



Банк России

№ 4 (40)



О ЧЕМ ГОВОРЯТ ТРЕНДЫ

Макроэкономика и рынки

Бюллетень Департамента исследований и прогнозирования

ИЮЛЬ 2020

СОДЕРЖАНИЕ

КРАТКОЕ СОДЕРЖАНИЕ	3
1. Инфляция	4
1.1. Превалирование дезинфляционных факторов	4
1.2. Снижение цен производителей в мае ускорилось	7
1.3. Ценовые индексы PMI в июне: дальнейшее снижение отпускных цен в сфере услуг	9
2. Экономическая динамика	10
2.1. Оперативные показатели указывают на восстановление экономической активности в июне – начале июля	10
2.2. Промышленность: ожидаемое снижение в нефтяной отрасли при восстановлении в большинстве других отраслей	14
2.3. Индекс базовых отраслей: дно спада пройдено в мае	19
2.4. Индексы PMI в июне: постепенное усиление экономической активности	20
2.5. Розничная торговля быстро восстанавливается	23
2.6. Рынок труда: постепенный рост безработицы	28
2.7. Банковский сектор: возобновление роста розничного кредитного портфеля	30
2.8. Контрциклическая бюджетная политика смягчила негативное влияние ограничительных мер на экономику	35
2.9. Снижение профицита в торговле товарами и дефицита – в торговле услугами	37
3. Глобальная экономика, финансовые и товарные рынки	40
3.1. Экономическая активность восстанавливается, риски второй волны коронавируса растут	40
3.2. Центральные банки определяют настроения на финансовых рынках	45
3.3. Балансировка нефтяного рынка на фоне угрозы новой волны пандемии	50

Бюллетень подготовлен Департаментом исследований и прогнозирования по данным на 10.07.2020.

Выводы и рекомендации, содержащиеся в бюллетене, могут не совпадать с официальной позицией Банка России.

Замечания и предложения по содержанию просим отправлять по адресу dip_bulletin@mail.cbr.ru

Фото на обложке: Shutterstock.com/FOTODOM

Адрес: 107016, Москва, ул. Неглинная, 12

Официальный сайт Банка России: www.cbr.ru

© Центральный банк Российской Федерации, 2020

КРАТКОЕ СОДЕРЖАНИЕ

- Дезинфляционные факторы, связанные в первую очередь с падением спроса в экономике, продолжают превалировать. Несмотря на это, в июне годовая инфляция ожидаемо несколько ускорилась на фоне очень низких темпов роста цен в июне прошлого года. Восстановление экономической активности происходит постепенно, поддерживая дезинфляционное давление в экономике. Этому также способствуют относительная стабильность на финансовых рынках и восстановление цен на нефть.
 - Текущие месячные темпы роста потребительских цен и медленное восстановление спроса в экономике указывают на смещенность факторов в пользу дезинфляционных. По нашим ожиданиям, во втором полугодии рост потребительских цен с поправкой на сезонность останется несколько ниже уровня, который необходим для стабилизации инфляции на уровне 4%. В то же время стимулирующая бюджетная политика и мягкая денежно-кредитная политика будут противодействовать усилению дезинфляционных тенденций в экономике. В результате в 2021 г. инфляция стабилизируется вблизи цели.
 - Продолжающееся постепенное снятие ограничительных «коронавирусных» мер приводит к оживлению экономической активности в России. Однако этот процесс носит постепенный и неоднородный характер. Действие ряда «коронавирусных» ограничений в мире и России оказывается растянутым во времени. Изменения в поведении потребителей и бизнеса в сторону использования онлайн форматов и режима удаленной работы закрепляются, что требует перестройки многих бизнес-моделей в ряде отраслей сферы услуг и торговли. В результате действия устойчивых шоков предложения и структурных изменений спроса происходит некоторое снижение уровня потенциального ВВП, как в мировой, так и в российской экономике. При прочих равных условиях это означает, что в результате действия стимулирующей бюджетной и денежно-кредитной политики экономика вернется к своему потенциалу, а инфляция стабилизируется на цели Банка России быстрее, чем в отсутствие таких последствий для потенциала.
 - В июне ситуация на российском финансовом рынке оставалась в целом стабильной, чему способствовало дальнейшее восстановление цен на нефть. Существенных рисков для стабильности российских финансовых рынков и финансовых институтов не наблюдалось.

1. Инфляция

В июне годовая инфляция немного ускорилась после краткой майской паузы. Однако это ускорение полностью связано со статистическим эффектом: выходом из расчета инфляции низких значений июня–декабря прошлого года. В целом же баланс рисков остается смещенным в сторону дезинфляционных. При этом цены на различные категории товаров и услуг в июне демонстрировали разнонаправленную динамику в зависимости от сочетания факторов на стороне спроса и предложения. В частности, на динамику цен влияли текущие потребительские предпочтения и еще сохраняющиеся отдельные ограничения экономической деятельности.

Стимулирующая бюджетная политика и мягкая денежно-кредитная политика будут противодействовать складывающимся дезинфляционным тенденциям в экономике.

1.1. Превалирование дезинфляционных факторов

- Рост потребительских цен в мае-июне с поправками на сезонность был ниже 4% в пересчете на год. При этом влияние значительного количества разнонаправленных факторов на текущую динамику цен затрудняет оценку инфляционного давления, очищенного от влияния разовых и временных факторов.
- Годовая инфляция в июне ускорилась до 3,21% после 3,02% в мае. Ежемесячный темп прироста цен отклонился вниз от траектории, соответствующей инфляции 4% в пересчете на год (3,03% SAAR¹). Вместе с тем, темпы прироста цен на продовольственные и непродовольственные товары в июне с учетом сезонности в пересчете на год превысили 4%.
- Оценки модифицированных показателей базовой инфляции в июне незначительно повысились до 0,34% (4,12% SAAR) после 0,32% (3,91% SAAR) в мае.
- За первые шесть дней июля рост цен составил 0,28%. Основное влияние на ускорение недельного роста цен оказала плановая индексация тарифов на коммунальные услуги 1 июля. На фоне низкой базы второй половины 2019 года оценка инфляции в годовом выражении повысилась до 3,3 %.

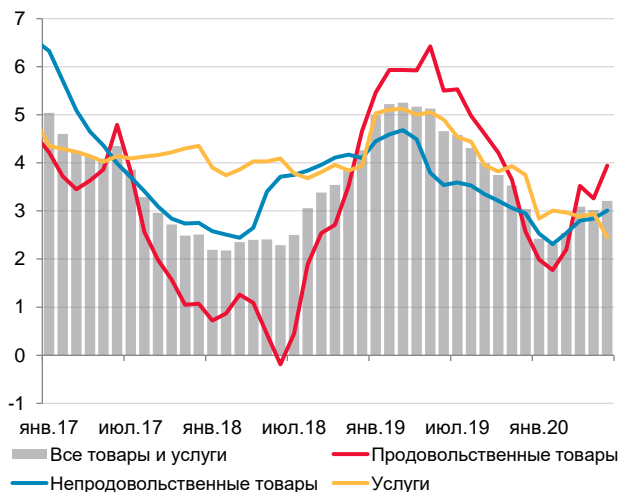
Согласно данным Росстата, в июне годовая инфляция составила 3,21% после 3,02% в мае (Рисунок 1). Основное сдерживающее влияние оказала динамика цен на услуги: их рост замедлился до 2,46% г/г с 3,02% г/г в мае. Темпы роста цен на продовольственные и непродовольственные товары при этом ускорились до 3,94% г/г и 3,01% г/г с 3,26% г/г и 2,84% г/г в мае соответственно.

Потребительские цены за месяц выросли на 0,22% м/м (Рисунок 2). По нашим оценкам, сезонно скорректированный темп роста цен составил в июне 0,25% м/м

¹ SAAR – сезонно сглаженная динамика в пересчете на год.

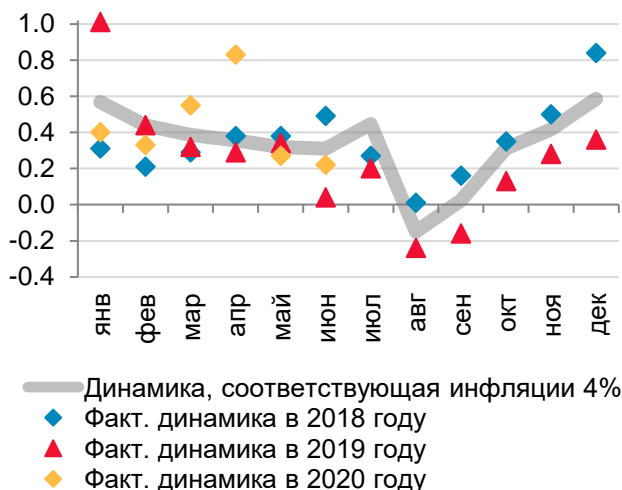
(3,03% SAAR) после 0,29% м/м (3,57% SAAR) в мае (Рисунок 3). В результате ежемесячный темп прироста цен отклонился вниз от траектории, соответствующей инфляции 4% в пересчете на год. Вместе с тем, темпы прироста цен на продовольственные и непродовольственные товары в июне с учетом сезонности в пересчете на год превысили 4%.

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



Источник: Росстат.

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



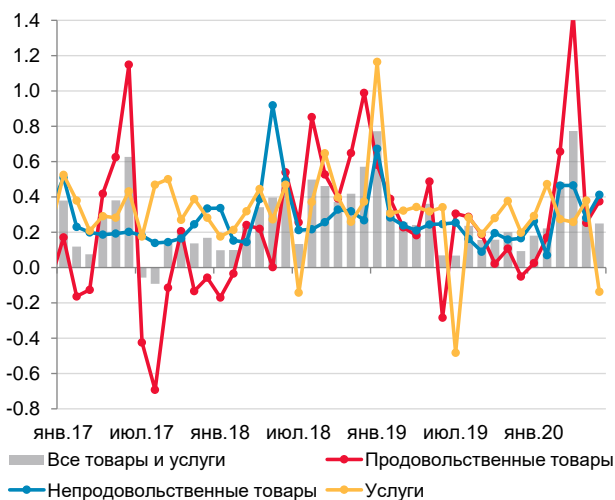
Источники: Росстат, расчеты ДИП.

Сезонно сглаженный рост цен продовольственных товаров ускорился до 0,38% м/м с 0,25% м/м в мае в основном за счет более медленного снижения цен на плодоовощную продукцию: на 0,3% м/м в июне после 1,7% м/м в мае. Сезонно скорректированный темп роста цен на продовольственные товары без плодоовощной продукции в июне практически не изменился относительно мая: 0,47% м/м после 0,50% м/м. Внутри группы продовольственных товаров месячная динамика была разнонаправленной.

Сезонно сглаженный темп роста цен на непродовольственные товары ускорился до 0,41% м/м в июне после 0,28% м/м в мае во многом благодаря росту цен на бензин на 0,8% м/м. Цены на бензин и дизельное топливо в июне выросли вслед за повышением оптовых цен из-за увеличения спроса на моторное топливо по мере ослабления ограничительных мер (Рисунок 4). При этом предложение на российском рынке ограничено из-за понизившихся объемов нефтепереработки, вызванных сокращением добычи нефти и закрытием ряда НПЗ на профилактический ремонт. В итоге оптовые (биржевые) цены на бензин приблизились к максимальным историческим значениям и держатся выше уровня равнодоходной экспортной альтернативы (с учетом действия демпфера). Потенциал дальнейшего роста цен на бензин ограничен действием демпфирующего механизма, который снижает колебания внутренних цен в ответ на изменения мировых и предотвращает их рост выше целевого уровня инфляции. Сезонно сглаженный рост цен непродовольственных товаров без учета топлива в июне составил 0,33% м/м, практически не изменившись по сравнению с маем. Динамика цен по группам непродовольственных товаров, как и в продовольственном сегменте, была разнонаправленной. Наблюдалось ускорение сезонно сглаженного роста цен на одежду и обувь, электротовары и другие бытовые приборы. При этом замедлился рост (или ускорилось снижение) цен на телерадиотовары, строительные материалы, медицинские товары.

Цены на услуги с учетом сезонности снизились на 0,14% м/м в июне после роста на 0,38% м/м в мае. Значительное и при этом разнонаправленное влияние на динамику цен на услуги продолжают оказывать ограничительные меры по борьбе с коронавирусом: в каких-то секторах они уже сняты или значительно ослаблены, в каких-то продолжают действовать в прежнем масштабе. Например, снижению цен на услуги с учетом сезонности способствовала слабая динамика цен на санаторно-оздоровительные услуги и услуги в сфере зарубежного туризма. Фактические цены на санаторно-оздоровительные услуги выросли, но меньше, чем предполагается сезонностью, поэтому снижение цен на эти услуги с учетом сезонности продолжается третий месяц подряд. В июне оно составило 1,25% м/м. В сфере зарубежного туризма из-за закрытия внешних туристических направлений цены не регистрируются третий месяц подряд. Это эквивалентно неизменности цен до учета сезонности. Однако обычно в июне наблюдается сезонное повышение цен на зарубежные поездки, поэтому цены с учетом сезонности снизились на 1,55% м/м. Вместе с тем, сезонно сглаженный рост цен на бытовые услуги в июне ускорился до 0,35% м/м – максимального с января 2019 г. уровня, что могло быть связано с открытием значительной части этой сферы услуг в большинстве регионов и ростом спроса. Ускорился и рост цен на медицинские услуги.

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



Источник: Росстат, расчеты ДИП.

Рисунок 4. Динамика цен на бензин марки АИ-92, руб./л



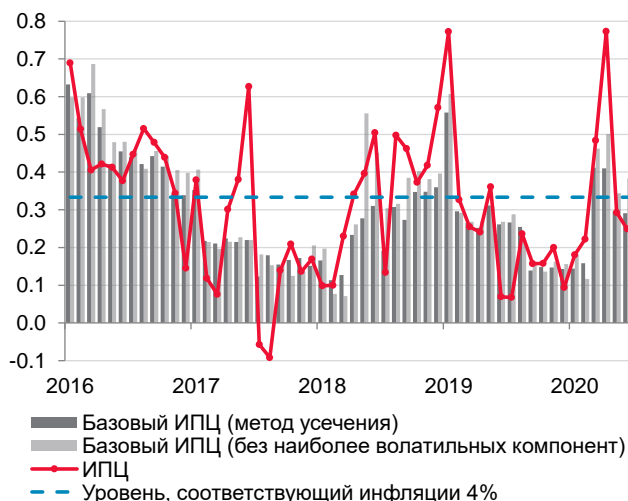
Источники: СпбМТСБ, Росстат, расчеты ДИП.

Среднее из оценок модифицированных показателей базовой инфляции составило 0,34% м/м (4,12% SAAR) в июне после 0,32% м/м (3,91% SAAR) в мае (Рисунок 5). Тем не менее, в условиях влияния на рост цен широкого спектра разнонаправленных факторов июньская оценка модифицированных показателей базовой инфляции сопряжена с высокой неопределенностью.

