



Банк России



О ЧЕМ ГОВОРЯТ ТРЕНДЫ Макроэкономика и рынки

Бюллетень Департамента исследований и прогнозирования

Июль 2022

ОГЛАВЛЕНИЕ

Краткое содержание	3
1. Инфляция	5
1.1. Действие временных факторов замедлило инфляцию	5
2. Экономическая динамика	10
2.1. Стабилизация экономической активности в мае – июне	10
2.2. Выдачи кредитов заметно отстают от прошлогодних уровней	14
3. Финансовые рынки	17
3.1. Рост оборотов ОФЗ на фоне повышения волатильности	17
В фокусе. Зависимость российской экономики от промежуточного импорта меньше, чем от инвестиционного	19

Бюллетень подготовлен Департаментом исследований и прогнозирования по данным на 05.07.2022.
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

- Российская экономика продолжает подстройку под меняющиеся условия в ситуации высокой неопределенности. Неоднородность в отраслевой динамике экономической активности в мае – июне оставалась высокой. Средний уровень потребительских цен практически не изменился во многом благодаря внесезонному снижению цен на плодоовощную продукцию и укреплению рубля. В условиях сохраняющихся ограничений на движение капитала ситуация на российском финансовом рынке определялась внутренними факторами. Отсутствие бюджетного правила увеличило волатильность валютного курса и его чувствительность к конъюнктуре на мировых рынках сырья.
- ⊖ В мае – июне в российской экономике преобладали признаки стабилизации при высокой неоднородности отраслевой динамики. Негативная динамика в мае наблюдалась, в частности, в обрабатывающей промышленности и транспорте при росте в добывающей промышленности. Риски снижения экономической активности остаются высокими на фоне действия внешнеэкономических и санкционных ограничений.
- Снижение уровня потребительских цен в июне связано с разовыми факторами, действие которых вскоре ослабнет. С поправкой на действие этих факторов текущий рост потребительских цен оценивается как повышенный относительно цели Банка России, а проинфляционные риски – как более высокие по сравнению с дезинфляционными. В 2024 г. инфляция возвратится к 4% под воздействием проводимой денежно-кредитной политики, учитывающей эти риски.
- В июне доходности российских рублевых облигаций снижались, а обороты – росли, реагируя на благоприятные данные о динамике цен и укреплении ожиданий участниками рынка дальнейшего снижения ключевой ставки. Вместе с тем объемы операций на рынках оставались пониженными относительно уровней начала года.

В фокусе. Зависимость российской экономики от промежуточного импорта меньше, чем от инвестиционного

- Зависимость российской экономики от импорта товаров, используемых в промежуточном потреблении, невысока в сравнении с другими странами – как на макроуровне, так и на уровне большинства отраслей. Во многом это вызвано низкой вовлеченностью в сложные глобальные производственные цепочки и высокой самообеспеченностью сырьевыми ресурсами.
- Это означает, что масштаб ограничений на стороне предложения в значительном числе отраслей может оказаться сравнительно небольшим. Но отрасли с относительно высокой зависимостью от промежуточного импорта имеют ограниченные

возможности по его замещению и уже в значительной степени вынужденно сократили производство. Это один из основных источников проинфляционных рисков.

- В среднесрочной перспективе наиболее важной и сложной задачей является замещение инвестиционного импорта и налаживание поставок инвестиционных товаров от новых зарубежных поставщиков. Это во многом определит характер и масштаб структурной перестройки российской экономики, уровень и траекторию ее потенциального роста.

1. Инфляция

Замедление годовой инфляции при уменьшении уровня потребительских цен в июне определялось действием таких разовых факторов, как дальнейшее укрепление рубля и внесезонное снижение цен на плодоовощную продукцию после аномального мартовского скачка. Тем не менее такая ценовая динамика благоприятно сказалась на потребительской уверенности и способствовала уменьшению инфляционных ожиданий большинства экономических агентов. Это несколько сократило среднесрочные проинфляционные риски.

Снижение потребительского спроса в реальном выражении вслед за уменьшением реальных зарплат и доходов домохозяйств также сыграло дезинфляционную роль. Однако оно отражает в основном подстройку доходов и спроса к новым реалиям, то есть носит структурный характер. Циклическое снижение доходов и спроса слабо выражено и трудно идентифицируемо. В такой ситуации активное стимулирование спроса без учета формирующихся новых реалий может быть чревато усилением дисбалансов на рынке и значимым ускорением роста цен. Так, сохраняющиеся высокие темпы роста цен на потребительские услуги указывают на повышенный уровень спроса в этом сегменте относительно предложения с учетом роста издержек.

Можно ожидать, что при стабилизации валютного курса в результате постепенной адаптации внешнеторговых потоков к существующим и новым ограничениям текущие темпы роста потребительских цен повысятся с поправкой на сезонность. Важно, чтобы такое повышение происходило в рамках траектории возврата инфляции к 4% в 2024 году.

1.1. Действие временных факторов замедлило инфляцию

- В мае – июне годовая инфляция снизилась после достижения пика в апреле. Месячные темпы роста цен оказались на минимальных уровнях по сравнению с аналогичными периодами прошлых лет.
- Значительный вклад в замедление роста цен внесли временные факторы, а именно: внесезонное удешевление плодоовощной продукции и компенсация мартовского «перелета» цен товаров и услуг с высокой зависимостью от динамики валютного курса на фоне значительного укрепления рубля.
- Аналитические показатели, характеризующие наиболее устойчивую составляющую ценовой динамики, указывают на сохранение инфляционного давления выше уровня 4% в годовом выражении. Особенно это заметно в сегменте услуг, тарифы на которые не регулируются. Баланс рисков относительно цели по инфляции в среднесрочной перспективе по-прежнему смещен в сторону проинфляционных.
- При этом общий темп роста потребительских цен еще некоторое время может оставаться на пониженном уровне под влиянием временных факторов. По мере их исчерпания на динамику цен будут влиять как проинфляционные факторы ограничений на

стороне предложения, так и дезинфляционные факторы снижения потребительской активности. Их относительная динамика станет определяющей для дальнейшей траектории инфляции.

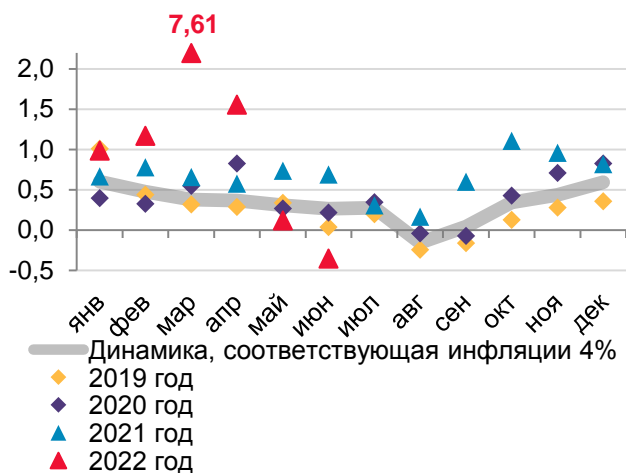
В мае – июне годовая инфляция снизилась с пика в апреле, составив 17,1 и 15,9% соответственно (Таблица 1, Рисунок 1). Это прежде всего стало следствием коррекции цен после рекордного роста в марте: замедление роста цен в мае перешло в снижение цен в июне (Рисунок 2). Месячные приросты цен с поправкой на сезонность оказались на минимальных уровнях по сравнению с аналогичными периодами прошлых лет (+2,1 и -2,8% м/м SAAR). Коррекция была вызвана значительным укреплением рубля и снижением спроса после ажиотажного всплеска в феврале – марте.

