



Банк России

№ 5 (49)



О ЧЕМ ГОВОРЯТ ТРЕНДЫ

Макроэкономика и рынки

Бюллетень Департамента исследований и прогнозирования

ИЮЛЬ 2021

СОДЕРЖАНИЕ

Краткое содержание	3
1. Инфляция	4
1.1. Инфляционное давление остается повышенным	5
1.2. Сохранение повышенного темпа роста цен производителей	10
1.3. Ценовые индексы PMI: проинфляционное влияние издержек более выражено в сфере услуг	12
2. Экономическая динамика	13
2.1. Оперативные индикаторы в июне: продолжение роста экономики	14
2.2. Замедление роста потребления в мае	15
2.3. Промышленность в мае: пауза после трех месяцев роста	18
2.4. Дальнейший уверенный рост кредитования	22
2.5. Восстановление мирового спроса поддержит экспорт	26
3. Глобальная экономика, финансовые и товарные рынки	28
3.1. Все больше центральных банков переходят к нормализации ДКП	28
3.2. Финансовые рынки: угол наклона кривых доходностей снижается	34
3.3. Цены сырьевых товаров изменились разнонаправленно	38

Бюллетень подготовлен Департаментом исследований и прогнозирования по данным на 08.07.2021.
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
Адрес: 107016, Москва, ул. Неглинная, 12
Официальный сайт Банка России: www.cbr.ru
© Центральный банк Российской Федерации, 2021

Краткое содержание

ИТОГИ

- В июне по-прежнему сохранилось повышенное инфляционное давление, связанное с действием *устойчивых* факторов со стороны спроса и предложения. На этом фоне высокими остаются инфляционные ожидания населения и бизнеса, создавая предпосылки для увеличения вторичных проинфляционных эффектов от роста цен. Кредитная активность продолжает быстро расширяться, придавая дополнительный импульс росту внутреннего спроса. В результате отставания реакции предложения на рост спроса проинфляционные риски со стороны предложения сохранились. В такой ситуации действие устойчивых факторов инфляции будет ослабевать постепенно.
 - В июне сохранился повышенный инфляционный фон, в результате чего годовая инфляция превысила 6%. На потребительском рынке и в промышленности по-прежнему пока отсутствуют признаки ослабления инфляционного давления. Возврат годовой инфляции на траекторию устойчивого замедления произойдет после проявления дезинфляционных эффектов от происходящей нормализации денежно-кредитной политики, на что требуется определенное время.
 - В мае-июне российская экономика продолжила рост, в том числе благодаря быстрому увеличению объемов кредитования как юридических, так и физических лиц. В результате экономика в II квартале достигла докоронавирусного уровня, а отрасли потребительского и инвестиционного спроса вышли на докоронавирусную траекторию роста. Российский экспорт поддерживают восстановление мировой экономики и рост цен на сырье.
 - Российский фондовый рынок в июне продолжил рост. На долгом рынке доходности по краткосрочным и среднесрочным облигациям росли. Это в целом отражает динамику глобальных финансовых рынков и ожидания дальнейшей нормализации ДКП в России. В то же время доходность долгосрочных облигаций практически не менялась. Это указывает на заякоренность долгосрочных инфляционных ожиданий участников финансового рынка вблизи цели по инфляции.

1. Инфляция

Динамика потребительских цен с поправкой на сезонность остается существенно повышенной и пока не проявляет признаков к замедлению. В результате годовая инфляция в июне достигла 6,5%. Вероятно, ее пиковое значение еще не достигнуто, учитывая инерцию инфляционных процессов и значительную задержку в их реакции на процесс нормализации денежно-кредитной политики.

Основные показатели *устойчивых* инфляционных процессов по-прежнему указывают на существенное инфляционное давление в потребительском секторе. Так, медианный месячный рост цен в мае превысил 5%, а показатели трендовой инфляция повысились до 4,9–5,1%. Тем не менее значения показателей, характеризующихся устойчивой динамикой, - значительно ниже, чем значения показателей общей динамики потребительских цен.

Это означает, что:

- 1) за повышенной динамикой потребительских цен стоят как немонетарные, так и монетарные факторы;
- 2) действие немонетарных факторов несколько более выражено, чем монетарных, но вклад последних в рост цен весьма существенен;
- 3) действие таких немонетарных факторов, как некоторые шоки предложения, имеет продолжительный характер.

В условиях роста издержек и логистических ограничений действие растущего потребительского спроса приобретает более выраженный проинфляционный характер. Это препятствует замедлению роста цен в текущих денежно-кредитных условиях.

Кроме того, в краткосрочной перспективе проинфляционные риски по-прежнему доминируют над дезинфляционными. Об этом говорит целый ряд показателей, обладающих опережающими свойствами. Так, предприятия и в обрабатывающей промышленности, и в сфере услуг продолжают отмечать высокие темпы роста закупочных и отпускных цен, а фактический рост цен производителей потребительских товаров существенно превышает рост розничных цен на эти товары, задавая верхнюю планку для их возможного роста. Индекс ожидаемого роста цен предприятий, рассчитываемый Банком России, находится на пике, как минимум с 2016 г., чему способствуют высокие годовые темпы роста мировых продовольственных цен. Наконец, динамика монетарных показателей «предсказывает» скорее стабилизацию, чем значительное снижение годовой инфляции в оставшуюся часть года.

В таких условиях вероятно сохранение повышенных инфляционных ожиданий домохозяйств и связанных с этим вторичных эффектов на потребительские цены.

Поэтому обязанность любого центрального банка, реализующего мандат на обеспечение ценовой стабильности, - повысить цену денег в экономике через повышение ключевой ставки. Почему это даст результат, и инфляция в итоге снизится?

Во-первых, трансмиссионный механизм денежно-кредитной политики известен и изучен, в том числе подтверждено наличие и действенность каналов ДКП в России. В частности, в последнее время в российской банковской системе происходит рост ставок по вкладам населения в ответ на уже принятые решения по ДКП. Увеличение привлекательности вкладов как средства сбережения и защиты от инфляции снижает интерес к поиску альтернативных источников сбережений, в том числе спрос на товары длительного пользования. Повышение кредитных ставок уменьшает желание взять кредит, что несколько притормозит рост кредитования в экономике, одновременно делая его более устойчивым и сбалансированным в среднесрочной перспективе. Наконец, более высокий уровень рублевых процентных ставок благоприятно влияет на валютный курс, как минимум, препятствуя ослаблению национальной валюты. Это также стабилизирует цены.

Во-вторых, реализация таких решений по денежно-кредитной политике приносила результат в других странах, как развитых, так и в странах с формирующимися рынками. Российский опыт таргетирования инфляции в 2015-2020 гг. также свидетельствует об этом.

Важно подчеркнуть, что замедление инфляции к уровню цели в результате нормализации ДКП будет сопровождаться сохранением экономического роста на уровне потенциала. ДКП способна «обуздать» инфляцию и сделать это без значительных экономических издержек.

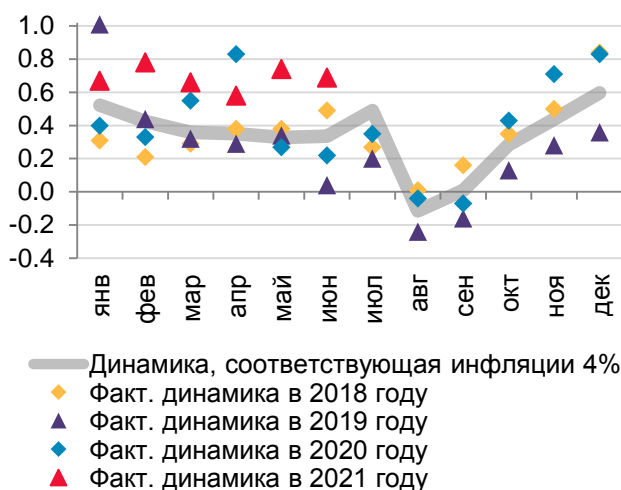
1.1. Инфляционное давление остается повышенным

- В июне годовая инфляция ускорилась до 6,50% с 6,02% в мае. Дальнейшее ускорение инфляции объясняется сохранением повышенного месячного роста цен по широкому набору категорий в потребительской корзине в сочетании с эффектом низкой базы 2020 года.
- Аналитические показатели ценовой динамики наиболее устойчивых компонентов инфляции указывают на сохранение инфляционного давления на повышенном уровне. К этому ведет продолжающееся расширение потребительской активности при сохранении ограничений на стороне предложения.
- Инфляционное давление в ближайшие месяцы останется повышенным, несмотря на влияние укрепления рубля и более выраженное, чем обычно, сезонное снижение цен на плодоовощную продукцию. В этих условиях возвращение инфляции к целевому уровню произойдет только во втором полугодии 2022 года.

В июне месячный рост цен замедлился до 0,69% с 0,74% в мае, но остался существенно повышенным относительно динамики цен, соответствующей 4%-ной инфляции (Рисунок 1). В условиях низкой базы 2020 г. годовая инфляция продолжила увеличиваться, достигнув в июне 6,50% (Рисунок 2). Рост цен с начала года составил 4,19%.

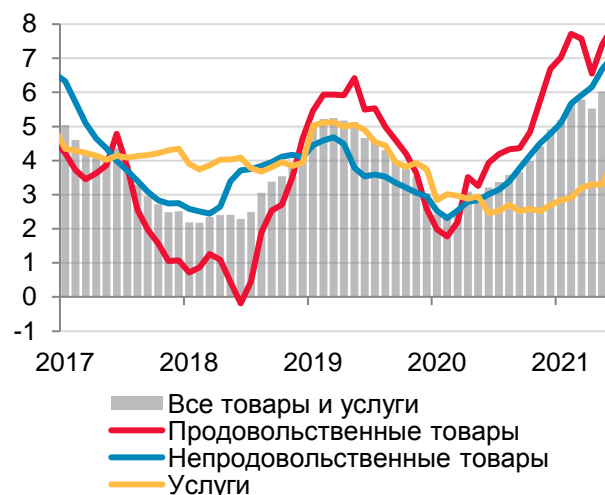
Рост потребительских цен с *устранением сезонного фактора* в июне немного замедлился до 8,86% м/м SAAR¹ (Рисунок 3). При этом темпы роста цен, превышающие 4% в пересчете на год, сохранились по широкому набору позиций (Рисунок 4).

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



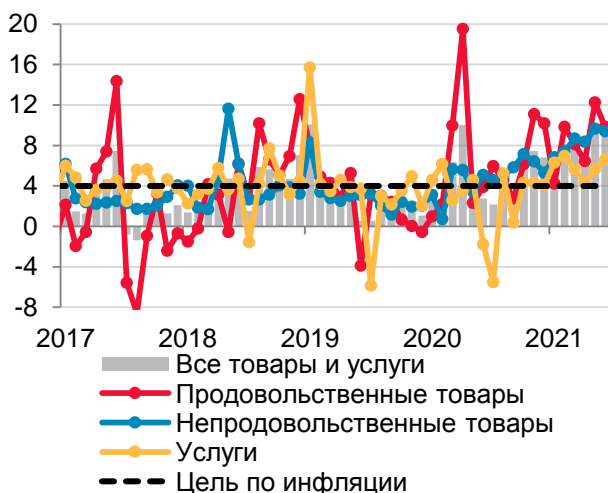
Источники: Росстат, расчеты ДИП.

Рисунок 2. Инфляция и ее компоненты, % г/г



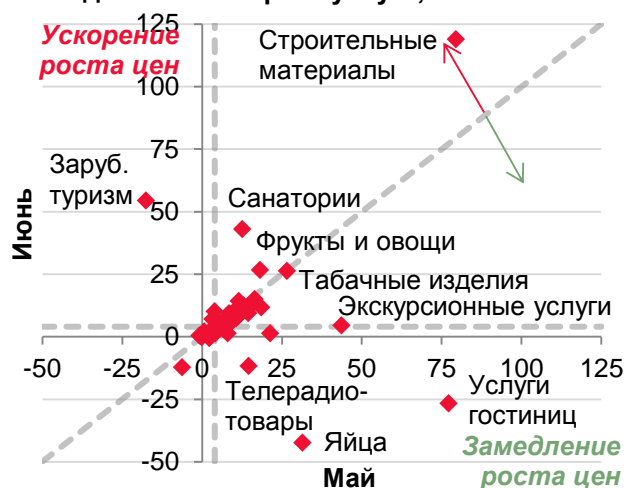
Источник: Росстат.

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



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

Рисунок 4. Сезонно сглаженный рост цен на отдельные товары и услуги, % м/м SAAR



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

Месячный рост потребительских цен с *устранением сезонности* в продовольственном сегменте замедлился в июне до 9,85% м/м SAAR, оставшись значительно выше 4% (Рисунок 3). Заметное повышательное давление на цены оказало сезонное удорожание плодоовощной продукции, вызванное исчерпанием прошлогодних запасов и более поздней, чем обычно, посевной кампанией. По мере сбора нового отечественного урожая цены на плодоовощную продукцию снизятся сильнее, чем обычно. Однако мы не ожидаем большого эффекта от этого на общий рост цен. По нашим оценкам, в III квартале

¹ SAAR (Seasonally Adjusted Annualized Rate) – сезонно сглаженная динамика в пересчете на год.

это может вычесть из стоимости потребительской корзины примерно 0,1-0,3 п.п. с поправкой на сезонность (в том числе до 0,2 п.п. придется на эффект от снижения цен на овощи «борщевое набора²») (Рисунок 5).

Рост цен на продовольствие (без плодоовощной продукции) составил в июне 7,58% м/м SAAR. По сравнению с маем замедление роста цен наблюдалось по многим продуктам питания. При этом темпы удорожания отдельных продуктов остались повышенными, а, например, сахара ускорились (из-за прекращения с 1 июня действия официального постановления об установлении предельных цен и рисков неполучения объявленных ранее субсидий³). Отметим также, что в июне мировые цены на продовольствие снизились в месячном выражении впервые с мая 2020 года⁴. Это может быть первым сигналом возможной стабилизации цен на внешних рынках после их роста более чем на 25% к докоронавирусным уровням (началу 2020 года). Если такая динамика сохранится в ближайшие месяцы, то давление мировых цен на внутренний рынок продовольствия будет постепенно ослабевать.

Рисунок 5. Сезонно сглаженный рост цен на плодоовощную продукцию, % к/к, на конец квартала

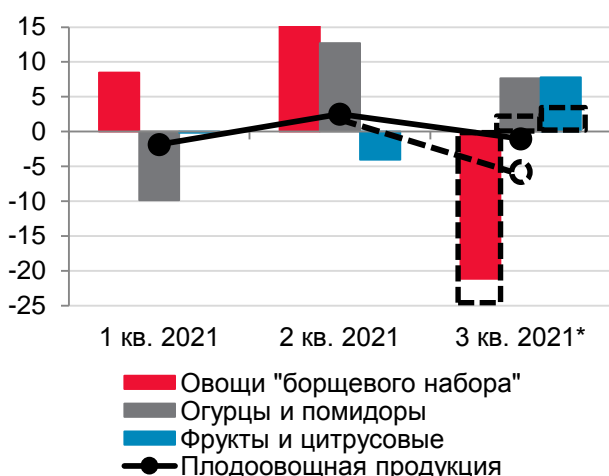
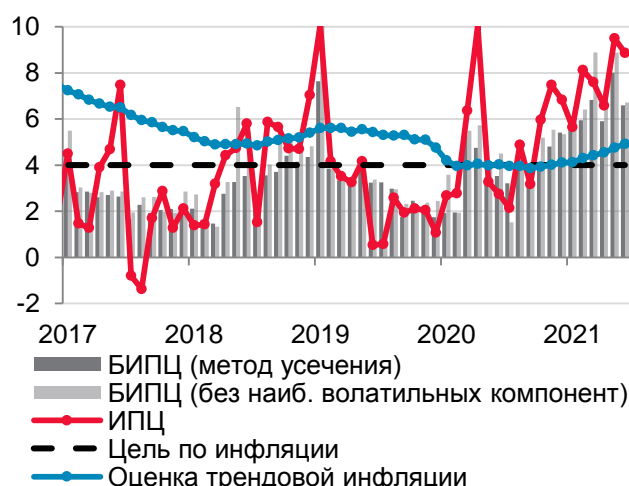


Рисунок 6. Модифицированные показатели базовой инфляции и оценка трендовой инфляции, % в годовом выражении



Примечание. * Диапазон оценок для III квартала 2021 года. Источники: Росстат, расчеты ДИП.