Рост потребительских цен в мае-июне с поправками на сезонность был ниже 4% в пересчете на год. На динамику цен оказывало влияние значительное количество разнонаправленных факторов, возникших на фоне неравномерной адаптации рынков товаров и услуг к постепенному снятию ограничительных мер, открытию магазинов, стабилизации цепочек поставок. Действие широкого спектра временных проинфляцион-

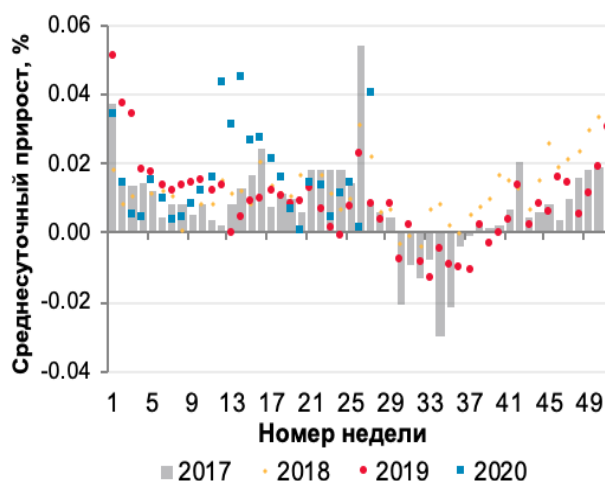
ных и дезинфляционных факторов затрудняет оценку фундаментального инфляционного давления в экономике.

Рисунок 5. Модифицированные показатели базовой инфляции, % м/м



Источник: Росстат, расчеты ДИП.

Рисунок 6. Среднесуточный рост цен, %



Источник: Росстат, расчеты ДИП.

Оперативная статистика Росстата показывает, что за первые шесть дней июля потребительские цены выросли на 0,28% (Рисунок 6). Традиционно с 1 июля были проиндексированы тарифы на коммунальные услуги. В среднем по стране с 1 июля цены должны вырасти на 4%². В начале июля тарифы на коммунальные услуги повысились на 3,1%. Это соотносится с данными мониторинга НП «ЖКХ Контроль»³, согласно которым из-за пандемии некоторые регионы отложат запланированную на июль индексацию тарифов: повысят цены на отдельные коммунальные услуги меньше, чем планировалось, или оставят их без изменения. Поэтому некоторая часть индексации тарифов ЖКХ может быть перенесена на август или сентябрь.

1.2. Снижение цен производителей в мае ускорилось

- В мае снижение цен производителей ускорилось до 14,1% г/г с 10,4% г/г в апреле (Рисунок 7). Как и в прошлом месяце, основной вклад в динамику индекса продолжает вносить падение цен в добывающих отраслях, которое усилилось до 46,7% г/г с 34,7% г/г в апреле.
- В мае продолжилось снижение цен в добыче нефти и газа (Рисунок 9). Динамика внутренних цен реагирует на изменения мировых цен с лагом в один-два месяца. Поэтому в июне снижение цен производителей, вероятно, начнет замедляться, отражая восстановление мировых цен на нефть, начавшееся еще в конце апреля.

² В 2019 г. индексация тарифов проходила в два этапа: с 1 января – на 1,7%, с 1 июля – на 2,4%.

³ [Мониторинг: Какие регионы отменяют или перенесут повышение тарифов на коммунальные услуги с 1 июля 2020г](#) / НП «ЖКХ Контроль» / 09.06.2020.

- Цены производителей в обрабатывающей промышленности снизились в мае на 3,8% г/г после 3,3% г/г в апреле. По нашим расчетам, темпы роста цен производителей многих потребительских товаров находятся вблизи нулевых значений (Рисунок 8). Последнее указывает на отсутствие существенного повышательного давления на инфляцию со стороны динамики цен производителей.

Рисунок 7. Динамика индекса цен производителей и индекса потребительских цен, % г/г



Источник: Росстат.

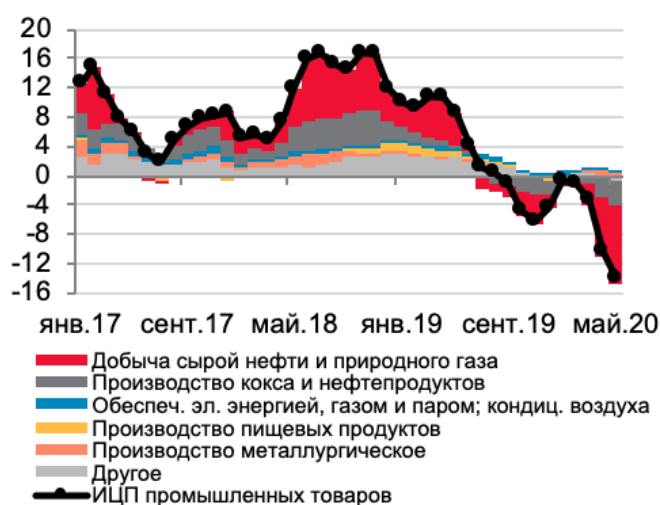
Рисунок 8. Изменение цен на некоторые товары⁴, % г/г



Источник: Росстат, расчеты ДИП.

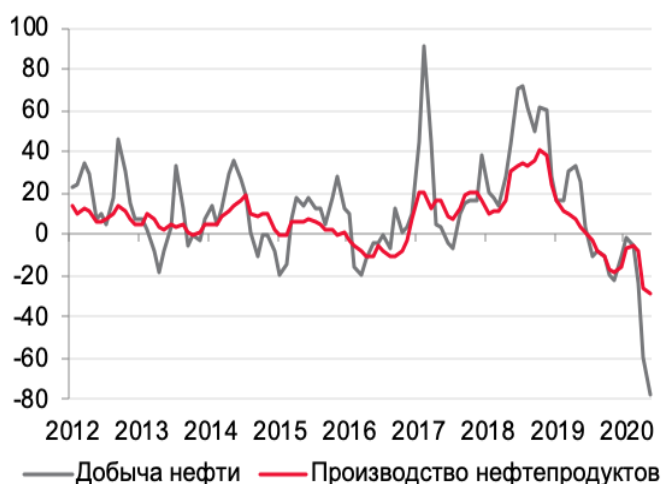
Примечание: Динамика цен производителей, согласно методологии Росстата, рассчитывается без учета НДС. Таким образом, влияние от повышения НДС в январе 2019 г. на динамику цен производителей не учитывается.

Рисунок 9. Вклад топ-5 отраслей в рост цен производителей промышленных товаров, % г/г



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

Рисунок 10. Динамика индекса цен производителей в добыче нефти и производстве нефтепродуктов, % г/г



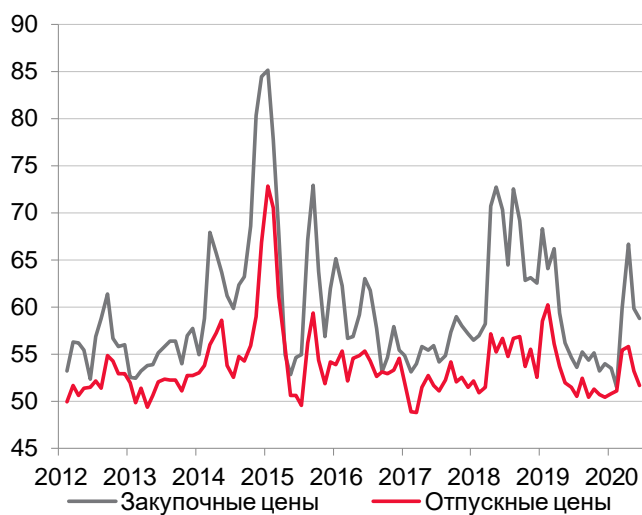
Источник: Росстат.

⁴ В расчете использовались сопоставимые товары в структуре ИПЦ и ИЦП, а именно мясoproductы, рыбопродукты, масло и жиры, молочная продукция, макаронные изделия, сахар, чай, кофе, одежда, обувь, моющие и чистящие средства, парфюмерно-косметические товары, бытовая электроника, мебель. Они составляют около 30% от потребительской корзины.

1.3. Ценовые индексы PMI в июне: дальнейшее снижение отпускных цен в сфере услуг

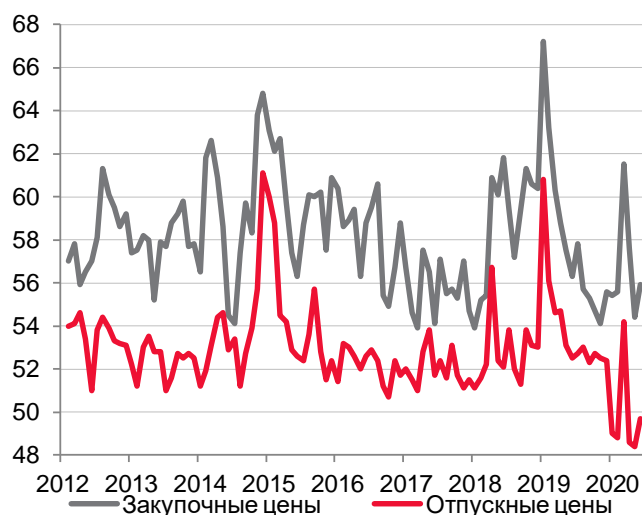
- Динамика ценовых индексов PMI указывает на то, что инфляционное давление в обрабатывающей промышленности продолжает ослабевать после всплеска в марте и апреле, вызванного действием временных проинфляционных факторов: ослабления рубля и разрыва цепочек поставок из-за ввода ограничительных мер. Индекс закупочных цен в обрабатывающих отраслях снизился до 58,8 п. с 59,8 п. в мае, оставаясь, тем не менее, на повышенном относительно начала года уровне. Снижение индекса отпускных цен происходит быстрее: в июне он опустился до 51,6 п. с 53,2 п. в мае (Рисунок 11). Респонденты отмечают активное применение скидок на свою продукцию для удержания клиентов.
- В сфере услуг ценовые индексы, наоборот, немного подросли, но остаются вблизи минимальных исторических уровней. Индекс закупочных цен вырос до 55,9 п. с 54,5 п. по мере восстановления спроса. При этом индекс отпускных цен третий месяц подряд остается ниже 50 п. (в июне он вырос до 49,7 п. с 48,4 п. в мае). Это сигнализирует о продолжающемся снижении цен в секторе в попытках удержать существующих клиентов и привлечь новых, несмотря на рост издержек.

Рисунок 11. Ценовые индексы PMI в обрабатывающих отраслях, пунктов



Источник: IHS Markit.

Рисунок 12. Ценовые индексы PMI в сфере услуг, пунктов



Источник: IHS Markit.

2. Экономическая динамика

В мае российская экономика прошла нижнюю точку спада, связанного с негативными последствиями пандемии. На фоне снятия части ограничений восстановительный рост в ряде отраслей начался уже в мае, однако спад в нефтяном комплексе перевесил эффект от этого роста на экономику в целом. Судя по опережающим показателям, в июне и начале июля темпы восстановительного экономического роста ускорились, особенно в сфере услуг и розничной торговле.

Вторичные эффекты от полной или частичной остановки бизнеса и падения конечного спроса еще расширяются на смежные отрасли через производственные цепочки. Долгосрочные изменения структуры спроса сдерживают производственный потенциал, прежде всего в сфере услуг и МСП. Поддерживается пониженный уровень добычи и переработки в нефтяном комплексе. В целом это делает процесс дальнейшего восстановления постепенным, длительным и неравномерным в разных отраслях экономики. В результате сохраняющегося пониженного спроса дезинфляционные тенденции будут превалировать.

2.1. Оперативные показатели указывают на восстановление экономической активности в июне – начале июля

- Оперативные показатели указывают на восстановление экономической активности в России по мере ослабления или снятия ограничительных мер. В начале и середине июня деловая активность стабилизировалась на пониженном, как и в мае, уровне, однако начиная с третьей декады июня она демонстрирует отчетливые признаки роста.
- Основным двигателем восстановления остается потребление: открытие непродовольственной розницы и значительной части сферы услуг привело к увеличению спроса, в том числе за счет реализации отложенных на время действия ограничительных мер покупок и наращивания расходов бюджета в рамках реализации мер поддержки экономики и населения. Дальнейшая траектория потребления будет в большей степени зависеть от динамики трудовых доходов, которые в последние месяцы значительно снизились.
- На фоне спада в мировой экономике внешний спрос восстанавливается гораздо медленнее внутреннего спроса. Неопределенность относительно дальнейшей динамики спроса на российские экспортные товары остается высокой с учетом рисков возникновения второй волны коронавирусной инфекции в некоторых странах, которая может привести к возврату ограничительных мер.

Краткосрочная статистика Росстата за май, опубликованная во второй половине июня, подтвердила оценки оперативных показателей. В мае экономическая активность

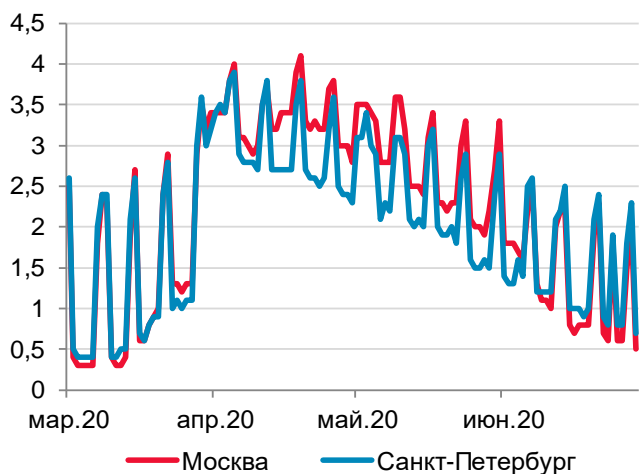
усилилась по отношению к апрелю (за исключением добычи полезных ископаемых), однако оставалась на пониженном уровне. При этом заметный негативный эффект на общеэкономическую динамику ожидаемо наблюдался со стороны нефтегазового сектора, где с начала мая произошло резкое снижение добычи нефти в рамках сделки ОПЕК+.

Совокупность оперативных индикаторов указывает на то, что экономическая активность в июне в целом постепенно усиливалась. Это нашло подтверждение в динамике сразу нескольких оперативных показателей, отражающих динамику отраслевых финансовых потоков, потребления электроэнергии, а также потребительской активности. В значительной степени усиление деловой активности объясняется постепенным ослаблением ограничительных мер в регионах, в том числе тех, где ограничения были наиболее жесткими и продолжительными (прежде всего, в столичном регионе). По нашим оценкам, снижение объема проведенных через платежную систему Банка России входящих платежей, взвешенных по доле отраслей в ВВП, в июне сократилось до 4,1% г/г с 12,8% г/г в апреле⁵. При этом объем платежей без учета добычи, нефтепродуктов и госуправления в июне вырос на 2,1% г/г после снижения на 7,3% г/г в мае. В конце июня входящие платежи впервые с момента введения режима нерабочих дней в конце марта превысили «нормальный» уровень⁶.

Наиболее быстрое восстановление наблюдается в динамике потребительской активности. Снятие ограничительных мер и возвращение к работе в крупных городах привели к росту интенсивности передвижений внутри города вплотную к «докоронавирусным» уровням (Рисунок 13, Рисунок 14). При этом открытие непродовольственной розницы и части сферы услуг привело к восстановлению спроса в этих сегментах. Среднее отклонение входящих платежей вниз от «нормального» уровня в отраслях, ориентированных на потребительский спрос, с 1 июня по 3 июля составило всего 1,1% (в мае – 3,3%, в апреле – 20,2%). На продолжение роста потребления указывают и другие оперативные индикаторы, построенные на основе данных платежных систем банков (Рисунок 17, Рисунок 18). Столь активное восстановление потребления может быть вызвано реализацией отложенного спроса, а также результатом роста социальных расходов в рамках реализации мер поддержки населения. Дополнительным фактором роста внутреннего спроса могло стать закрытие зарубежных туристических направлений в начале отпускного сезона, что привело к увеличению спроса на внутренний туризм. Впрочем, статистика за апрель–май указывает на значительное снижение как поступлений по НДФЛ, так и заработных плат. С учетом ожидаемого в ближайшие месяцы сдерживающего характера влияния последствий пандемии на потребительскую активность, обусловленного как снижением доходов, так и вероятными изменениями в модели потребительского поведения, дальнейшее восстановление экономики скорее всего будет сопровождаться более умеренной динамикой потребления (см. также подраздел 2.5. Розничная торговля быстро восстанавливается).