Таблица 1. Инфляция и ее компоненты

	Июн. 2020	Июн. 2021	Апр. 2022	Май 2022	Июн. 2022
% г/г					
Все товары и услуги	3,2	6,5	17,8	17,1	15,9
Базовая инфляция	2,9	6,6	20,4	19,9	19,2
Прод. товары	3,9	7,9	20,5	20,1	18,0
Непрод. товары	3,0	7,0	20,2	19,2	17,9
Услуги	2,5	4,0	10,9	10,0	10,2
% м/м SAAR					
Все товары и услуги	3,4	9,7	19,6	2,0	-2,8
Базовая инфляция	4,7	11,0	23,5	5,1	3,9
Прод. товары	5,8	12,6	36,7	8,4	-8,4
– без плодоовощей	5,3	7,5	49,3	16,1	4,9
Непрод. товары	5,1	9,5	6,7	-0,7	-4,0
– без нефтепродуктов	4,2	9,9	8,1	-0,5	-4,2
Услуги	-2,1	5,8	15,0	-3,3	8,0
– без ЖКУ	-5,1	6,7	21,9	-7,5	10,1

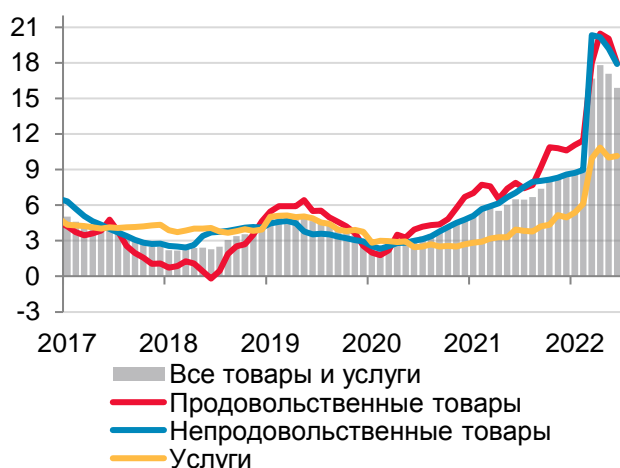
Источники: Росстат, расчеты ДИП.

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



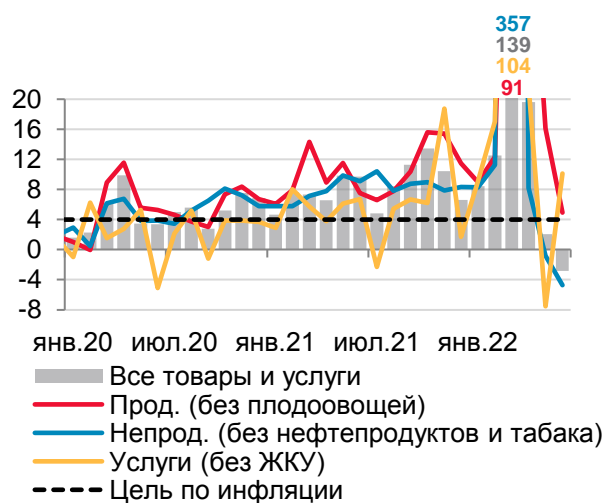
Источники: Росстат, расчеты ДИП.

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



Источник: Росстат.

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



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

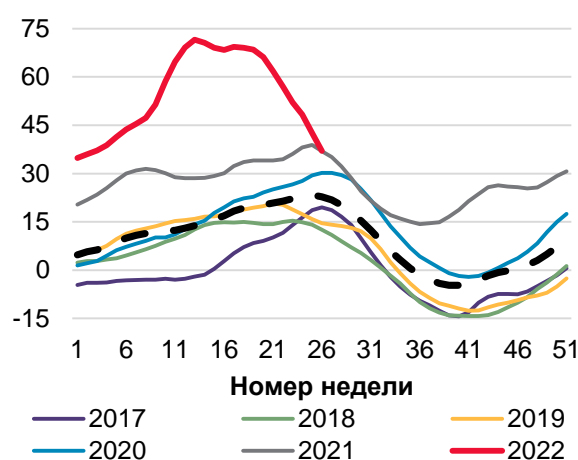
В сегменте продовольственных товаров рост цен темпом 8,4% SAAR в мае сменился таким же по масштабу снижением цен в июне (Таблица 1). Основной дезинфляционный вклад внесло ускорение снижения цен на плодоовощную продукцию, которое выбивается за рамки обычной сезонности. Это снижение носит компенсационный характер после «перелета» цен в I квартале (Рисунок 4). Разрыв между текущей стоимостью плодоовощной продукции и стоимостью в предыдущие годы пока сохраняется, в связи с чем цены могут продолжить корректироваться вниз в ближайшее время, опережая обычную сезонность (Рисунок 5).

Рисунок 4. Индекс цен на плодоовощную продукцию, январь 2018 = 100%



* Включает картофель, капусту, лук, свеклу и морковь.
Источники: Росстат, расчеты ДИП.

Рисунок 5. Динамика стоимости плодоовощной продукции относительно среднего уровня за 2017 год, %



Примечание. Пунктиром обозначен средний уровень за 2017–2021 годы. 2020 год сдвинут на одну неделю вперед для более корректного сопоставления недель.
Источники: Росстат, расчеты ДИП.

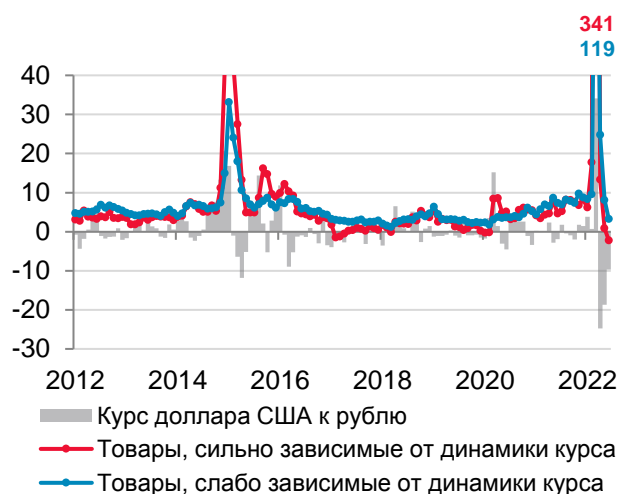
Без учета динамики стоимости плодоовощной продукции рост цен на продовольствие замедлился с 16,1% м/м SAAR в мае до 4,9% м/м SAAR в июне. Если в мае рост цен на продовольствие в целом оставался на повышенном уровне относительно уровня конца 2021 – начала 2022 г., а снижение цен было характерно только для сахара и яиц, то в июне количество позиций, рост цен на которые замедлился или перешел к снижению, значительно увеличилось. Вместе с тем данные недельной статистики указывают на то, что минимальный уровень цен по многим продовольственным товарам уже мог быть пройден: после замедления роста / снижения цен в течение первых трех недель июня темпы роста цен большого числа категорий начали увеличиваться к концу месяца.

В непродовольственном сегменте снижение цен, начавшееся в мае и составившее 0,7% м/м SAAR, ускорилось до 4,0% м/м SAAR в июне. Снижению цен способствовало уменьшение потребительского спроса, в том числе на фоне замедления потребительского кредитования, а также компенсация мартовского «перелета» цен во многом в связи со значительным укреплением рубля. Продолжилось снижение стоимости товаров с вы-

сокой зависимостью от динамики валютного курса (бытовая электроника, теле- и радиотовары, персональные компьютеры, средства связи), при этом темп снижения замедлился в июне по сравнению с маем (Рисунок 6).