Источники: Росстат, расчеты ДИП.

Сезонно сглаженный рост цен на непродовольственные товары в июне составил 9,41% м/м SAAR (Рисунок 3). На ценовую динамику в этом сегменте продолжает влиять негативная ценовая ситуация на внешних рынках (дефицит микросхем, пиломатериала-

² В месячное наблюдение входят картофель, капуста белокочанная, лук репчатый, свекла, морковь.

³ [Поставки дешевого сахара оказались под угрозой](#) / Ведомости / 10.06.2021.

⁴ По данным Продовольственной и сельскохозяйственной организации ООН (ФАО), в июне мировые цены на продовольствие (в долларовом выражении) снизились на 2,5% м/м, а годовой рост цен замедлился до 33,9%.

лов), что сказывается на удорожании отдельных компонент: автомобилей и строительных материалов. Восстановление потребительского спроса, возросшие инфляционные ожидания и рост потребительского кредитования ведут к дополнительному значительному усилению инфляционного давления в данном сегменте.

В секторе услуг месячный рост цен с поправкой на сезонный фактор в последние несколько месяцев оставался более сдержанным, чем в сегменте товаров. Однако в июне он заметно ускорился по сравнению с маем и составил 6,59% м/м SAAR (Рисунок 3). Лидерами роста цен остаются услуги гостиниц, санаториев и железнодорожного транспорта. Дополнительный и, скорее всего, временный эффект на рост цен в июне внесло открытие границ с Турцией, что привело к скачку вверх цен на услуги зарубежного туризма. Сезон летних отпусков в условиях сохраняющихся закрытыми ряда массовых направлений зарубежного туризма, вероятно, поддержит повышательное давление на стоимость услуг, связанных с внутренним туризмом, в ближайшие месяцы.

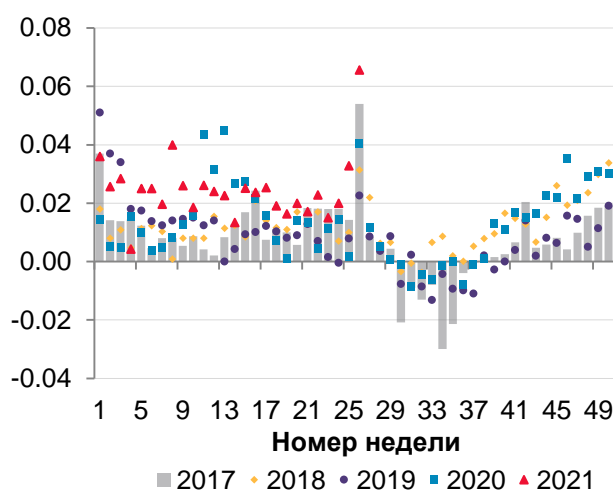
На сохранение повышенного инфляционного давления в июне продолжают указывать аналитические показатели ценовой динамики (Рисунок 6, Рисунок 7). По сравнению с маем оно несколько снизилось, но осталось повышенным относительно уровня 4% инфляции. Медиана распределения месячных сезонно сглаженных темпов роста цен по максимально дезагрегированным компонентам ИПЦ⁵ вместе с модифицированными показателями базовой инфляции немного снизились, но продолжили оставаться выше 5% м/м SAAR. В свою очередь трендовая инфляция⁶ продолжила отдаляться от уровня 4%, составив в июне 4,9%.

Рисунок 7. Медиана распределения, рассчитанная по дезагрегированным компонентам, % м/м SAAR



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

Рисунок 8. Среднесуточный прирост цен, %



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

⁵ 556 компонент в корзине 2021 года.

⁶ Оценка рассчитана на 5-ти летнем скользящем окне.

Оперативные данные Росстата указывают, что с 1 по 5 июля потребительские цены выросли на 0,33% (Рисунок 8). Это во многом связано с индексацией тарифов на жилищные и коммунальные услуги. Однако дополнительно рост цен был усилен скачком цен на легковые автомобили (не типичным для соответствующего периода прошлых лет). Сохраняется повышенный темп удорожания строительных материалов и услуг внутреннего туризма. Оценка годовой инфляции по состоянию на 5 июля ускорилась до 6,6%.

Инфляционное давление в ближайшие месяцы останется несколько выше уровня, соответствующего 4% инфляции. При этом на динамику цен продолжат оказывать влияние разнонаправленные факторы: с одной стороны, ухудшение ценовой ситуации на внешних рынках и перенос роста издержек производителей в потребительские цены в условиях продолжающегося восстановления спроса, с другой стороны, недавнее укрепление курса рубля и сезонное поступление на рынок плодоовощной продукции.

Принимаемые решения по повышению ключевой ставки Банка России будут способствовать возвращению инфляции к уровню 4% во втором полугодии 2022 г. с последующей стабилизацией вблизи цели Банка России.

Номинальная ставка в условиях повышенных инфляционных ожиданий

Какая ключевая ставка соответствует определению нейтральной в существующих условиях? В условиях, когда инфляция находилась вблизи 4%, Банк России ориентировался на диапазон номинальной нейтральной процентной ставки на межбанковском рынке 5-6%, исходя из реальной нейтральной ставки 1-2% в этот период времени. При текущей годовой инфляции выше 6%, а главное – существенно возросших инфляционных ожиданиях – той же самой реальной ставке 1-2% в рамках нейтральной денежно-кредитной политики должен соответствовать более высокий диапазон значений номинальной ключевой ставки, чем 5-6%. При этом диапазон оценок сдвига области нейтральности ДКП широк. Оценка во многом зависит от мнения о масштабе повышения инфляционных ожиданий в экономике в целом, а также длительности их сохранения на повышенном уровне.

Проблема осложнена тем, что инфляционные ожидания изменились по-разному у разных групп экономических агентов. Инфляционные ожидания домохозяйств, судя по опросам, с конца 2019 г. выросли на несколько процентных пунктов. Инфляционные ожидания предприятий также значительно выросли, но насколько – оценить сложно. Вместе с тем, инфляционные ожидания участников финансового рынка остались закоренными на 4%. У каждой группы изменение инфляционных ожиданий проявляет себя по-разному: через потребительское поведение, ценовую политику, спрос на разные финансовые активы и т.д. Поэтому определение уровня ключевой ставки, балансирующей изменения ожиданий всех групп экономических агентов, скорее будет сделано опытным путем, чем рассчитано заранее.

1.2. Сохранение повышенного темпа роста цен производителей

- Годовой рост цен производителей промышленных товаров в мае ускорился до 35,3% после 27,6% в апреле во многом за счет эффекта базы (Рисунок 9). Напомним, что год назад цены в добывающем секторе снижались до исторических минимумов на фоне падения мировых цен на сырьевые товары. Помимо эффекта низкой базы прошлого года рост цен производителей происходит по мере переноса в цены увеличения издержек из-за перебоев поставок отдельных комплектующих и ускорения роста номинальных зарплат в экономике: в апреле-мае рост цен по отношению к соответствующим месяцам 2019 г. составил около 16%.
- Среди отраслей основной вклад в ускорение годового роста цен снова внесли добыча нефти и газа, производство кокса и нефтепродуктов (Рисунок 10). В сегменте обрабатывающих производств продолжилось ускорение роста цен промежуточных товаров (до 49,1% г/г) за счет динамики цен в производстве кокса и нефтепродуктов (Рисунок 11).
- Рост цен в других сегментах в среднем меньше, но тоже ускоряется. Так, рост цен в отраслях инвестиционного спроса повысился до 6,1% г/г. В отраслях потребительского спроса⁷ – до 12,6% г/г. Основным драйвером роста цен остается удорожание пищевых продуктов (16,4% г/г), бытовой техники (14,5% г/г), мебели и прочих готовых изделий (11,4% г/г).
- Рост цен производителей, рассчитанный по корзине отдельных потребительских товаров⁸, взвешенных с использованием структуры потребительских расходов населения для расчета ИПЦ, ускорился в мае до 12,9% г/г (Рисунок 12). Это указывает на сохранение значительного давления на розничные цены со стороны цен производителей.
- В условиях расширения спроса и повышенных инфляционных ожиданий возможен дальнейший перенос издержек производителей в потребительские цены.

⁷ Расчет цен производителей по группам отраслей обрабатывающей промышленности, ориентированных на производство потребительских, инвестиционных и промежуточных товаров, выполнен с использованием структуры весов для расчета ИЦП промышленных товаров по ВЭД в соответствии с ОКВЭД2.

⁸ В отличие от расчетов, приведенных выше, здесь вместо агрегации по видам деятельности мы использовали агрегацию по сопоставимым товарам в структуре ИПЦ и ИЦП: мясопродуктам, рыбопродуктам, маслу и жирам, молочной продукции, макаронным изделиям, сахару, чаю и кофе, одежде, обуви, моющим и чистящим средствам, парфюмерно-косметическим товарам, бытовой электронике, мебели. Они составляют около 30% от потребительской корзины.

Рисунок 9. Динамика потребительских цен и цен производителей, % г/г



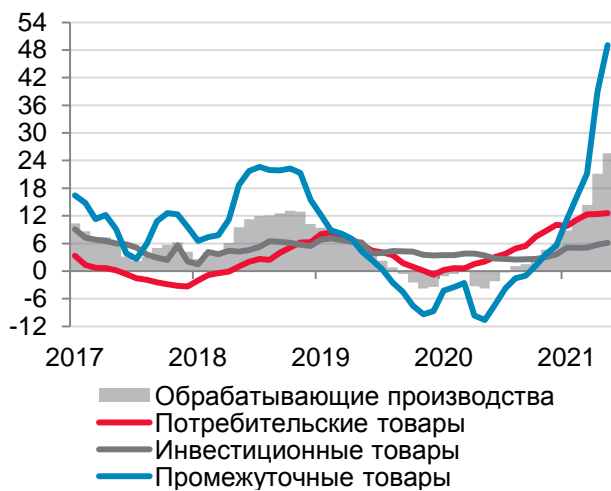
Источник: Росстат.

Рисунок 10. Вклад отраслей в рост цен производителей, % г/г



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

Рисунок 11. Динамика цен производителей по группам отраслей обрабатывающей промышленности, % г/г



Примечание. Вес потребительских, инвестиционных и промежуточных товаров в ИЦП промышленных товаров для 2021 г. составляет 15,0, 19,2 и 33,2% соответственно.

Источники: Росстат, расчеты ДИП.

Рисунок 12. Динамика цен на отдельные сопоставимые товары в структуре ИПЦ и ИЦП, % г/г



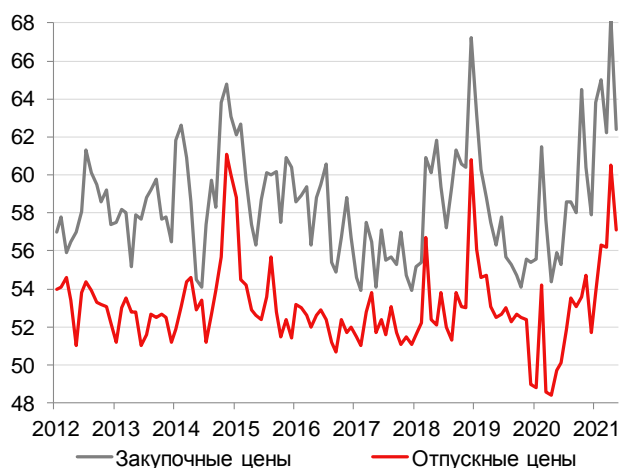
Примечание. Динамика цен производителей, согласно методологии Росстата, рассчитывается без учета НДС. Таким образом, влияние от повышения НДС в январе 2019 г. на динамику цен производителей не учитывается.

Источники: Росстат, расчеты ДИП.

1.3. Ценовые индексы PMI: проинфляционное влияние издержек более выражено в сфере услуг

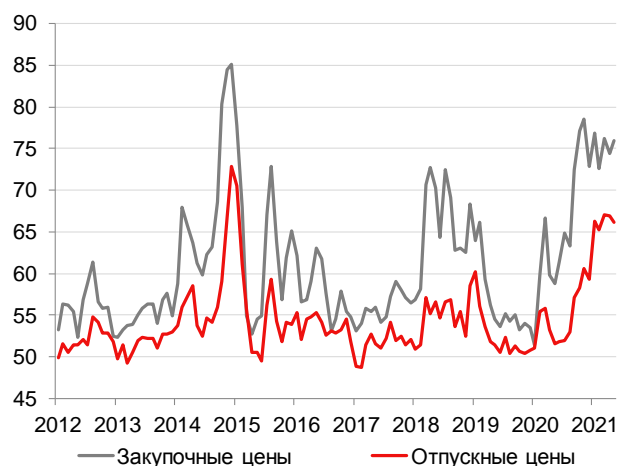
- Динамика ценовых индексов PMI указывает на сохранение инфляционного давления на повышенном уровне как в секторе услуг, так и в обрабатывающей промышленности.
- В сфере услуг индексы закупочных и отпускных цен вернулись к апрельским уровням после резкого роста в мае (Рисунок 13). Тем не менее они остаются на высоких уровнях, которые в последние годы наблюдались только на пике действия временных проинфляционных факторов: в начале 2019 г. и конце 2014 – начале 2015 годов.
- Продолжающееся уверенное восстановление активности и новых заказов в сфере услуг (см. раздел 2.1) позволяет компаниям переносить рост издержек в отпускные цены. При этом одним из факторов роста затрат компании называют индексацию заработных плат на фоне ускорения роста занятости в секторе.
- Индексы цен в обрабатывающих отраслях остаются на повышенных уровнях. Проблемы с поставками оказывают повышательное давление на издержки и отпускные цены. Однако в июне в обработке наметилось снижение новых заказов. Согласно ответам респондентов, это напрямую связано с увеличением цен, которое заставляет контрагентов снижать закупки. Можно ожидать, что в ближайшие месяцы производители будут в меньшей степени перекладывать растущие издержки в отпускные цены и их рост может замедлиться.

Рисунок 13. Ценовые индексы PMI в сфере услуг



Источник: IHS Markit.

Рисунок 14. Ценовые индексы PMI в обрабатывающих отраслях



Источник: IHS Markit.

2. Экономическая динамика

Оперативные показатели и опережающие индикаторы экономической активности подтверждают, что в II квартале 2021 г. российский ВВП достиг докоронавирусного уровня, а во многих отраслях объем производства его превзошел.

В обработке все три группы отраслей вернулись на докоронавирусную траекторию роста, причем инвестиционные и потребительские отрасли растут даже с ее опережением. Для наращивания предложения товаров вслед за ростом спроса все в большем числе случаев требуются инвестиции в расширение производства, на что требуется время. Вместе с тем сохраняется высокая неопределенность относительно будущего спроса в условиях сложной эпидемической ситуации в мире, а также относительно устойчивости происходящих структурных изменений спроса. Компании в этой ситуации могут откладывать инвестиции до тех пор, пока неопределенность не снизится.

