



Банк России



О ЧЕМ ГОВОРЯТ ТРЕНДЫ Макроэкономика и рынки

Бюллетень Департамента исследований и прогнозирования

Июнь 2022

СОДЕРЖАНИЕ

Краткое содержание	3
1. Инфляция	5
1.1. Текущий дезинфляционный тренд пока неустойчив	5
2. Экономическая динамика	9
2.1. Замедление снижения экономической активности в апреле – мае	10
2.2. Активное бюджетное стимулирование в апреле	13
2.3. Дальнейшее сжатие розничного кредитования в апреле	15
3. Финансовые и товарные рынки	18
3.1. Российский финансовый рынок: фокус на внутренние условия	18
3.2. Добыча нефти в России снижается медленнее ожиданий аналитиков	19
В фокусе. Влияние валютного курса на цены в новой реальности	23

Бюллетень подготовлен Департаментом исследований и прогнозирования по данным на 25.05.2022.
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 апреле – мае ситуация в российской экономике складывалась лучше, чем предполагалось в апрельском прогнозе Банка России. После резкого ухудшения в марте экономика значительно замедлила негативную динамику. Существенное укрепление рубля в сочетании со снижением потребительской активности и инфляционных ожиданий привело к быстрому торможению роста потребительских цен в апреле – мае, которое, впрочем, пока преждевременно считать устойчивым.
 - В апреле – мае в российской экономике произошла относительная стабилизация, отражающая первоначальную адаптацию экономических агентов к резко изменившимся условиям, прежде всего финансовым. Об этом говорят результаты опросов предприятий и косвенные показатели экономической активности. Однако структурные изменения в экономике еще не произошли. В условиях сохраняющегося глубокого снижения импорта товаров и услуг остаются значимые риски дальнейшего сокращения производства по мере исчерпания запасов сырья, материалов и комплектующих.
 - Низкий рост потребительских цен в мае во многом вызван действием нескольких разовых дезинфляционных факторов, прежде всего сильным укреплением рубля. Дальнейшая динамика потребительских цен в краткосрочной перспективе будет определяться объемом предложения потребительских товаров, динамикой валютного курса, потребительского кредитования, зарплат и доходов, инфляционных ожиданий, а также изменением склонности к потреблению домохозяйств. В 2024 г. инфляция возвратится к 4% под воздействием проводимой денежно-кредитной политики.
 - В апреле – мае российские финансовые рынки частично восстановились в условиях действия ограничений на трансграничное движение капитала и постепенного снятия регуляторных барьеров, препятствующих торговле финансовыми инструментами. Вместе с тем объемы операций на рынках оставались пониженными относительно уровней начала года, хотя и несколько подросли в конце мая.

В фокусе. Влияние валютного курса на цены в новой реальности

- Мы полагаем, что при значительном росте санкционных и логистических ограничений на поставки товаров в Россию *влияние обменного курса на цены через классический механизм эффекта переноса в целом сохранилось*. Однако оно стало носить *опосредованный, сигнальный характер*, реализуясь через ожидания производителей и продавцов. При этом прямой перенос валютного курса в цены через стоимость импортных товаров и комплектующих был менее выражен. В целом это привело к значительному ускорению переноса динамики курса в цены.

- По мере достижения нового равновесия на товарном и валютном рынке курс рубля будет характеризоваться меньшими колебаниями и упомянутая выше сигнальная составляющая эффекта переноса постепенно снизится. При этом структурная перестройка экономики, вероятно, в дальнейшем вновь приведет к изменению уровня и скорости переноса обменного курса в цены.
- В этих условиях формирование достоверных оценок чувствительности изменения потребительских цен к курсовой динамике на базе модельного аппарата станет возможным только по прошествии времени. Поэтому оценки масштаба дезинфляционных последствий текущего укрепления рубля с помощью значений эффекта переноса, полученных на ретроспективных данных, следует интерпретировать с максимальной осторожностью.

1. Инфляция

Изменения в платежном балансе, а также несинхронность и нелинейность в структурной подстройке экспорта и импорта привели в апреле – мае к значительному снижению спроса на валюту по нескольким каналам при слабом снижении объема ее предложения на российском рынке. Это вызвало существенное укрепление рубля, что, в свою очередь, транслировалось в торможение роста потребительских цен и вместе с ним – в снижение инфляционных ожиданий населения и бизнеса.

Кроме того, после исчерпания мартовского всплеска ажиотажного спроса потребительский спрос опустился, отражая уменьшение реальных зарплат и доходов, создание «стратегических запасов» товаров длительного хранения и длительного пользования, а также сжатие потребительского кредитования. Это привело к замедлению роста и в ряде случаев даже к снижению розничных цен на товары, цены на которые ранее значительно выросли, опередив рост издержек.

Вместе с тем динамика наиболее устойчивых показателей роста потребительских цен, таких как трендовая инфляция, медианный рост цен и показатели базовой инфляционной нагрузки, указывают на сохранение все еще высокого, хотя и снижающегося общего инфляционного давления. Поэтому текущие пониженные темпы роста индекса потребительских цен выглядят неустойчивыми. По мере исчерпания действия разовых дезинфляционных факторов рост цен может вновь повыситься.

Большая неопределенность в динамике цен в предстоящие месяцы связана со структурным фактором, а именно с масштабом и темпами замены товаров с высокой импортной составляющей новыми импортными и (или) отечественными товарами. В случае быстрой и полноценной замены рост цен останется медленным с учетом более низкого спроса. Если же замены не будет, рост цен увеличится из-за опережающего уменьшения предложения товаров даже при низком спросе.

1.1. Текущий дезинфляционный тренд пока неустойчив

- В апреле годовая инфляция повысилась до 17,8% при существенном замедлении месячного роста цен относительно марта. Последнее произошло главным образом под влиянием корректировки потребительского спроса после ажиотажного всплеска в марте, а также значительного укрепления рубля.
- Дополнительным фактором быстрого замедления роста цен в апреле стал «перелет» повышения потребительских цен относительно цен производителей в марте. Вместе с тем повышательное давление на цены со стороны издержек производителей в ближайшие месяцы будет компенсировать дезинфляционное влияние снижения спроса.
- В мае недельные темпы роста потребительских цен еще больше замедлились, вызвав снижение годовой инфляции до 17,5%, по оценке на 20 мая.

- Несмотря на замедление недельного роста цен, баланс рисков в среднесрочной перспективе остается смещенным в сторону проинфляционных.

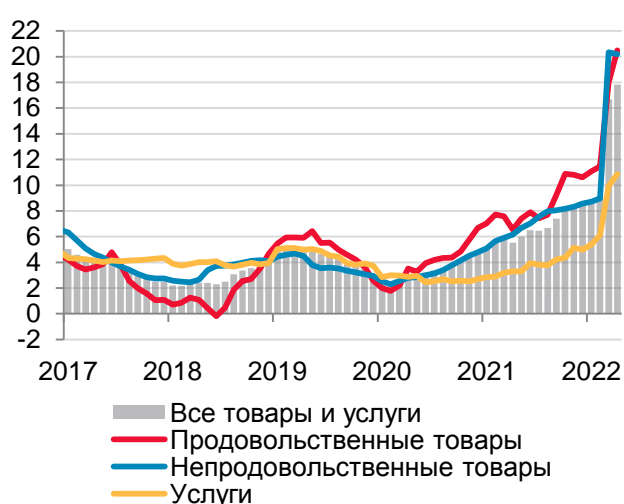
В апреле годовая инфляция составила 17,8% после 16,7% в марте (Таблица 1, Рисунок 1). В отчетном месяце прирост цен существенно замедлился, до 1,5% м/м с учетом сезонности, после резкого всплеска в марте до 7,5% м/м (Рисунок 2). Замедление роста цен наблюдалось по всем компонентам потребительской корзины, сильнее всего в сегменте непродовольственных товаров.

Таблица 1. Инфляция и ее компоненты

	Дек. 2020	Дек. 2021	Фев. 2022	Мар. 2022	Апр. 2022
% г/г					
Все товары и услуги	4,9	8,4	9,2	16,7	17,8
Базовая инфляция	4,2	8,9	9,7	18,7	20,4
Прод. товары	6,7	10,6	11,5	18,0	20,5
Непрод. товары	4,8	8,6	9,0	20,3	20,2
Услуги	2,7	5,0	6,1	9,9	10,9
% м/м SAAR					
Все товары и услуги	6,9	6,7	12,6	139,1	19,9
Базовая инфляция	6,1	8,6	13,2	178,4	25,6
Прод. товары	10,6	8,1	13,3	114,3	37,6
– без плодоовощей	6,6	11,3	12,2	90,8	49,6
Непрод. товары	5,3	8,3	9,9	258,3	6,7
– без нефтепродуктов	5,9	8,2	11,1	330,9	8,1
Услуги	4,2	2,7	15,4	60,0	15,2
– без ЖКУ	7,3	4,8	17,0	105,8	22,7

Источники: Росстат, расчеты ДИП.

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



Источник: Росстат.

Месячный рост цен на продовольствие составил 2,7% м/м SA (Рисунок 3). В большей степени на замедление роста цен повлияло начавшееся удешевление плодоовощной продукции вследствие значительного эффекта от укрепления рубля. Дополнительным фактором стало возвращение роста цен на сахар к «нормальным уровням» после сильного «перелета» в марте на фоне повышенного спроса на продовольственные товары длительного хранения. В начале мая рост цен на продукты питания продолжил устойчиво замедляться, но на отдельные позиции (масла, молочная продукция, бакалея) остается на повышенном уровне вследствие сохраняющихся проблем с логистикой и ростом затрат производителей.

Рост цен в непродовольственном сегменте замедлился до 0,5% в апреле с 11,2% м/м SA в марте (Рисунок 3). Основной причиной стало произошедшее укрепление рубля – цены на многие товары, зависимые от валютного курса, снизились после роста на 10–20% месяцем ранее. В целом медианный рост цен этой группы товаров в апреле оказался значительно ниже медианы роста цен товаров, слабо зависимых от курса (Рисунок 38).