В сфере услуг цены повысились на 8,0% м/м SAAR в июне после снижения на 3,3% м/м SAAR в мае и активного роста в апреле. Высокая волатильность показателя вызвана колебаниями стоимости услуг в сфере туризма, банковских услуг и авиабилетов. Рост цен на услуги без учета этих трех компонент замедлился до 6% SAAR в июне (Рисунок 7).

Рисунок 6. Динамика курса доллара США к рублю (%) и медианных значений ИПЦ, % мм SAAR



Источники: Росстат, Банк России, расчеты ДИП.

Рисунок 7. Рост цен на услуги, % м/м SAAR



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

При этом аналитические показатели ценовой динамики указывают на некоторое снижение инфляционного давления, очищенного от влияния разовых и временных факторов. Трендовая инфляция составила 10,2% в мае и 9,5% в июне. Среднее из оценок модифицированных показателей базовой инфляции¹ понизилось в мае – июне соответственно до 7,2 и 3,0% после 23,0% м/м SAAR в апреле (Рисунок 8). Поскольку данные показатели более чувствительны к действию разовых и временных факторов, чем трендовая инфляция, то для целей ДКП более информативной является их сглаженная оценка, а именно скользящее среднее за три месяца в годовом выражении, которое составило 11,1% в июне после 32–34% 3MSAAR в апреле и мае.

Соотношение ИПЦ и оценок показателей, характеризующих наиболее устойчивые процессы ценовой динамики, указывает на значительный вклад разовых факторов в замедление общего роста цен в мае – июне. Медиана распределения, рассчитанная по дезагрегированным компонентам, в эти два месяца снизилась, но не так значительно, как динамика ИПЦ (Рисунок 9).

¹ Данные показатели более чувствительны к действию разовых и временных факторов, чем трендовая инфляция.

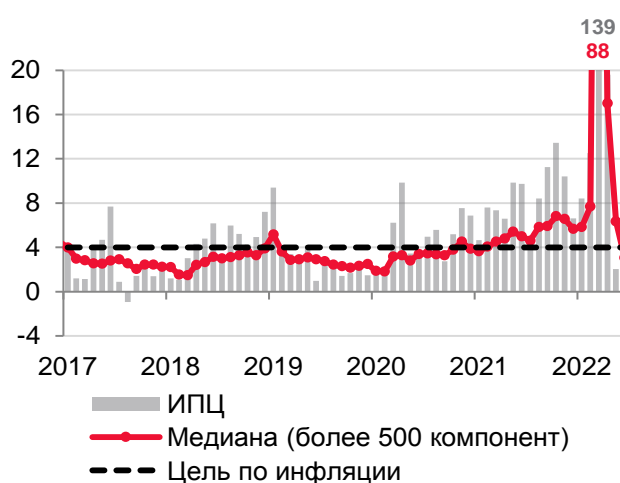
Рисунок 8. Модифицированные показатели базовой инфляции* и оценка трендовой инфляции, % в годовом выражении



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

Источники: Росстат, расчеты ДИП.

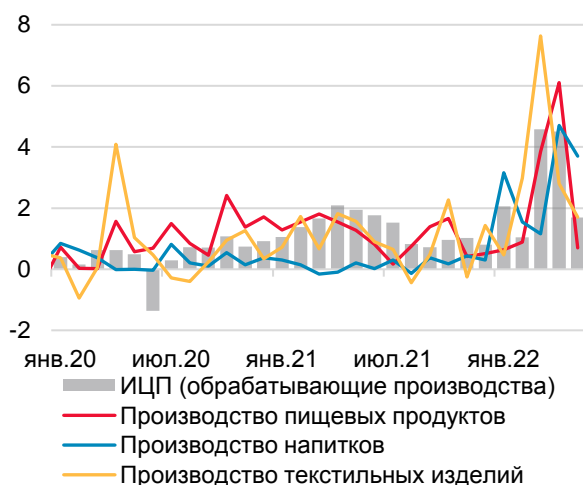
Рисунок 9. Медиана распределения, рассчитанная по дезагрегированным компонентам, % м/м SAAR



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

В ближайшей перспективе темп роста потребительских цен может остаться на пониженном уровне под влиянием временных факторов. Сдерживать общий рост цен будет продолжающаяся корректировка цен на плодоовощную продукцию и сахар, которая, по нашим оценкам, может растянуться еще на несколько недель, а также снижение/замедление роста цен товаров с высокой зависимостью от динамики курса (электроника, стройматериалы), длительность и масштаб которого будет определяться ситуацией на валютном рынке.

Рисунок 10. ИЦП обрабатывающих отраслей* и отдельных подкомпонент, % м/м



*Без учета металлургического производства, а также производства кокса и нефтепродуктов.

Источники: Росстат, расчеты ДИП.

Рисунок 11. Динамика индекса цен производителей обрабатывающего сектора* и индекса потребительских цен, % г/г



*Без учета металлургического производства, а также нефтепереработки.

Источники: Росстат, расчеты ДИП.

В среднесрочной перспективе факторы на стороне предложения выступают в качестве основных источников риска ускорения роста потребительских цен. Темпы роста цен производителей потребительских товаров остаются заметно выше 4% в пересчете на год, создавая повышательное давление на потребительские цены (Рисунок 10, Рисунок 11).

2. Экономическая динамика

Российская экономика в мае-июне стабилизировалась при высокой неоднородности динамики в разных отраслях. Процесс структурной трансформации идет нелинейно и с разной скоростью в зависимости от степени влияния внешних ограничений. В результате экономический спад окажется менее глубоким, чем предполагалось несколько месяцев назад, но более растянутым во времени.

Несмотря на некоторое восстановление импорта, в том числе за счет развития параллельного импорта, его объемы по-прежнему значительно уступают домартовским. Особенно это касается импорта товаров промежуточного назначения и инвестиционных товаров. При этом сколь-нибудь заметного роста отечественного производства таких товаров не произошло.

Это указывает на сохранение значительных рисков: снижение производства и предложения товаров в экономике может усилиться и уменьшить потенциал экономики по мере дальнейшего сокращения запасов сырья, материалов, комплектующих и выработки ресурса действующего оборудования. Это потребует, во-первых, ускорения процесса перестройки импортных логистических цепочек, и во-вторых, активизации процесса структурной трансформации российской экономики для частичного восстановления утраченного потенциала.

2.1. Стабилизация экономической активности в мае – июне

- Оперативные индикаторы указывают на сравнительно плавное прохождение российской экономикой первого этапа подстройки к изменившимся внешним условиям. В мае – июне снижение экономической активности остановилось.
- Так, после двух месяцев отрицательной динамики, в мае показатели выпуска базовых отраслей и потребительского спроса демонстрировали стабилизацию (Рисунок 13, Рисунок 17). Динамика опросных индикаторов свидетельствует о постепенной адаптации предприятий к происходящим структурным сдвигам в российской экономике, начале процесса выстраивания новых логистических цепочек и некотором улучшении ситуации с поставками и заказами² на фоне некоторого восстановления внутреннего спроса и согласования новых проектов.