В некоторых потребительских отраслях производство по-прежнему сдерживается перебоями в трансграничных поставках и эпизоотической ситуацией. Быстро восстанавливался наиболее сильно просевший в период коронакризиса сектор потребительских услуг, хотя произошедшее ухудшение эпидемической ситуации в России вновь начало негативно сказываться на этом секторе.

Ускорение роста номинальных зарплат поддерживает положительные темпы роста реальных зарплат, несмотря на более высокую инфляцию. При этом существенное ускорение роста зарплат наблюдается в отраслях, превысивших докоронавирусный уровень производства, а также в строительстве, где наблюдается дефицит работников при растущих доходах отрасли.

Из-за структурных сдвигов на рынке труда и сохраняющихся сложностей с привлечением трудовых мигрантов дальнейшее возвращение безработицы к докоронавирусному уровню может привести к ускорению роста номинальных зарплат в экономике и может усилить инфляционное давление.

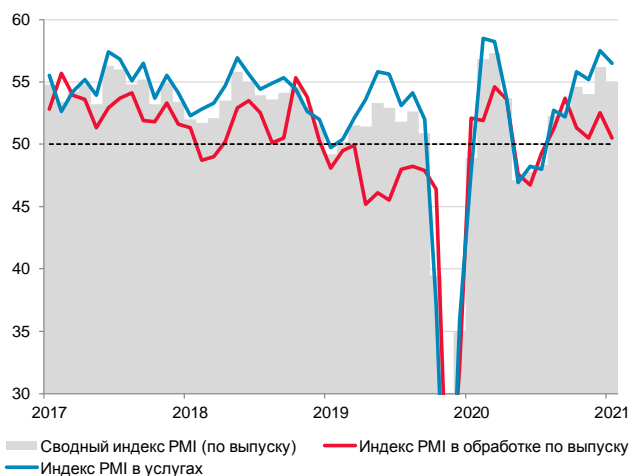
Сохраняющиеся мягкие денежно-кредитные условия через низкие процентные ставки продолжают стимулировать спрос на кредиты и склонность к принятию риска в инвестиционных решениях. Кредитная активность по-прежнему уверенно растет с тенденцией к ускорению, сигнализируя об увеличении вклада кредитования в рост внутреннего спроса в российской экономике. В рублевом корпоративном кредитовании накопленный рост с начала года стал рекордным для последних лет. Близкий к рекордному рост происходит и в розничном кредитовании. Снижение нормы сбережений, в том числе из-за активного роста привлекаемых кредитов, усиливает потребительскую активность. Мягкие денежно-кредитные условия также стимулируют повышение спроса на товары длительного пользования и недвижимости и в значительной степени объясняют интерес к инструментам фондового рынка как средству сбережений.

2.1. Оперативные индикаторы в июне: продолжение роста экономики

- Росстат в середине июня произвел первую оценку динамики ВВП в I квартале 2021 г.: снижение составило 0,7% г/г⁹ после -1,8% г/г в IV квартале 2020 года. По нашим оценкам это соответствует небольшому замедлению квартального роста экономики до 0,7% к/к SA с 0,8% к/к SA в IV квартале.
- Рост экономики в II квартале продолжился более медленными темпами (в квартальном выражении с устранением сезонности), чем в I квартале. При этом оперативные индикаторы за июнь в целом указывают на стабилизацию роста или его небольшое замедление относительно темпов апреля-мая. Ужесточение ограничительных мер, вызванное ухудшением эпидемической ситуации, произошло ближе к концу месяца и пока носит достаточно локальный характер, сказывающийся в основном на секторе потребительских услуг.
- Опросные индикаторы указывают на замедление роста выпуска в обрабатывающих отраслях в июне при снижении новых заказов. Косвенные индикаторы (грузовые перевозки, потребление электроэнергии) также свидетельствуют о продолжающемся постепенном росте производственной активности.
- Рост активности в секторе услуг тоже замедлился, но остается на высоком уровне (Рисунок 13, Рисунок 14). Это объясняется тем, что сектор услуг сильнее пострадал от пандемии и восстановление началось с более низкой базы. В свою очередь, более умеренная динамика в обрабатывающих производствах указывает на исчерпание потенциала восстановительного роста в этом секторе экономики, который вышел на докоронавирусный уровень еще в конце 2020 года. Это говорит в пользу возможной смены драйвера роста в ближайшие месяцы.
- Динамика [отраслевых финансовых потоков](#) указывает на продолжающийся рост экономической активности в июне по сравнению со средним уровнем I и началом II кварталов (Рисунок 17). Значительный рост наблюдался во входящих платежах отраслей, ориентированных на внешний спрос. На это во многом повлияла благоприятная ценовая конъюнктура: основными драйверами стали нефтяной сектор (добыча и переработка) и металлургия.
- Входящие платежи в отраслях потребительского спроса остались выше среднего уровня I квартала: рост в розничной торговле происходил на фоне смешанной динамики в отраслях услуг. На некоторое изменение структуры потребления указывают и другие оперативные индикаторы (см. раздел 2.2). Платежи в инвестиционных отраслях в июне выросли относительно мая, но оставались ниже среднего уровня I квартала.

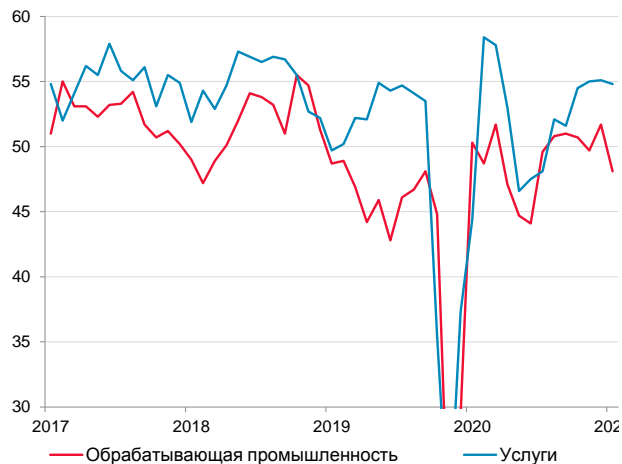
⁹ По предварительной оценке Росстата, снижение составляло 1,0% г/г.

Рисунок 15. Индексы PMI в России



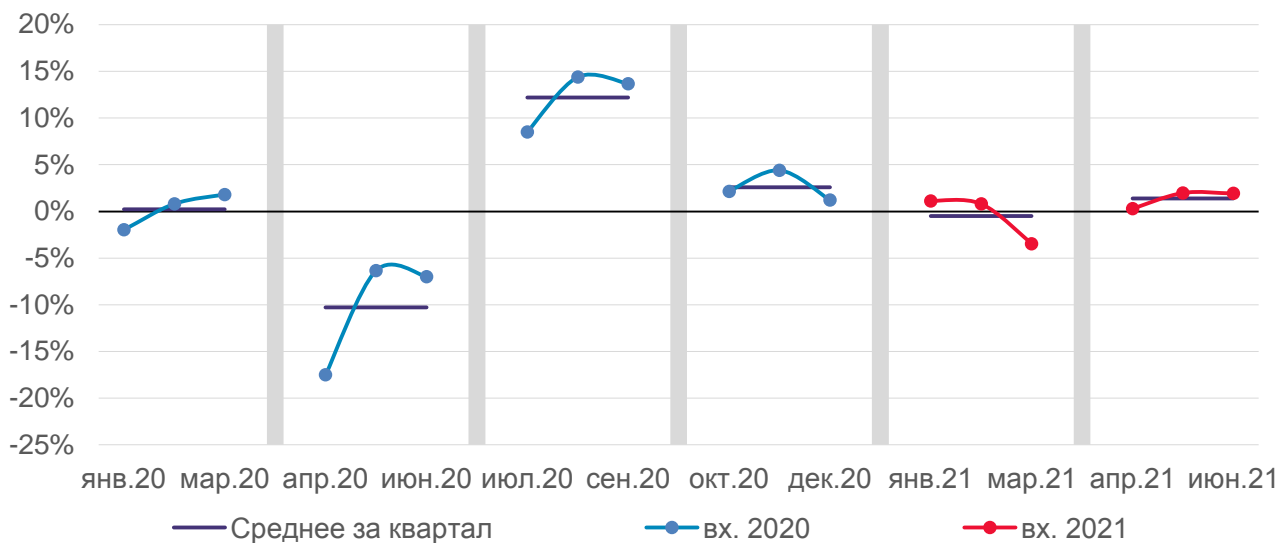
Источник: IHS Markit.

Рисунок 16. Индексы PMI в России по новым заказам



Источник: IHS Markit.

Рисунок 17. Динамика входящих платежей, взвешенных по НДС без учета добычи, нефтепродуктов и госсектора (% от среднего уровня предыдущего квартала)



Источники: Банк России, расчеты ДИП.

2.2. Замедление роста потребления в мае

- В мае рост потребительского спроса замедлился. При этом структура потребления продолжила отдаляться от докоронавирусной. Последнее объясняется увеличением продаж непродовольственных товаров на фоне повышенных инфляционных ожиданий и уверенного роста кредитования. К этому также привело снижение потребления услуг, вызванное в том числе введением режима нерабочих дней.
- Оперативные июньские оценки свидетельствуют о возможной паузе в восстановлении потребительского спроса в ближайшие месяцы в условиях роста неопределенности вокруг эпидемической обстановки. Важную роль в дальнейшей динамике

потребления продолжают играть инфляционные ожидания и сохранение на этом фоне готовности тратить накопленные сбережения.

В мае рост потребительской активности замедлился по сравнению с апрелем. Этому могло способствовать некоторое замедление роста трудовых доходов населения после всплеска в апреле¹⁰.

Рост оборота розничной торговли замедлился до 0,3% м/м SA в мае с 0,8% м/м SA в апреле. В сегменте продовольственных товаров наблюдалась стабилизация продаж (-0,1% м/м SA в мае после 0,5% м/м SA в апреле) (Рисунок 18). Рост потребления непродовольственных товаров замедлился до 0,6% м/м SA после 1,2% м/м SA в апреле. В то же время потребление платных услуг и загруженность общепита снизились после четырех месяцев последовательного роста (-0,5% и -0,6% м/м SA в мае соответственно после +0,5% и +0,7% м/м SA в апреле). Этому могли способствовать длинные майские выходные (с учетом нерабочих дней). При этом в оставшиеся дни социальная активность населения (по данным мобильности Google) была высокой на фоне стабильной эпидемической ситуации (рост новых случаев коронавируса начался в июне).

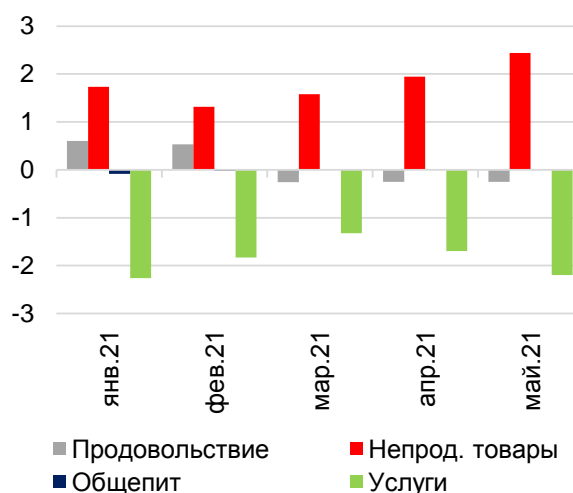
Структура потребления в конце 2020 – начале 2021 гг. постепенно приближалась к докоронавирусной, однако в апреле наметился разворот, который продолжился в мае (Рисунок 19): доля потребления непродовольственных товаров выросла, а платных услуг снизилась. В основе этого разворота может лежать ускорение роста необеспеченного потребительского кредитования, которое может приводить к переключению части спроса с услуг на покупки непродовольственных товаров. При этом ухудшение эпидемической ситуации в начале июня и введение ограничительных мер в разных регионах с середины – конца июня могут в ближайшие месяцы усилить эту тенденцию в структуре потребления.

Рисунок 18. Динамика оборота розничной торговли и сектора услуг (январь 2016 = 100%, сезонность устранена), %



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

Рисунок 19. Изменение доли расходов по основным категориям трат потребителей по сравнению с 2019 г., п.п.

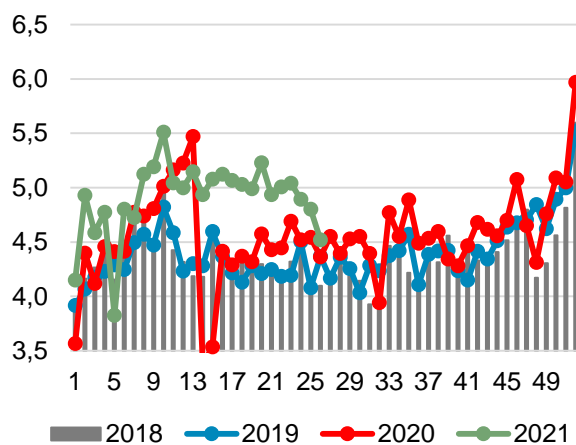


Источники: Росстат, расчет ДИП.

¹⁰ В апреле реальные зарплаты значительно выросли (7,8% г/г), во многом из-за переноса части выплат с мая.

С одной стороны, рост неопределенности из-за ухудшения эпидемической ситуации также может привести к увеличению нормы сбережений и паузе в росте потребления. Так, согласно данным Ромир, с начала июня, несмотря на остающиеся повышенными темпы роста цен, наблюдается возвращение номинальных повседневных расходов к прошлогодним уровням (Рисунок 20). С другой стороны, поддержать потребительскую активность может остающаяся пониженной привлекательность традиционных инструментов сбережений: реальные депозитные ставки по-прежнему отрицательные, а значительный рост цен на недвижимость и ужесточение условий программы льготной ипотеки несколько снизили привлекательности покупки жилья.

Рисунок 20. Объем номинальных повседневных недельных расходов населения, тыс. руб.



Источник: Ромир.

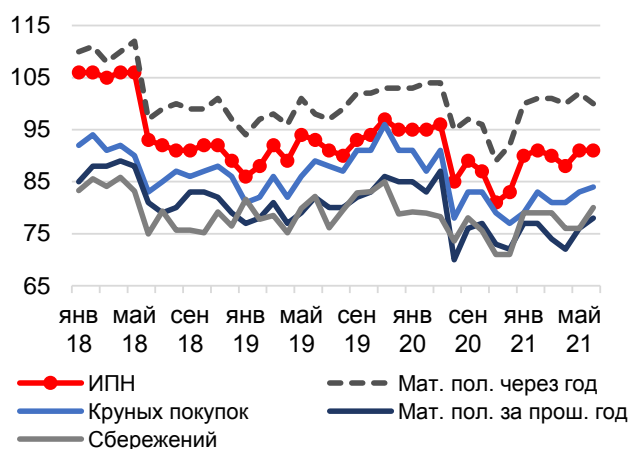
Динамика расходов населения в ближайшие месяцы будет зависеть от развития эпидемической ситуации и успешности программы вакцинации. Если не будут вводиться масштабных ограничительных мер, потребительский спрос будет держаться близко к достигнутому в II квартале уровням. Этому будут способствовать целый ряд факторов, таких как восстановление доходов населения¹¹, рост потребительской уверенности¹² и сохраняющиеся на рекордных уровнях инфляционные ожидания¹³. Так, несмотря на введение режима нерабочих дней и новых ограничений в июне, оценка населением благоприятности условий для осуществления крупных покупок продолжала увеличиваться (Рисунок 21). При этом спрос на потребительские кредиты сохранился на майских повышенных уровнях, оставляя в лидерах роста потребительского сегмента непродовольственные товары длительного пользования (Рисунок 22).