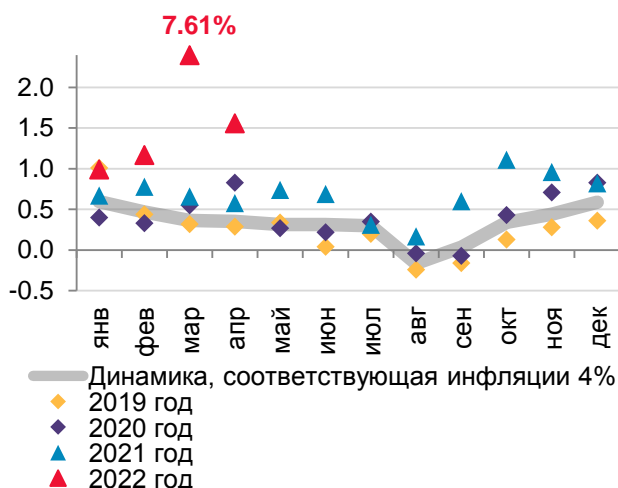
Дополнительным фактором быстрого замедления роста цен в апреле стал временный «перелет» повышения потребительских цен относительно цен производителей в марте: рост цен производителей в обрабатывающих отраслях в марте ускорился, но не

так сильно, как в потребительском сегменте (Рисунок 6). Последнее объясняется опережающим повышением потребительских цен на фоне ажиотажного потребительского спроса в марте в условиях резко возросшей неопределенности. При этом давление со стороны цен производителей в апреле нарастало, что будет в дальнейшем поддерживать рост потребительских цен на повышенном уровне.

В сфере услуг рост цен замедлился до 1,2% м/м SA (Рисунок 3) – главным образом за счет уменьшения темпов удорожания стоимости зарубежных поездок, прочих услуг (особенно банковских), а также бытовых услуг¹.

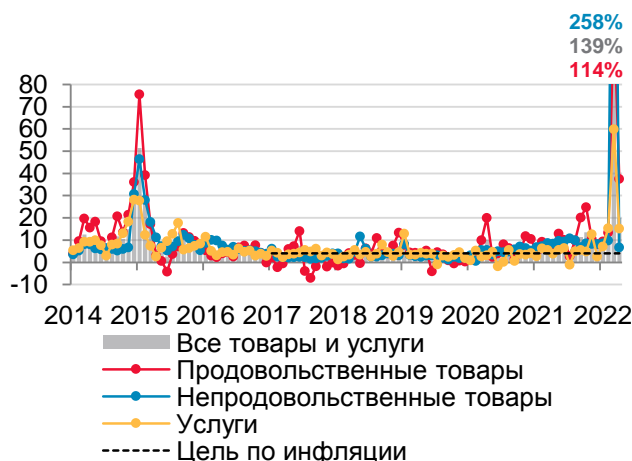
В целом ограничения на стороне предложения продолжают оказывать повышающее давление на розничные цены. В то же время уменьшение потребительского спроса на фоне сокращения реальных доходов населения и розничного кредитования оказывает понижающее давление.

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 сохранение высокого инфляционного давления на потребительском рынке. Трендовая инфляция повысилась до 10,1% в апреле при уменьшении среднего из [оценок модифицированных показателей базовой инфляции](#)² до 23,1% после 79,3% в марте (Рисунок 4). Медиана распределения, рассчитанная по дезагрегированным компонентам, хоть и снизилась с аномально высоких уровней марта, но осталась, как и базовая инфляция, на повышенном уровне – 15,8% в апреле (Рисунок 5).

¹ Вклад в замедление роста цен в сегменте услуг в апреле по сравнению с мартом – 0,5 п.п., 0,4 п.п. и 0,1 п.п. соответственно.

² Рассчитаны методом исключения наиболее волатильных компонент и методом усечения. Эти показатели более чувствительны к действию разовых и временных факторов, чем трендовая инфляция.

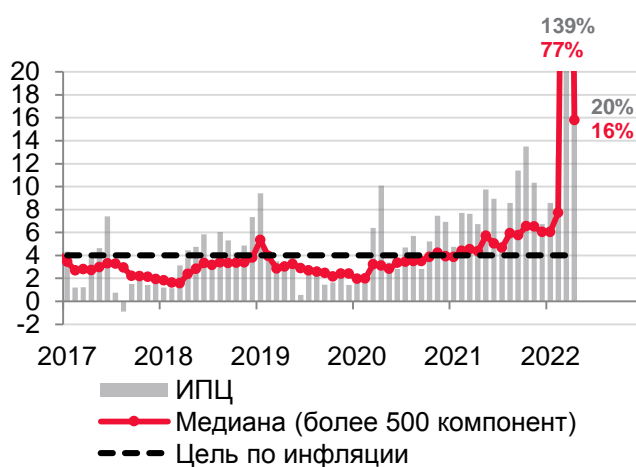
Рисунок 4. Модифицированные показатели базовой инфляции* и оценка трендовой инфляции, % в годовом выражении



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

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

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



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

Оперативные данные Росстата указывают на постепенное замедление недельного роста цен и даже на переход к их снижению. Так, за неделю с 14 по 20 мая потребительские цены снизились на 0,02% (Рисунок 7). За первые двадцать дней мая потребительские цены выросли на 0,13%, что ниже значения аналогичного периода прошлого года. Годовая инфляция снизилась до 17,5% на 20 мая.

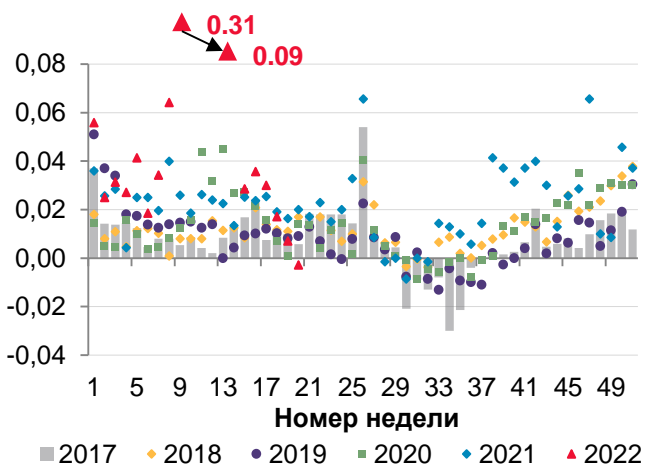
Рисунок 6. Динамика индекса цен производителей обрабатывающего сектора* и индекса потребительских цен, % г/г



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

* Без учета металлургического производства, а также нефтепереработки.

Рисунок 7. Среднесуточный прирост цен, %



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

Недельные темпы роста цен в мае приблизились к уровню, выводящему на годовую инфляцию немногим выше 4%. Однако наблюдаемое замедление роста цен может оказаться неустойчивым. Так, медиана роста наблюдаемых на недельной основе товаров и услуг (без учета плодоовощной продукции и услуг, цены на которые регулируются) хотя и снизилась с пиковых значений марта, остается на повышенном уровне конца 2021 – начала 2022 года (Рисунок 8). В скором времени инфляционное давление может повыситься под влиянием растущих издержек производителей в условиях поиска новых поставщиков и логистических цепочек, а также роста спроса на продукцию внутренних производителей из-за меньшей доступности импорта.

Рисунок 8. Темп роста стоимости и медиана распределения недельных приростов цен, %



Примечание. Расчет сделан на основании наблюдаемого на недельной основе набора товаров и услуг без плодоовощной продукции и регулируемых тарифов.

Источники: Росстат, расчеты ДИП.

2. Экономическая динамика

В целом в марте – мае в российской экономике произошло умеренное снижение экономической активности, причем в последнее время темпы снижения ощутимо замедлились, в значительной степени благодаря финансовой стабилизации и использованию ранее созданных материальных и финансовых запасов. Структурная трансформация еще не произошла. Ее признаками будут существенное восстановление объемов импорта с переориентацией на альтернативных поставщиков (в краткосрочной перспективе) и резкое увеличение инвестиций и производства на уровне отдельных компаний и отраслей (в более отдаленной перспективе). Между текущим моментом и активной структурной трансформацией вероятен временной разрыв, в течение которого снижение производства и предложения товаров может усилиться.

В этой связи активизация контрциклической бюджетной политики (рост расходов одновременно с предоставлением налоговых послаблений), которая произошла в апреле, а также ряд регуляторных послаблений смягчают экономический спад, создавая условия для менее болезненной подстройки экономики к структурным изменениям. Снижение ключевой ставки и кредитных ставок в экономике, также этому способствует.

Укрепление рубля в апреле – мае оказывает неоднозначное влияние на экономическую активность и структурную трансформацию экономики. Удешевляя импорт, крепкий рубль делает его более финансово доступным, тем самым компенсируя возросшие затраты на перестройку логистических цепочек. Кроме того, проведенные в последние годы опросы предприятий показали, что крепкий рубль способствует перевооружению производства и реализации инвестиционных проектов. Это облегчает структурную трансформацию экономики: импортозамещение промежуточных и потребительских товаров и перестройку торговых потоков в направлении восток – юг. Вместе с тем оба этих процесса требуют времени и пока слабо прослеживаются в показателях внешней торговли. При этом укрепление рубля при прочих равных условиях приводит к уменьшению рублевой выручки экспортеров.

Важно также отметить, что существенным риском для компаний выступает высокая волатильность валютного курса. В этом отношении прекращение работы бюджетного правила стало фактором усиления волатильности рубля. В дальнейшем повышенная курсовая волатильность, вероятно, сохранится до завершения основных процессов структурной трансформации экономики, включая перестройку внешнеторговых потоков. В перспективе возобновление работы бюджетного правила в том или ином виде позволило бы снизить волатильность рубля.