² [Индикатор бизнес-климата Банка России в мае продолжил рост.](#)

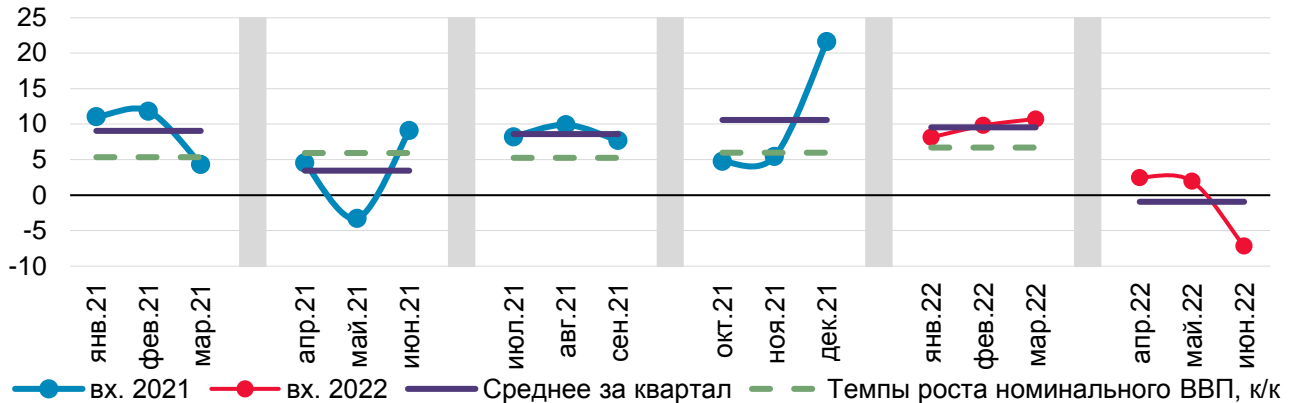
- В частности, индексы PMI в обрабатывающей промышленности и сфере услуг в мае и июне выросли до уровней выше 50 пунктов (50,8 и 51,7), отражая улучшение оценок бизнес-климата предприятиями, ожиданий дальнейшего восстановления клиентского спроса (по-прежнему стагнирующего в части экспортных заказов) и стабилизации экономических условий (Рисунок 15).
- Динамика потребления электроэнергии также сохранялась устойчивой (Рисунок 14). Замедление ее годового роста в конце июня в ряде региональных систем, по-видимому, связано с эффектом высокой базы прошлого года³, нежели с сокращением экономической активности в конце II квартала. Добыча нефти в июне продолжила восстанавливаться и почти вышла на уровень февраля 2022 г. (9,9 млн б/с).
- Несмотря на стабилизацию активности на макроуровне, динамика в отраслевом разрезе остается неравномерной. В обрабатывающих производствах (в основном за счет динамики металлургической отрасли и машиностроения) и транспортных услугах снижение выпуска в мае ускорялось. При этом увеличивалось производство электроники на фоне интенсификации импортозамещения.
- Появляются свидетельства постепенного выстраивания новых логистических цепочек и налаживания импортных поставок через альтернативных партнеров (Рисунок 16). Тем не менее импорт после резкого сокращения в марте находится на низком уровне, что вкупе с ростом экспорта на фоне повышения сырьевых цен привело к расширению профицита счета текущих операций до 70,1 млрд долл. США во II квартале 2022 года (17,3 млрд долл. США во II квартале 2021 года). Более быстрое восстановление импортных потоков позволило бы остановить процесс сокращения запасов предприятий⁴ и смягчить глубину падения выпуска в ближайшие кварталы.
- Поддержку экономической активности в ближайшее время окажет произошедшее смягчение ДКП. Оно будет способствовать дальнейшему снижению нормы сбережений и плавному восстановлению динамики кредитования, которые в свою очередь поддержат расширение внутреннего спроса, в частности потребительского. О его стабилизации в июне свидетельствует как оценки динамики номинальных расходов (Рисунок 18), так и значительное улучшение ожиданий населения относительно динамики будущих доходов⁵. После сокращения реальных зарплат на 7,2% г/г в апреле, последовавшего за повышенными выплатами в марте (Рисунок 19), уровень доходов населения будут поддерживать индексация выплат бюджетникам и стабильная ситуация на рынке труда: четвертый месяц подряд уровень безработицы держится на рекордно низком уровне (Рисунок 20).

³ Во всех региональных системах, внесших отрицательный вклад, соответствующая неделя прошлого года отличалась существенным приростом электропотребления, в частности из-за пиковых значений температуры.

⁴ Динамика подындексов PMI свидетельствует о продолжении сокращения запасов готовой продукции и сырья в обрабатывающих отраслях.

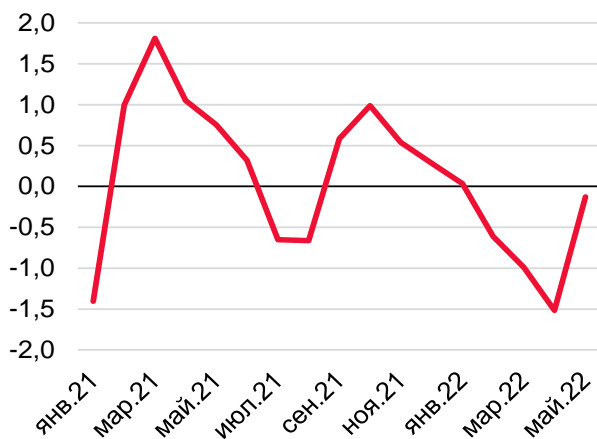
⁵ До максимального за последние 12 месяцев уровня, согласно опросу ИнФОМ.

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



Источники: Банк России, Мониторинг отраслевых финансовых потоков.

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



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

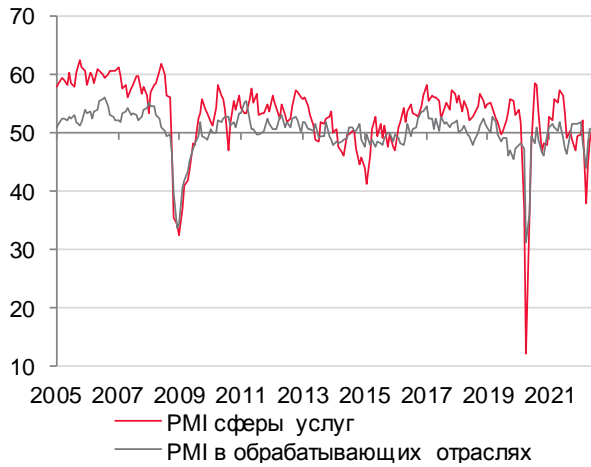
Рисунок 14. Электропотребление и средняя температура в 2022 и 2021 гг., млн МВт*ч (левая шкала), градусов (правая шкала)



Источники: Системный оператор Единой энергетической системы, расчеты ДИП.

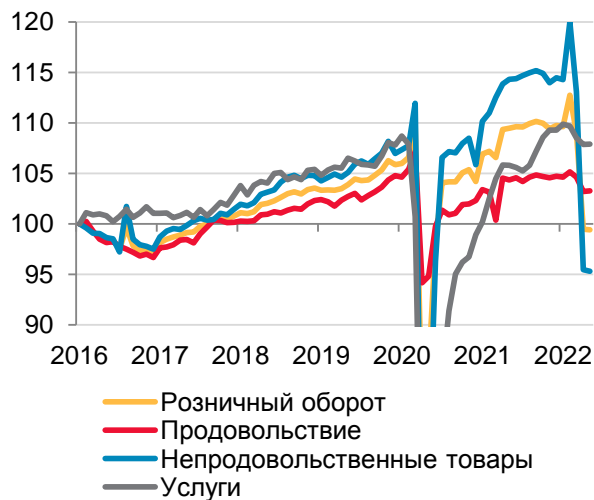
⁶ Под темпами роста понимается процентное изменение искомой величины: $g = \frac{(x_1 - x_0)}{x_0} * 100$.

Рисунок 15. PMI в обрабатывающей промышленности и услугах, пунктов



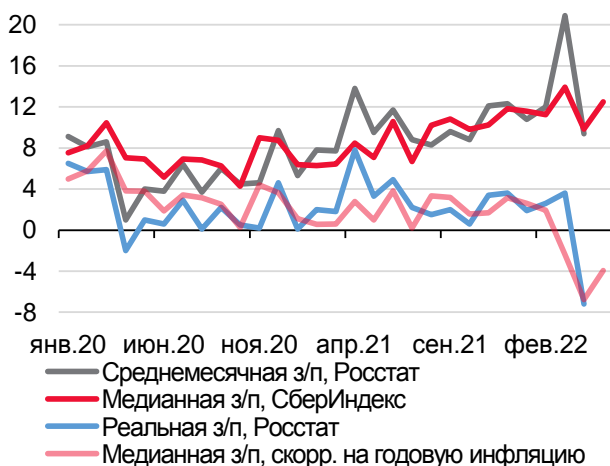
Источник: S&P Global.