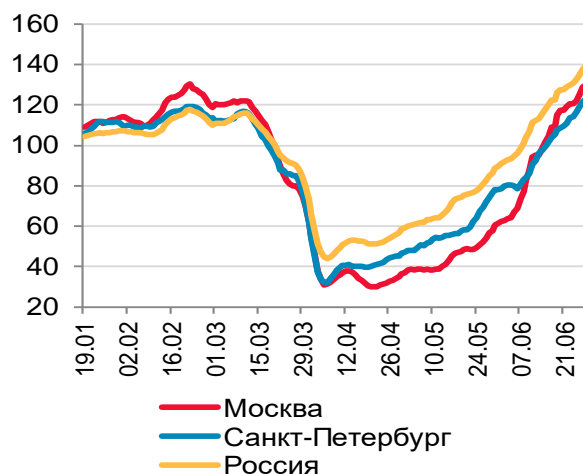
⁵ До 7,3% с 11,2% без учета добычи полезных ископаемых, производства нефтепродуктов и государственного управления.

⁶ Средний уровень дневных сезонно сглаженных входящих платежей за период с 20 января по 13 марта 2020 (подробнее см. [«Мониторинг отраслевых финансовых потоков» №12/09.07.2020](#)).

Рисунок 13. Индекс самоизоляции по Москве и Санкт-Петербургу

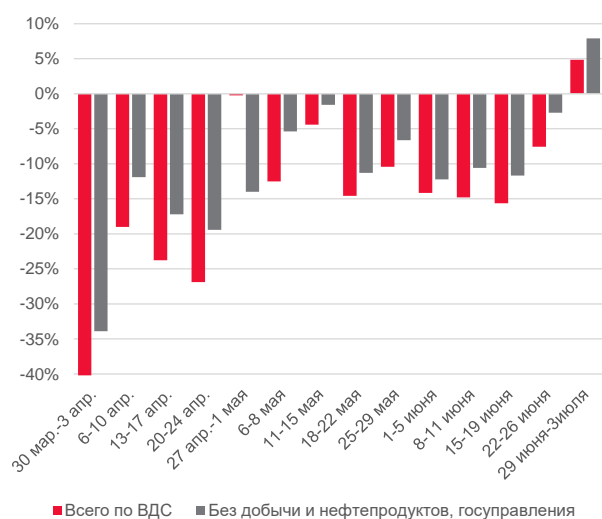
Источник: Яндекс.

Примечание: максимум 5 баллов – «на улице почти никого».

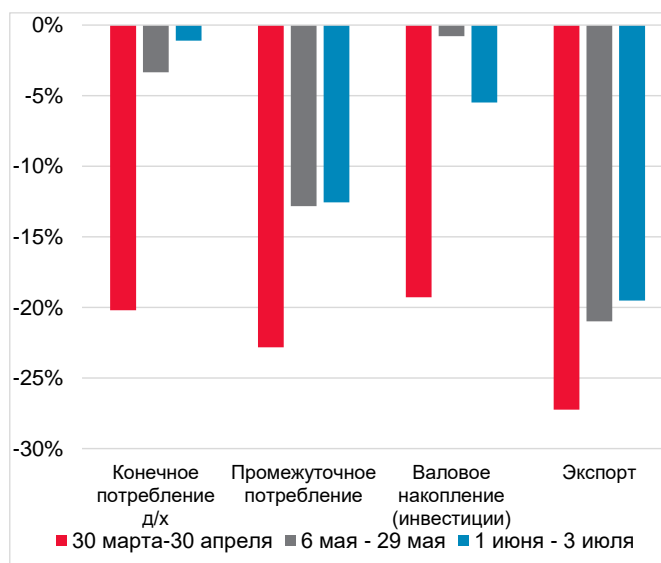
Рисунок 14. Отношение числа перемещений в разных городах по сравнению с 13.01.2020, %

Источник: Apple Mobility Trends.

Примечание: среднее значение из индекса по передвижениям на машине и пешком, скользящее среднее за неделю.

Рисунок 15. Динамика отклонения входящих финансовых потоков от «нормального» уровня

Источник: Банк России ([Мониторинг отраслевых финансовых потоков](#)).

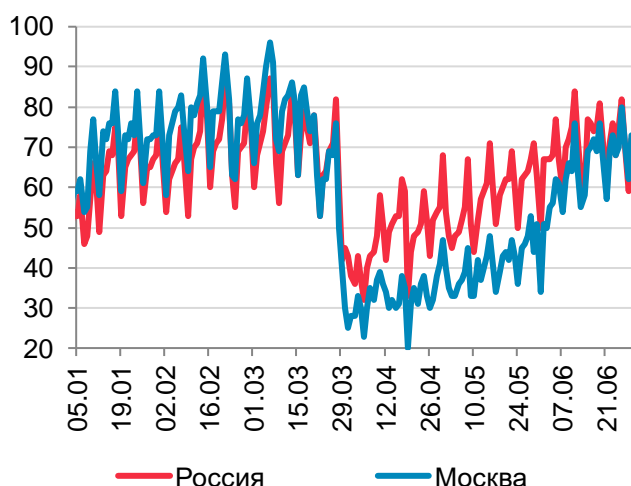
Рисунок 16. Среднее отклонение входящих платежей от «нормального» уровня за период

Источник: Банк России ([Мониторинг отраслевых финансовых потоков](#)).

По оценкам ДИП, отставание энергопотребления в Единой Энергетической системе от уровня прошлого года с учетом температурного фактора в целом по России существенно сократилось в конце июня, что также свидетельствует об ускорении восстановления экономической активности в течение последних недель. Однако восстановление экономической активности происходит неравномерно по секторам экономики. В частности, в июне продолжало действовать соглашение ОПЕК+ по снижению добычи нефти. Пониженный уровень добычи сказывается и на уровне активности в смежных отраслях: нефтепереработке, транспорте, нефтесервисных услугах, производстве и

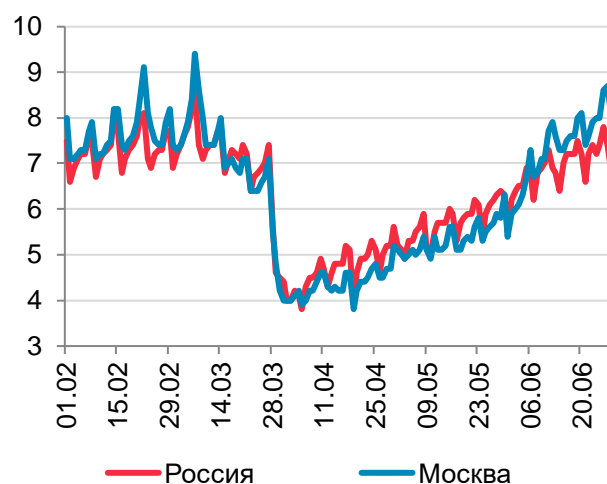
распределении электроэнергии (Рисунок 19). Так, наибольший отрицательный вклад в динамику энергопотребления в июне в целом по России продолжали вносить ОЭС Урала и ОЭС Средней Волги, в которые входят большинство нефтедобывающих и перерабатывающих регионов.

Рисунок 17. Динамика потребительской активности Sberindex



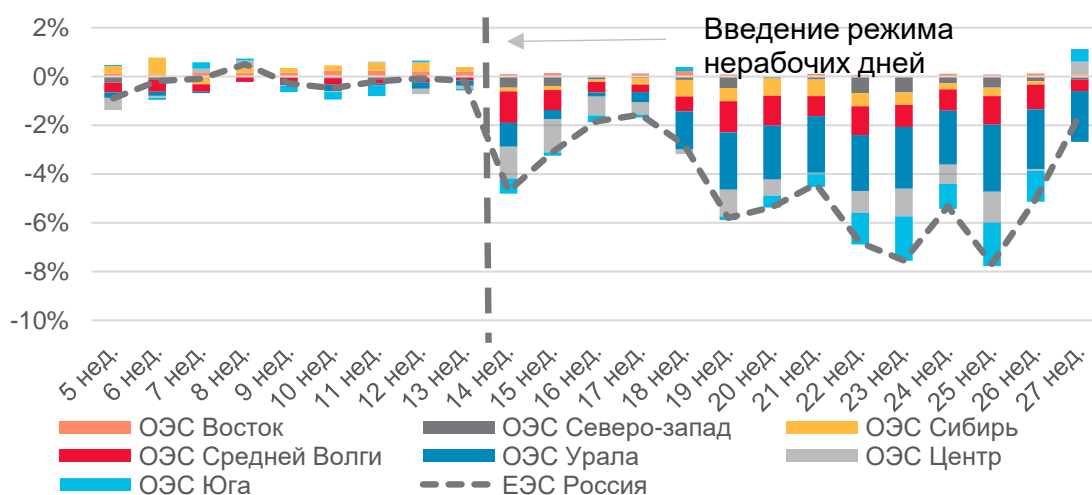
Источник: Сбербанк.

Рисунок 18. Динамика потребительской активности Tinkoff Corona Index



Источник: Тинькофф Банк.

Рисунок 19. Вклады ОЭС в отклонение энергопотребления в целом по России с поправкой на температуру и число рабочих дней, %, г/г



Источники: Системный оператор Единой Энергетической системы, расчеты ДИП.

Внешний спрос в целом остается пониженным и его восстановление происходит гораздо медленнее внутреннего спроса (Рисунок 16). Риски развития второй волны пандемии во многих странах повышают неопределенность относительно скорости восстановления внешнего спроса на российскую продукцию. Пониженная активность в отраслях, ориентированных на экспорт, сказывается и на динамике активности в отраслях промежуточного спроса.

В отраслях инвестиционного спроса, судя по статистике финансовых потоков в рамках национальной платежной системы, динамика по итогам июня в целом также ухудшилась по сравнению с маем. Однако в течение последних двух недель июня прослеживались отчетливые признаки улучшения. Среднее отклонение входящих платежей вниз от «нормального» уровня в июне увеличилось по сравнению с маем (Рисунок 16). О наметившемся тренде на устойчивое восстановление в инвестиционных отраслях на основании оперативных данных по платежам говорить преждевременно по причине повышенной волатильности данных платежей в указанной группе отраслей. Таким образом, восстановление инвестиционного спроса в конечном итоге может происходить дольше, чем в других отраслях. Снижение внутреннего и внешнего спроса на фоне роста неопределенности относительно скорости восстановления экономической активности в России и мире приводит к пересмотру инвестиционных планов компаний, что отрицательно сказывается на принятии инвестиционных решений. Указанные факторы еще раз подчеркивают особую важность сочетания принятых государством мер по поддержке экономики с инструментами бюджетной и денежно-кредитной политики, которые направлены на смягчение отрицательных последствий и дальнейшее восстановление деловой активности на фоне поддержания ценовой и финансовой стабильности.

2.2. Промышленность: ожидаемое снижение в нефтяной отрасли при восстановлении в большинстве других отраслей

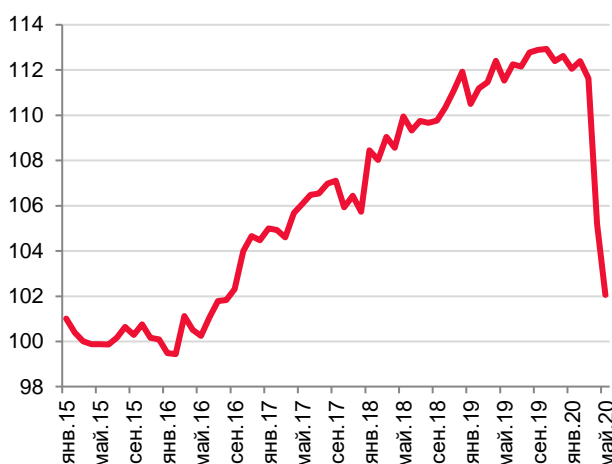
- Снижение промышленного производства в мае ускорилось до 9,6% г/г с 6,6% г/г в апреле. В мае выпуск промышленности сократился на 3% м/м⁷ после снижения на 5,8% м/м в апреле.
- Продолжение негативной динамики в мае вызвано падением добычи полезных ископаемых на 11,2% м/м. С началом действия соглашения ОПЕК+ в мае резко снизилась добыча сырой нефти и газа (-13,9% м/м), на что указывало существенное сокращение потребления электроэнергии в регионах, где сосредоточена значительная часть добычи нефти (см. также подраздел 2.1. Оперативные показатели указывают на восстановление экономической активности в июне – начале июля). Пониженный уровень добычи нефти сохранится и в июле в соответствии с соглашением.
- Обрабатывающая промышленность в мае начала восстанавливаться, продемонстрировав рост на 3,4% м/м вследствие улучшения ситуации в большинстве отраслей по мере ослабления ограничительных мер. На это указывала и динамика отраслевых финансовых потоков: в мае отклонение входящих платежей вниз от «нормального» уровня в большинстве отраслей обработки уменьшилось по сравнению с апрелем.

⁷ Здесь и далее с учетом сезонности.

Снижение промышленного производства в мае ускорилось до 9,6% г/г с 6,6% г/г в апреле. Относительно предыдущего месяца выпуск промышленности сократился на 3% м/м после снижения на 5,8% м/м в апреле (Рисунок 20).

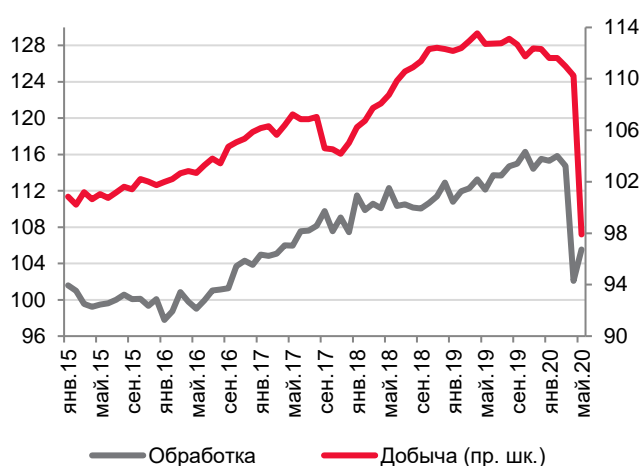
Продолжение негативной динамики в мае вызвано ускорением падения добычи полезных ископаемых до 13,5% г/г с 3,2% г/г в апреле. Относительно апреля сокращение составило 11,2% м/м (Рисунок 21). При этом снижение в обрабатывающих отраслях в годовом выражении замедлилось до 7,2% г/г с 10,0% г/г. Прежде всего это было обусловлено восстановлением отраслей, ориентированных на производство потребительских товаров длительного пользования. Положительный вклад также внесла динамика в отраслях, ориентированных на производство инвестиционных товаров, которая, тем не менее, остается достаточно волатильной.