¹¹ [Восстановление зарплат ускорилось, но ковидные потери еще заметны.](#) / 28.06.2021 / СберИндекс.

¹² Индекс потребительской уверенности Росстата, отражающий совокупные потребительские ожидания населения, в II квартале 2021 г. по сравнению с I кварталом 2021 г. возрос на 3 п. п.

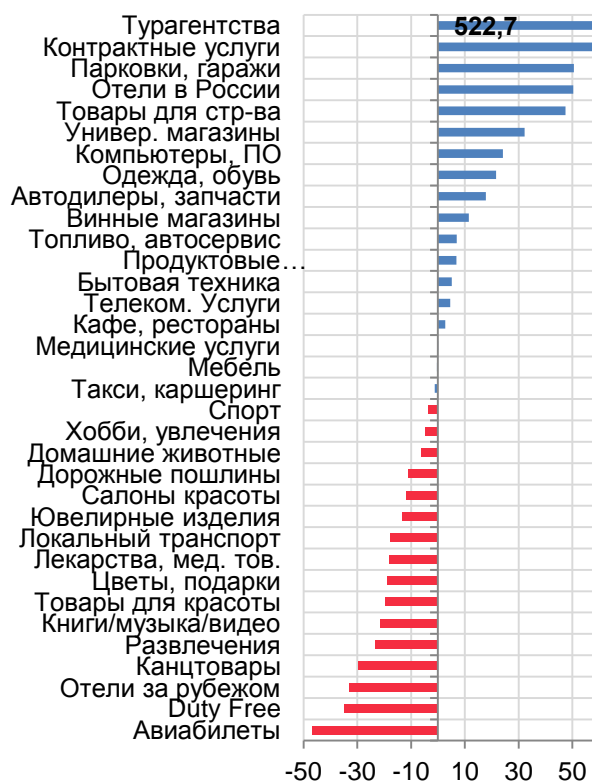
¹³ [Инфляционные ожидания и потребительские настроения.](#) /25.06.2021/ Банк России

Рисунок 21. Динамика индекса потребительских настроений и его компонент, п. п.



Источник: Банк России.

Рисунок 22. Изменение номинальных расходов на товары и услуги в июне, %, относительно доковидного периода¹⁴.



Источник: СберИндекс.

2.3. Промышленность в мае: пауза после трех месяцев роста

- Объем производства в апреле–мае в целом держится выше как уровня начала года, так и докоронавирусного уровня. При этом в мае выпуск в промышленности немного снизился по отношению к апрелю: снижение в обработке перевесило замедлившееся восстановление добычи полезных ископаемых.
- Снижение в обработке, вероятно, носит временный характер. Оно во многом продиктовано динамикой одной из наиболее волатильных компонент – производства прочих транспортных средств и оборудования.
- Рост во многих отраслях потребительского и инвестиционного спроса в мае продолжился, указывая на продолжающееся восстановление производственной активности. Поэтому, скорее всего, рост в промышленности возобновится летом.

¹⁴ Приведено изменение относительно периода 01.02-15.03.2020 г.

Промышленное производство в мае 2021 г. несущественно снизилось (-0,1% м/м SA) после трех месяцев роста¹⁵ (Рисунок 23). В целом объем производства уже третий месяц подряд находится выше докризисного уровня: отклонение в мае 2021 г. относительно февраля 2020 г. составило +0,5% SA. Динамика внутри различных групп отраслей остается разнородной. Добыча активно восстанавливается, однако все еще находится ниже докоронавирусного уровня. Выпуск в обрабатывающих отраслях в конце 2020 – начале 2021 гг. поднялся выше докризисных значений и с тех пор колеблется около достигнутого уровня.

В секторе добычи полезных ископаемых в мае рост замедлился до +0,6% м/м SA после +1,8 и +1,2% м/м SA в апреле и марте соответственно (Рисунок 24). Основным драйвером роста в мае стала добыча сырой нефти и природного газа (+0,8 м/м SA), которая постепенно восстанавливается на фоне растущего спроса. Выпуск все еще значительно отстает от докоронавирусного уровня, во многом из-за выполнения обязательств по ограничению объемов добычи нефти в рамках сделки ОПЕК+ и неравномерного восстановления экономик различных стран.

В обрабатывающих производствах в мае выпуск снизился на 0,5% м/м SA (Рисунок 25). Основное влияние на указанное снижение выпуска оказало падение производства прочих транспортных средств и оборудования (-15,5% м/м SA). Выпуск в этой отрасли является одним из самых волатильных¹⁶ и зачастую вносит «шум» в общую динамику промышленности из-за своего достаточно большого веса. Поэтому, судя по всему, майское снижение объемов производства в обработке – временное явление.

Выпуск в обрабатывающих производствах превысил уровень февраля 2020 г. седьмой месяц подряд (в мае 2021 г. отклонение по отношению к февралю составило +1,4% SA). Все три укрупненных группы отраслей сектора обработки (инвестиционные, потребительские, промежуточные) уже успели вернуться на докоронавирусные уровни.

Без учета выпуска прочих транспортных средств и оборудования инвестиционные отрасли, по нашей оценке, продемонстрировали рост на 0,6% м/м SA. Главным положительным драйвером для этой группы отраслей в мае оказалось производство готовых металлических изделий, кроме машин и оборудования, и неметаллической минеральной продукции. Это указывает на увеличение спроса на материалы со стороны строительного сектора. Впрочем, ЦМАКП считает, что рост в производстве готовых металлических изделий был вызван товарами, относящимися к гособоронзаказу.

В группе потребительских отраслей сохраняется сдержанная динамика выпуска. В мае снизилось производство пищевых продуктов, которое имеет большой вес в данной группе отраслей. Однако оно осталось на уровне выше среднего за I квартал. При этом выросло производство непродовольственных товаров длительного пользования (мебель, легковые автомобили, бытовые приборы).

¹⁵ Росстат в соответствии с ежемесячной практикой пересмотрел данные по промышленному производству за апрель 2021 года. Оценки были незначительно скорректированы вверх: новая оценка промышленному производству в целом составляет +0,4% м/м SA (вместо прежней оценки +0,3% м/м SA).

¹⁶ Из-за неравномерности поступления и выполнения крупных и разовых заказов.

Выпуск в отраслях промежуточного потребления снизился из-за уменьшения производства кокса и нефтепродуктов, которое до этого активно восстанавливалось и к апрелю 2021 г. находилось вблизи уровня начала 2020 года. Это явление, скорее всего, носит временный характер, так как добыча нефти продолжает постепенно расти.

Рисунок 23. Динамика индекса промышленного производства (индекс, 2014 = 100)



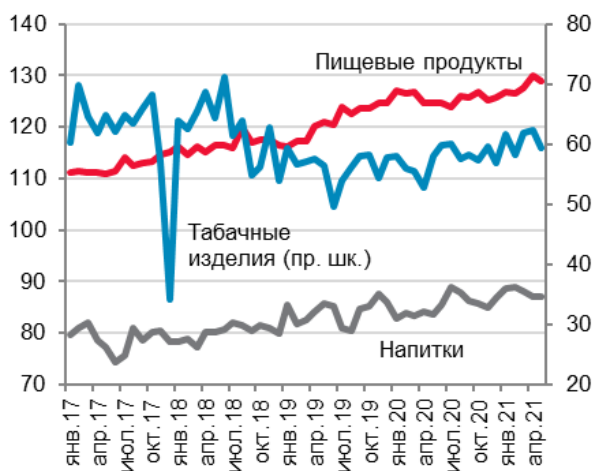
Источники: Росстат, расчеты ДИП.

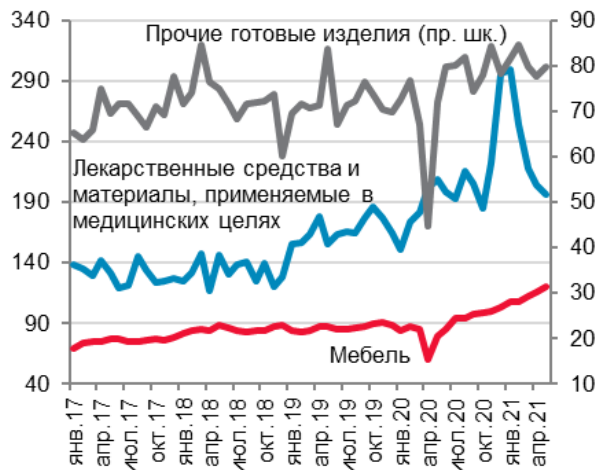
Рисунок 24. Динамика индексов добычи полезных ископаемых и обрабатывающего производства (индекс, 2014 = 100)



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

Рисунок 25. Производство отраслей обрабатывающей промышленности, дек. 2012=100%, сезонность устранена





2.4. Дальнейший уверенный рост кредитования

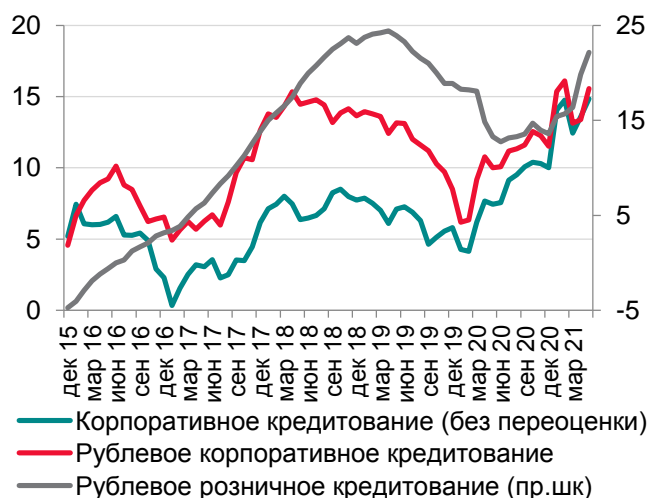
- Рост необеспеченного потребительского кредитования в мае ускорился, поддерживая потребительский спрос. На нелыготном сегменте ипотечного кредитования постепенно начинает сказываться ужесточение денежно-кредитных условий.
- Темпы роста корпоративного кредитования, за исключением кредитования финансовых организаций, повысились в условиях продолжающегося оживления деловой активности и сохранения стимулирующего влияния со стороны льготных программ кредитования.
- Финансовый результат банковского сектора остается высоким, вероятно, за счет чистых процентных и комиссионного доходов. При этом качество кредитных требований по-прежнему стабильно и не создает необходимости досоздания резервов. Это указывает на наличие возможностей дальнейшего расширения банковского кредитования.
- Ужесточение ДКП наряду с решениями по макропруденциальным инструментам будут способствовать постепенному замедлению роста кредитования до уровней, обеспечивающих его устойчивый и сбалансированный рост.

Расширение кредитования в основных сегментах рынка продолжается высокими темпами, поддерживая рост экономической активности.

В мае рост розничного кредитования ускорился до 2,4% м/м SA с 2,1% м/м SA в апреле¹⁷. Прирост необеспеченных потребительских кредитов увеличился с 1,3 до 1,7% м/м SA, поддерживая расширение потребительской активности, которое в том числе поддерживает повышенный рост потребительских цен (прежде всего на непродовольственные товары). Тем не менее, по данным НБКИ, количество выданных потребительских кредитов несколько снизилось, что также может объясняться постепенным насыщением спроса физических лиц на этот вид кредитов. Продолжение этой тенденции может привести к замедлению роста портфеля необеспеченных потребительских кредитов в дальнейшем. Прирост портфеля автокредитов (1,8% м/м SA) также остался высоким, но несколько замедлился по сравнению с маем, что может объясняться замедлением роста авторынка.

¹⁷ В июне произошел пересмотр спецификации сезонного сглаживания временных рядов. Добавление в расчет данных за апрель и май 2021 г. показало, что предыдущие спецификации оказались неоптимальными из-за сильного влияния на оценку сезонного фактора 2020 года.

Рисунок 26. Динамика кредитования, % г/г



Источник: Банк России.

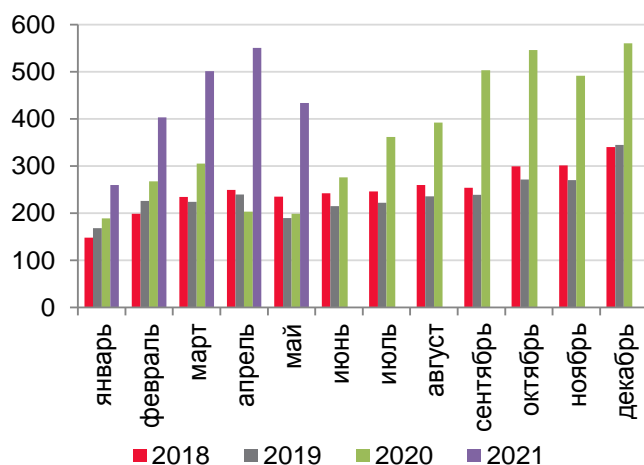
Рисунок 27. Прирост необеспеченных потребительских кредитов, %



Источник: Банк России.

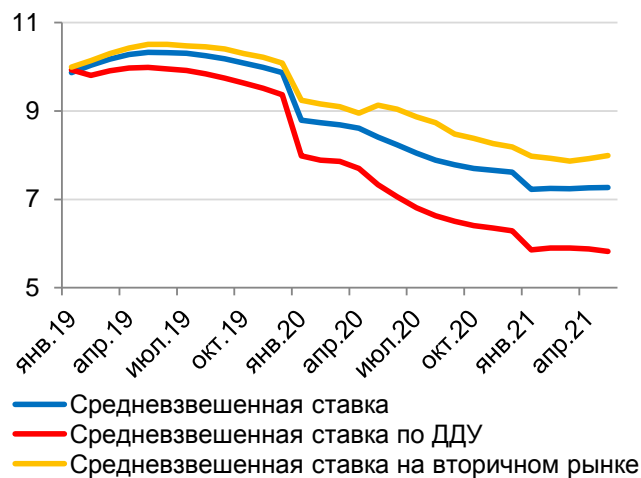
Ипотечный портфель продолжает активный рост, но демонстрирует некоторое замедление: с учетом ипотечных ценных бумаг темпы роста ипотечных кредитов снизились с 2,6 до 1,8% м/м NSA, что объясняется заметным сокращением объема новых выдач. Сезонно сглаженный темп роста ипотечного портфеля снизился с 2,6 до 2,4% м/м SA. Это может быть вызвано снижением спроса на ипотеку как из-за начавшегося роста ставок по нельготной ипотеке вслед за ужесточением денежно-кредитных условий (Рисунок 29), так и из-за повышения цен на жилье. Вероятное повышение нельготных ставок по ипотеке, а также продление программы льготной ипотеки на менее привлекательных условиях (повышение ставки, снижение лимита по кредитам, особенно для крупных городов) могут привести к возврату темпов роста ипотеки к более сбалансированным уровням в ближайшие месяцы.

Рисунок 28. Динамика выдач ипотечных жилищных кредитов



Источник: Банк России.