Рисунок 17. Динамика оборота розничной торговли и сектора услуг (январь 2016 = 100%, сезонность устранена), %



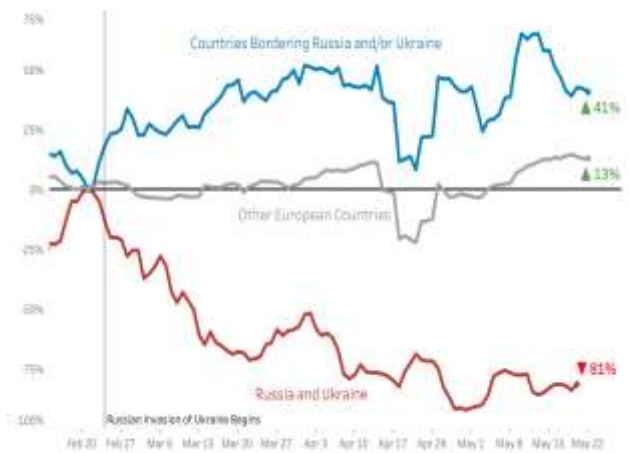
Источники: Росстат, расчеты ДИП.

Рисунок 19. Динамика заработной платы, % г/г



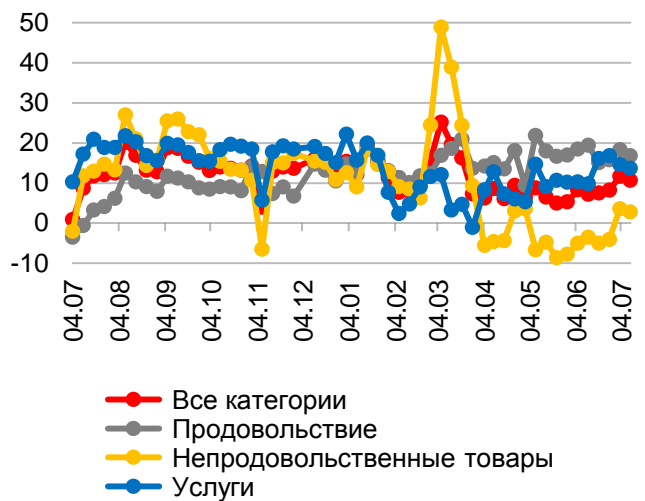
Источники: Росстат, СберИндекс.

Рисунок 16. Объем ввоза товаров, среднее за семь дней, % к 21.02.2022



Источник: FourKites.

Рисунок 18. Рост номинальных расходов, % г/г



Источник: СберИндекс, расчеты ДИП.

Рисунок 20. Уровень безработицы, %



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

2.2. Выдачи кредитов заметно отстают от прошлогодних уровней

- В мае продолжилось снижение выдач новых кредитов в основных сегментах розничного кредитования в годовом сопоставлении, при этом в автокредитовании и потребительском кредитовании темпы замедлились (Рисунок 21).
- В последние месяцы рост кредитования ограничивался факторами как на стороне спроса ([снижение количества заявок на кредиты](#)), так и на стороне предложения (снижение уровня одобрения заявок банками). По мере снижения рыночных ставок вслед за ключевой ставкой Банка России вероятны рост спроса на кредиты и увеличение фактических объемов кредитования. Так, повышение спроса на розничные кредиты подтверждается отдельными косвенными факторами, в частности ростом количества поисковых запросов по слову «кредит» (Рисунок 24). Судя по оперативным данным, увеличились выдачи розничных кредитов. Тем не менее мы ожидаем, что этот рост в ближайшие месяцы будет происходить умеренными темпами, во многом из-за сохранения консервативной политики банков.
- Ипотечное кредитование продолжает поддерживаться действием субсидируемых программ (Рисунок 22), прежде всего льготной ипотекой, выдачи по которой выросли на фоне снижения ставки до 9% в конце апреля. Дальнейшее снижение ставки по программе до 7% в конце июня еще сильнее простимулирует спрос льготную ипотеку. Выдачи рыночной (несубсидируемой) ипотеки остались на низком уровне, что, возможно, было следствием выжидательной позиции некоторых заемщиков в условиях активного снижения ключевой ставки. К тому же между одобрением и оформлением ипотечных кредитов существует определенный временной лаг (обычно от 1–2 недель до 2 месяцев), поэтому статистика их выдачи отражает изменение рыночной ситуации с задержкой.
- В условиях значительного сокращения новых выдач во всех основных сегментах розничного кредитования динамика кредитного портфеля⁷ поддерживается снижением объема средств, направляемых на погашение, прежде всего досрочное (Рисунок 23). При этом снижение объема погашений затронуло и обязательный график платежей – в последние месяцы наблюдается некоторое ухудшение качества обслуживания необеспеченных потребительских кредитов и автокредитов.
- Рост рублевых кредитов нефинансовым организациям в мае ускорился до 1,2 с 1,0% м/м SA в апреле. Это [может быть связано с некоторым улучшением деловой активности](#), в частности [в импортозамещающих отраслях](#). Так, в апреле – мае наблюдался рост спроса на продукцию в машиностроении, металлообработке, химическом и нефтехимическом производствах. В последние месяцы в этих отраслях был зафиксирован значительный рост выдач⁸ (Рисунок 25). По-прежнему демонстрирует сокращение портфель кредитов ИП: -0,3% м/м SA (в апреле: -0,4% м/м

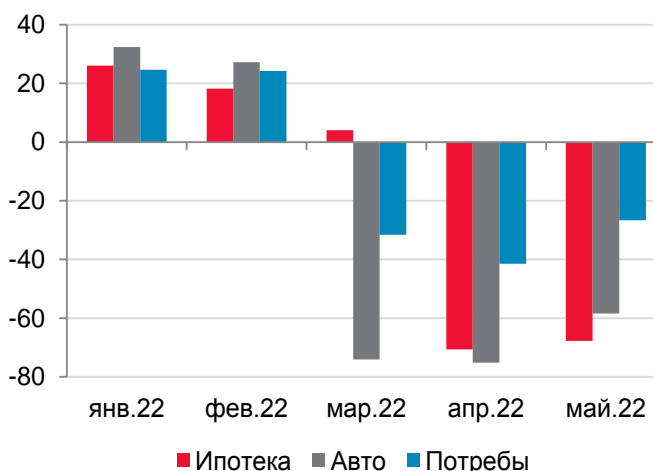
⁷ В мае снижение рублевого розничного портфеля замедлилось до 0,1 с 0,4% м/м SA в апреле.

⁸ При снижении общего размера рублевых выдач по экономике (без кредитования финансовых компаний) на 10% г/г за этот же период.

SA). Продолжилось сокращение портфеля рублевых кредитов финансовым организациям (-3,7% м/м SA).