Рисунок 20. Динамика индекса промышленного производства (2014 = 100)



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

Рисунок 21. Динамика индексов добычи полезных ископаемых и обрабатывающих производств (2014 = 100)



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

С началом действия соглашения ОПЕК+ в мае резко снизилась добыча сырой нефти и газа (-13,9% м/м), на что указывало существенное сокращение потребления электроэнергии в регионах, где сосредоточена значительная часть добычи нефти). Пониженный уровень добычи нефти сохранится и в июле в соответствии с соглашением. Добыча газа сохраняет устойчивый негативный тренд, сформировавшийся с середины прошлого года.

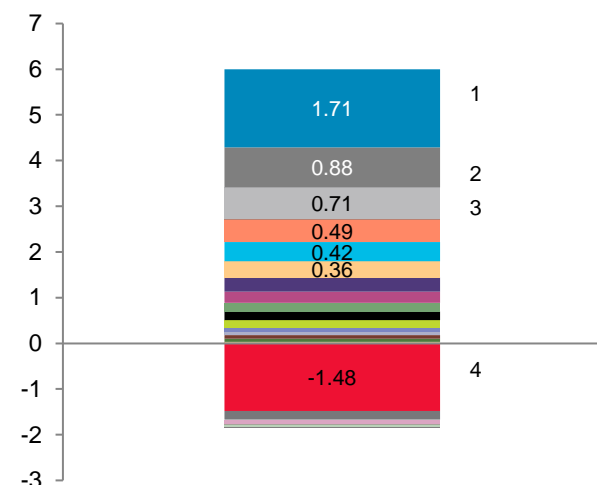
Обрабатывающая промышленность в мае начала восстанавливаться, продемонстрировав рост на 3,4% м/м вследствие улучшения ситуации в большинстве отраслей по мере ослабления ограничительных мер. На это указывала и оперативная динамика отраслевых финансовых потоков: в мае отклонение входящих платежей вниз от «нормального» уровня в большинстве отраслей обработки уменьшилось по сравнению с апрелем⁸.

После апрельского провала в мае лидерами роста стала группа отраслей, ориентированных на производство *потребительских товаров длительного пользования*.

⁸ См. [«Мониторинг отраслевых финансовых потоков» \(№№ 4-7\)](#).

Максимальное увеличение выпуска наблюдалось в производстве бытовых приборов (+177% м/м). Однако, как и в ювелирной (+80% м/м), автомобильной (+68,2% м/м) и кожевенной (+26% м/м) промышленности, выпуск продукции, несмотря на значительный рост, остался на пониженных относительно марта уровнях.

Рисунок 22. Вклады отдельных отраслей в снижение обрабатывающей промышленности, % м/м



1 Автотранспортные средства

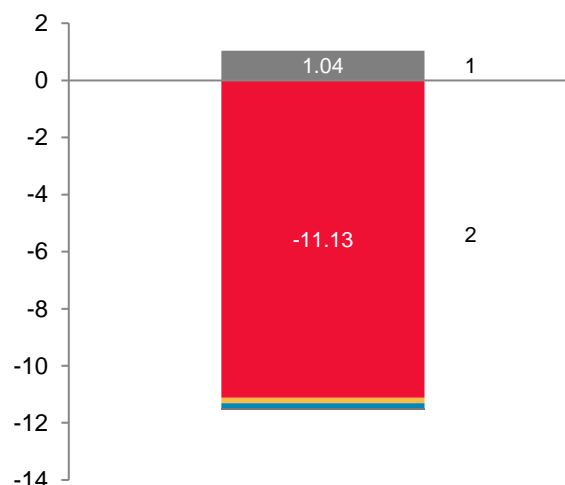
2 Прочие транспортные средства

3 Прочие готовые изделия

4 Нефтепереработка

Источники: Росстат, расчеты ДИП.

Рисунок 23. Вклады отдельных отраслей в прирост добывающей промышленности, % м/м



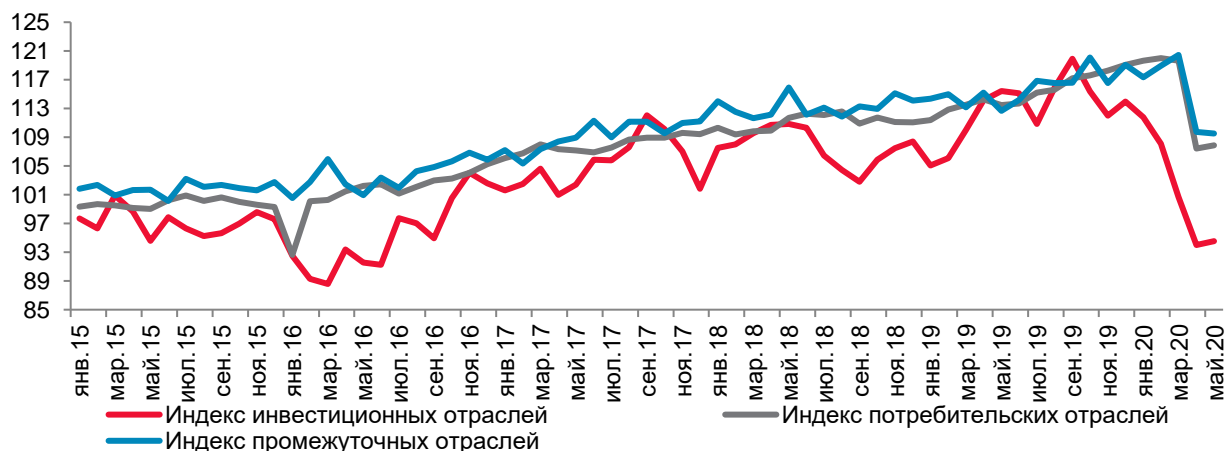
1 Добыча прочих полезных ископаемых

2 Добыча сырой нефти и природного газа

В некоторых отраслях объем производства все же почти достиг или превысил уровень марта, например, выпуск одежды (+31,8% м/м) и мебели (+38,3% м/м) (Рисунок 25). К середине июня объем финансовых потоков в этих отраслях стабилизировался на уровне близком к «нормальному». Увеличению выпуска в июне способствовало возобновление производственной деятельности, а также рост спроса, имеющий отчасти отложенный характер.

Значительный вклад в восстановление обрабатывающей промышленности внесли также отрасли, ориентированные на *инвестиционный* спрос, где увеличение выпуска почти полностью компенсировало апрельское падение. Среди лидеров роста в мае производство железнодорожной техники (+32% м/м). Тем не менее, в машиностроении объемы производства все еще остались ниже показателей февраля, когда на предприятиях отрасли началось резкое снижение выпуска на фоне проблем с поставками комплектующих. Восстановление производства строительных материалов (+9,5% м/м) замедлялось в связи с продолжающимся сокращением выпуска керамических и фарфоровых материалов и изделий.

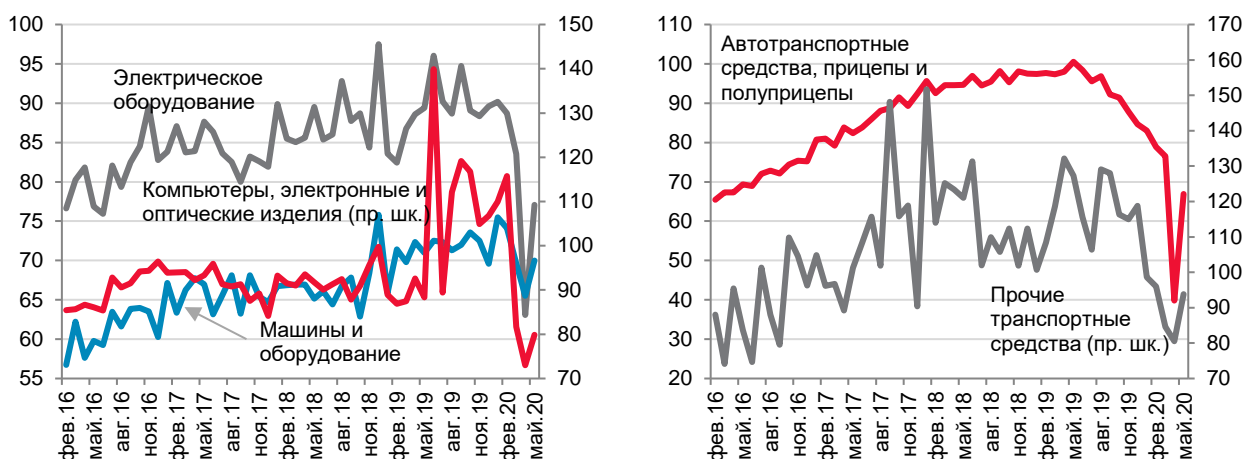
Рисунок 24. Индексы производства в обрабатывающей промышленности по группам отраслей, янв. 2014=100%, сезонность устранена



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

Сдерживающее влияние на обрабатывающую промышленность в мае оказывали отрасли, ориентированные на *промежуточный* спрос. Главным фактором стало падение выпуска крупнейшей отрасли – нефтепереработки (-8,6% м/м) (Рисунок 22). Это связано не только со снижением добычи нефти, но и с пониженным уровнем внутреннего спроса вследствие сокращения числа поездок на транспорте (как личном, так и общественном). Рост обрабатывающей промышленности в мае без учета нефтепереработки достиг бы 5% м/м (Рисунок 22). Кроме того, продолжился негативный тренд в трубной промышленности (-3% м/м) и черной металлургии (-1,6% м/м), восстановление которой осложняется снижением объемов жилищного строительства, переносом в условиях пандемии металлоемких проектов в рамках реализации государственных программ и барьерами на основных экспортных рынках. Поддержку группе отраслей промежуточного спроса оказывает химическая промышленность. После сокращения в апреле, в том числе в связи с ремонтом оборудования на производственных площадках в Тобольске, в отрасли возобновился положительный тренд (+1,4% м/м).

В отраслях, ориентированных на производство *потребительских товаров повседневного спроса*, наблюдается наиболее стабильная динамика. В фармацевтической промышленности рост продолжился и в мае (+1,2% м/м). Негативный вклад в динамику обрабатывающей промышленности внесла пищевая промышленность (-0,8% м/м). После снижения в апреле производство мясной продукции начало восстановление (+1,6% м/м), а выпуск молочной продукции стабилизировался (+0,1% м/м). В производстве мукомольной и крупяной продукции наблюдалась обратная ситуация: после резкого скачка, произошедшего в апреле, в мае выпуск провалился на 11,2% м/м, вернувшись к объемам февраля.



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

2.3. Индекс базовых отраслей: дно спада пройдено в мае

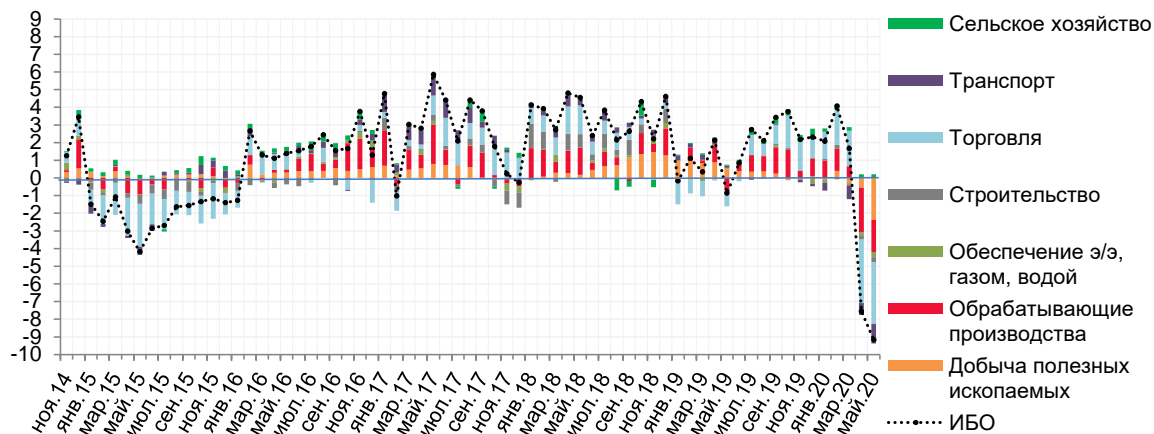
- В мае ухудшение деловой активности во многих отраслях привело к дальнейшему падению выпуска продукции базовых отраслей (ИБО⁹) (-9,2% г/г после -7,6% г/г в апреле) (Рисунок 26). Значительное ухудшение показателей наблюдалось в промышленном производстве, которое главным образом было продиктовано падением в добыче в связи с началом действия нового соглашения ОПЕК+ (-14,5% г/г после -3,2% г/г месяцем ранее). По этой причине, несмотря на отчетливые признаки восстановления выпуска отраслей обрабатывающего сектора, низшая точка спада экономической активности пришлась на май.
- В строительном комплексе объемы работ продолжили сокращаться (-3,1% г/г после -2,3% г/г в апреле). По данным опроса строительных организаций Центра стратегических разработок¹⁰, к концу мая сформировалась тенденция ухудшения финансовых показателей строительных компаний (выручки и прибыли), что стало в основном следствием приостановки строительства и перебоев с поставками материалов и оборудования.
- Сельское хозяйство – единственная отрасль с положительным вкладом в динамику ИБО в мае. Отрасль в целом продолжала показывать устойчивую динамику роста на протяжении периода самоизоляции (+3,2% г/г в мае после +3,1% г/г в апреле).
- С учетом некоторого улучшения экономической ситуации в июне по сравнению с маем, падение выпуска в базовых отраслях за апрель-июнь оценивается нами в

⁹ Индекс базовых отраслей (ИБО) рассчитан путем агрегирования отраслевых индексов (производства продукции сельского хозяйства, добычи полезных ископаемых, выпуска продукции обрабатывающей промышленности, грузооборота транспорта, оборота оптовой и розничной торговли) по видам деятельности «Водоснабжение; водоотведение...», «Обеспечение электроэнергией, газом и паром...», «Строительство», с весами, соответствующими доле отрасли в ВДС России в 2017 году.

¹⁰ Рынок строительства и недвижимости: стимулы восстановления отрасли после кризиса-2020 (по состоянию на конце мая 2020 года) <https://www.csr.ru/ru/news/eksperty-tssr-rasskazali-o-barerakh-na-puti-vosstanovleniya-stroitelnoy-otrasli/>.

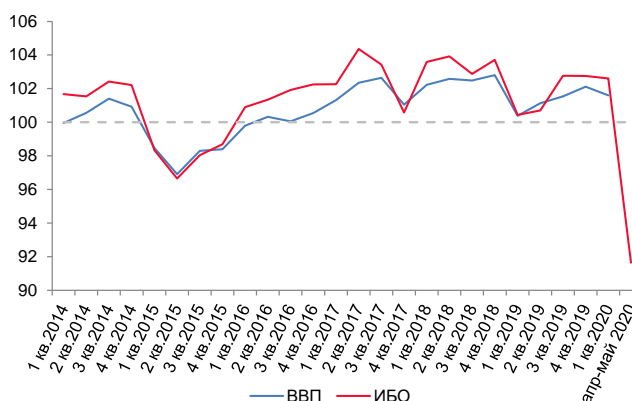
диапазоне 8,5–9,0% г/г. По нашим оценкам, это соответствует снижению ВВП в II квартале на 9,5–10,0% г/г (Рисунок 27).