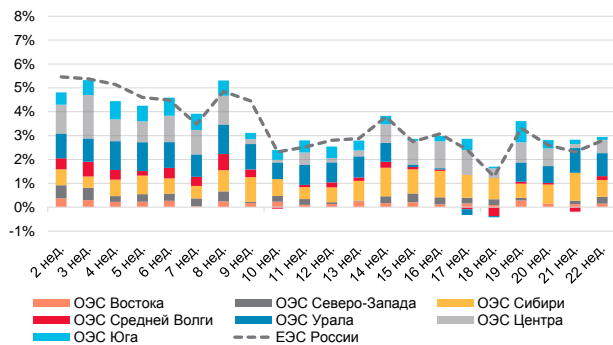
2.1. Замедление снижения экономической активности в апреле – мае

- Оперативные индикаторы указывают на замедление начавшегося в марте снижения экономической активности, последовавшего за значительным изменением внешних условий, введением торговых и финансовых ограничений.
- В частности, индексы PMI в обрабатывающей промышленности и сфере услуг в апреле значительно выросли после мартовского снижения, но остались ниже уровня 50 пунктов, который разделяет рост и падение (Рисунок 10). Глубина падения индексов гораздо меньше, чем в острую фазу пандемии в 2020 г. и эпизод мирового финансового кризиса 2008–2009 годов. Однако процесс структурной перестройки российской экономики, обусловленный кардинальным изменением внешних условий, потребует времени. В условиях ограничений на стороне предложения это будет оказывать сдерживающее влияние на деловую активность в течение ближайших кварталов.
- В апреле годовой рост потребления электроэнергии замедлился, но в мае принялся ускоряться (Рисунок 9). Это в целом совпадает с динамикой добычи нефти, которая стала восстанавливаться в начале мая после апрельского снижения.

- Разрывы традиционных логистических схем, в которых были задействованы транспортные компании и инфраструктура недружественных стран, а также наложенные на российские компании ограничения, привели к значительному снижению импортных поставок (Рисунок 11). Причем нарушение логистики коснулось не только поставок из недружественных стран, но и других торговых партнеров (Рисунок 13).
- Производственная активность снизилась значительно меньше, чем импорт. Это говорит о том, что сокращение внешних поставок существенно сказалось только на части отраслей. Основная причина – использование накопленных ранее запасов сырья и комплектующих, которое позволяет компаниям поддерживать объемы производства.
- Все это указывает на то, что глубина снижения экономической активности в II квартале по сравнению с мартом окажется небольшой. При этом дальнейшая траектория экономики во втором полугодии будет в значительной степени зависеть от того, в какой мере компании смогут найти альтернативные схемы поставок из-за рубежа или замену импорту внутренними производителями. Процесс перенастройки логистических маршрутов уже начался (Рисунок 12). Цепочки поставок удлиняются и усложняются, что отразится и на импортных ценах.
- Номинальный рост потребительских расходов после отката в начале апреля стабилизировался на уровне около +10% г/г. На фоне более высокого роста цен это означает снижение потребления в реальном выражении (Рисунок 14). Основной вклад в снижение вносит динамика продаж непродовольственных товаров. Заметное сдерживающее влияние на нее оказывают ограничение предложения этих товаров³, ухудшение динамики заработных плат на фоне охлаждения ситуации на рынке труда (Рисунок 15, Рисунок 16), повышенная норма сбережений и охлаждение потребительского кредитования, а также упреждающие покупки в марте.
- В условиях активного сокращения числа вакансий снижается конкуренция на рынке труда. Если первую волну снижения спроса на персонал можно было связать с решениями о приостановке ранее запланированного найма, то вторая волна, вероятно, отражает начало сокращения числа рабочих мест.

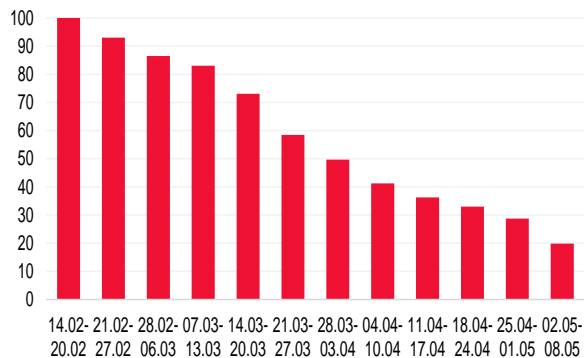
³ Например, по данным Ассоциации европейского бизнеса (АЕБ), в начале II квартала 2022 г. падение продаж новых легковых и легких коммерческих автомобилей составило 78,5% г/г во многом на фоне снижения импорта и остановки внутреннего производства.

Рисунок 9. Вклады региональных систем в динамику электропотребления с поправкой на температуру и число рабочих дней, г/г (2021 к 2019; 2022 к 2021)



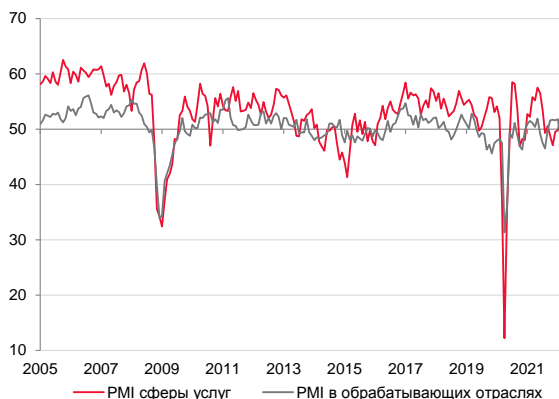
Источники: Системный оператор Единой энергетической системы, расчеты ДИП.

Рисунок 11. Физический объем ввоза в Россию, скользящее среднее за 4 недели, в % от уровня середины февраля



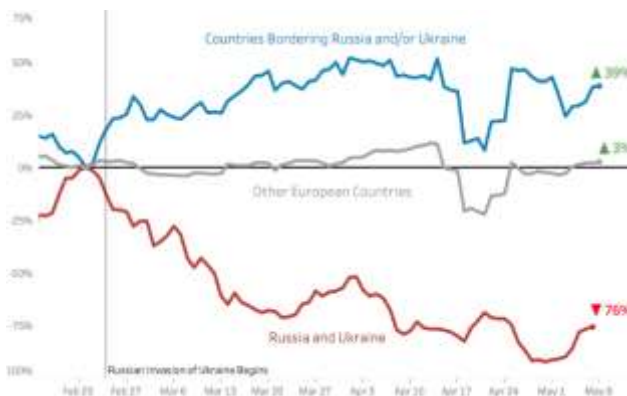
Источник: FourKites.

Рисунок 10. PMI в обрабатывающей промышленности и услугах, пункты



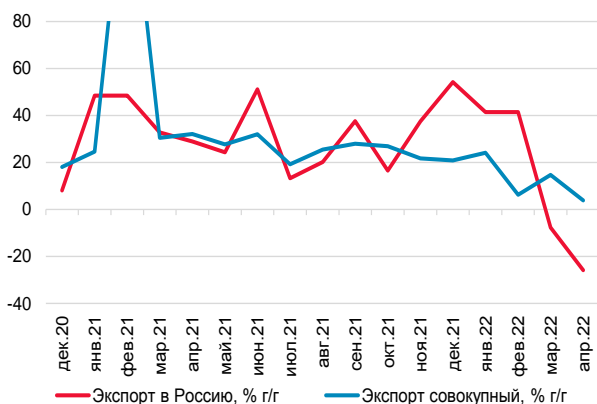
Источник: S&P Global.

Рисунок 12. Объем ввоза товаров, среднее за 7 дней, % к 21.02



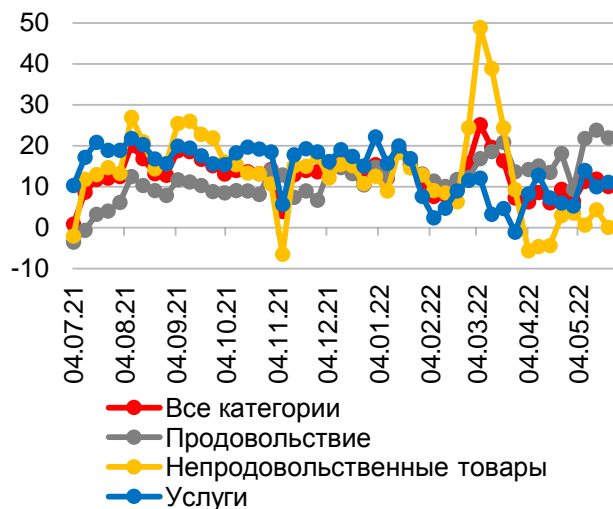
Источник: FourKites.

Рисунок 13. Динамика экспорта из Китая



Источник: Trade Economics.

Рисунок 14. Рост номинальных потребительских расходов, % г/г



Источник: Сбериндекс.

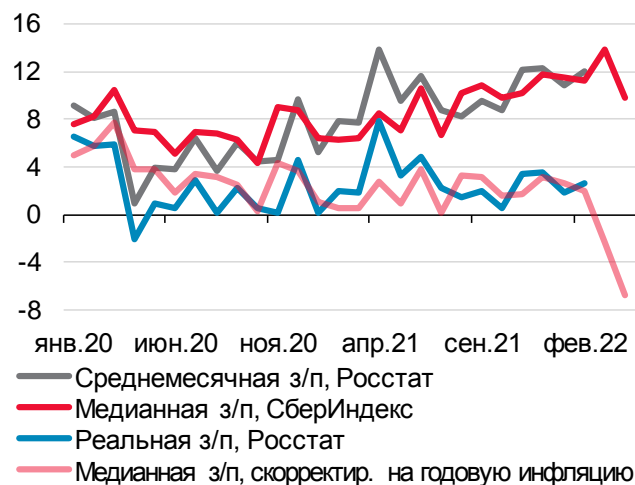
Рисунок 15. Индекс HeadHunter



Источник: HeadHunter.

* Индекс HeadHunter отражает количество активных резюме к вакансиям: чем он выше, тем ниже конкуренция за персонал на рынке.

Рисунок 16. Динамика заработной платы, % г/г



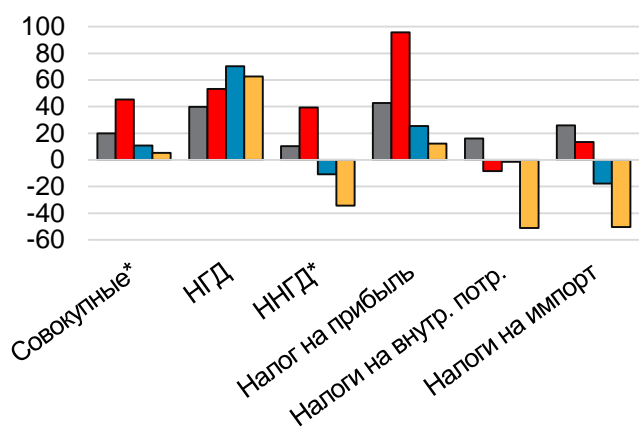
Источники: Росстат, Сбериндекс.