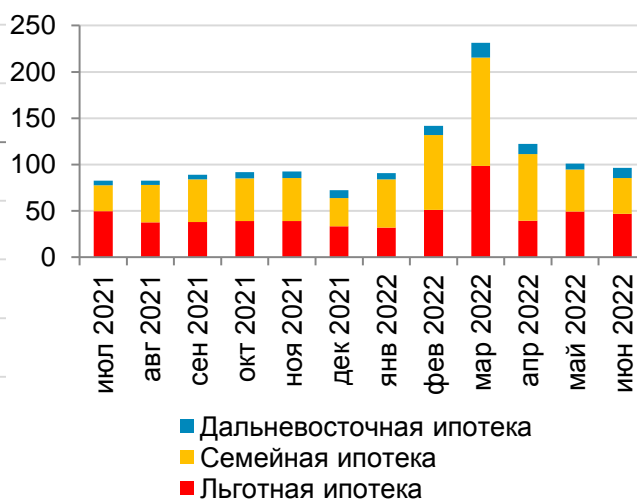
- Высокая неопределенность сдерживает долгосрочное и среднесрочное кредитование. Снижение ключевой ставки, наряду с широким спектром других мер поддержки экономики, должно способствовать поддержанию кредитования, деловой активности и потребления.
- Валютный портфель кредитов нефинансовым организациям сокращается второй месяц подряд: -2,5 после -2,1% м/м SA в апреле. Снизилось валютное кредитование нефинансовых организаций – как резидентов, так и нерезидентов. В целом наблюдается отчетливая тенденция к девальютизации кредитования.
- Привлекательность рублевых депозитов снижается на фоне снижения ставок по рублевым вкладам вслед за ключевой ставкой Банка России. Рост объемов средств физических лиц в рублях на банковских счетах замедлился в мае до 1,2 с 2,8% м/м SA в апреле. По оперативным данным, мы видим усиление этой тенденции в июне. При этом ослабление валютного регулирования способствовало возобновлению роста объема валютных вкладов в мае (+2,7% м/м SA). Его бенефициарами стали ряд крупных банков, не подпавших под санкции, и дочерние банки-нерезиденты. Учитывая, что ряд банков ввели отрицательные ставки и комиссии по валютным депозитам, их объем может возобновить снижение.
- Прирост рублевых средств юридических лиц⁹ оказался сопоставим с апрельским: +1,4% м/м SA. Это ощутимо превышает средний темп роста в 2021 г. (0,6% м/м SA) и во многом обусловлено высокими ценами на сырьевые товары и ростом выручки экспортеров в условиях ограниченного использования свободных средств компаниями во время повышенной неопределенности.

Рисунок 21. Динамика объема выдач новых кредитов по сегментам кредитования, % г/г



Источники: Банк России, расчеты ДИП.

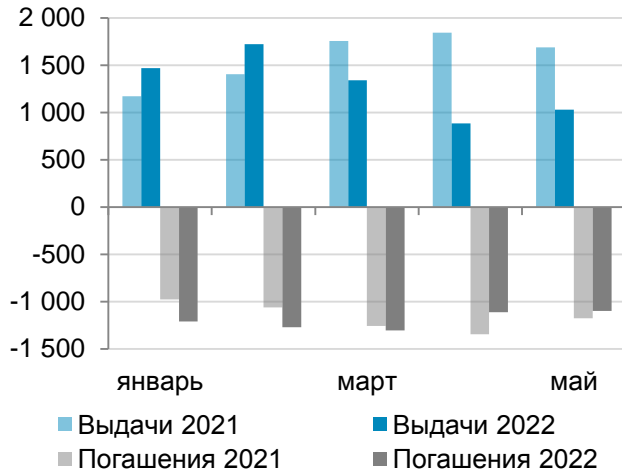
Рисунок 22. Объем выдач в рамках льготных ипотечных программ*, млрд рублей



Источники: ДОМ.РФ, расчеты ДИП.

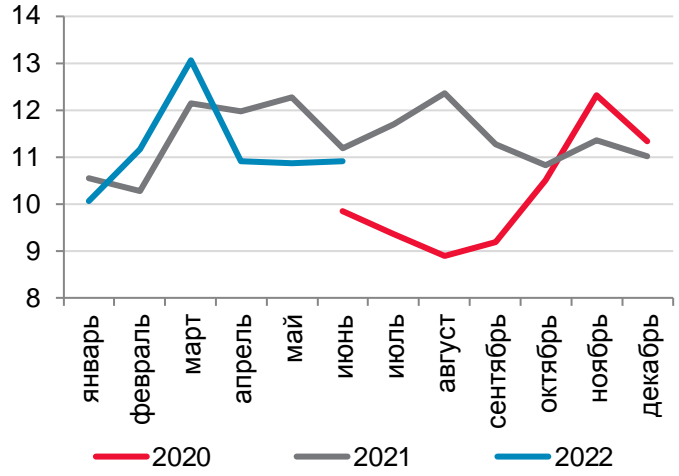
⁹ Рассматриваются депозиты финансовых и нефинансовых организаций.

Рисунок 23. Факторы изменения объема портфеля розничных кредитов, млрд руб.



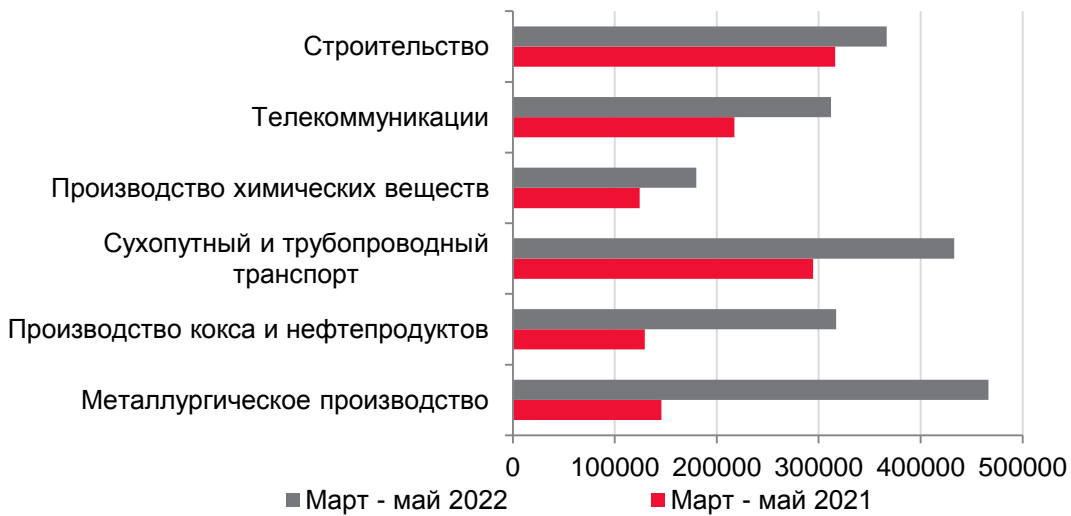
Источники: Банк России, расчеты ДИП.

Рисунок 24. Динамика запросов по слову «кредит» в Яндексе, млн. шт.



Источники: Wordstat Yandex, расчеты ДИП.

Рисунок 25. Динамика выдач рублевых кредитов по некоторым видам экономической деятельности, млрд руб.



Источники: Банк России, расчеты ДИП.