Рисунок 26. Вклад отраслевых компонент в динамику ИБО в 2014–2020 г.г., % г/г



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

Рисунок 27. Динамика квартального индекса физического объема ВВП и ИБО, %



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

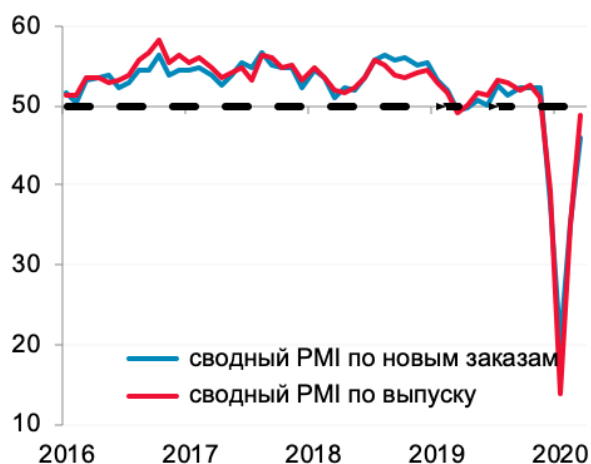
2.4. Индексы PMI в июне: постепенное усиление экономической активности

- Динамика индекса PMI в обрабатывающих производствах указывает на переход к росту выпуска и новых заказов, а в услугах – на значительное замедление снижения активности.
- Несмотря на это, занятость продолжает сокращаться как в обработке, так и в услугах. Внешний спрос также пока не демонстрирует признаков оживления.
- Деловые ожидания в российской экономике снова вернулись к оптимистичным: предприятия ожидают роста производства и количества заказов в ближайшие 12 месяцев по мере открытия экономики и оживления активности.

- Восстановление деловой активности происходит с низкого уровня, достигнутого в апреле на фоне введения ограничительных мер и периода нерабочих недель. Постепенность процесса восстановления предполагает выход экономической активности на «докоронавирусный» уровень не ранее 2022 года.

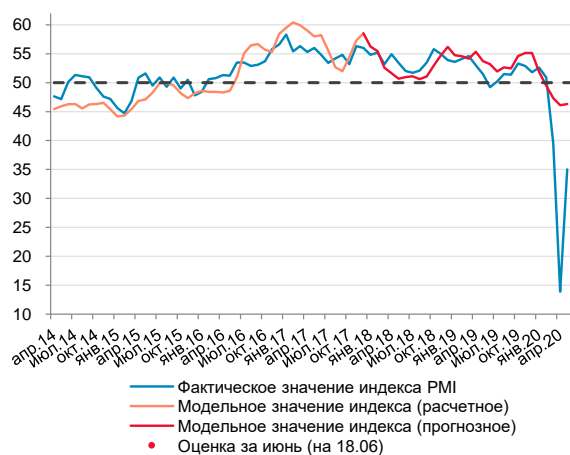
Сводный индекс PMI по выпуску в июне вырос до 48,9 п. с 35,0 п. в мае и 13,9 п. в апреле (Рисунок 28). Оценка новостного индекса ДИП [в июне](#) также указывала на улучшение динамики сводного индекса (Рисунок 29). Формально нахождение сводного индекса PMI ниже отметки 50 п. указывает на снижение экономической активности, однако в текущей ситуации такие выводы нужно делать с осторожностью. PMI, будучи диффузным индексом, по построению отражает разницу между долями респондентов, столкнувшихся с ростом и снижением выпуска и/или спроса на собственную продукцию относительно предыдущего месяца, но не масштаб изменений. В апреле, когда в России действовал режим нерабочих дней, подавляющее большинство компаний в конечном счете столкнулись со снижением производства, что и привело к резкой просадке индекса PMI. Вместе с тем многие оперативные индикаторы указывают на восстановление, а не на замедление снижения экономической активности в мае и ускорение этой тенденции в июне. В текущей ситуации нахождение PMI ниже 50 п. может не противоречить такой динамике. Вполне возможна такая ситуация, что восстановление в небольшом количестве отраслей может суммарно перевесить продолжающееся снижение в большем количестве других отраслей. При этом с точки зрения индекса PMI это будет означать снижение экономической активности, так как доля респондентов, столкнувшихся со снижением производства, все еще превышает долю респондентов, не указавших на сокращение выпуска.

Рисунок 28. Динамика сводных индексов PMI по России, пунктов



Источник: IHS Markit.

Рисунок 29. Динамика новостного индекса и сводного индекса PMI IHS Markit по России, пунктов



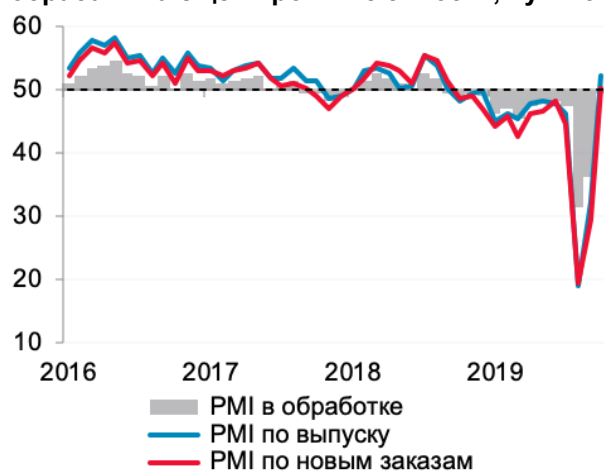
Источник: IHS Markit.

Восстановление в обработке оказалось более быстрым: подындекс объемов выпуска превысил в июне 50 п., а в услугах остался чуть ниже этой отметки. Респонденты

говорят о возобновлении оптимизма относительно будущих объемов производств после более широкого снятия ограничений (59,3 п.).

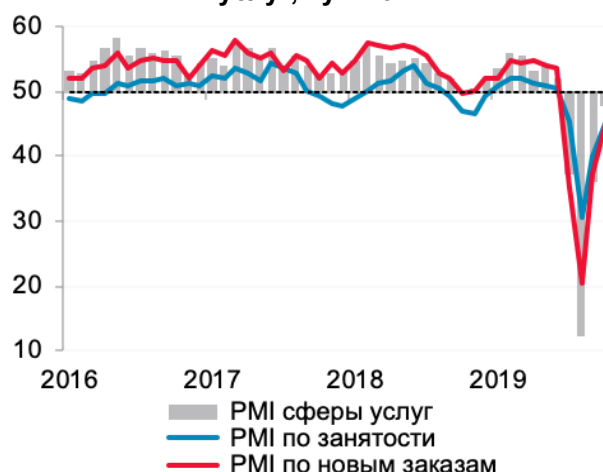
Индекс PMI в обрабатывающих отраслях в июне существенно превысил майские значения, достигнув отметки 49,4 п., что является максимумом с мая прошлого года (Рисунок 30). Оживление деловой активности обусловлено ростом как производства (52,1 п.), так и новых заказов (50,3 п.). Резкий рост индекса производства был вызван открытием компаний и предприятий после снятия ограничительных мер. Драйвером роста внутренних заказов стало увеличение спроса на товары отраслей промежуточного потребления, что также свидетельствует об активизации деловой активности. Возобновление работы бизнеса простимулировало постепенное восстановление внутреннего спроса, в то время как внешний спрос остается слабым – количество экспортных заказов продолжает сокращаться (42 п.), пусть и более медленными темпами.

Рисунок 30. Динамика индексов PMI в обрабатывающей промышленности, пунктов



Источник: IHS Markit.

Рисунок 31. Динамика индексов PMI в сфере услуг, пунктов



Источник: IHS Markit.

Наряду с этим, существенно возросла закупочная активность: подындекс закупок восстановился до 48,4 п. в июне после 28,6 п. в мае. По мере улучшения динамики новых заказов снижаются объемы незавершенных заказов, что находит отражение в росте соответствующего подындекса до 46,4 п. в июне с 40,7 п. в мае. Несмотря на оживление деловой активности предприятий обрабатывающего сектора, в июне продолжилось сокращение занятости, хоть и в заметно меньших масштабах, чем в апреле и мае: подындекс занятости составил 46,9 п. против 33,4 п. и 34,6 п. соответственно (Рисунок 32).

Деловые ожидания в отношении будущих объемов производства снова вернулись в положительную область. Так, соответствующий балансовый показатель в обрабатывающем секторе увеличился сразу до 64,5 п. на фоне ожиданий роста спроса после пребывания вблизи пограничной отметки 50 п. в мае (Рисунок 33). По итогам июня соответствующий показатель вплотную приблизился к средней за 2016–2019 годы. Негативный эффект последствий распространения пандемии на потребительскую активность будет иметь продолжительный характер. При этом дальнейшее восстановление

спроса будет сдерживаться произошедшей просадкой доходов, а также вероятными изменениями в модели потребительского поведения ввиду опасений, связанных с распространением пандемии, ограничивая производственный потенциал (см. также подраздел 2.1. Оперативные показатели указывают на восстановление экономической активности в июне – начале июля).

Рисунок 32. Динамика индексов PMI в обрабатывающей промышленности по закупочной активности и занятости, пунктов



Источник: IHS Markit.

Рисунок 33. Динамика PMI по ожиданиям, пунктов



Источник: IHS Markit.

Индекс PMI в сфере услуг формально указывает на продолжающийся спад деловой активности, но гораздо более медленный по сравнению с предыдущими двумя месяцами: индекс вырос до 47,8 п. с 35,9 п. в мае (Рисунок 31). В отличие от промышленных производств, на сферу услуг продолжают оказывать влияние ограничительные меры, пусть уже и в более умеренной степени по сравнению с апрелем-маем. Деятельность отдельных секторов услуг по-прежнему ограничена либо полностью, либо в значительной степени, не позволяющей работать с полной загрузкой. В итоге восстановление подындкса новых заказов (44,4 п. после 37,3 п. в мае) идет медленнее, чем в обрабатывающих отраслях (респонденты говорят о том, что не все компании, являющиеся их клиентами, были вновь открыты).

Занятость в услугах продолжает сокращаться (44,9 п.), а на фоне наличия свободных производственных мощностей количество незавершенных заказов снижается. Тем не менее, некоторое восстановление активности способствовало росту деловых ожиданий до четырехмесячного максимума и в сфере услуг: 57,5 п. в июне после 47,3 п. в мае (Рисунок 33).

2.5. Розничная торговля быстро восстанавливается

- Майские объемы розничных продаж свидетельствуют об оживлении потребительского спроса на фоне постепенного ослабления ограничительных мер. Отстава-

ние оборота розничной торговли от прошлого года сократилось с 23,2% в апреле до 19,2% в мае.

- По-прежнему наибольшее снижение в годовом выражении наблюдалось в сегменте непродовольственных товаров – 29,2% (-36,4% в апреле), поскольку в большинстве регионов работа непродуктовой розницы возобновилась лишь к началу июня. Впрочем, возобновление работы розницы только в части регионов привело к росту продаж непродовольственных товаров на 11,3% м/м относительно апреля (после очистки от сезонности).
- Улучшение ожиданий населения относительно динамики будущих доходов может поддержать розничный товарооборот в ближайшие месяцы. Оперативные данные первых недель июня фиксируют продолжение плавного восстановления оборотов розницы: в некоторых категориях продажи даже восстановились до уровней марта. Однако среднесрочная динамика потребления будет зависеть от дальнейшей динамики экономической активности и доходов населения, а также от сформированных за период пандемии изменений в потребительском поведении и склонности к сбережениям.

По данным Росстата, после провала в апреле на 23,2% г/г, оборот розничной торговли в мае вышел на восстановительную траекторию. В годовом сопоставлении снижение сократилось до 19,2% (Рисунок 34). Этому способствовало оживление экономической активности на фоне постепенного снятия ограничений в части регионов России. В итоге в мае объемы розничной торговли выросли на 5,2% м/м SA¹¹ после провала на 27,1% м/м в апреле, оставаясь гораздо ниже «докоронавирусных» уровней.

Продажи продовольствия незначительно увеличились по сравнению с апрелем, что подтверждает месячная динамика: рост на 0,7% м/м после падения на 13,2% м/м в апреле. В годовом выражении снижение замедлилось до -8,6% г/г в мае против -9,2% г/г в апреле. Основным драйвером улучшения динамики розницы был сегмент непродовольственных товаров. Так, в мае оборот непродовольственной розницы вырос на 11,3% м/м после снижения на 40,2% м/м в апреле (Рисунок 35). Помимо снятия ограничений на работу традиционных форматов розницы (в ряде регионов уже с начала мая была разрешена работа объектов непродовольственной торговли площадью до 400 кв. м.) рост продаж обеспечила онлайн-торговля, доля которой уже в апреле составила 5% от всего рынка товаров повседневного спроса (FMCG – Fast Moving Consumer Goods) в натуральном выражении¹². Значимым событием, способным поддержать восстановление оборотов непродовольственной розницы, станет постепенное снятие ограничений в крупных городах, что подтверждает динамика оперативных индикаторов в июне. В частности, в июне динамика продаж новых легковых автомобилей улучшилась до -14,6 г/г, отражая в том числе влияние отложенного на период «коронавирусных» ограничений спроса.

¹¹ Здесь и далее в подразделе динамика месячных темпов роста представлена с устранением сезонности.

¹² [Онлайн-торговля FMCG устанавливает новые рекорды](#) / Nielsen 05.06.2020.

Рисунок 34. Динамика розничных продаж продовольственных и непродовольственных товаров и оборота розничной торговли, % г/г



Источник: Росстат.

Рисунок 35. Динамика оборота розничной торговли (январь 2016 = 100%, сезонность устранена), %



Источник: Опрос ИНФОМ по заказу Банка России.

На восстановление потребления указывали и данные платежной системы Банка России: на протяжении мая в отрасли (ОКВЭД2 47) сохранялось положительное отклонение входящих потоков платежей от «нормального» уровня. Среднее изменение входящих потоков на протяжении мая составляло 11,2%, свидетельствуя о более быстром, чем фиксирует Росстат, восстановлении розницы. Многие оперативные индикаторы, основанные на проводимых банками платежах, также указывали на более быстрое восстановление потребления в мае, чем показала официальная статистика по розничному товарообороту. Данные Сбербанка свидетельствуют о снижении расходов на товары и услуги на 16,8% г/г в мае, причем в структуре падения ключевым отличием от данных Росстата уже второй месяц подряд является рост расходов на продовольствие в годовом сопоставлении +9,0% и +11,1% в апреле и мае соответственно (-9,2% и -8,6% г/г по данным Росстата). Схожая динамика фиксируется АО «Тинькофф банк» (+19,2% м/м рост средних трат клиентов на товары и услуги в мае до 80% от уровней февраля).

Аналогично, согласно данным, полученным на основе скан-панели домохозяйств исследовательского холдинга «Ромир», в мае номинальные повседневные расходы россиян выросли на 10,3% г/г, в июне – на 7,2% г/г. Крупнейший российский ритейлер X5 также фиксирует рост продаж в мае на фоне значительного роста среднего чека, перекрывающего эффект от падения трафика (рост в мае оказался лишь незначительно ниже чем 15% г/г, зафиксированных в I квартале)¹³.

Если в апреле и мае динамику розничного товарооборота в первую очередь определяло действие ограничительных мер (сжатия предложения), то дальнейшее восстановление оборота розничной торговли будет сдерживаться динамикой доходов населения. За апрель-май численность безработных, согласно оценкам Росстата, выросла на 1,5 млн человек, к 1 июня превысила 4,5 млн человек, норма безработицы достигла

¹³ [Финдиректор X5: Любой кризис – это преимущество больших компаний](#) / 11.06.2020.