2.2. Активное бюджетное стимулирование в апреле

- Апрельская статистика указывает на контрциклическую бюджетную политику. Меры на стороне доходной и расходной частей бюджета позволяют смягчить влияние геополитического шока на экономическую активность, не создавая при этом значительного дополнительного инфляционного давления и сохраняя устойчивость государственных финансов. Контрциклическая бюджетная политика позволяет в большей степени сфокусировать денежно-кредитную политику на обеспечении средне-срочной ценовой стабильности.

- Согласно предварительной оценке исполнения федерального бюджета, в апреле рост совокупных доходов в реальном выражении⁴ замедлился до 5% с 11% г/г в марте. За этим стоит ускорение снижения нефтегазовых доходов (ННГД) в реальном выражении до 34% г/г (Рисунок 17), прежде всего на фоне масштабного сокращения налогов на внутреннее потребление и импорт. Среди основных видов налогов только поступления по налогу на прибыль продолжили активный рост на фоне высоких цен экспортных товаров.
- Рост нефтегазовых доходов (НГД) остался высоким (63% г/г в реальном выражении): влияние сокращения объемов добычи, экспорта и цены нефти Urals из-за выросшего дисконта к мировым ценам компенсировалось сильным ослаблением рубля⁵. Учитывая последовавшее за этим укрепление рубля и снижение экспорта в некоторые страны, в мае рост НГД в реальном выражении, вероятно, сменится снижением.
- В результате роста расходов (Рисунок 18) и снижения ННГД совокупное сальдо федерального бюджета за скользящие 12 месяцев уменьшилось до 0,8% ВВП с 1,0% ВВП в марте, а нефтегазовое первичное – расширилось до -6,6% ВВП с -5,8% ВВП в марте (Рисунок 19).
- В условиях значительного сужения возможностей для заимствований на финансовых рынках дефицит бюджета будет в значительной мере финансироваться за счет накопленных ранее резервов в виде ФНБ, остатков бюджетных средств на счетах ЕКС и в коммерческих банках. Накопленные резервы позволят сохранять относительно высокую устойчивость государственных финансов в ближайшее время.

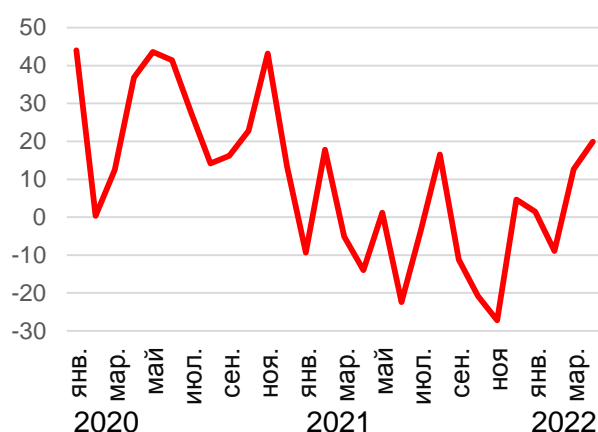
Рисунок 17. Динамика доходов федерального бюджета, в реальном выражении, % г/г



* Без учета доходов Сбербанка и выплаты Норникеля в марте 2021 г.

Источники: Казначейство России, Росстат, расчеты ДИП.

Рисунок 18. Динамика расходов федерального бюджета, в реальном выражении, % г/г

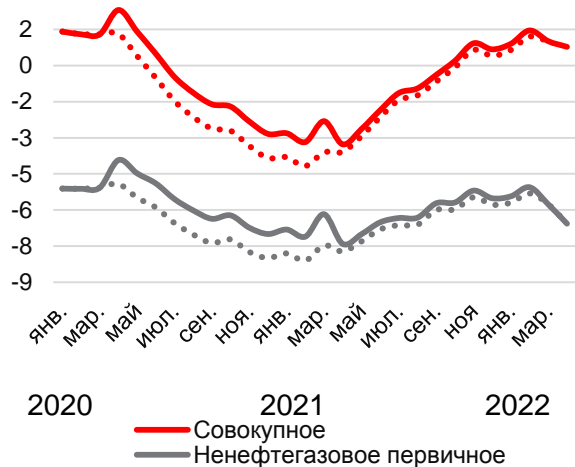


Источники: Казначейство России, Росстат, расчеты ДИП.

⁴ Все показатели дефлируются с помощью дефлятора ВВП. Для периодов, где отсутствуют оценки Росстата, в качестве прокси-дефлятора мы используем среднее значение между ИПЦ и ИЦП. В апреле оно оценивалось в 25% г/г.

⁵ В основе апрельских выплат – прежде всего мартовская статистика цен и валютного курса.

Рисунок 19. Сальдо федерального бюджета (% ВВП, скользящее за 12 месяцев)



* Пунктир – оценки без разовых факторов доходов: от сделки с акциями ПАО Сбербанк в 2020–2021 гг. и штрафа ПАО Норникель в 2021 году.

Источники: Казначейство России, Минфин России, Росстат, расчеты ДИП.

2.3. Дальнейшее сжатие розничного кредитования в апреле

- В апреле снижение объема розничного кредитования ускорилось до 0,5 с 0,1% м/м SA в марте (Рисунок 21). Также наблюдалось существенное снижение выдач ипотечных кредитов на фоне возросших ставок и экономической неопределенности, в то время как в марте рост сегмента достигался за счет выдач кредитов по ранее одобренным заявкам (Рисунок 22). Снижение выдач произошло и в рамках льготных ипотечных программ после всплеска в марте (Рисунок 25). В результате темп прирост задолженности⁶ замедлился с 1,9 до 0,4% м/м SA (Рисунок 23). Вместе с тем расширение льготных ипотечных программ поддержит динамику сегмента в этом году⁷.
- Портфель необеспеченных потребительских кредитов продолжил снижение: на 0,8% м/м SA после 2,0% м/м SA в марте. По данным [НБКИ](#), количество потребительских кредитов, выданных в апреле, было существенно ниже значений февраля 2022 г. и сопоставимо с «карантинным» апрелем 2020 г., хотя и превысило мартовскую цифру. Похожая ситуация наблюдалась [в сегменте автокредитов](#). Продолжилось сокращение портфеля: на 2,3% м/м SA после 3,4% м/м SA в марте. В значительной степени сжатие потребительского кредитования и автокредитования вы-

⁶ С корректировкой на списания.

⁷ Так, уже снижена ставка по основной программе «Льготная ипотека» с 12 до 9%. Кроме того, льготную ипотеку можно будет комбинировать с другими ипотечными программами, увеличив лимит на покупку. Среди мер поддержки ипотеки отмечают также специальные условия по ипотеке для IT-специалистов.

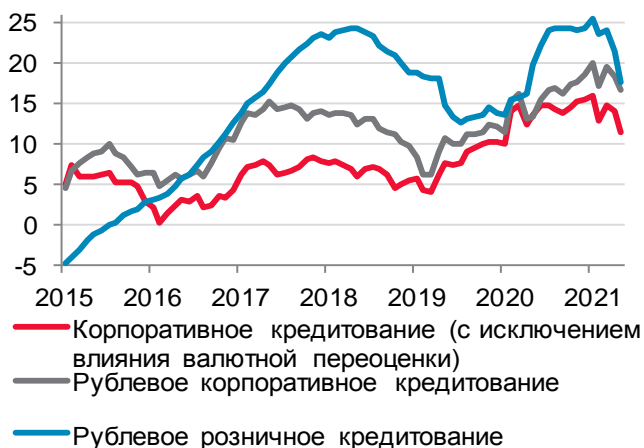
звано снижением как спроса на кредиты из-за роста процентных ставок, неопределенности относительно будущих доходов, а также уменьшения предложения потребительских товаров⁸.

- На текущий момент возможное ухудшение качества кредитных требований, вероятно, не в полной мере отразилось в банковской отчетности по причине регуляторных послаблений. Тем не менее резкий рост спроса на [кредитные каникулы](#)⁹ в апреле может свидетельствовать о возможном накоплении банками кредитных рисков.
- Рост рублевых кредитов нефинансовым организациям в апреле продолжился, но был ниже, чем в конце 2021 – начале 2022 г.: +1,0% м/м SA. Продолжил сокращение портфель кредитов индивидуальным предпринимателям (-0,4% м/м SA) и финансовым организациям (-2,4% м/м SA). Третий месяц подряд наблюдается существенное замедление годового роста по долгосрочным рублевым кредитам, в апреле замедление роста началось также по среднесрочным кредитам (Рисунок 24). Это могло быть связано со снижением инвестиционной активности компаний. Одновременный рост краткосрочного кредитования может свидетельствовать о популярности ссуд на поддержание текущей деятельности. Аналогичная картина, в частности, наблюдалась в период наиболее острой фазы пандемии коронавируса в 2020 году.
- Рост объема средств физических лиц в рублях на банковских счетах в апреле ускорился до 2,9 с 2,7% м/м SA в марте (Рисунок 26). При этом привлекательность вкладов начала немного снижаться: средняя максимальная ставка крупнейших банков [опустилась ниже ключевой ставки](#) (в топ-10 крупнейших банков – упала до 13%). На фоне высоких инфляционных ожиданий это может вновь привести к поиску населением дополнительных инвестиционных альтернатив для своих сбережений. Объем валютных вкладов прекратил резкое снижение (-12,1% м/м SA в марте), продемонстрировав сокращение всего на -0,5% м/м SA. Вероятно, этому способствовали укрепление рубля до уровней, привлекательных для покупки валюты населением, и отмена некоторых ограничений на покупку валюты.
- Прирост средств юридических лиц в рублях замедлился до 1,5 с 3,1% м/м SA в марте, а объем валютных средств юридических лиц после значительного сокращения на протяжении последних двух месяцев вырос в апреле на 4,8% м/м SA.

⁸ Самый яркий пример – снижение продаж новых легковых и легких коммерческих автомобилей до многолетних минимумов.