Рисунок 29. Динамика ставок на ипотечном рынке, %

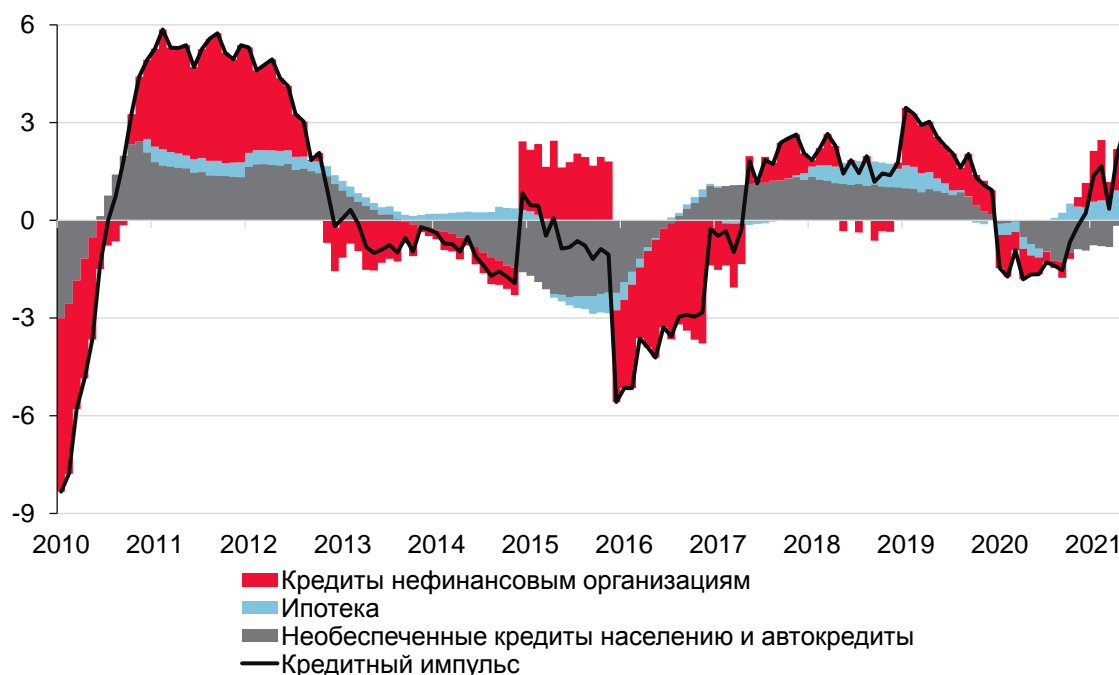


Источник: Банк России.

Корпоративное кредитование, за исключением кредитования ИП, в мае продемонстрировало ускорение. Рост рублевых кредитов нефинансовым организациям повысился с 1,6 до 1,9% м/м SA. Рост кредитования финансовым организациям замедлился (с 3,1 до 2,5% м/м SA), но остался высоким. Кредитование ИП перешло от снижения к росту, на 1,4% м/м SA, во многом благодаря запуску льготной программы кредитования на восстановление деятельности. Кредитный портфель нефинансовым организациям и ИП рос как за счет краткосрочного кредитования (Рисунок 31), так и за счет средне- и долгосрочных кредитов на фоне роста инвестиционного спроса.

Кредитный импульс¹⁸ остается положительным и увеличивается, что главным образом связано с корпоративным кредитованием и ипотекой (Рисунок 30). Положительные значения в последние месяцы демонстрирует также кредитный импульс по необеспеченным потребительским кредитам. Это свидетельствует об усилении влияния кредитования на рост потребительского спроса и деловой активности.

Рисунок 30. Кредитный импульс, % к ВВП

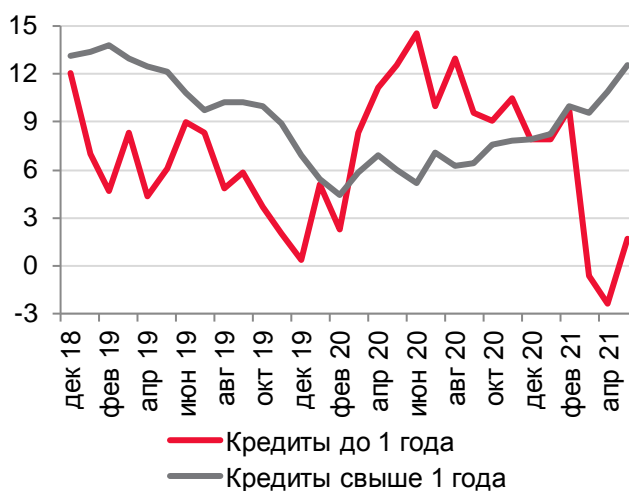


Источник: Банк России.

Объем рублевых средств физических лиц в мае снизился на 1,1% м/м SA после апрельского роста на 1,8% м/м SA. За последний месяц замедлились годовые темпы роста средств на счетах, а объем срочных депозитов продолжил снижение в годовом выражении. Это может частично объясняться как опережающим эффектом выплаты зарплат в конце апреля перед нерабочими днями, так и тратами населения из-за повышения инфляционных ожиданий и снижения нормы сбережений. При этом объем валютных вкладов физических лиц вырос на 0,4% м/м SA.

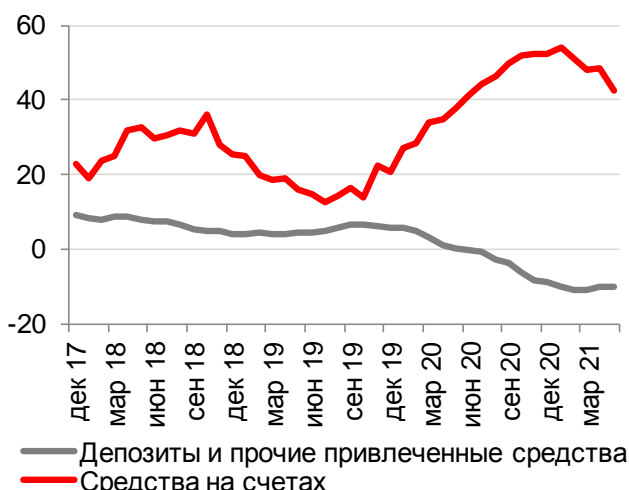
¹⁸ Изменение абсолютного прироста объемов кредитования за скользящие 12 месяцев по отношению к ВВП за скользящие 4 квартала.

**Рисунок 31. Рост рублевых кредитов
нефинансовым организациям и ИП, % г/г**



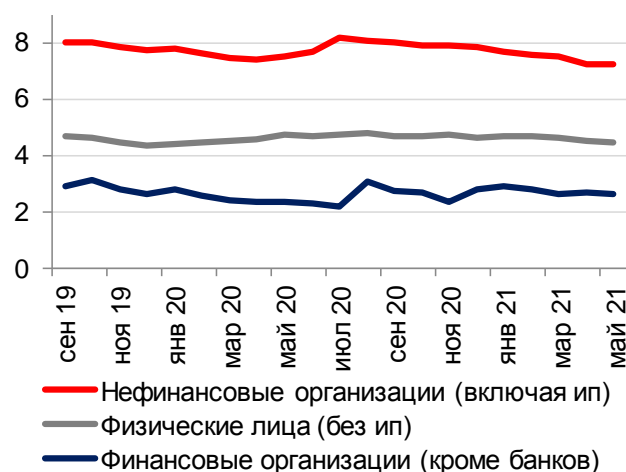
Источник: Банк России.

**Рисунок 32. Динамика средств физических лиц
в банках, %, г/г**



Источник: Банк России.

**Рисунок 33. Доля просроченной задолженности
в кредитных требованиях, %**



Источник: Банк России.

Восстановление деловой активности способствует стабилизации качества кредитных требований. Доля просроченной задолженности по кредитам физическим лицам, а также финансовым организациям практически не изменилась, по кредитам нефинансовым организациям и ИП – снизилась с 7,3 до 7,2%. (Рисунок 33). Доля проблемных и безнадежных ссуд несколько снизилась как в розничном, так и в корпоративном портфеле.

Прибыль, полученная банковским сектором в мае 2021 г. (216 млрд руб.)¹⁹, превысила соответствующие значения 2020 и 2019 годов. Как и в предыдущие месяцы, она, вероятнее всего, поддерживается динамикой [ЧИСТЫХ КОМИССИОННОГО И ПРОЦЕНТНОГО](#) доходов в условиях общего оживления деловой активности и роста кредитования.

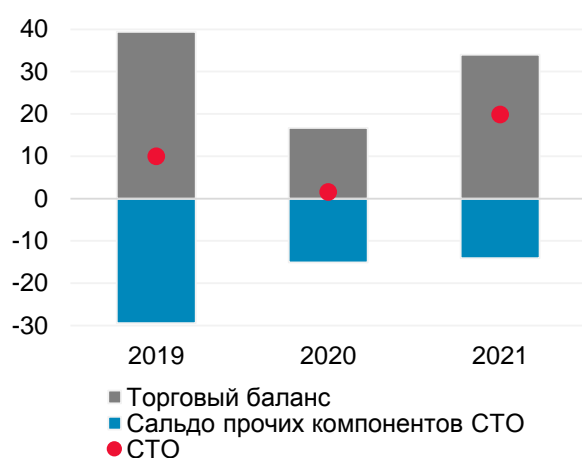
¹⁹ Прибыль после налогообложения.

2.5. Восстановление мирового спроса поддержит экспорт

- В II квартале 2021 г. профицит счета текущих операций (далее – СТО) расширился до 19,9 млрд долл. США с 1,6 млрд. долл. США во II квартале 2020 года. Основным фактором роста профицита СТО стало улучшение сальдо торгового баланса за счет опережающего роста товарного экспорта в условиях восстановления внешнего спроса, сопровождающегося ростом цен товаров. Нефтегазовый экспорт остается единственной категорией, которая вносит негативный вклад в динамику экспорта относительно допандемических уровней. Однако по мере ожидаемого смягчения ограничений в рамках сделки ОПЕК+ на фоне восстановления мирового спроса сдерживающее влияние этого фактора должно уменьшиться.
- Активный рост импорта, наряду с другими макроэкономическими показателями, указывает на происходящее быстрое увеличение внутреннего спроса в российской экономике, связанное как с инвестициями в основной капитал, так и с потреблением населения.

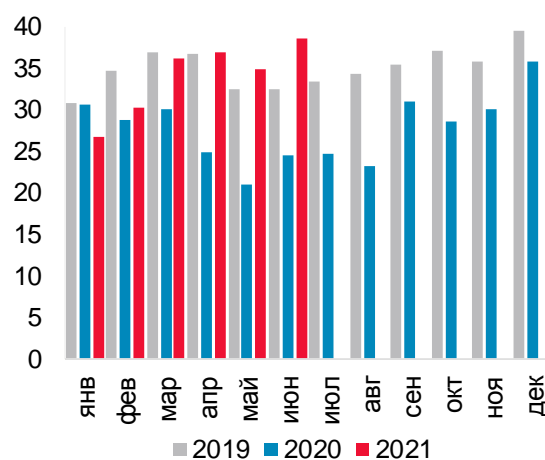
Согласно предварительным оценкам, в II квартале 2021 г. положительное сальдо СТО выросло по сравнению с прошлогодним значением на 18,3 млрд. долл. США, до 19,9 млрд долл. США (Рисунок 40). Это преимущественно отражает эффект низкой базы. Расширение сальдо СТО прежде всего обеспечивается увеличением сальдо торгового баланса (34,0 против 16,7 млрд долл. США во II квартале 2020 г.) в условиях роста стоимостных объемов товарного экспорта, как топливно-энергетических, так и прочих товаров (+38,4% г/г). Это лишь частично компенсируется восстановлением импорта (+41,6% г/г за январь-май).

Рисунок 34. Динамика основных компонент счета текущих операций во II квартале, млрд долл. США



Источники: Банк России, расчеты ДИП.

Рисунок 35. Динамика экспорта, млрд долл. США



Источники: Банк России, расчеты ДИП.

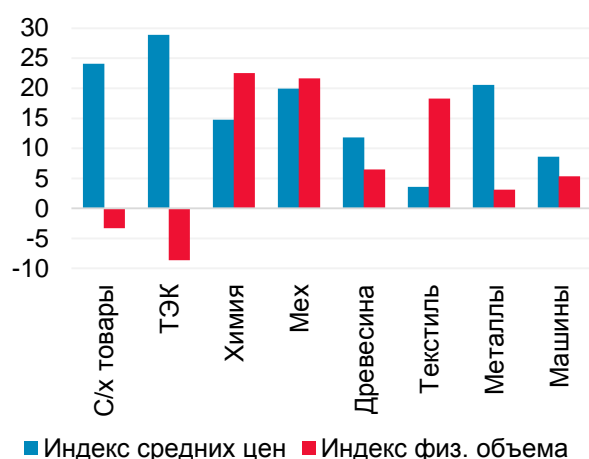
Динамика неторгового сальдо остается сдержанной, однако рост выплаченных личных трансфертов за рубеж в мае вкупе со снижением профицита баланса оплаты труда

может служить первым признаком восстановления притока трудовых мигрантов. Дефицит баланса услуг остается стабильным, отражая сохраняющиеся ограничения на трансграничную активность.

Восстановление и ускорение годовых темпов роста товарного экспорта (Рисунок 37) наблюдается по широкому спектру категорий. Такая динамика отражает восстановление внешнего спроса по мере снятия ограничений, однако преимущественно обусловлена ростом цен (Рисунок 36) в результате влияния ограничений на стороне предложения, отстающего от спроса, и общим ростом мировых цен на финансовые активы, в том числе биржевые товары. Перенос возросших издержек производителей также влияет на экспортные цены товаров.

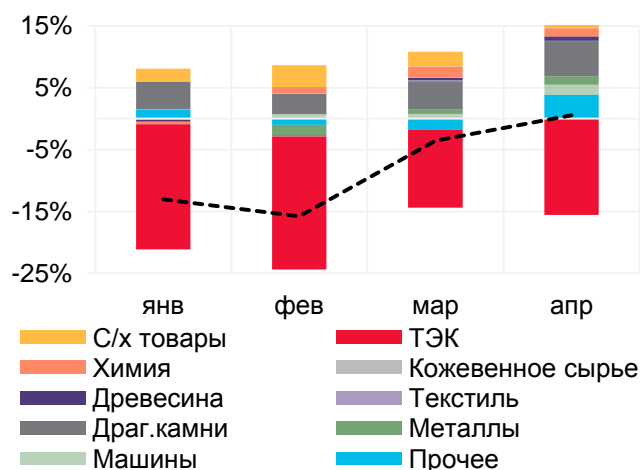
Согласно статистике ФТС России, снижение физических объемов экспорта сохраняется в таких категориях, как сельскохозяйственная продукция и особенно минеральные продукты. Экспорт сельскохозяйственной продукции ограничивается различными мерами Правительства, направленными на сдерживание роста внутренних цен²⁰. Снижение объемов нефтегазового экспорта отражает не полностью восстановившееся мировое потребление при сохраняющихся ограничениях на добычу в рамках соглашения ОПЕК+ (квоты действуют по март 2022 г.). Экспорт товаров топливно-энергетического комплекса остается единственной категорией, которая вносит негативный вклад в динамику экспорта относительно 2019 г. (Рисунок 37). При этом ценовое ралли на мировых энергетических и продовольственных рынках более чем компенсирует падение экспортных объемов в обеих категориях. Снятие ограничений на стороне предложения и восстановление мирового спроса будут способствовать дальнейшему росту экспорта и его вклада в экономическую активность в целом.

Рисунок 36. Динамика экспорта основных групп товаров, отклонение месячных индексов от 100, в среднем за январь–апрель 2021 г., % г/г



Источники: ФТС, расчеты ДИП.

Рисунок 37. Декомпозиция роста экспорта по крупным категориям, 2021 г. в % к соответствующему месяцу 2019 года



Источники: ФТС, расчеты ДИП.

²⁰ Квотирование экспорта и введение вывозных экспортных пошлин на такие товары как пшеница, кукуруза, рапс, подсолнечное масло.