6% (5,7% в апреле). По данным Росстата, после роста на 5,9% г/г в марте реальные зарплаты в апреле сократились на 2% г/г (Рисунок 36). В свою очередь, результаты опросов ООО «ИнФОМ» указывают на рост доли респондентов, заявивших о снижении зарплаты и ухудшении материального положения в течение апреля–мая¹⁴.

Рисунок 36. Динамика реальных доходов населения, % г/г



* Расчет по новой методологии с учетом единовременной денежной выплаты в январе 2017 года.

Источники: Росстат, расчеты ДИП.

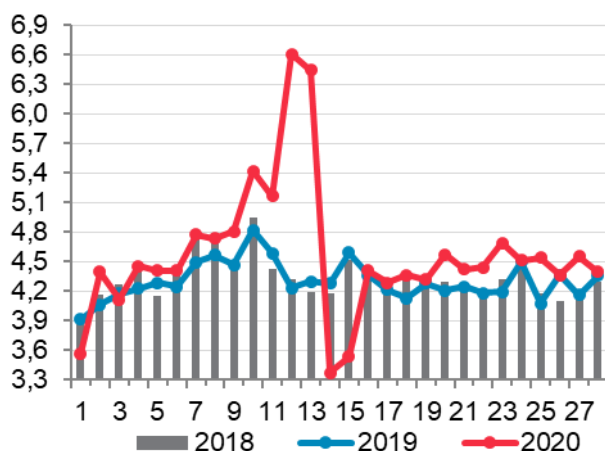
В условиях неопределенности относительно будущих доходов потребители стремились не повышать свою долговую нагрузку – число заявок на потребительские кредиты упало. Одновременно банки продолжали ужесточать политику выдачи, и в целом по России число выданных банками потребительских кредитов снизилось в мае на 44,7% г/г¹⁵. Падение трудовых доходов россиян в мае было частично компенсировано начавшимися социальными выплатами в рамках объявленных Правительством мер поддержки населения. Но большая их часть пришлась на июнь, что вместе со снятием ограничений на торговлю поддержало обороты розничной торговли в конце II квартала. Последний [опрос ООО «ИнФОМ»](#) указывает на улучшения в оценке россиянами своих будущих доходов, что может объясняться постепенным оживлением экономической активности и возвратом к нормальному функционированию предприятий.

Таким образом, дальнейшая динамика розничных продаж по мере открытия объектов торговли будет зависеть от динамики доходов потребителей и новых моделей потребления. Вместе с тем, продолжится активное развитие сегмента онлайн-торговли.

¹⁴ На основании четырех волн телефонных опросов ООО «ИнФОМ».

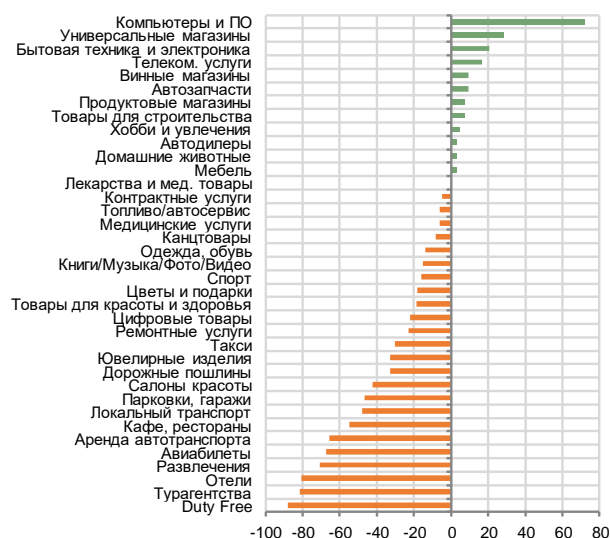
¹⁵ [НБКИ: количество выданных банками в мае потребительских кредитов снизилось на 44,7% по сравнению с аналогичным периодом прошлого года](#) / НБКИ, 16.06.2020.

Рисунок 37. Объем номинальных повседневных недельных расходов населения, тыс. рублей



Источник: исследовательский холдинг «Ромир».

Рисунок 38. Изменение реальных расходов на товары и услуги в июне, % г/г



Источник: Лаборатория «СберДанные».

Согласно исследованию, проведенному VCG и холдингом «Ромир»¹⁶, в ближайшие месяцы россияне намерены возвращать расходы на обычный уровень лишь по узкому кругу товарных категорий. По мере снятия ограничений более половины опрошенных планируют вернуться к докризисному уровню трат в таких категориях как продукты питания, одежда и обувь, а также косметика. Положительная динамика расходов сохранится и относительно иных товаров повседневного спроса, а также бытовой и компьютерной техники. В ближайшие месяцы реализация отложенного спроса поддержит продажи автомобилей и других категорий товаров, риск заражения вирусом при покупке которых расценивается как низкий. Вместе с тем от снижения спроса в большей степени пострадают досуговые услуги и общественный транспорт. До окончательной стабилизации эпидемиологической обстановки в России и мире уровень расходов в категориях общепита, развлечений и путешествий, вероятно, будет оставаться существенно пониженным относительно «докоронавирусного» уровня.

Оперативные данные по расходам россиян за первые две недели июня свидетельствуют о продолжающемся восстановлении потребительского спроса. Согласно данным холдинга «Ромир»¹⁷, средние недельные повседневные расходы россиян вышли на уровень прошлого года (Рисунок 37). Впервые за долгое время рост расходов в Москве оказался выше среднего по России. Восстановление сконцентрировано в непродовольственном товарообороте (рост на 0,8% г/г в июне) и связано преимущественно с возвращением офлайн-розницы (в первую очередь открытие магазинов одежды и обуви). Падение расходов на услуги в июне, по данным Лаборатории «СберДанные», составляет 33,7% г/г. При этом и здесь в отдельных категориях зафиксиро-

¹⁶ [Исследование VCG и Ромир: Утомленные карантином](#) / VCG и исследовательский холдинг «Ромир» 05.06.2020.

¹⁷ [Недельные расходы вышли на уровень прошлого года](#) / Исследовательский холдинг «Ромир» 16.06.2020.

вана выраженная положительная динамика (сегменты «Спорт» и «Салоны красоты», транспорт) (Рисунок 38).

2.6. Рынок труда: постепенный рост безработицы

- В мае сезонно сглаженный уровень безработицы вырос до 6,0% после 5,65% месяцем ранее.
- Расширенный показатель безработицы, характеризующий неполную занятость, в первом квартале также вырос, свидетельствуя о росте численности работников, занятых неполный рабочий день.
- Реальные заработные платы в апреле снизились практически во всех отраслях частного сектора. Негативная динамика ожидаемо отмечается прежде всего в сфере услуг, наиболее пострадавшей от пандемии.

Май, как правило, является благоприятным месяцем для рынка труда в связи с ростом спроса на сезонных работников. Однако в этом году численность безработных за май, согласно оценкам Росстата, увеличилась на 227 тыс. человек и составила 4,5 млн. человек, а уровень безработицы вырос до 6,1% против 5,8% месяцем ранее. С учетом устранения сезонного фактора уровень безработицы увеличился до 6,0% в мае, прибавив 1,5 п.п. по сравнению с началом года (Рисунок 39). Впрочем, в других странах уровень безработицы за этот же период вырос гораздо сильнее. Это еще раз свидетельствует о том, что подстройка к шокам на рынке труда в России происходит преимущественно за счет уровня заработных плат и сокращения рабочего времени, а не занятости.

В середине июня Минтруд сообщил, что в центрах занятости официально зарегистрированы в качестве безработных 2,4 млн человек. При этом отмечается, что только четверть безработных потеряли работу непосредственно во время пандемии, а остальные – либо перед ней, либо вообще уже давно не работали. Это говорит о том, что значительная часть прироста официального числа безработных была вызвана увеличением пособий по безработице и облегчением процедуры их получения в рамках реализации мер поддержки экономики и населения.

Данные Росстата по обследованию рабочей силы за I квартал показали, что скрытая безработица начала расти еще до введения режима нерабочих дней. Так, показатель расширенного уровня безработицы U6¹⁸ вырос до 11,4% (годом ранее – 11,2%), тогда как традиционный показатель безработицы снизился с 4,8% в I квартале 2019 г. до 4,6% в I квартале 2020 г. (Рисунок 40). Это говорит о том, что с начала года начала расти численность работников, занятых неполную рабочую неделю: по всей видимо-

¹⁸ U3 – уровень безработицы по методологии Международной организации труда (МОТ).

U5 – уровень безработицы, включающий потенциальную рабочую силу.

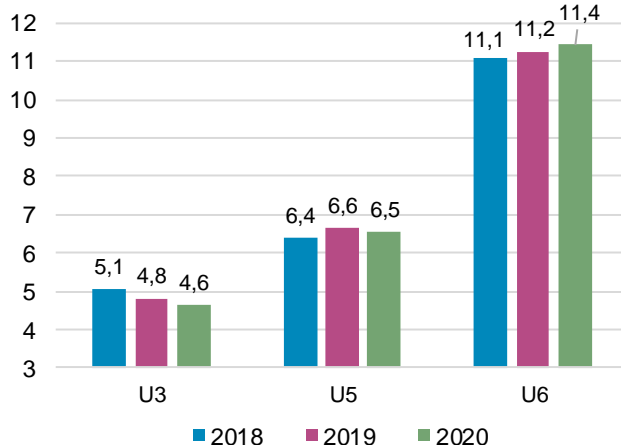
U6 – уровень безработицы, включающий потенциальную рабочую силу и занятых менее 30 часов в неделю.

сти, в условиях начавшегося снижения спроса работодатели старались сохранить часть персонала за счет их перевода на неполный рабочий день. Вероятно, что в II квартале рост расширенных показателей безработицы окажется более существенным, чем увеличение традиционного показателя.

Рисунок 39. Сезонно сглаженный уровень безработицы, %



Рисунок 40. Расширенные показатели безработицы за I квартал соответствующего года, %



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

Источники: Росстат, расчеты ДИП.

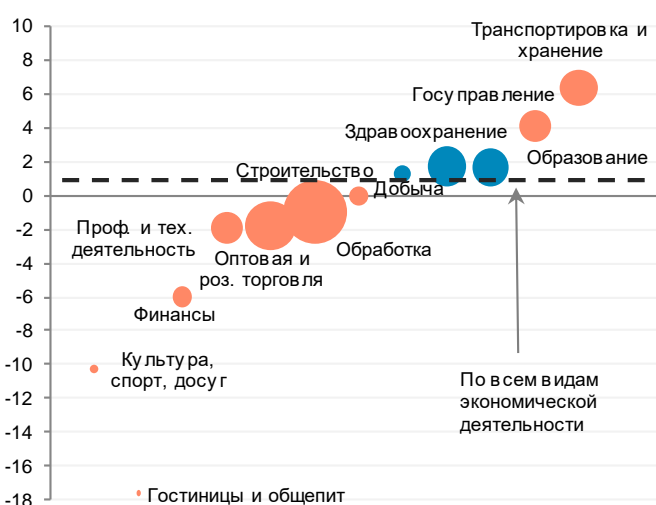
Рост номинальных зарплат в апреле резко замедлился до 1,0% г/г, а в реальном выражении зарплаты снизились на 2% г/г (Рисунок 41). Многие предприятия частного сектора в апреле были вынуждены остановить работу, снизить оклады, отправить сотрудников в неоплачиваемый отпуск. Сильнее всего пострадал сектор услуг: зарплаты работников гостиниц и предприятий общественного питания снизились на 17,6% г/г в связи с приостановкой их деятельности. Зарплаты в области культуры, спорта, организации досуга и развлечений – на 10,3% г/г (Рисунок 42).

Рисунок 41. Номинальные и реальные зарплаты, %г/г



Источники: Росстат.

Рисунок 42. Номинальные зарплаты по отраслям, %г/г



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

Размер круга соответствует доли отрасли в общем фонде оплаты труда.

Зарплаты в отраслях, максимально быстро адаптировавшихся под удаленный режим работы, показали рост на уровне предыдущих месяцев. Так, в области информации и связи они выросли на 10,6% г/г, в административной деятельности – на 9,8% г/г.

Менее уязвимым к пандемии ожидаемо оказался государственный сектор: в нем зарплаты выросли, по нашей оценке, на 2,5% г/г (в частном – на 0,5% г/г). В госсекторе медленный рост зарплат в апреле мог быть связан в том числе со снижением рабочей нагрузки, уменьшением количества обучающихся на дополнительных занятиях в образовательных учреждениях. В целом относительно высокая доля госсектора может выступать в качестве одного из объяснений фиксируемого в настоящее время официальной статистикой более умеренного снижения доходов в России по сравнению с многими другими странами.

По нашим оценкам, уже по итогам июня можно ожидать восстановления роста реальных зарплат в ряде отраслей. Исключением будут оставаться прежде всего отрасли сферы услуг, максимально пострадавшие из-за кризиса.

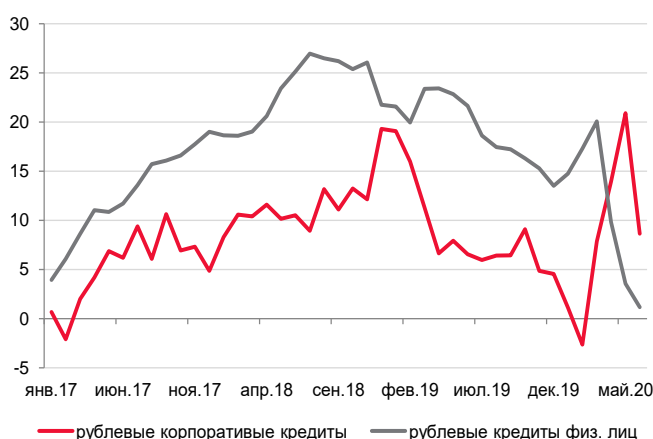
2.7. Банковский сектор: возобновление роста розничного кредитного портфеля

- В мае возобновился рост розничного кредитного портфеля, в значительной степени поддержанный программой льготного ипотечного кредитования – новые выдачи ипотеки превысили прошлогодние уровни. Необходимо отметить, что рост ипотеки был достигнут за счет увеличения среднего размера кредита и сопровождался ростом спроса на новостройки. Текущая ситуация позволяет ожидать дальнейшего роста ипотечного сегмента.
- Объем задолженности по необеспеченным потребительским кредитам и автокредитам продолжил снижаться, но более медленными темпами, чем в апреле. По мере снятия ограничений и восстановления деловой активности потребительский спрос восстанавливается, однако профиль заемщиков, вероятно, сместился в сторону более рискованного, что также обуславливает снижение выдач кредитов.
- Мы ожидаем постепенного восстановления потребительского кредитования и автокредитования. Однако банки, по всей видимости, продолжают проводить более осторожную политику в отношении этих видов кредитования, из-за чего темпы роста в ближайшее время останутся ниже «докоронавирусных».
- Рост корпоративного кредитования замедлился. Это может объясняться как снижением спроса на долгосрочное кредитование в связи со снижением инвестиционных расходов компаний, так и меньшей потребностью в краткосрочных кредитах по мере начавшегося восстановления экономической активности в ряде отраслей.
- Прибыль банковского сектора значительно сократилась по сравнению с показателями годовой давности. В первую очередь это может быть вызвано увеличением расходов на формирование резервов и продолжающимся негативным влиянием

ограничительных мер на транзакционную активность и динамику комиссионных доходов.