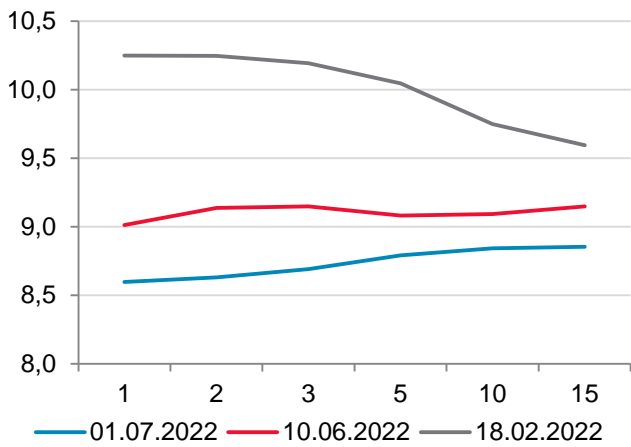
3. Финансовые рынки

3.1. Рост оборотов ОФЗ на фоне повышения волатильности

- В условиях введенных ограничений на движение капитала конъюнктура рынка ОФЗ определяется влиянием внутренних факторов. Обороты остаются на пониженных уровнях, составляющих примерно треть от уровней по состоянию на начало года. При этом динамика доходностей ОФЗ снова стала чувствительной к еженедельным данным по росту ИПЦ¹⁰, через которые рынок выстраивает свои ожидания о решениях Банка России по ДКП.
- Решение Банка России снизить ключевую ставку 10 июня не стало сюрпризом, хотя размер шага в 150 б.п. оказался выше, чем предполагал консенсус (100 б.п.). Вместе с решением Банк России просигнализировал об ограниченности потенциала для дальнейшего снижения ставки, что впоследствии привело к небольшой коррекции ожиданий участников рынка по траектории ключевой ставки.
- Ключевая ставка за четыре месяца к началу июля снизилась на 10,5 п.п. и вернулась к уровню начала февраля. При этом доходности ОФЗ за тот же период снизились на 7,5 п.п. на коротком конце кривой и на 4,0–4,5 п.п. – на длинном. В итоге доходности вернулись на уровень начала года, когда ключевая ставка составляла 8,5%, а угол наклона кривой (10 лет – 2 года) изменился со слабоотрицательного на положительный (+14 б.п.).
- Министр финансов А. Силуанов в ходе выступления на Петербургском международном экономическом форуме не исключил, что его ведомство может вернуться к заимствованиям на внутреннем рынке после определения новой конструкции бюджетного правила. Окончательное решение по данному вопросу будет иметь важное значение для участников рынка.
- С начала лета российский рубль укреплялся к доллару США, достигнув уровней апреля 2015 года (50 рублей за доллар США). Однако в конце июня рубль ослабел к доллару США. В условиях изолированности российского внутреннего валютного рынка от участия нерезидентов сглаживающего механизма бюджетного правила и курс рубля становится более волатильным и чувствительным к текущей динамике экспорта и импорта, а также к конъюнктуре международных рынков основных российских экспортных товаров.

¹⁰ Заметная активная реакция на еженедельные данные не была свойственна российскому рынку ОФЗ и стала проявляться в конце 2021 года.

**Рисунок 26. Кривая бескупонной доходности
ОФЗ, %**



Источник: Cbonds.

Рисунок 27. Волатильность курса рубля



Источник: Cbonds.

В фокусе. Зависимость российской экономики от промежуточного импорта меньше, чем от инвестиционного

- Зависимость российской экономики от импорта товаров, используемых в промежуточном потреблении, невысока в сравнении с другими странами – как на макроуровне, так и на уровне большинства отраслей. Во многом это вызвано низкой вовлеченностью в сложные глобальные производственные цепочки и высокой самообеспеченностью сырьевыми ресурсами.
- Это означает, что масштаб ограничений на стороне предложения в значительном числе отраслей может оказаться сравнительно небольшим. При этом отрасли с относительно высокой зависимостью от промежуточного импорта имеют ограниченные возможности по его замещению и уже в значительной степени вынужденно сократили производство. Это один из основных источников проинфляционных рисков.
- В среднесрочной перспективе наиболее важной и сложной задачей является импортозамещение инвестиционного импорта и налаживание поставок инвестиционных товаров от новых зарубежных поставщиков. Это во многом определит характер и масштаб структурной перестройки российской экономики, уровень и траекторию ее потенциального роста.

Активная вовлеченность российской экономики в мировую торговлю сопровождается в том числе использованием отечественными производителями импортного сырья и комплектующих для производства своих товаров и услуг, реализацией инвестиционных проектов с привлечением иностранного оборудования и технологий. Изменение внешних условий и введение различных финансовых и транспортных ограничений в I квартале 2022 г. в первую очередь отразились на объемах импортных поставок. Многие страны запретили поставки определенных категорий товаров и услуг в Россию, международные перевозчики и финансовые институты отказываются предоставлять свои услуги или значительно их ограничили. Разрушение налаженных цепочек поставок напрямую сказывается на производственной активности, а ее дальнейшая динамика зависит от возможностей найти альтернативных поставщиков – внутренних и зарубежных.

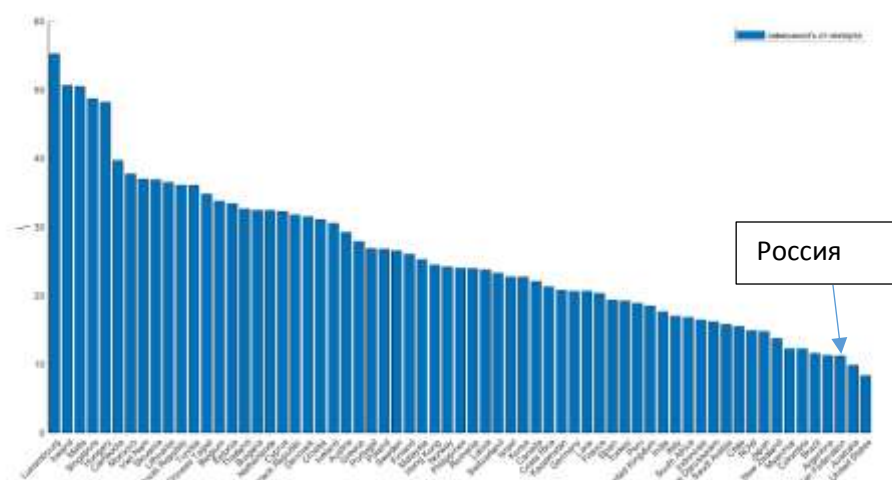
Масштаб проблем, которые должны решать производители, зависит от масштаба использования импортных сырья и комплектующих (импортозависимость) и жесткости ограничений на поставки тех или иных видов товаров и предоставление услуг. На основе выборки OECD из 66 стран¹¹ мы оценили долю прямого¹² импорта в промежуточном потреблении¹³ (Рисунок 28). В целом импортозависимость российской экономики с точки зрения промежуточного потребления оказалась одной из самых низких.

¹¹ Мы используем таблицы [«Затраты – выпуск» 2018 г.](#), подготовленные ОЭСР OECD (2021): 66 стран, включая 38 стран ОЭСР, 45 отраслей (сгруппированные отрасли ISIC Rev. 4).

¹² Учитывается только потребление импортных товаров и услуг без учета «импортной составляющей» в отечественных товарах и услугах (косвенный импорт).

¹³ Товары и услуги, непосредственно используемые в качестве сырья и расходных материалов при производстве отечественных товаров и услуг.