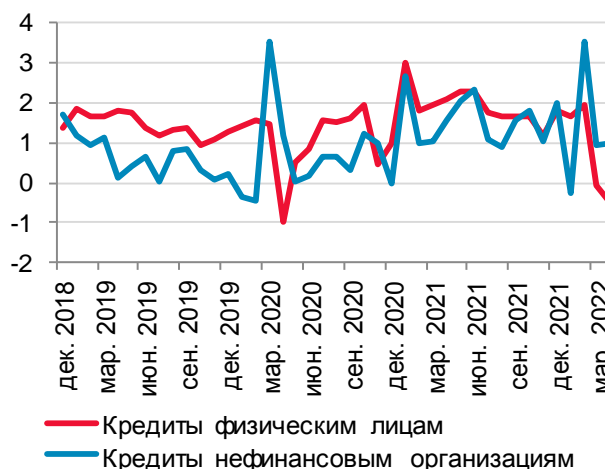
⁹ Государственные кредитные каникулы, предоставленные в соответствии с законами 106-ФЗ и 76-ФЗ.

Рисунок 20. Рост кредитования, % г/г



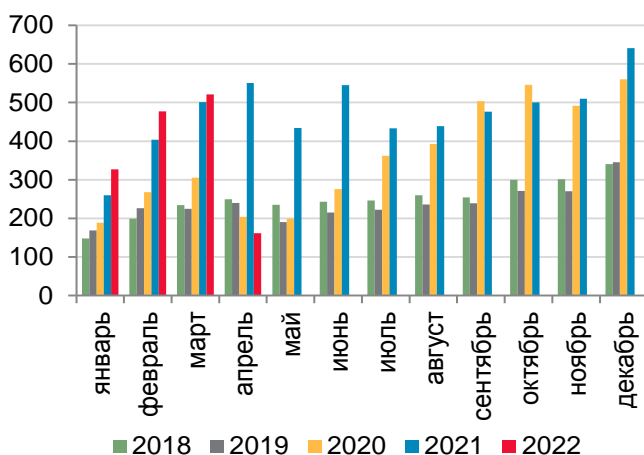
Источники: Банк России, расчеты ДИП.

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



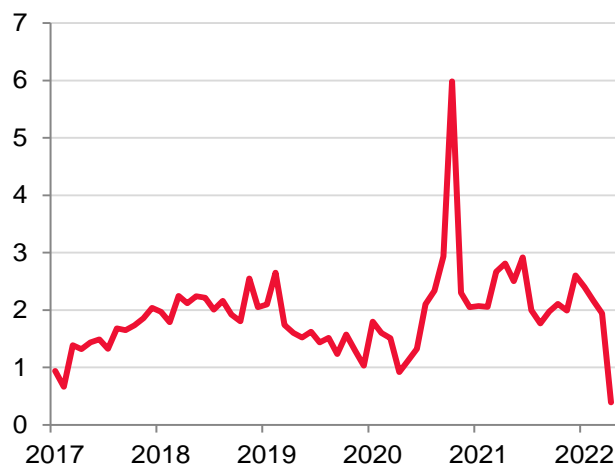
Источники: Банк России, расчеты ДИП.

Рисунок 22. Объем выдач по ипотечным кредитам



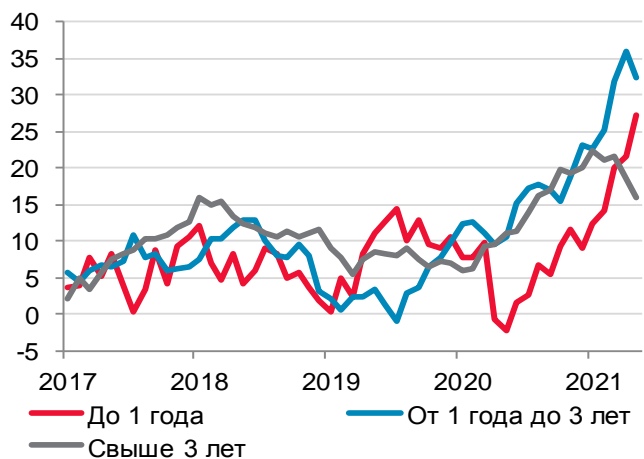
Источники: Банк России, расчеты ДИП.

Рисунок 23. Прирост задолженности по рублевым ипотечным кредитам, м/м SA



Источники: Банк России, расчеты ДИП.

Рисунок 24. Рост кредитов нефинансовым организациям и ИП, % г/г



Источники: Банк России, расчеты ДИП.

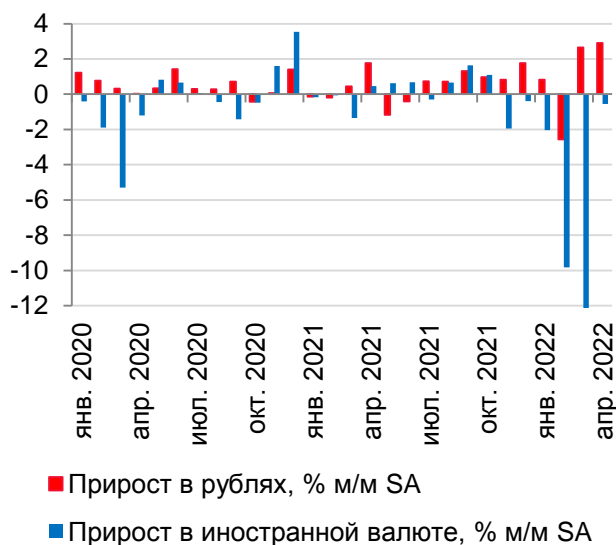
Рисунок 25. Объем выдач в рамках льготных ипотечных программ, млрд рублей*



*Данные за май на 12.05.2022.

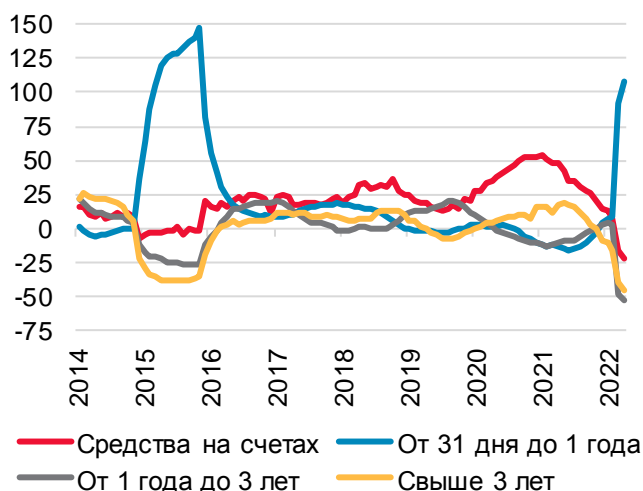
Источники: ДОМ.РФ, расчеты ДИП.

Рисунок 26. Динамика средств населения в банках, % м/м



Источники: Банк России, расчеты ДИП.

Рисунок 27. Динамика рублевых средств населения в банках в разрезе по срокам, % г/г



Источники: Банк России, расчеты ДИП.

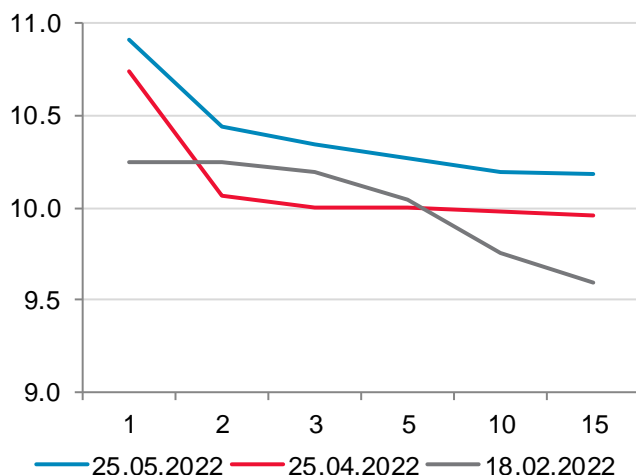
3. Финансовые и товарные рынки

3.1. Российский финансовый рынок: фокус на внутренние условия

- В условиях ограничений на движение капитала динамика российского рынка практически перестала зависеть от внешних факторов. Ликвидность российского рынка ОФЗ оставалась низкой: дневные обороты ОФЗ на Московской Бирже с момента возобновления торгов в марте составляли лишь треть от средних оборотов в январе и феврале.
- Рубль продолжал укрепляться на внутреннем валютном рынке, несмотря на ослабление мер валютного контроля для физических лиц и снижение норматива обязательной продажи валютной выручки для экспортеров с 80 до 50%. Основной причиной укрепления рубля в условиях ограничений на движение капитала было расширение счета текущих операций на фоне существенного снижения импорта. Начиная с третьей декады апреля рубль укреплялся: с 77 до минимума около 56 руб. / долл. США на 25 мая. После этого тенденция к укреплению рубля прервалась и курс доллара США к рублю повышался до 65,5 руб. / долл. США, что могло быть связано с окончанием налогового периода.
- 25 мая было анонсировано внеочередное заседание Совета директоров Банка России по ключевой ставке, которое состоялось 26 мая. Информация о проведении внеочередного заседания вызвала позитивную реакцию на рынке – доходности ОФЗ снизились на 45–50 базисных пунктов. Движение продолжилось 26 мая, и в совокупности за два дня доходности снизились на 70–80 б.п. на сроках от двух лет

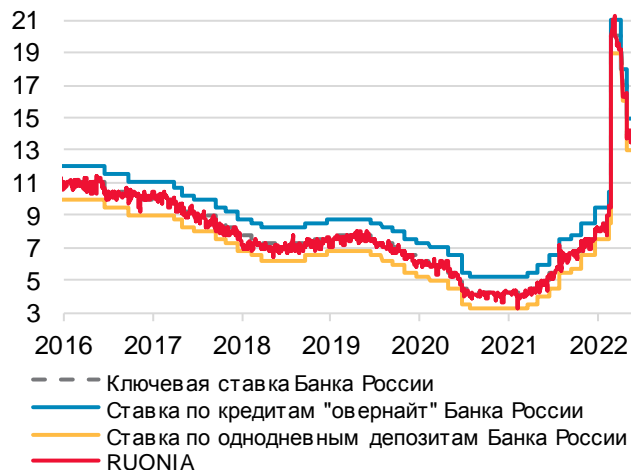
(опустившись ниже 10%). Инвесторы рассчитывают на продолжение снижения ключевой ставки на ближайшем очередном заседании 10 июня. В целом динамика доходностей на рынке ОФЗ указывает на то, что ДКУ в апреле-мае оставались жесткими в условиях неопределенности.