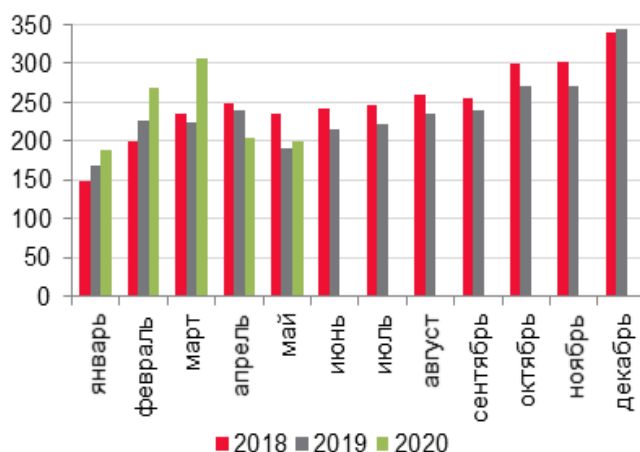
После апрельского снижения рублевое розничное кредитование выросло на 0,2% м/м¹⁹ в мае и ускорило рост до 1,0% м/м в июне (Рисунок 43). Восстановление кредитования физических лиц в первую очередь обусловлено ростом выдач ипотечных кредитов – в мае объем выданных за месяц кредитов превысил уровень прошлого года, при этом в апреле наблюдалось снижение относительно 2019 г. (Рисунок 44). Несмотря на то, что количество новых выданных ипотечных кредитов осталось ниже показателя годовой давности (-0,4% г/г), их суммарный объем повысился на 4,5% г/г. Таким образом, произошел рост среднего размера ипотеки. По данным Дом.РФ, выдача ипотеки в июне продолжила активизироваться и выросла на 23% г/г в количественном выражении и на 29% г/г в денежном.

Рисунок 43. Динамика кредитования, 3-месячная аннуализированная средняя, %



Источник: Банк России.

Рисунок 44. Объем новых выданных ипотечных кредитов, млрд рублей



Источник: Банк России.

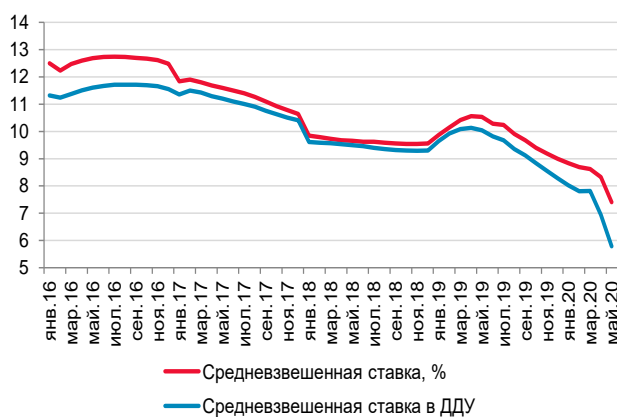
Росту объема выданных кредитов способствует запуск новой программы льготной ипотеки. Вероятно, это стало причиной резкого снижения средневзвешенных ставок, особенно в сегменте кредитов, выданных под залог прав требования по договорам долевого участия (ДДУ) (Рисунок 45). Годовой рост ипотечного кредитования замедлился до 13,8% г/г с 14,4% г/г в апреле (Рисунок 46).

По мере окончания режима нерабочих дней и снятия ограничительных мер спрос на новостройки начал восстанавливаться. Так, в конце мая, по данным Росреестра, продажи новостроек вернулись к уровню начала марта 2020 года. Отметим, что часть таких продаж могла перейти с марта. Несмотря на то что банки и девелоперы начали активно развивать онлайн-формат обслуживания, завершение части сделок по покупке могло быть перенесено на время после окончания периода нерабочих дней. Тем не

¹⁹ Здесь и далее, если не указано иное, месячные темпы роста приведены после поправки на сезонность. Июньские оценки с поправкой на сезонность являются предварительными.

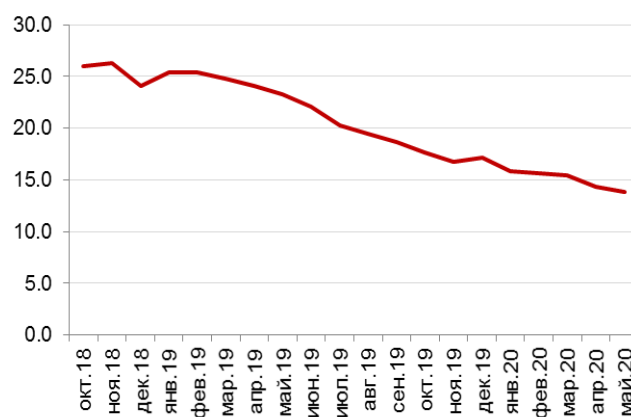
менее количество заявок на ипотечный кредит в рамках новой программы льготной ипотеки продолжает быстро расти. Так, если на 28 мая (за шесть недель действия программы) было подано 120,8 тыс. заявок, то на 4 июня – 145,3 тыс. заявок, на 10 июня – 169 тыс. заявок, на 18 июня – 195,6 тыс., на 9 июля – 295,3 тыс. заявок (после расширения условий программы).

Рисунок 45. Динамика ипотечных ставок, %



Источник: Банк России.

Рисунок 46. Динамика ипотечного кредитования, % г/г



Источник: Банк России.

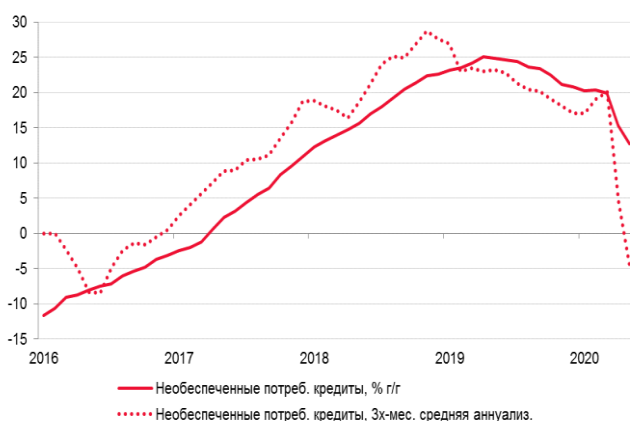
В то же время активность на вторичном рынке недвижимости в мае оставалась пониженной. По данным Росреестра, зарегистрированное количество сделок в мае было ниже показателей прошлого года почти на две трети, не изменившись по сравнению с динамикой в апреле (на покупку «вторички» льготная программа кредитования не распространяется). Тем не менее, ожидания населения улучшаются – майские результаты опроса населения, проводимого ВЦИОМ по заказу ДОМ.РФ, показывают, что доля населения, считающего текущий момент благоприятным для покупки жилья, в мае повысилась на 5 п.п. (до 29%) по сравнению с минимальным уровнем апреля. Поэтому вместе со снятием ограничений и произошедшим смягчением денежно-кредитной политики можно ожидать еще более уверенного восстановления ипотечного кредитования.

Снижение объема необеспеченных потребительских ссуд с учетом корректировки на сезонность в мае 2020 года замедлилось до 0,7% м/м с 2,1% м/м в апреле. Средний аннуализированный трехмесячный темп прироста составил -4,8% (Рисунок 47). Несмотря на то, что объем новых выдач существенно уступает показателям, наблюдавшимся в мае прошлого года, в динамике розничного кредитования намечается тенденция к началу восстановления: по данным НБКИ в апреле объем новых выдач снизился более, чем на 60% по сравнению с апрелем 2019 года, а в мае – примерно на 45% по сравнению с маем 2019 года.

Замедление падения объема новых выдач, судя по всему, связано с восстановлением потребительского спроса. Согласно мониторингу отраслевых финансовых потоков, в конце месяца отклонение от нормального уровня уменьшилось в отраслях, производящих потребительские товары длительного пользования. По данным Сбер-

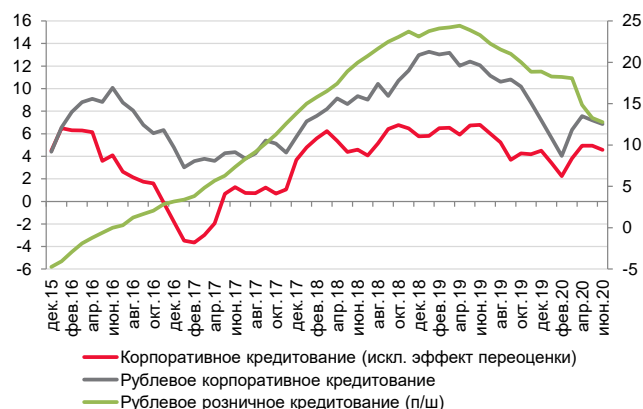
банка и «Платформы ОФД», в мае произошел рост [спроса на электронику и товары для строительства](#). Тем не менее сохранение падения новых выдач объясняется ужесточением кредитной политики банков и уменьшением спроса на кредиты со стороны надежных заемщиков. По данным НБКИ, в апреле и мае значительно снизился спрос на кредиты со стороны граждан, обладающих низкой долговой нагрузкой и высоким персональным кредитным рейтингом, – количество их обращений по сравнению с прошлым годом снизилось более чем на две трети. Это может свидетельствовать о смещении профиля заемщика в сторону более рискованного.

Рисунок 47. Динамика необеспеченных потребительских кредитов, %



Источник: Банк России.

Рисунок 48. Годовые темпы роста кредитного портфеля, % г/г



Источник: Банк России.

Похожая динамика наблюдается и в сегменте автокредитования – снижение объема кредитов в мае оказалось существенно меньше показателей апреля (-1,2% м/м против -3,5% м/м), средний аннуализированный за три месяца темп роста составил -8,95%. Объем выдач новых автокредитов по сравнению с соответствующим периодом предыдущего года в апреле снизился более чем на [80%](#), а мае - примерно на 50%, по данным [НБКИ](#). Замедление падения можно объяснить частичным открытием автосалонов и реализацией отложенного спроса. При этом средний объем выданного автокредита [снизился](#). Во-первых, изменилась региональная структура продаж: самые дорогие автомобили традиционно приобретаются в Москве и Санкт-Петербурге, но именно в этих городах действовали наиболее жесткие карантинные меры, которые привели к частичной недоступности автосалонов. Во-вторых, ужесточилась кредитная политика банков: доля кредитов с минимальным первоначальным взносом сократилась. В-третьих, изменилась структура спроса со стороны заемщиков: в периоды нестабильности граждане начинают подходить к потреблению более рационально и приобретать автомобиль с меньшим объемом привлеченного кредитного финансирования. По мере открытия автосалонов и предъявления отложенного спроса, изменению ситуации с автокредитованием может способствовать улучшение условий госпрограмм [«Первый автомобиль»](#) и [«Семейный автомобиль»](#).

В целом темпы прироста рублевых кредитов физическим лицам значительно сократились по сравнению с началом года²⁰. Средний аннуализированный рост за скользящие три месяца замедлился до 3,6% по итогам мая и до 1,2% по итогам июня (Рисунок 43), а в годовом выражении – до 13,3% г/г в мае и, по предварительным оценкам, до 12,8% г/г в июне. В дальнейшем ожидается, что темпы роста розничного кредитования будут продолжать восстанавливаться главным образом за счет ипотечного сегмента. Восстановление потребительского кредитования и автокредитования возможно вместе со снятием карантинных ограничений и восстановлением деловой активности. Тем не менее банки, вероятно, продолжат проводить более осторожную политику в отношении этих видов кредитования. Из-за чего темпы роста кредитования останутся ниже «докоронавирусных» значений в ближайшее время.

Прирост рублевого корпоративного кредитования замедлился с 1,3% м/м в апреле до 0,5% м/м в мае и, по предварительным данным, до 0,3% м/м в июне. При этом средний аннуализированный трехмесячный темп прироста ускорился до 20,9% в мае, но замедлился, по предварительным оценкам, до 8,7% по итогам июня. Оживление активности в ряде отраслей могло привести к снижению объема выпадающих доходов у таких компаний, снижая их спрос на оборотный капитал. Однако несмотря на восстановление отраслей, ориентированных на потребительский спрос, инвестиционный спрос остается слабым. Падение инвестиций и экономическая неопределенность, вероятно, будут сдерживать спрос на долгосрочное корпоративное кредитование и в дальнейшем.

Темпы прироста рублевых депозитов физических лиц в мае были сопоставимы с показателями предыдущих месяцев²¹, но ускорились до 1,4% м/м в июне. В целом, рост депозитов за последние месяцы остается ниже показателей, наблюдавшихся в начале 2020 года (в январе прирост составил 1,2%, а в феврале – 0,8%), что может быть вызвано снижением доходов населения из-за роста безработицы, возобновившимся снижением ставок по депозитам и в целом ростом привлекательности наличных на фоне неопределенности (Рисунок 50). В мае максимальная ставка по рублевым вкладам по 10 кредитным организациям, привлекающим наибольший объем депозитов физических лиц, снизилась с 5,4 до 5,0% в мае, и в дальнейшем опустилась ниже 5% в июне.

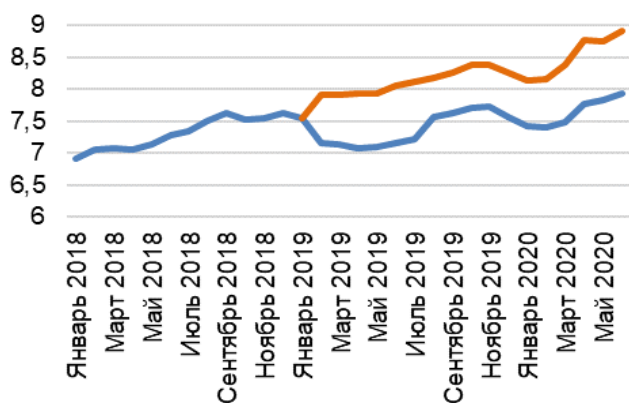
Банки продолжили создавать резервы (Рисунок 49). Это может свидетельствовать об ожиданиях ухудшения финансового положения части заемщиков в дальнейшем, так как регуляторные послабления Банка России дают возможность не создавать резервы под реструктурируемые кредиты. Прибыль банковского сектора при этом остается на пониженном уровне: 45 млрд руб. в мае 2020 года по сравнению с 117 млрд руб. в мае 2019 г. и 79 млрд руб. в июне 2020 года по сравнению с 138 млрд руб. в июне 2019 года. Как показывает месячная отчетность некоторых банков, снижение размера прибыли обусловлено также снижением комиссионных доходов банков из-за пониженной транзакционной активности клиентов и в целом, выдач новых кредитов. Однако в мае–

²⁰ +1,3% в январе, +1,7% в феврале и +1,6% в марте.

²¹ в мае – 0,5%, в апреле – 0,7%, в марте – 0,5%.