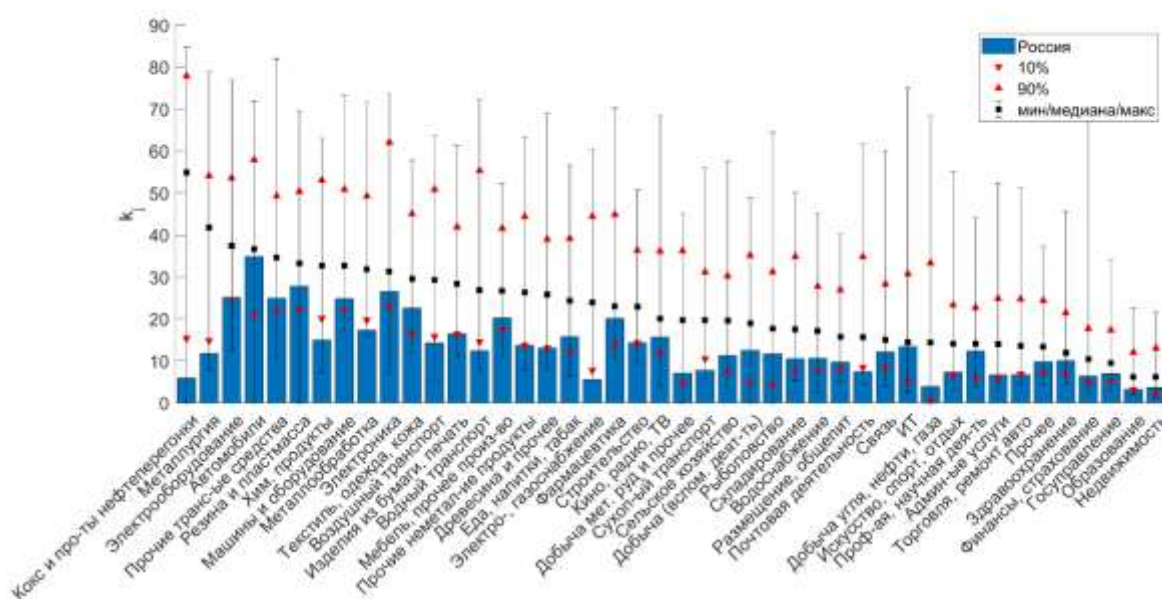
Рисунок 28. Доля импорта в промежуточном потреблении страны, %



Источники: OECD, расчеты ДИП.

На уровне отраслей в целом прослеживается такая же картина даже при учете косвенного, а не только прямого импорта (Рисунок 28). Ни в одной из отраслей доля импорта в промежуточном потреблении не превышает медианного значения выборки. Наиболее близкие к медиане значения наблюдаются в отраслях, связанных с производством механического оборудования, машин, электроники, и фармацевтике, а наиболее далекие от нее – в отраслях добычи и переработки традиционных экспортных товаров: нефти, газа, угля и металлов.

Рисунок 29. Доля полного (прямого и косвенного) промежуточного импорта в конечной продукции отраслей, %



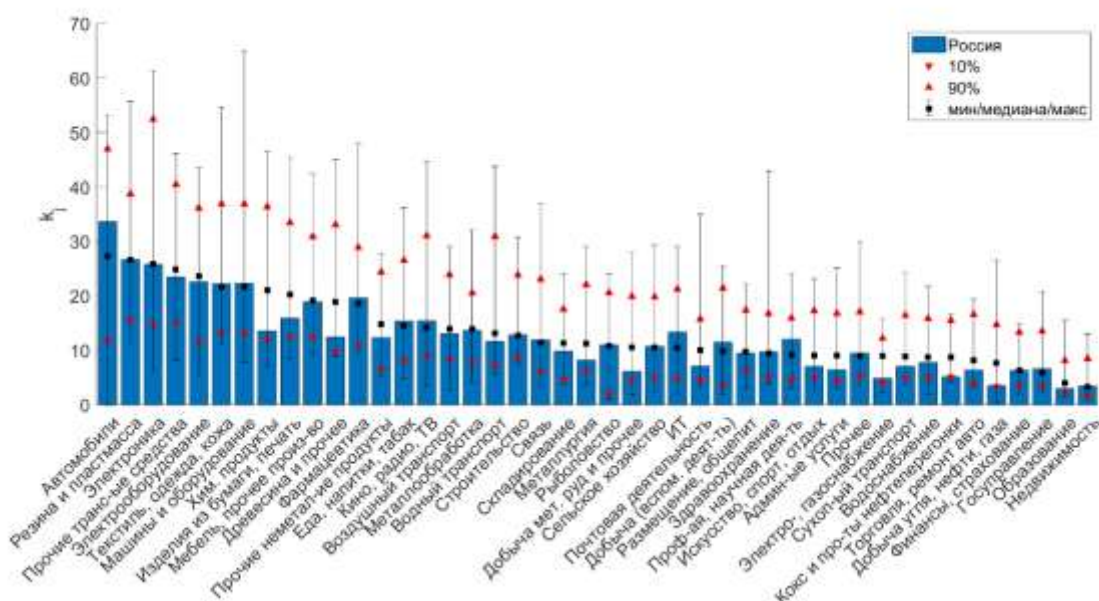
Источник: OECD, расчеты ДИП.

Примечание. Квадраты – медианное значение по группе стран для данной отрасли, треугольники – 10–90% распределения, границы – максимальное и минимальное значения в группе стран.

Одной из основных причин относительно низкого промежуточного импорта может быть характер вовлеченности российской экономики в глобальные производственные цепочки. Российский экспорт преимущественно представлен в самых начальных звеньях производственных цепочек через поставки сырьевых товаров (так называемый *backward participation*) и относительно слабо – на более поздних этапах передела продукции (*forward participation*). Также на результат расчета могла повлиять некоторая несбалансированность выборки, где представлено достаточно много маленьких стран (Люксембург и другие) с высокой зависимостью от импорта.

Чтобы скорректировать действие этого фактора, мы дополнительно посчитали долю несырьевого импорта по урезанной выборке стран¹⁴. В итоге доля промежуточного импорта в российских отраслях стала гораздо ближе к медиане распределения (Рисунок 30). Тем не менее уровень в большинстве отраслей остался ниже медианы. Выше медианы доля импорта оказалась в производстве автотранспорта, электроники, в фармацевтике, ИТ, профессиональных услугах, услугах в добыче полезных ископаемых и так далее.

Рисунок 30. Доля промежуточного несырьевого импорта в конечной продукции отраслей по урезанной выборке, %



Источник: OECD, расчеты ДИП.

Примечание. Квадраты – медианное значение по группе стран для данной отрасли, треугольники – 10–90-ные квантили распределения, границы – максимальное и минимальное значения в группе стран.

Наш анализ показал, что зависимость большинства российских отраслей от промежуточного импорта относительно невысока по мировым меркам. Это означает, что задача поиска альтернативных поставщиков для значительного числа предприятий является в целом решаемой, и на макроуровне ограничения на стороне предложения в ре-

¹⁴ Отсекались страны с населением ниже медианы изначальной выборки.

зультате изменения внешних условий могут оказаться умеренными. Тем не менее в некоторых отраслях зависимость от импорта высокая, что уже ограничивает предложение (так, производство легковых автомобилей сократилось в мае на 96,5% г/г). Эти отрасли являются одним из источников проинфляционных рисков. При этом решение задачи импортозамещения и поиска новых поставщиков за рубежом, скорее всего, приведет к снижению технологичности производства в этих отраслях. Это снижение может носить как временный, так и устойчивый характер.

Текущий анализ пока не охватывает в полной мере ситуацию с динамикой инвестиционного импорта, зависимость от которого, вероятно, выше, чем от промежуточного, с учетом высокой доли инвестиционных товаров в общем объеме российского импорта. При этом, с одной стороны, ограничения на его поставки не так быстро сказываются на текущем уровне производственного потенциала экономики. Поэтому у российских компаний есть больше времени для налаживания импортозамещающих производств и поиска новых поставщиков. С другой стороны, уровень потенциала экономики и ее роста в будущем во многом как раз зависит от успешности преодоления ограничений на инвестиционный импорт. Это имеет первоочередное значение с точки зрения определения характера и масштаба структурной перестройки российской экономики, а также траектории ее потенциального роста в будущем.

Александр Морозов

Директор

Сергей Власов

Данила Карпов

Татьяна Кузьмина

Левон Мовсесян

Максим Неваленный

Екатерина Петренева

Алексей Поршаков

Белла Рабинович

Арина Сапова

Юлия Ушакова

Мария Федулова

Анастасия Хажгериева

Мария Харламова

Анна Цветкова

Яна Чернышова

Дмитрий Чернядьев