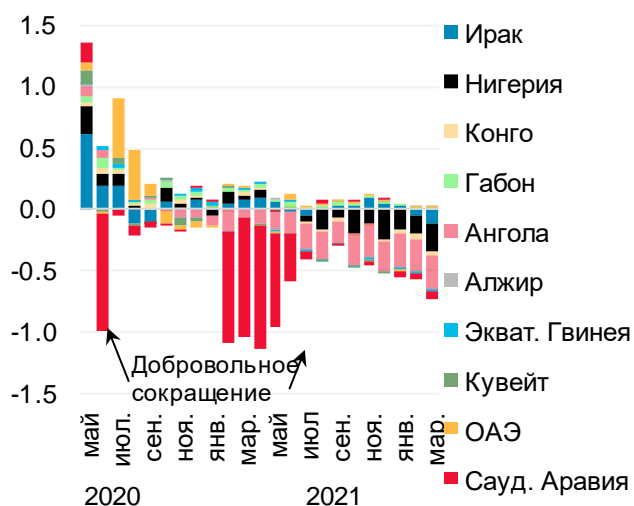
Источники: Bloomberg Finance L.P., расчеты ДИП.

Рисунок 17. Цена нефти Urals и природного газа в Европе



Источник: Investing.com.

Рисунок 18. Отклонение добычи нефти ОПЕК от квот («+» – превышение квот), млн б/с



Источники: Bloomberg Finance L.P., IHS, расчеты ДИП.

Рисунок 19. Средний за 2 месяца рост операционных показателей сланцевых компаний США, % г/г



Источники: EIA, расчеты ДИП.

Александр Морозов

Директор

Владислав Абрамов

Ирина Богачева

Сергей Власов

Татьяна Кузьмина

Левон Мовсесян

Максим Неваленный

Екатерина Петренева

Алексей Поршаков

Белла Рабинович

Арина Сапова

Александра Стерхова

Юлия Ушакова

Яна Чернышова

Дмитрий Чернядьев