Экспорт других крупных категорий товаров демонстрировал рост как в физическом, так и в стоимостном выражении. Вывоз металлов²¹ и золота (19,6% от стоимостного объема экспорта в апреле) превысил уровни 2019 г., а расширению внешнего спроса способствовала в том числе активная реализация инфраструктурных проектов в Китае. Увеличение экспорта удобрений и машин/оборудования (8,0 и 7,9% соответственно от стоимостного объема экспорта в апреле) также отражает восстановление зарубежного спроса при удорожании продукции.

Восстановление экспорта до допандемических уровней сопровождается опережающим ростом товарного импорта, который по итогам мая на 22,5% превысил результат аналогичного месяца 2019 года. Основной вклад в динамику импорта продолжает вносить ввоз машин и оборудования, при этом вклад потребительских и инвестиционных товаров в рост импорта в целом был сопоставимым. Активный рост импорта, наряду с другими макроэкономическими показателями, указывает на происходящее быстрое увеличение внутреннего спроса в российской экономике, связанное как с инвестициями в основной капитал, так и с потреблением населения.

3. Глобальная экономика, финансовые и товарные рынки

3.1. Все больше центральных банков переходят к нормализации ДКП

- Тенденция на снижение заболеваемости коронавирусом в мире прервалась из-за распространения более заразного штамма вируса. Диспропорция в доступности вакцин остается высокой. При этом мобильность населения активно восстанавливается.
- В США продолжается активное восстановление экономики и нормализация структуры расходов населения. При этом рост издержек производителей, перебои в цепочках поставок и опережающий рост спроса ведут к повышению инфляционного давления. ФРС США ужесточила риторику, но пока сохраняет ключевые параметры ДКП неизменными.
- В еврозоне постепенное снятие ограничений способствует ускорению роста активности. Базовая инфляция остается на невысоком уровне. ЕЦБ не видит причин для перехода к ужесточению политики в ближайшей перспективе.
- В Китае основные макроэкономические показатели за май, а также июньские опережающие индикаторы указывают на умеренное замедление роста экономики. Вслед за ростом инфляции власти усилили контроль за ценами сырьевых товаров.
- Инфляционное давление в большинстве СФР повышается в условиях опережающего роста спроса и увеличения мировых цен на биржевые товары. В этих условиях все больше центральных банков СФР переходят к нормализации ДКП. Страны, где

²¹ Введение с 1 августа 2021 г. экспортных пошлин на черные и цветные металлы может негативно повлиять на конкурентоспособность российской продукции и привести к снижению объемов экспорта.

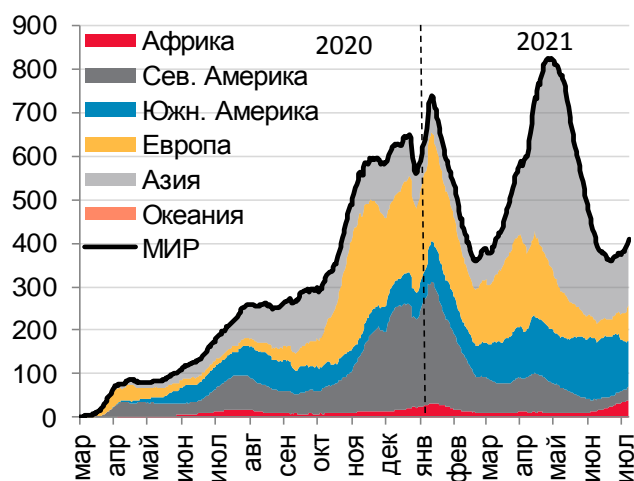
восстановление экономической активности и/или рост цен оказывается менее интенсивным (прежде всего в связи с относительно высокой долей услуг в ВВП и неблагоприятной эпидемической ситуацией), сохраняют мягкую политику.

Covid-19: возобновление роста заболеваемости

Снижение числа новых случаев заболевания коронавирусом в мире прервалось впервые с начала мая (Рисунок 38) из-за распространения во многих странах индийского дельта-варианта вируса. Учитывая его большую контагиозность, ВОЗ ожидает, что он будет доминирующим в мире в ближайшие месяцы²². В целом эпидемическая ситуация остается неоднородной: заболеваемость медленно снижается в большинстве развитых стран, но остается высокой или растет в ряде развивающихся экономик.

Хотя темпы вакцинации высоки (Рисунок 39), развивающиеся и даже развитые страны в целом далеки от достижения коллективного иммунитета. Диспропорция в доступности вакцин в мире по-прежнему высока. Мобильность населения вплотную приблизилась к докризисным значениям, но работодатели не спешат отменять удаленный формат работы – уровень посещения рабочих мест в среднем в мире остается на 20% ниже допандемического (Рисунок 39).

Рисунок 38. Дневной прирост новых случаев, в тыс. чел., (среднее за 7 дней)



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

Рисунок 39. Мобильность населения в мире и доля населения, получившая хотя бы одну вакцину в развитых и развивающихся странах



Источники: Google, расчеты ДИП.

США: структура потребления возвращается к докризисной

Потребительская активность в США остается на высоком уровне, при этом отмечаются признаки постепенной нормализации структуры расходов. В мае розничные продажи снизились на 1,3% м/м SA с высокой базы марта–апреля (Рисунок 40). Это отра-

²² [WHO says Delta variant will be globally dominant](#)

жает снижение личных доходов домохозяйств после выплаты государственных трансфертов²³ и постепенную нормализацию структуры расходов населения (переключение с потребления товаров на услуги по мере ослабления ограничительных мер).

Производственная активность по-прежнему восстанавливается относительно медленно из-за сохраняющегося дефицита кадров и нехватки некоторых материалов в отдельных видах деятельности, что ведет к ускоренному росту издержек. В мае рост промышленного производства²⁴ составил 0,8% м/м SA (Рисунок 40).

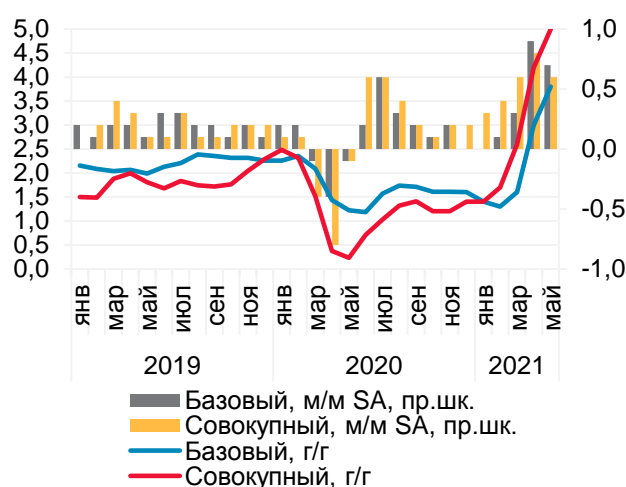
Высокий спрос на фоне ограниченного предложения ведет к повышению инфляционного давления. Совокупный ИПЦ в мае вырос на 0,6% м/м SA (5,0% г/г), базовый ИПЦ – на 0,7% м/м SA (3,8% г/г), прежде всего отражая рост цен автомобилей на фоне перебоев с поставками полупроводников (вклад в месячный рост цен около 1/3) (Рисунок 41). Рост цен производителей на товары и услуги конечного спроса ускорился с 0,6 до 0,8% м/м SA. В ближайшие месяцы глобальные перебои с цепочками поставок наряду с сохраняющимся дефицитом кадров, вероятно, продолжит ограничивать восстановление производства и оказывать повышательное давление на цены. Об этом сигнализируют и опережающие индикаторы: индексы закупочных цен ISM PMI достигли максимумов как в промышленности, так и в услугах.

Рисунок 40. Динамика розничных продаж и промышленного производства, %



Источник: Bloomberg Finance L.P.

Рисунок 41. Динамика ИПЦ и БИПЦ, %



Источник: Bloomberg Finance L.P.

ФРС США на заседании 16 июня сохранила неизменными коридор процентных ставок на уровне 0,0–0,25% и объем выкупа активов. При этом регулятор повысил ставку обратного репо до 0,05% и ставку по обязательным и избыточным резервам до 0,15%. Это должно позволить скорректировать ставки на денежном рынке США ближе к целевым значениям ФРС и сократить избыточную ликвидность. Кроме того, ФРС скорректировала прогноз основных макроэкономических показателей и ожидаемое начало повышения

²³ В том числе расширенного пособия по безработице на региональном уровне.

²⁴ Уровень промышленного производства остается на 1,4% ниже допандемического (февраль 2020 г.).

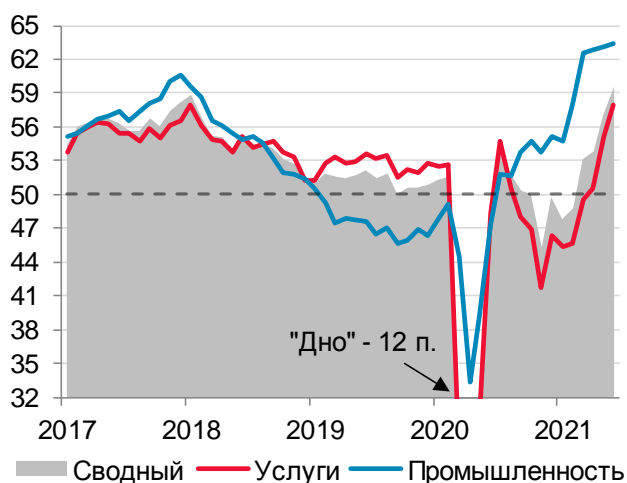
ключевой ставки²⁵ и анонсировала начало дискуссии о траектории скупки активов на одном из ближайших заседаний. Это вызвало укрепление доллара США, снижение цен на товарных рынках и повышение доходности казначейских облигаций.

Еврозона: ускорение роста экономической активности

По предварительным данным, сводный PMI еврозоны вырос в июне до 15-летнего максимума в 59,5 п. (Рисунок 42). Ускорение роста отмечается третий месяц подряд благодаря постепенному снятию ограничений. В частности, многие страны готовятся к восстановлению туристических потоков. Индекс в секторе услуг вырос с 55,2 до 58,0 п. и достиг максимума с 2007 года. Индекс в обрабатывающей промышленности достиг нового рекордного уровня в 63,4 п., увеличившись на 0,3 пункта.

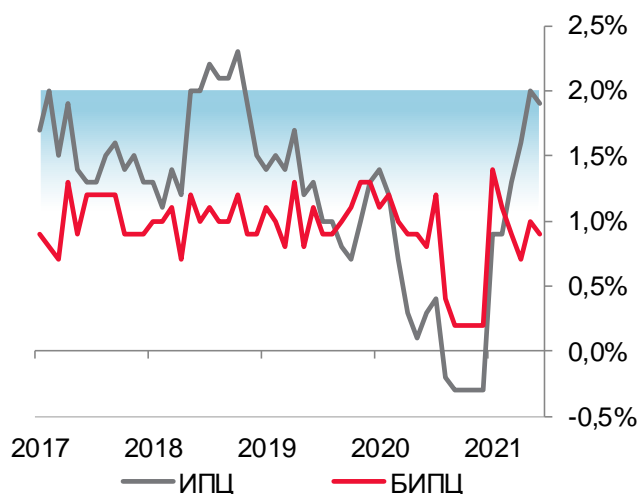
Более быстрое, чем ожидалось ранее, ускорение роста экономики в мае–июне нашло отражение как в высокочастотных данных (мобильность населения, загруженность дорог, бронирование отелей и ресторанов), так и в обновленных прогнозах ЕЦБ. Прогноз роста реального ВВП еврозоны на 2021 и 2022 гг. повышен на 0,6 п.п., до 4,6 и 4,7% г/г соответственно. Прогноз инфляции также пересмотрен вверх: на 2021 г. с 1,5 до 1,9% г/г, на 2022 г. – с 1,2 до 1,5% г/г.

Рисунок 42. Индексы PMI еврозоны, пунктов



Источник: Bloomberg Finance L.P.

Рисунок 43. Инфляция и базовая инфляция еврозоны, % г/г



Источник: Bloomberg Finance L.P.

Риторика ЕЦБ остается мягкой. Регулятор не видит причин для перехода к ужесточению политики в ближайшей перспективе. Этому способствует как небольшое снижение совокупной инфляции в июне с 2,0 до 1,9% г/г (Рисунок 43), так и стабильно низкая базовая инфляция (0,9% г/г в июне). Кроме того, в [стратегическом обзоре](#) ЕЦБ утвердил

²⁵ Прогноз на 2021 г. по росту ВВП повышен на 0,5 п.п., до 7,0%, инфляции – на 1,0 п.п., до 3,4%. Хотя регулятор по-прежнему оценивает повышенное инфляционное давление как временное явление, dot-plot по динамике ключевой ставки теперь указывает на два повышения на 25 б.п. в 2023 г., а количество членов Комитета по открытым рынкам, ожидающих повышение ставки уже в 2022 г., увеличилось до 7 человек с 4 в марте.

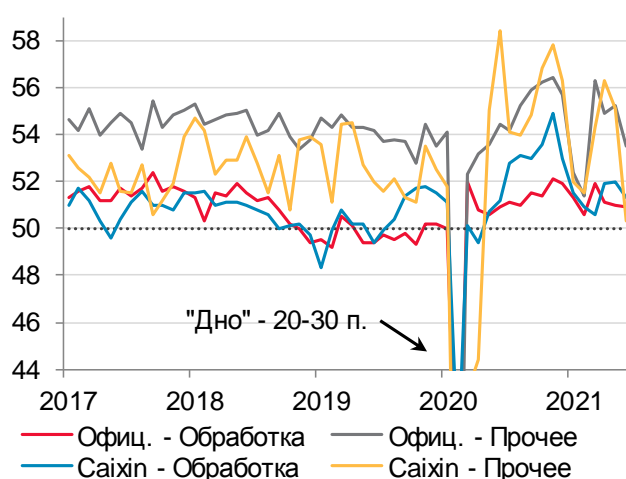
новый симметричный целевой показатель инфляции в 2% в среднесрочном периоде²⁶, что может сделать политику еще более мягкой в долгосрочной перспективе. При этом слабый рост реальной заработной платы также выступает ограничением для повышения инфляции, а активное восстановление спроса в ближайшие месяцы приведет лишь к ее временному всплеску.

Китай: замедление роста экономики продолжается

Основные макроэкономические показатели Китая в мае указывают на продолжающееся умеренное замедление роста экономики. По оценкам Capital Economics, рост инвестиций замедлился с 0,5 до 0,4% м/м SA, объем экспорта снизился на 2,8% м/м SA. Рост промышленного производства стабилизировался на относительно низком уровне 0,5% м/м SA. Позитивной новостью стало ускорение роста розничных продаж с 0,3 до 0,8% м/м SA. Однако оно было ожидаемым из-за продления праздника – Дня труда, которое активизировало внутренний туризм и потребление. Июньские индексы PMI свидетельствуют о дальнейшем замедлении роста активности (Рисунок 44), в частности из-за [вспышки коронавируса](#) в наиболее населенной китайской провинции Гуандун.