Рисунок 28. Кривая бескупонной доходности ОФЗ, %



Источник: Cbonds.

Рисунок 29. Процентный коридор Банка России и краткосрочная ставка рынка МБК, % годовых



Источник: Банк России.

Рисунок 30. Волатильность курса рубля



Источник: Cbonds.

3.2. Добыча нефти в России снижается медленнее ожиданий аналитиков

- Цены сырьевых товаров продолжили демонстрировать разнонаправленную динамику, при этом сохраняется тренд на повышение общего уровня цен. Это несет дополнительные риски, связанные с дальнейшим повышением мировой инфляции. Относительно середины апреля индекс цен сырьевых товаров Bloomberg прибавил

4%: котировки энергетических и сельскохозяйственных товаров выросли на 18 и 3% при снижении цен промышленных и драгоценных металлов на 11 и 7% соответственно (Рисунок 31).

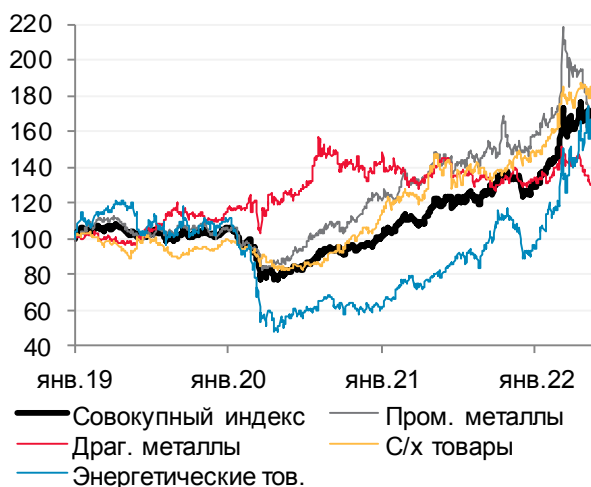
- Общее понижательное давление на котировки сырьевых товаров оказали укрепление доллара США (индекс DXY вырос на 3%, до максимального уровня за два десятилетия) и затянувшееся снятие антиковидных ограничений в Китае, сдерживающих восстановление экономической активности в стране и мире в целом. Наибольшее снижение цен наблюдалось на алюминий, никель, палладий, серебро и золото.
- Цены нефти марок Brent и Urals выросли на 15 и 11%, до 113 и 78 долл. США / барр. (Рисунок 32) на фоне существенного снижения добычи в России, которое пока лишь в небольшой мере способны заместить добычу в странах ОПЕК+, Бразилии и США. Страны ОПЕК+ продолжают наращивать добычу умеренными темпами, при этом часть стран не в состоянии полностью использовать возрастающую квоту (Рисунок 33).
- Цена нефти WTI значительно превышает уровень, который, по оценкам сланцевых производителей США, делает экономически выгодным сильный рост бурения и, как следствие, добычи. Тем не менее сланцевики по-прежнему во многом придерживаются стратегии максимизации денежного потока для выплаты повышенных дивидендов акционерам. Добыча по-прежнему частично осуществляется за счет законсервированных ранее скважин (Рисунок 34). Отходу от текущей стратегии препятствует в том числе дефицит кадров (часть работников в последние годы сменила свою деятельность) и отдельных материалов из-за логистических трудностей, а также ужесточение ДКП в США, что вызывает потребность ускоренными темпами наращивать затраты при увеличении добычи.
- Добыча нефти в России сокращается меньшими темпами, чем прогнозировали эксперты. Причем, по данным различных источников из отрасли, добыча нефти в России в первой половине мая выросла на 2% относительно апреля. Последнее объясняется сезонным ростом внутреннего спроса со стороны НПЗ и частичным восстановлением экспорта мазута и дизельного топлива, освободившего место в хранилищах.
- Минэкономразвития России и аналитики ожидают дальнейшего снижения добычи и экспорта нефти в России. При этом Rystad Energy закладывает в свой прогноз возможность России в значительной мере переориентировать свои поставки с Запада в страны Востока, в результате чего в среднесрочном периоде добыча и экспорт могут частично восстановиться (Рисунок 36).
- Котировки цены природного газа в крупном европейском хабе снизились на 13%, до 87 евро/МВт-ч (Рисунок 32) на фоне одобрения Еврокомиссией ранее опубликованного плана полного отказа от российских энергоресурсов к 2027 г. за счет диверсификации поставок природного газа¹⁰, ускорения перехода на возобновляемые

¹⁰ Вследствие наращивания доли закупаемого СПГ из США и у иных крупных производителей.

источники энергии и более бережного использования энергии. Примечательно, что ожидаемая экономия от сокращения импорта энергоресурсов из России – почти втрое меньше предполагаемых затрат (около 100 против около 300 млрд евро). Экспорт российского газа в Европу сократился из-за частичной приостановки транзита по территории Украины.

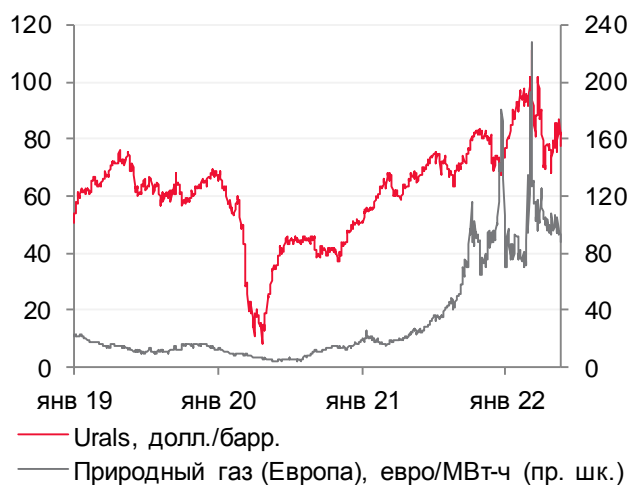
- Среди сельскохозяйственных товаров выделяется сильный рост мировых цен на пшеницу, вызванный решением Индии об ограничении экспортных поставок зерновых на мировой рынок (ранее решения приняли Россия, Украина, Казахстан), а также плохие виды на урожай в США и Китае. Запрет на заключение новых договоров о поставках пшеницы принят исходя из опасений ускорения продовольственной инфляции внутри страны и необходимости удовлетворить внутренний спрос на фоне установившейся продолжительной засухи и аномальной жары. Сокращение экспортных поставок из Индии, способной частично восполнить выпадающие объемы пшеницы из России и Украины, может усугубить дефицит зерновых на мировом рынке.

Рисунок 31. Индексы Bloomberg цен товаров и металлов (01.01.2019 = 100)



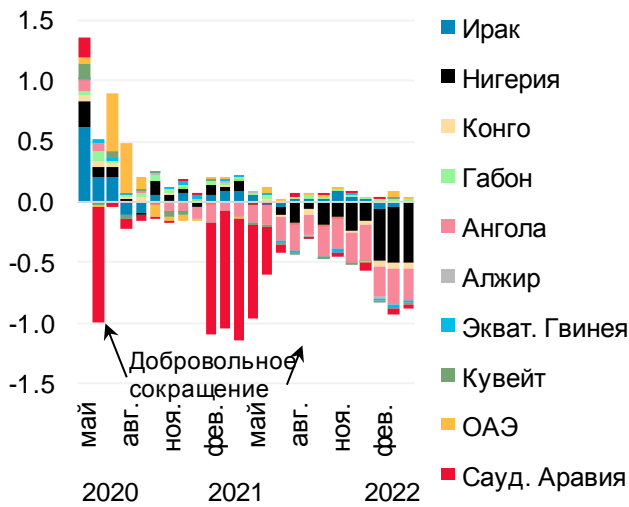
Источники: Bloomberg Finance L.P., расчеты ДИП.

Рисунок 32. Цена нефти Urals и природного газа в Европе



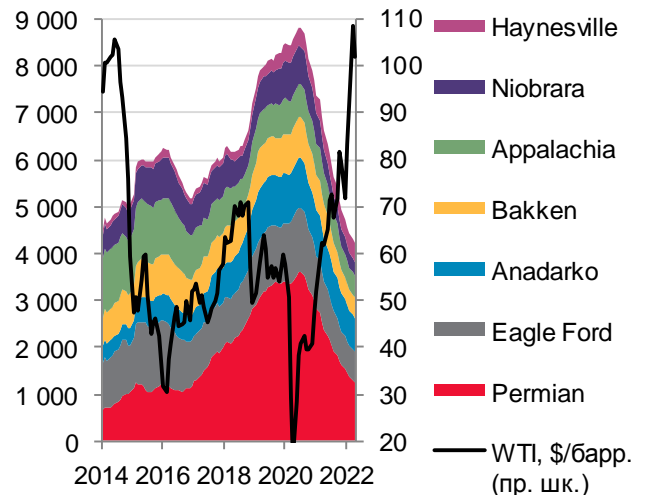
Источник: Investing.com.

Рисунок 33. Отклонение добычи нефти ОПЕК от квот («+» – превышение квот), млн барр./с



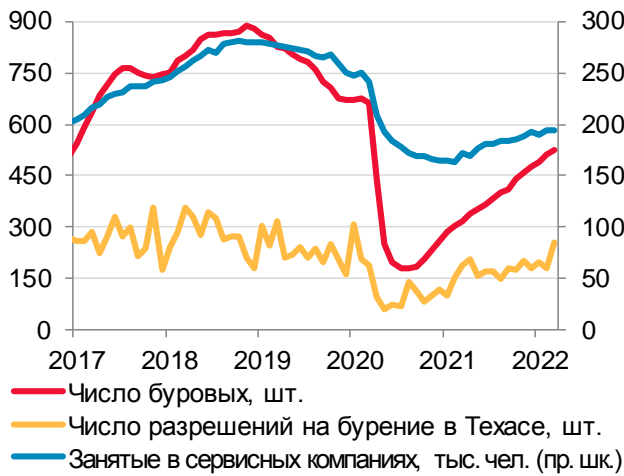
Источники: EIA, IHS, расчеты ДИП.

Рисунок 34. Число пробуренных, но незавершенных скважин в США и цена нефти WTI



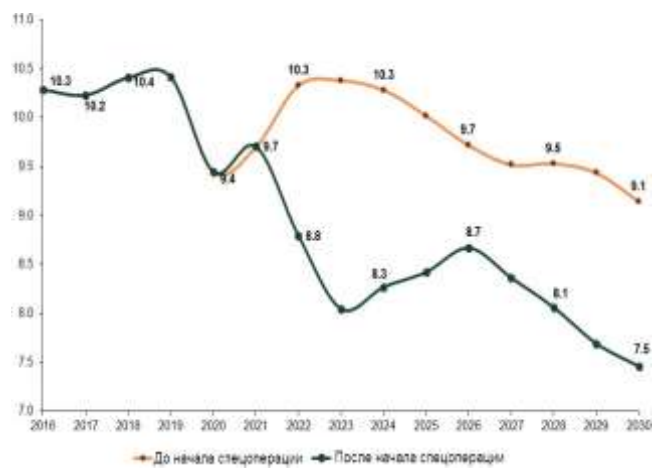
Источник: EIA.

Рисунок 35. Занятость и операционные показатели сланцевых компаний США



Источники: Baker Hughes, EIA, расчеты ДИП.

Рисунок 36. Прогноз добычи нефти в России, Rystad Energy, млн барр./с



Источник: Rystad Energy.

В фокусе. Влияние валютного курса на цены в новой реальности

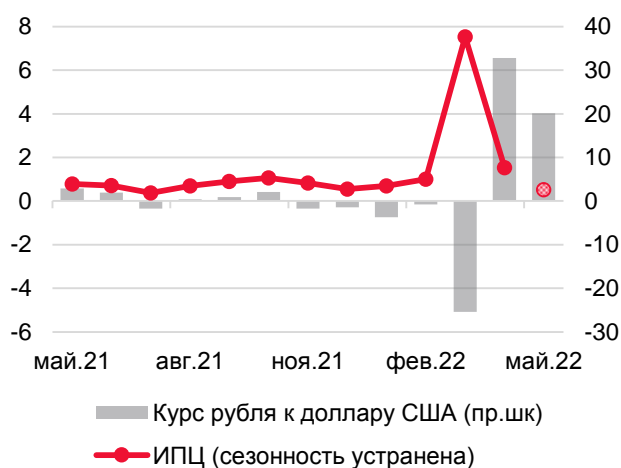
- *Подстройка экономики и платежного баланса к существенному изменению внешних условий с конца февраля сопровождалась повышенными колебаниями обменного курса рубля.* Произошедшее изначально резкое ослабление рубля было кратковременным. В дальнейшем на фоне принятых Банком России мер по минимизации рисков для финансовой стабильности, а также под влиянием сильного платежного баланса в II квартале рубль значительно укрепился.
- *Однако адаптация платежного баланса и валютного курса к устойчивому равновесию еще в полной мере не произошла и потребует времени.* По нашему мнению, особенности выхода на данное равновесие в новых условиях требуют в том числе детального осмысления того, как курсовая динамика влияет на цены. Это важно с точки зрения оценки устойчивости дезинфляционных процессов, которые прослеживались в последних недельных данных по росту потребительских цен, и определения баланса рисков для динамики цен на кратко- и среднесрочном горизонте.
- Мы полагаем, что при значительном росте санкционных и логистических ограничений на поставки товаров в Россию *влияние обменного курса на цены через классический механизм эффекта переноса в целом сохранилось.* Однако оно стало носить *опосредованный, сигнальный характер,* реализуясь через ожидания производителей и продавцов. При этом прямой перенос валютного курса в цены через стоимость импортных товаров и комплектующих был менее выражен. В целом это привело к значительному ускорению переноса изменения курса в цены: мы увидели быстрое изменение в динамике цен товаров, наиболее чувствительных к колебаниям курса.
- По мере достижения нового равновесия на товарном и валютном рынках курс рубля будет характеризоваться меньшими колебаниями, упомянутая выше сигнальная составляющая эффекта переноса постепенно снизится. При этом структурная перестройка экономики, вероятно, в дальнейшем вновь приведет к изменению уровня и скорости переноса обменного курса в цены.
- Дополнительным фактором, искажающим действие эффекта переноса, стала отвязка внутренних цен на экспортные товары от мировых из-за нарушения логистических цепочек, закрытия старых рынков сбыта, образования дисконта цен на российские товары к мировым бенчмаркам, а также введения внутренних ограничений на вывоз некоторых товаров. По мере ослабления действия этого фактора и установления нового равновесия на российских экспортных направлениях работа «экспортного» канала эффекта переноса восстановится.
- В этих условиях формирование достоверных оценок чувствительности изменения потребительских цен к курсовой динамике на базе модельного аппарата станет возможно только по прошествии времени. Поэтому оценки масштаба дезинфляцион-

ных последствий текущего укрепления рубля с помощью значений эффекта переноса, полученных на ретроспективных данных, следует интерпретировать с максимальной осторожностью.

После ослабления рубля в конце февраля – начале марта с 75 до 120 рублей за доллар США вследствие масштабных финансовых шоков рубль стал укрепляться и в конце мая уходил ниже отметки 60 рублей за доллар США. К этому привело действие нескольких однонаправленных факторов: сильное сокращение импорта при относительной стабильности экспорта, прекращение покупки валюты в рамках бюджетного правила и ограничения на валютные и трансграничные финансовые операции.

На фоне резких колебаний курса повысилась и волатильность ценовой динамики на потребительском рынке: в начале марта инфляция достигла рекордно высоких значений, после чего рост потребительских цен последовательно замедлялся, приблизившись к уровню, соответствующему годовой инфляции 4% с поправкой на сезонный фактор (Рисунок 37). Ускорение роста цен с последующим замедлением проявилось как для категорий ИПЦ с высокой зависимостью от динамики курса, так и для категорий с низкой зависимостью. Однако для первой группы размах колебаний оказался значительно выше (Рисунок 38). В этих условиях характер зависимости динамики потребительских цен от обменного курса изменился.

Рисунок 37. Динамика курса рубля по отношению к доллару США и ИПЦ, %



Примечание. Значения за май 2022 г. – предварительные оценки на основе оперативных данных.

Источники: Росстат, Банк России, расчеты ДИП.

Рисунок 38. Динамика медианных значений темпов роста цен (SAAR) и курса рубля, %



* Номинальный эффективный курс рубля. Положительное значение – обесценение российского рубля к иностранным валютам, отрицательное – укрепление.

Источники: Росстат, Банк России, расчеты ДИП.

Традиционно под эффектом переноса понимается влияние изменения обменного курса на инфляцию через цены импортных товаров и внешний спрос на экспортные товары. Эконометрические оценки¹¹ показывали, что с 2016 г. ослабление рубля на 1% добавляло в рост потребительских цен примерно 0,1 п.п. в течение 3–6 месяцев.

Однако в условиях происходящей структурной перестройки экономики в целом и импортной составляющей на потребительском рынке в частности классический подход к оценке эффекта переноса на основе эконометрических методов и исторических данных может давать неточное представление о степени влияния динамики курса на инфляцию и скорости переноса курсовых колебаний в потребительские цены.

В ситуации усложнения и удлинения логистических цепочек и взаимодействия с иностранными контрагентами¹² влияние курсовых колебаний на внутренние цены напрямую, через стоимость ввозимых из-за рубежа товаров, комплектующих, оборудования и сырья, заметно искажается. В условиях значительного роста ограничений на поставку товаров в страну¹³ определяющими становятся не только динамика обменного курса, но и возможность нахождения альтернативных источников поставок и построения логистических схем. В период, когда на фоне резкого изменения внешних условий динамика валютного курса подвержена повышенным колебаниям, а предложение импортных товаров¹⁴ резко сокращается, влияние обменного курса на динамику потребительских цен становится опосредованным и начинает носить скорее сигнальный характер, влияя на ценовые ожидания производителей и продавцов.

Наглядным примером служит динамика стоимости новых легковых иностранных автомобилей (Рисунок 41). Так, в конце февраля многие [автокомпании остановили поставки машин в Россию](#), что наряду с ослаблением рубля привело к резкому росту отпускных цен. Постепенно темп роста стоимости новых иностранных автомобилей замедлялся и, по оперативным данным Росстата, за неделю с 7 по 13 мая оказался околонулевым. Если исторически темпы роста стоимости новых иномарок в значительной степени формировались под влияние динамики курса, то наблюдаемое ускорение с последующей стабилизацией цен не имеет прямой связи с изменением стоимости импорта, а в большей мере обусловлено ограничениями на поставку автомобилей в страну. В такой ситуации розничные цены зачастую определяются исходя из оценок баланса спроса и имеющегося и ожидаемого предложения на рынке. В результате цены на новые автомобили в России в валютном эквиваленте превысили цены в других странах.

Важной особенностью сигнального характера влияния обменного курса на потребительские цены является сокращение сроков переноса динамики курса в стоимость товаров. В значительной степени такое изменение скорости реакции потребительских цен

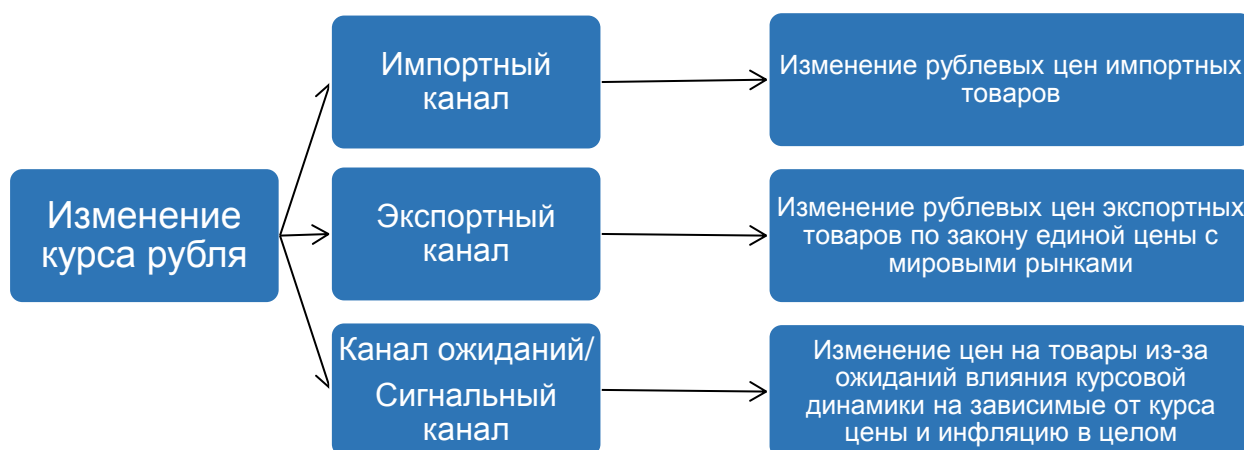
¹¹ См. [О чем говорят тренды \(№ 7, октябрь 2017\)](#) и [Хотулев И. Зависимость эффекта переноса валютного курса в России от экономических шоков \(июнь 2020\)](#).