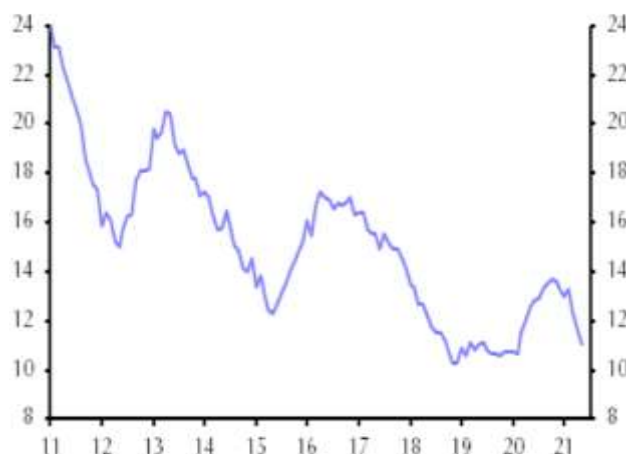
Сдерживающее влияние на рост экономической активности оказывают прекращение поддержки из бюджета и замедление совокупного кредитования экономики (Рисунок 45). Учитывая их запаздывающее влияние на динамику реального сектора экономики, экономический рост может продолжить замедляться в ближайшие месяцы. В начале лета [аналитики понизили свои прогнозы](#) роста ВВП Китая на 0,5–1,0 п.п., учтя более слабые, чем ожидалось, статистические данные и негативное влияние более высоких цен на сырье для производства.

Рисунок 44. Индексы PMI Китая, пунктов



Источники: Capital Economics.

Рисунок 45. Рост совокупного кредитования с учетом теневого финансирования, % г/г



Источники: Capital Economics.

²⁶ Ранее цель ЕЦБ состояла в достижении инфляции «ниже, но близко к 2%».

Потребительская инфляция Китая увеличилась в мае до 1,3% г/г с 0,9% г/г в апреле и может продолжить расти вслед за ростом цен производителей (с 6,8 до 9,0% г/г – максимума с 2009 г.). Инфляцию могут сдерживать меры властей по стабилизации ситуации на сырьевых рынках (см. подробнее подраздел 3.3.).

СФР: центральные банки разделились на два лагеря

В большинстве СФР²⁷ инфляционное давление продолжает усиливаться. В мае сезонно сглаженный рост цен продолжился практически во всех основных СФР (за исключением Таиланда), причем почти в половине стран темпы роста ускорились. Этому способствует устойчивое повышение цен на продукты питания и сырьевые товары.

Ускорение базовой инфляции в большинстве СФР связано с продолжающимся ростом издержек производителей в условиях сохраняющихся логистических проблем, а также дефицита кадров в отдельных видах деятельности при опережающем росте спроса (Рисунок 46). Замедление либо снижение базовой инфляции в отдельных СФР вызвано главным образом медленным восстановлением внутреннего и внешнего спроса, которое в наибольшей степени проявляется в странах с высокой долей услуг в ВВП (например, Таиланд). Дополнительными сдерживающими факторами остаются более медленная, чем в развитых странах, нормализация эпидемической ситуации и продолжающееся укрепление национальных валют в большинстве СФР.

В условиях восстановления спроса и усиливающегося инфляционного давления все больше регуляторов переходит к нормализации ДКП. На июньских заседаниях были повышены ключевые ставки в Венгрии (+30 б.п., до 0,9%), Мексике (+25 б.п., до 4,25%) и Бразилии (+75 б.п., до 4,25%) (Рисунок 47). В остальных СФР ключевые ставки оставлены неизменными. При этом некоторые центральные банки анонсируют дальнейшую нормализацию ДКП на ближайших заседаниях (Венгрия, Бразилия) и переходят к постепенному сворачиванию программ помощи экономики.

Вместе с тем в части стран, где экономическая активность восстанавливается медленно на фоне сильного роста заболеваемости и/или инфляция остается низкой, регуляторы сохраняют мягкую политику (Индия, Индонезия, Таиланд).

Согласно консенсус-прогнозу Bloomberg, во всех странах из выборки за исключением Таиланда и Турции в краткосрочном периоде ожидается повышение ключевых ставок, в том числе в Бразилии и Чили, уже до конца текущего года.

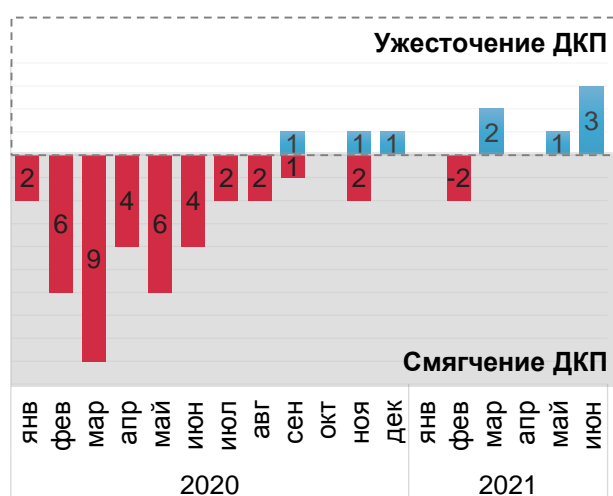
²⁷ В нашей выборке 12 стран с формирующимися рынками: Бразилия, Венгрия, Индия, Индонезия, Казахстан, Мексика, Польша, Таиланд, Турция, Филиппины, Чили, ЮАР.

Рисунок 46. Базовая инфляция в избранных СФР, % м/м SA



Источник: Thompson Reuters.

Рисунок 47. Количество повышений/снижений ключевых ставок в избранных СФР по сравнению с предыдущим месяцем



Источник: Bloomberg Finance L.P.

3.2. Финансовые рынки: угол наклона кривых доходностей снижается

- Ускорение инфляции в мире и способность регуляторов не допустить ее неоправданного роста остаются одним из ключевых факторов, определяющих настроение инвесторов. Ожидания более раннего, чем предполагалось, повышения ставок и сворачивания стимулирующих мер способствовали заметному уменьшению угла наклона кривых доходностей госбумаг. Продолжающееся снижение доходностей долгосрочных облигаций в США косвенно свидетельствует об отношении инвесторов к ускорению инфляции как к временному процессу.
- Вступившие в действие санкции, запрещающие американским инвесторам приобретать ОФЗ на первичном рынке, не оказали заметного влияния на российский рынок. Новые бумаги, как правило, не привлекают иностранных инвесторов. Однако после 14 июня происходят как единичные покупки нерезидентов на аукционах, так и покупки «старых» выпусков на вторичном рынке.
- Решение Совета директоров Банка России 11 июня повысить ключевую ставку до 5,5%, а также указание на возможное дальнейшее повышение ставки на ближайших заседаниях способствовало снижению угла наклона кривой доходности ОФЗ преимущественно за счет роста доходностей краткосрочных бумаг. Текущие форвардные ставки указывают на ожидания повышения ставок денежного рынка до 6,75 – 7,00% в течение ближайших 6 месяцев и стабилизацию ставок на этом уровне до середины 2022 года.

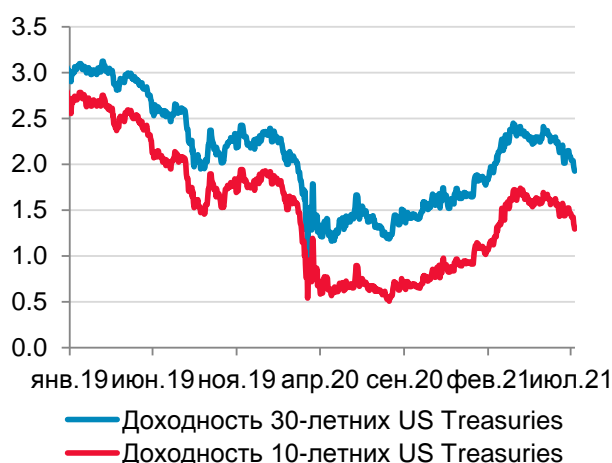
Глобальные финансовые рынки

Мировые финансовые рынки продолжают оценивать последствия ускорения инфляции, а также способность центральных банков не допустить ее чрезмерного роста. Рынки акций продолжали расти в июне, однако опасения по поводу возможного сворачивания стимулирующих мер, а также быстрого распространения индийского штамма коронавируса заметно сдерживали рост.

Неожиданное изменение прогноза ФРС в отношении ставки по федеральным фондам по итогам заседания 16-17 июня, в соответствии с которым члены Комитета по операциям на открытом рынке теперь ожидают два повышения в 2023 г. и растущие опасения еще более раннего начала повышения ставки, способствовали существенному снижению угла наклона кривой доходностей казначейских облигаций (10 лет – 2 года) со 145 до 112 базисных пунктов. Доходность 10-летних облигаций при этом снизилась со 1,60 до 1,33%, что косвенно свидетельствует об отношении инвесторов к ускорению инфляции как к временному процессу.

Доходности госбумаг в странах СФР преимущественно выросли с начала лета: в Мексике доходности 10-летних гособлигаций прибавили 0,31 п.п. (при этом угол наклона кривой снизился со 167 до 107 б.п.), в Индонезии – 0,30 п.п. (угол наклона кривой вырос со 196 до 227 б.п.), в Южной Африке доходности 10-летних бумаг снизились на 0,07 п.п., однако угол наклона кривой снизился со 430 до 404 базисных пунктов. При этом валюты стран СФР в последние недели в основном слабели: южноафриканский ранд и индонезийская рупия потеряли к доллару США 3,6 и 1,7% соответственно, мексиканское песо немного выросло (+0,2%).

Рисунок 48. Динамика доходностей казначейских облигаций США, %

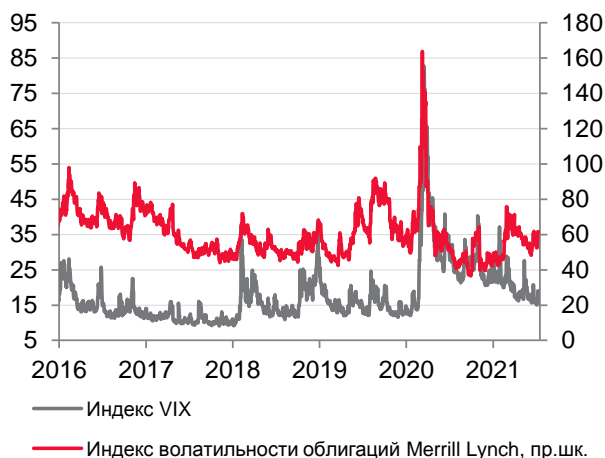


Источник: Bloomberg Finance L.P.

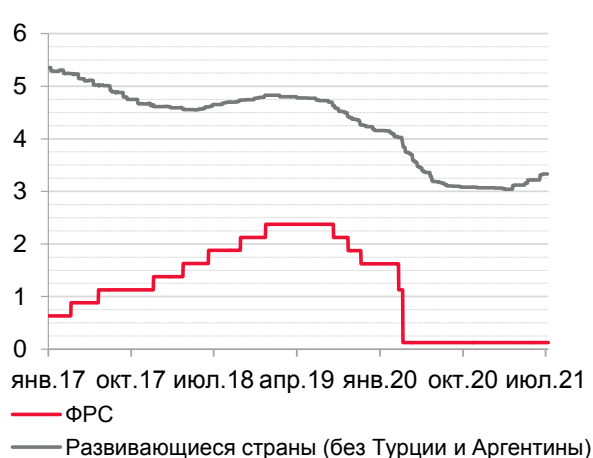
Рисунок 49. Динамика курсов валют развивающихся стран и доллара США



Источник: Bloomberg Finance L.P.

**Рисунок 50. Динамика индексов
волатильности**

Источник: Bloomberg Finance L.P.

**Рисунок 51. Динамика ключевых ставок
центральных банков, % годовых**

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

Российский рынок

Внешний фон для российского рынка с начала лета был в целом нейтральным, стоимость российской риск-премии (5-летние CDS) снизилась с 97 до 88 пунктов.

С 14 июня 2021 г. начали действовать санкции США в отношении внутреннего российского госдолга, выпущенного после этой даты. В связи с этим Минфин РФ прекратил доразмещение в рамках «старых» выпусков и начал размещать новые. Всего после 14 июня Минфином было размещено три выпуска со сроками погашения 8, 10 и 20 лет. Несмотря на то, что большинство нерезидентов пока занимают выжидательную позицию и воздерживаются от участия в первичных размещениях, отдельные покупки все же происходят. Объемы таких покупок пока невелики: как правило, нерезидентам интересны наиболее ликвидные бумаги, в то время как размещаемые новые бумаги такой ликвидностью не обладают.

Пока выпуски, размещенные после 14 июня, торгуются с некоторой премией по отношению к «старым» выпускам близкой дюрации (около 10 б.п. для 10-летней бумаги и 13 б.п. для 20-летней), что связано с небольшим объемом находящихся в обращении бумаг. По мере роста оборотов по новым бумагам, уровни доходностей «старых» и «новых» выпусков будут сближаться.

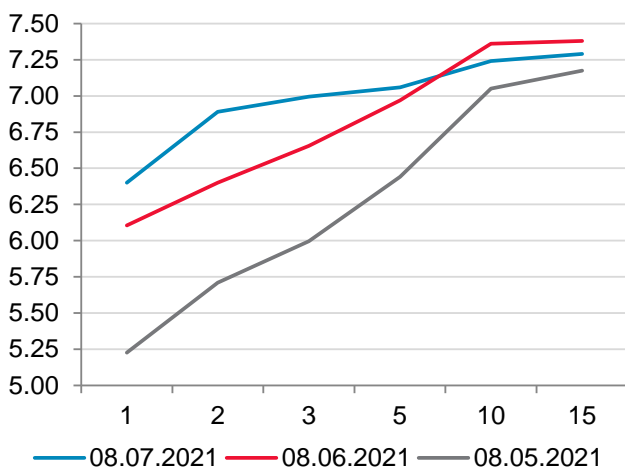
Квартальный план Минфина по размещению ОФЗ был выполнен на 86% при сохраняющемся в целом консервативном подходе к предоставлению премии рынку. В III квартале Минфин РФ планирует разместить ОФЗ на 700 млрд. руб. (по 54 млрд. в неделю), при этом основной упор будет сделан на средне- (5-10 лет) и долгосрочные (выше 10 лет) бумаги.

Июньское решение Совета директоров Банка России повысить ключевую ставку на 50 б.п., а также сигнал о возможном повышении ставки на ближайших заседаниях были

восприняты рыночными участниками позитивно, усилив уверенность в возврате инфляции к 4% на горизонте действия ДКП. Это привело к снижению угла наклона кривой доходности ОФЗ, которое продолжалось в течение следующих недель.

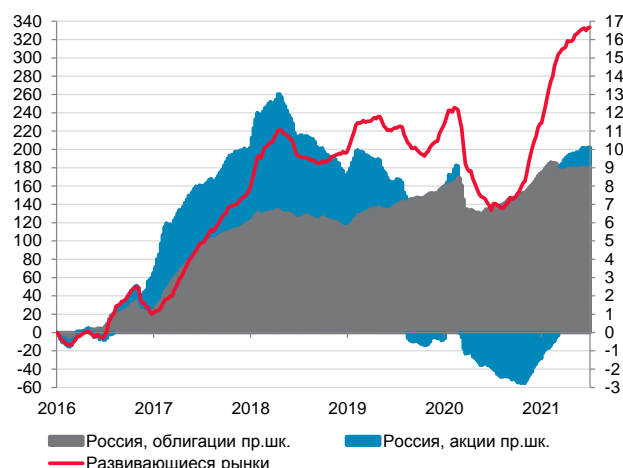
В целом с начала июня угол наклона кривой ОФЗ (по «старым» выпускам 10 лет – 2 года) снизился со 105 до 33 б.п. преимущественно за счет более быстрого роста доходностей краткосрочных бумаг. С начала лета доходности «старых» 10-летних ОФЗ выросли незначительно (+3 б.п.). При этом текущие форвардные ставки подразумевают ожидания дальнейшего повышения ставок денежного рынка в течение ближайших месяцев до 6,74-7,00%.

Рисунок 52. Кривая купонной доходности ОФЗ, %



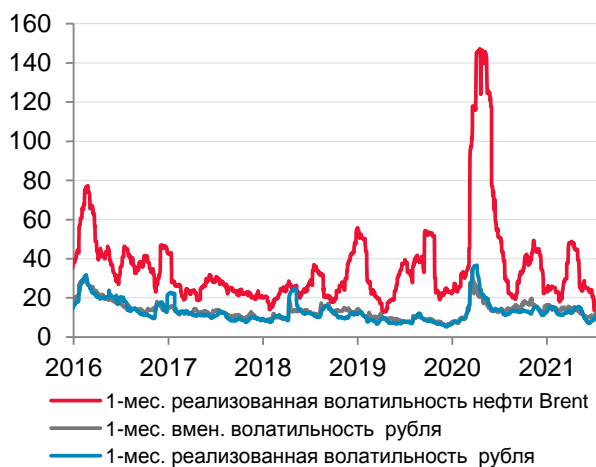
Источник: Bloomberg Finance L.P.

Рисунок 53. Динамика потоков в фонды развивающихся стран и России, млрд долл. США, накопленным итогом с начала 2016 года



Источник: EPFR.

Рисунок 54. Волатильность курса рубля и цены нефти, %



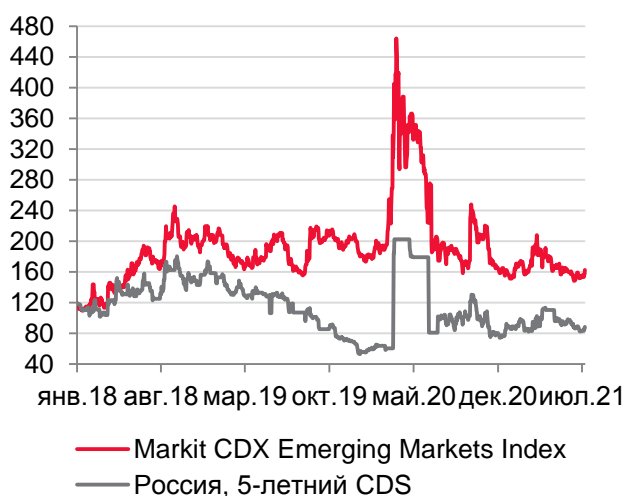
Источник: Bloomberg Finance L.P.

Рисунок 55. Процентный коридор Банка России и краткосрочная ставка рынка МБК, % годовых



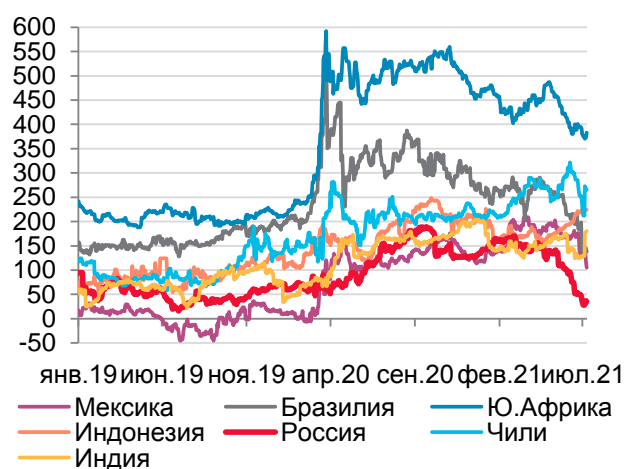
Источники: Банк России, Bloomberg Finance L.P.

Рисунок 56. Динамика 5-летних CDS в России и развивающихся странах, б.п.



Источник: Bloomberg Finance L.P.

Рисунок 57. Наклон кривых доходностей гособлигаций стран с формирующимися рынками (10Y-2Y), б.п.



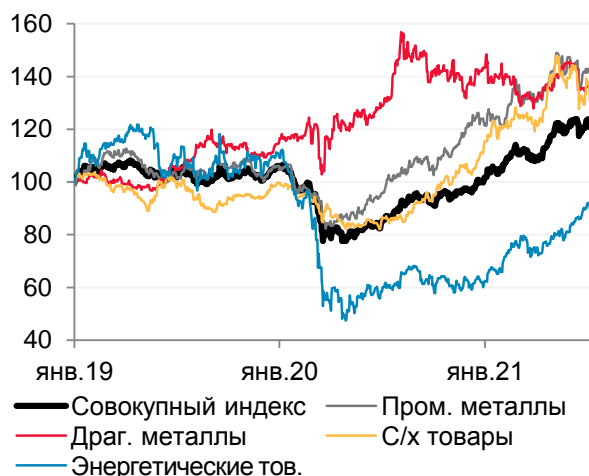
Источник: Bloomberg Finance L.P.

3.3. Цены сырьевых товаров изменились разнонаправленно

- После майского снижения в июне цены сырьевых товаров менялись разнонаправленно. Понижительное давление на цены оказывали ужесточение риторики ФРС США и действия китайских властей, недовольных «необоснованным» ростом цен сырьевых товаров.
- При этом цены нефти и газа существенно выросли вследствие недостатка предложения на фоне относительно низких запасов. В частности, на нефтяном рынке происходит активное восстановление потребления при сохранении консервативной политики стран ОПЕК+.
- Сохранение дефицита нефти на рынке прогнозируется по крайней мере на ближайшие месяцы. Однако в среднесрочном периоде текущий уровень цен по-прежнему представляется неустойчивым.

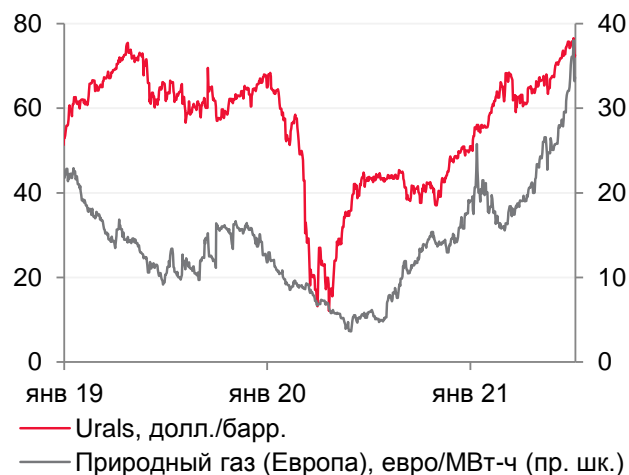
За период с 25 мая по 8 июля индекс цен сырьевых товаров Bloomberg прибавил 1%. Цены энергетических товаров выросли на 12% при снижении цен драгоценных металлов и сельскохозяйственных товаров на 6 и 3% соответственно (Рисунок 58). Цена нефти Urals, по данным Bloomberg, повысилась на 8%, до 73 долл. США/барр., цена природного газа на европейском хабе TTF – на 27%, до 33,6 евро / МВт·ч (Рисунок 59).

Рисунок 58. Индексы Bloomberg цен товаров и металлов (01.01.2018 = 100)



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

Рисунок 59. Цена нефти Urals и природного газа в Европе



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

В мае снижение цен большинства сырьевых товаров прежде всего спровоцировало ужесточение риторики ФРС США и действия китайских властей, недовольных «необоснованным» ростом их цен в последние месяцы. ФРС США скорректировала прогноз в сторону более раннего повышения ключевой ставки и повысила ставки по отдельным инструментам, вызвав укрепление доллара США (индекс DXY вырос на 3%) (см. подраздел 3.2). Китайские власти, по сообщениям в СМИ, оказывали давление на трейдеров с целью сокращения длинных позиций по сырьевым товарам, в частности железной руде и углю, и на добывающие компании, якобы придерживающие продукцию в ожидании роста цен, а также анонсировали сокращение государственных запасов отдельных видов сырья. Дополнительное снижение цен «защитных» металлов вызвало улучшение эпидемической обстановки, создающее условия для снятия ограничений и ускорения восстановления активности, а на цены отдельных сельскохозяйственных товаров (особенно сои) оказало влияние снижение рисков на стороне предложения.

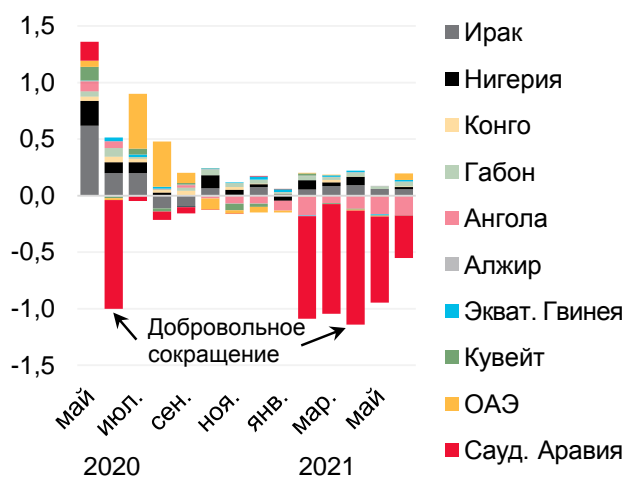
После майского снижения в июне цены сырьевых товаров менялись разнонаправленно. При этом как в мае, так и в июне происходил активный рост цен нефти и газа, что объясняется недостатком предложения на фоне относительно низких запасов. В условиях жаркой погоды запасы газа в Европе с учетом сезонности минимальные за более чем десятилетие, при этом Россия поддерживает экспорт на стабильном уровне, не стремясь компенсировать сокращение поставок из североморского региона.

На рынке нефти продолжается активное восстановление потребления, чему в том числе способствует вакцинация населения. Так, загрузка автомобильных дорог в крупнейших странах – потребителях нефти приблизилась к допандемическому уровню. Количество перелетов остается существенно ниже докризисного, но значительно выросло с конца апреля.

При этом страны ОПЕК+ продолжают проводить консервативную политику. По данным Bloomberg, в мае-июне страны ОПЕК, на которые распространяется соглашение о квотах, нарастили добычу в пределах объемов, которые были закреплены в апрельском

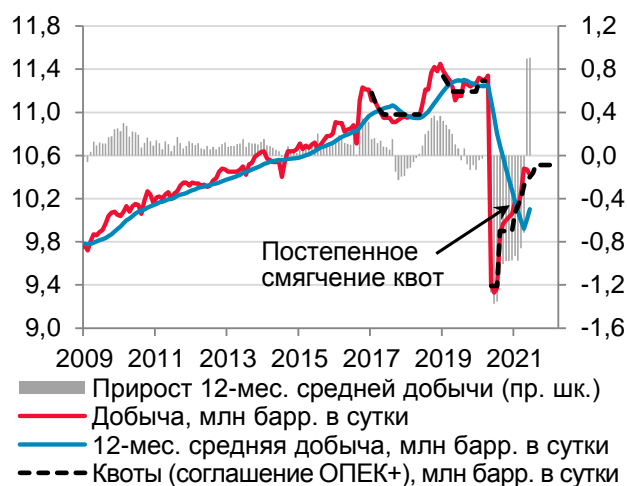
решении (Рисунок 60). Россия в мае-июне сократила добычу нефти и газового конденсата на 0,06 млн барр. в сутки (Рисунок 61).

Рисунок 60. Отклонение добычи нефти ОПЕК от квот («+» – превышение квот), млн барр. в сутки



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

Рисунок 61. Добыча нефти и газового конденсата в России



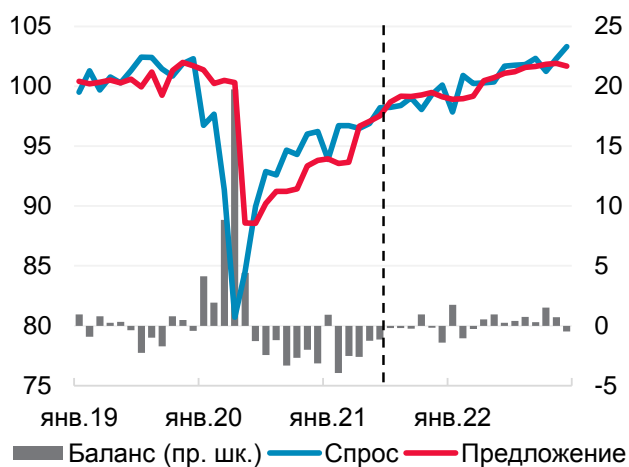
Источники: Bloomberg Finance L.P., расчеты ДИП.

Дефицит нефти на рынке ведет к дальнейшему снижению запасов в странах ОЭСР ниже пятилетнего среднего уровня. Аналитики и ведущие международные организации ожидают сохранения такой ситуации по крайней мере в ближайшие месяцы (Рисунок 62, Рисунок 63). Так, Международное энергетическое агентство (МЭА) и Индия призвали страны ОПЕК+ ускорить темпы восстановления добычи и вернуть нефтяные цены в «приемлемый диапазон». Страны ОПЕК+ пока не достигли договоренности относительно темпов восстановления добычи, причем Саудовская Аравия настаивает на умеренном ослаблении квот, при котором, по оценкам аналитиков, в краткосрочном периоде рост предложения будет отставать от роста спроса (при условии сохранения санкций в отношении Ирана).

Вместе с тем прогноз на среднесрочный период ухудшен. Минэнерго США (EIA) ухудшило перспективы восстановления спроса и повысило прогноз роста предложения жидкого топлива, ожидая в 2022 г. формирования устойчивого излишка нефти на рынке и возврата коммерческих нефтяных запасов в странах ОЭСР выше пятилетнего среднего уровня (Рисунок 62, Рисунок 63). Это усиливает представление о том, что текущий уровень нефтяных цен является неустойчивым.

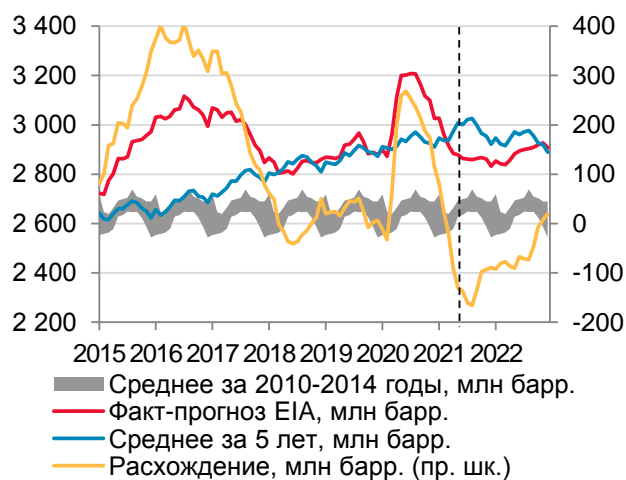
Основным источником неопределенности для сырьевых товаров в целом остается дальнейшее развитие эпидемической ситуации, а для нефтяных цен – также возможное снятие санкций США с Ирана. Заключение соглашения о новой ядерной сделке между США и Ираном откладывается. При этом, по оценкам МЭА, Иран в одиночку сможет закрыть потребность в нефти со стороны стран ОПЕК+ сверх действующего соглашения по квотам (действует до марта 2022 г.), а страны ОПЕК+ располагают большими свободными мощностями (на конец июля 2021 г. 6,9 млн барр. в сутки).

Рисунок 62. Оценка и прогноз EIA основных показателей рынка жидкого топлива, млн барр. в сутки



Источник: EIA.

Рисунок 63. Коммерческие запасы нефти и нефтепродуктов в странах ОЭСР, млн барр.



Источники: EIA, расчеты ДИП.

Александр Морозов

Директор

Владислав Абрамов

Артур Ахметов

Ирина Богачева

Сергей Власов

Валерия Кобяк

Татьяна Кузьмина

Левон Мовсесян

Екатерина Петренева

Алексей Поршаков

Белла Рабинович

Александра Стерхова

Анна Цветкова

Яна Чернышова

Дмитрий Чернядьев