¹² Уход большого числа компаний из России, прекращение поставок части товаров в страну, трудности с перевозками воздушным, морским и наземным транспортом.

¹³ Так, в соответствии с недавним [заявлением ФТС](#), импорт товаров на фоне санкций сократился примерно до уровня 2020 года.

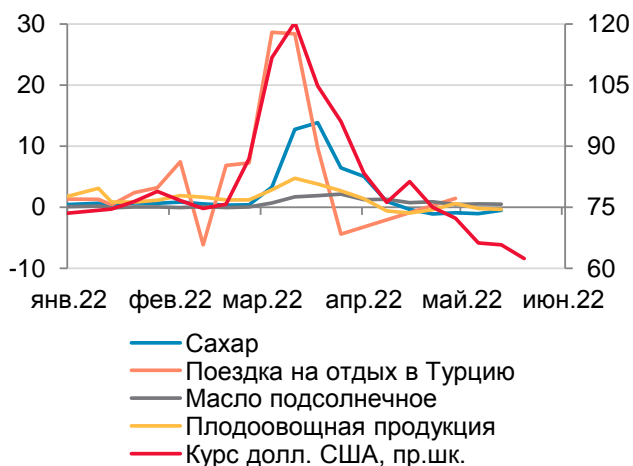
¹⁴ Как прямое в виде импортных товаров «на полке», так и косвенное через импортные комплектующие и сырье, используемое отечественными производителями.

на динамику валютного курса связано с повышенными курсовыми колебаниями. Так, в условиях резкого роста неопределенности и значительного давления на рубль в конце февраля и марте производители, опасаясь дальнейшего нарастания издержек и логистических проблем, а также ориентируясь на возникший ажиотажный потребительский спрос (прежде всего на ряд непродовольственных товаров длительного пользования), существенно повысили цены, в том числе на продукцию, которая уже находилась на складах. Однако в дальнейшем по мере стабилизации ситуации на фоне существенного укрепления рубля цены на многие товарные позиции так же быстро скорректировались вниз. Кроме того, длина лага, с которым изменение курса отражается в динамике потребительских цен, может сильно варьироваться для разных компонентов потребительской корзины. Например, чем меньше срок хранения товара, тем меньше возможностей для формирования запасов, а значит, быстрее перенос курса в цены. Изменение обменного курса стремительнее всего отражалось в ценах продовольственных товаров с небольшими сроками хранения (импортные фрукты, некоторые виды мясо- и рыбопродуктов, шоколад и кондитерские изделия) и медленнее – в непродовольственных товарах (Рисунок 39, Рисунок 40).



По мере стабилизации динамики курса рубля сигнальная составляющая влияния валютного курса на цены должна стать менее значительной. При этом структурная перестройка экономики в дальнейшем, вероятно, приведет к новому изменению оценки уровня и скорости переноса обменного курса в цены.

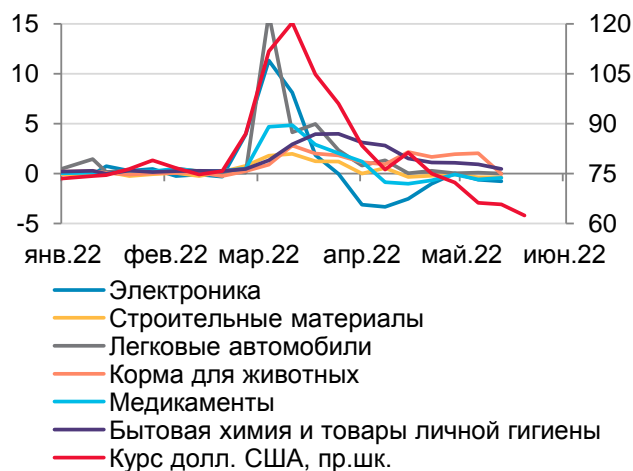
Рисунок 39. Недельный темп роста цен (%) и курс доллара США к рублю



Примечание. С 01.04.2022 прекратилось недельное наблюдение за поездками на отдых в Турцию, для данных за апрель использовалась месячная статистика.

Источники: Росстат, Банк России, расчеты ДИП.

Рисунок 40. Недельный темп роста цен (%) и курс доллара США к рублю



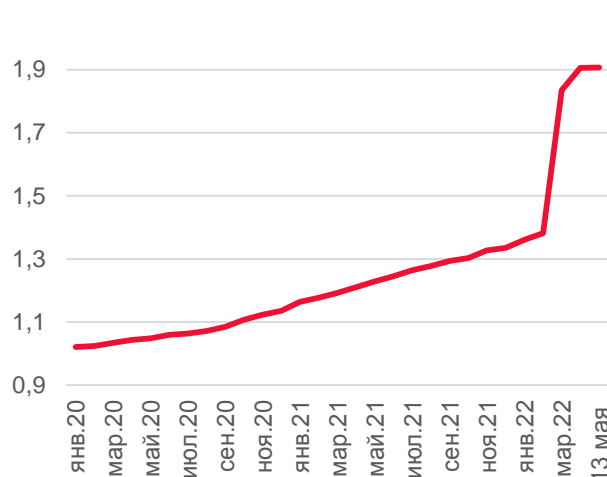
Источники: Росстат, Банк России, расчеты ДИП.

Также в текущей ситуации изменилась работа еще одного из каналов эффекта переноса – через паритет мировых и внутренних цен на экспортируемые товары. В условиях отсутствия физических/логистических ограничений или квот на экспорт внутренняя цена на вывозимый товар определяется по закону «единой цены»: мировая цена за вычетом разницы в стоимости доставки на зарубежный и внутренний рынки, таможенных пошлин с учетом налога на добавленную стоимость и обменного курса. Соответственно, курсовые колебания оказывают влияние на внутренние цены через переоценку рублевого эквивалента мировых цен. Из-за нарушения логистических цепочек, частичного или полного закрытия традиционных рынков сбыта, а также введения внутренних ограничений на вывоз некоторых товаров динамика внутренних цен на экспортные товары отвязалась от мировых, поэтому и курсовые колебания в гораздо меньшей степени переносятся в динамику внутренних цен. Дополнительное влияние на искажение эффекта переноса оказывает выросший дисконт цен на российский экспорт к мировым бенчмаркам. Однако период «отвязки» цен и поиска нового равновесия конечен. По мере перезапуска логистических схем и открытия новых рынков сбыта чувствительность внутренних цен экспортных товаров к мировым и, следовательно, работа этого канала эффекта переноса в цены восстановятся.

В такой ситуации оценки эффекта переноса, полученные на исторических данных до февраля 2022 г., вряд ли будут релевантными, в то время как получить корректные эмпирические оценки эффекта переноса с использованием эконометрических моделей можно будет только по прошествии некоторого времени. Предыдущий эпизод с вероятным смещением оценок уже наблюдался относительно недавно – после внешнего шока 2014–2015 годов. Тогда, помимо изменения внешних условий, поменялись и внутренние условия, а именно денежно-кредитная политика. При этом переход Банка России к ре-

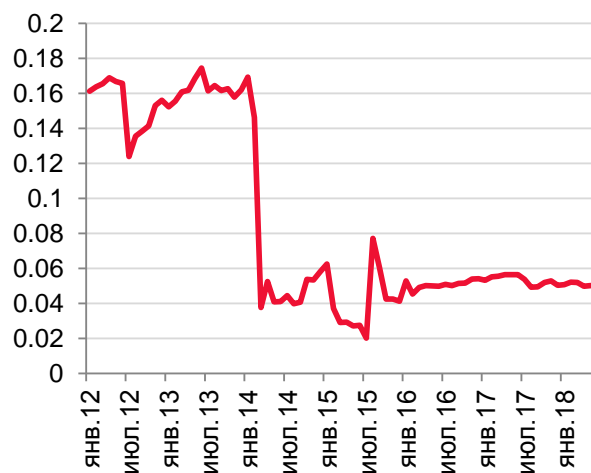
жиму таргетирования инфляции при плавающем валютном курсе привел к существенному снижению эффекта переноса обменного курса в цены, отражая уменьшение чувствительности экономики к курсовым колебаниям (Рисунок 42)¹⁵.

Рисунок 41. Стоимость новых легковых автомобилей иностранных марок, млн руб.



Источник: Росстат.

Рисунок 42. Отклик инфляции на 1%-ное ослабление рубля через 6 месяцев с момента шока, п.п.



Источники: Росстат, Банк России, расчеты ДИП.

¹⁵ Снижение размера эффекта переноса после перехода к режиму инфляционного таргетирования произошло и в продовольственных, и в непродовольственных товарах, причем в большей мере во втором сегменте, что можно объяснить более высокой зависимостью издержек производителей от импорта. При этом в секторе услуг, по нашим оценкам, величина эффекта переноса существенно не изменилась.

Александр Морозов

Директор

Владислав Абрамов

Ирина Богачева

Сергей Власов

Татьяна Камальдинова

Татьяна Кузьмина

Левон Мовсесян

Максим Неваленный

Екатерина Петренева

Алексей Поршаков

Белла Рабинович

Арина Сапова

Александра Стерхова

Юлия Ушакова

Анна Цветкова

Яна Чернышова

Дмитрий Чернядьев