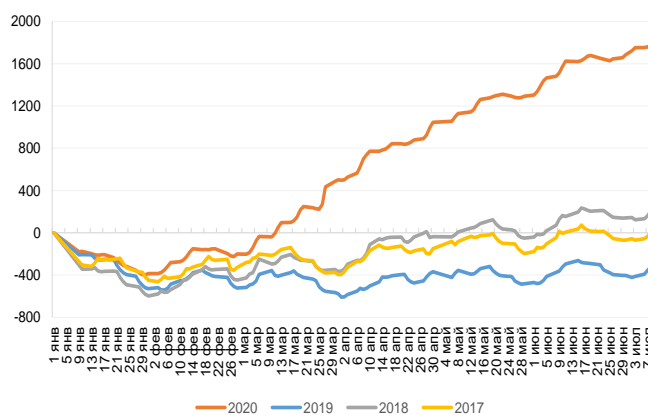
июне она начала восстанавливаться, несмотря на то что пока остается ниже показателей годовой давности. Нормализация деловой активности по мере снятия ограничений приведет к росту чистых комиссионных доходов и поддержит прибыль сектора.

Рисунок 49. Динамика резервов на возможные потери по ссудам, трлн рублей



Источник: Банк России.

Рисунок 50. Динамика наличных денег в обращении, (на начало года =0), млрд рублей



Источник: Банк России.

2.8. Контрциклическая бюджетная политика смягчила негативное влияние ограничительных мер на экономику

- В мае ускорилось падение нефтегазовых поступлений в годовом выражении вслед за сокращением цен сырьевых товаров и объемов добычи и экспорта. При этом замедлилось снижение ненефтегазовых доходов в условиях некоторого восстановления экономической активности.
- Годовой рост расходов расширенного бюджета в реальном выражении ускорился до 23% г/г. Необходимость финансирования антикризисных мер привела к изменению структуры расходов. Ускорение роста расходов на конечное потребление и социальные выплаты сопровождалось замедлением роста инвестиционных расходов и расходов на оплату труда.
- Скользящие за 12 месяцев совокупное сальдо и ненефтегазовое первичное сальдо продолжили снижаться, смягчая негативное влияние пандемии на рост ВВП.

Доходы. В мае ускорилось снижение совокупных доходов расширенного бюджета в годовом выражении (здесь и далее мы очищаем апрельские данные от поступлений в бюджет доходов от сделки с акциями ПАО Сбербанк) (Рисунок 51). Нефтегазовые доходы упали на 67% г/г в реальном выражении (в апреле – на 38% г/г)²² вследствие

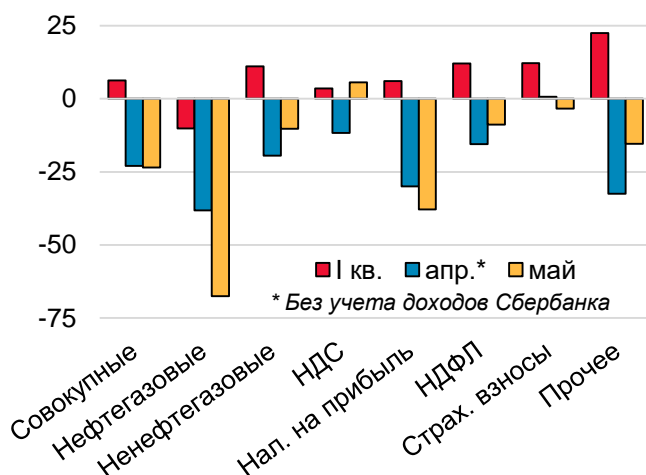
²² В качестве прокси дефлятора мы используем среднее значение между индексом потребительских цен и индексом цен производителей. В апреле и мае это -4 и -6% г/г соответственно.

снижения цен сырьевых товаров, а также объемов добычи и экспорта в условиях падения мирового потребления.

Снижение ненефтегазовых доходов в реальном выражении в мае замедлилось до 10% г/г (в апреле – 19% г/г), что можно связать с некоторым восстановлением экономической активности в стране по мере снятия ограничительных мер, на которое указывала динамика большого количества оперативных индикаторов. Уменьшение поступлений страховых взносов отражает в том числе решение властей о снижении ставки взносов для малого и среднего бизнеса. Годовой рост поступлений от НДС объясняется сроками уплаты налога: в II квартале происходят выплаты по итогам деятельности в I квартале.

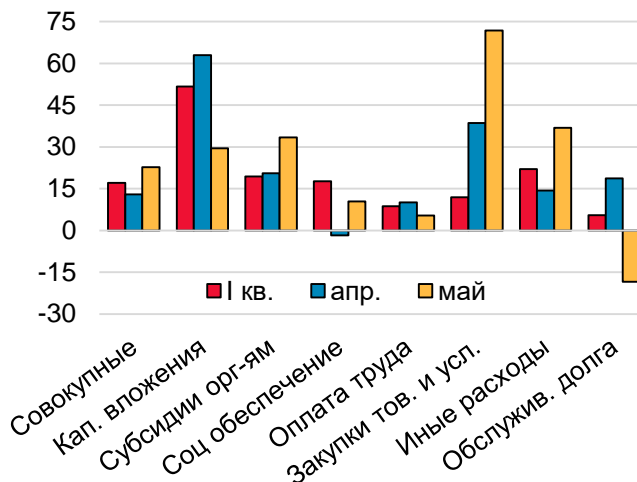
Расходы. В мае годовой рост расходов расширенного бюджета в реальном выражении ускорился до 23% г/г (в апреле 13% г/г) (Рисунок 52). При этом необходимость финансирования антикризисных мер меняет структуру расходов. Выделяется сильный рост расходов на конечное потребление, что можно связать, в частности, с закупкой лекарств, материалов и оборудования для борьбы с распространением коронавируса. Значительный рост показали расходы на социальное обеспечение в условиях увеличения поддержки из бюджета наименее защищенных слоев общества. Вместе с тем реализация масштабных антикризисных мер, по всей видимости, вынудила отложить реализацию части инвестиционных проектов: рост капитальных расходов по сравнению с январем–апрелем снизился примерно в два раза.

Рисунок 51. Динамика доходов расширенного бюджета, в реальном выражении, % г/г



Источники: Казначейство России, Росстат, расчеты ДИП.

Рисунок 52. Динамика расходов расширенного бюджета, в реальном выражении, % г/г



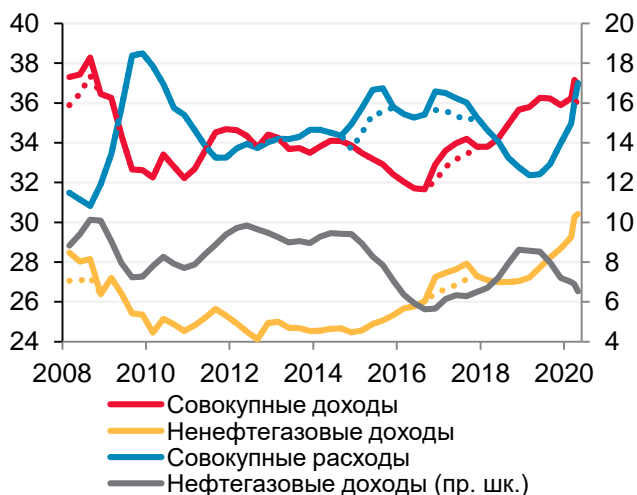
Источники: Казначейство России, Росстат, расчеты ДИП.

Сальдо бюджета и источники финансирования. По итогам исполнения расширенного бюджета в мае был зафиксирован умеренный дефицит. Скользящие за 12 месяцев совокупное сальдо и ненефтегазовое первичное сальдо продолжили снижаться (Рисунок 53, Рисунок 54)²³. Контрциклическое влияние бюджета способствует смягче-

²³ Без очистки от поступлений в бюджет доходов от сделки с акциями ПАО Сбербанк оба бюджетных сальдо перешли к снижению в мае.

нию негативного эффекта от связанных с пандемией ограничительных мер на динамику экономической активности.

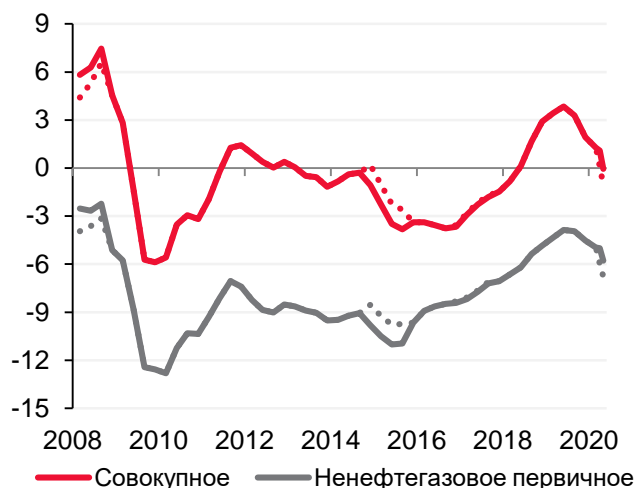
Рисунок 53. Основные показатели расширенного бюджета (% ВВП, скользящее за 12 месяцев)



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

Примечание. Пунктир – оценки без учета крупных однократных факторов: выплата долга НК ЮКОС в 2007 г., докапитализация банков в 2014 г., расходы на досрочное погашение кредитов ОГК и приватизации Роснефти в 2016 г., доходы от сделки с акциями ПАО Сбербанк в 2020 году.

Рисунок 54. Сальдо расширенного бюджета (% ВВП, скользящее за 12 месяцев)



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

Выпадающие базовые нефтегазовые доходы компенсируются за счет средств Фонда национального благосостояния, а прочий бюджетный дефицит финансируется посредством внутренних заимствований. В II квартале Минфин России привлек на аукционах гособлигаций на 1,1 трлн руб. (чистое размещение составило 0,9 трлн руб.). План на III квартал по валовому размещению составляет 1,0 трлн руб. (подробнее см. подраздел 3.2. Центральные банки определяют настроения на финансовых рынках).

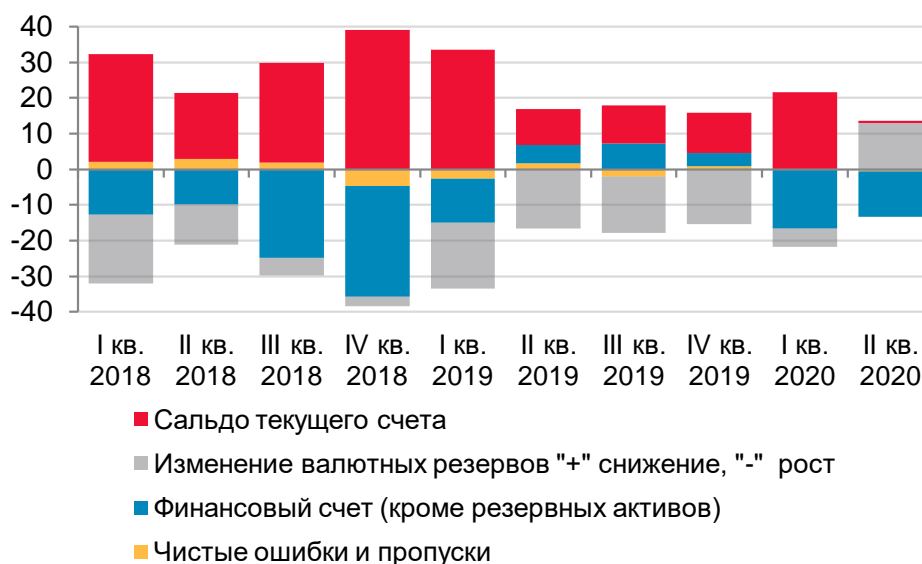
2.9. Снижение профицита в торговле товарами и дефицита – в торговле услугами

- Профицит счета текущих операций (СТО) во II квартале сезонно сократился по сравнению с I кварталом. Профицит СТО также снизился и относительно II квартала прошлого года.
- В структуре СТО произошли значительные изменения. Профицит торгового баланса резко сократился из-за опережающего снижения экспорта на фоне рецессии в мировой экономике. При этом уменьшился дефицит неторгового сальдо СТО из-за значительного снижения импорта услуг в связи с закрытием зарубежных туристических направлений и инвестиционных доходов к выплате из-за снижения экономической активности и ослабления рубля.

- В июне темпы снижения импорта из стран дальнего зарубежья резко замедлились. При этом динамика зарубежных поставок указывает на то, что внутренний спрос остается пониженным. В некоторой степени это компенсируется приростом, связанным с медицинскими потребностями и постепенным снятием ограничений и мер социального дистанцирования как внутри страны, так и за рубежом.

В II квартале профицит счета текущих операций (далее – СТО) составил 0,6 млрд долл. США по сравнению с 9,9 млрд долл. США во II квартале 2019 года. Основной причиной стало значительное сужение профицита торгового баланса до 14,3 млрд долл. США вследствие резкого падения экспорта на фоне рецессии в мировой экономике, которое вызвало как падение физических объемов экспорта, так и цен на основные экспортные товары. Снижение импорта товаров лишь частично компенсировало ухудшение динамики экспорта товаров. Дефицит неторгового сальдо СТО снизился до 13,7 с 29,5 млрд долл. США во II квартале 2019 года, компенсировав часть сужения профицита торгового баланса. Сказалось действие ограничительных мер и закрытие границ, которое привело к снижению импорта услуг (прежде всего, туристических поездок) до 9,8 с 24,7 млрд. долл. США. Также снизилось отрицательное сальдо баланса инвестиционных доходов за счет опережающего снижения доходов к выплате на фоне снижения экономической активности и ослабления рубля: дно спада как раз придется на II квартал.

Рисунок 55. Динамика основных компонент платежного баланса, млрд долл. США



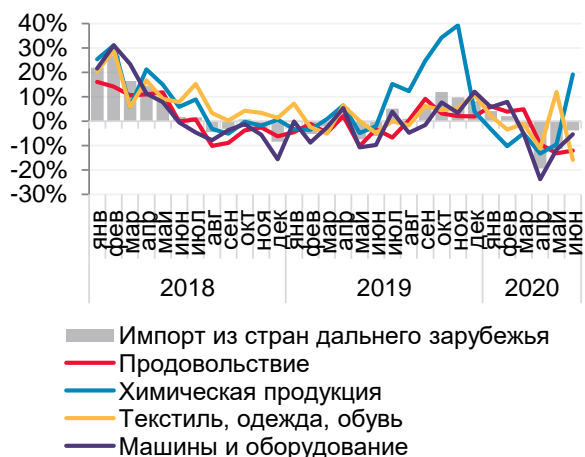
Источники: Банк России, расчеты ДИП.

Динамика импорта в последние месяцы в целом отражает изменения, происходящие как в российской, так и мировой экономике. Падение импорта началось в марте (-3,8% г/г), когда был достигнут пик ослабления рубля. Наибольший вклад в снижение импорта внесли страны АТЭС, преимущественно Китай, где ограничительные меры

для борьбы с коронавирусом были введены раньше, чем в других странах. В апреле снижение импорта резко ускорилось, до 19,6% г/г: именно на этот месяц пришлось действие наиболее жестких ограничительных мер, введенных в разных странах для борьбы с распространением коронавируса. В мае²⁴ падение немного замедлилось (-11,3% г/г) по мере открытия экономик, а в июне эта тенденция продолжилась. Так, снижение импорта из стран дальнего зарубежья (СДЗ)²⁵ составило 3,8% г/г. Согласно статистике ФТС, основной причиной улучшения динамики импорта в июне стал переход к росту импорта химической продукции, а также сокращение темпов снижения импорта машин и оборудования. Небольшое улучшение динамики продемонстрировал также импорт продовольственных товаров. При этом импорт текстильной продукции после майского роста вновь стал снижаться.

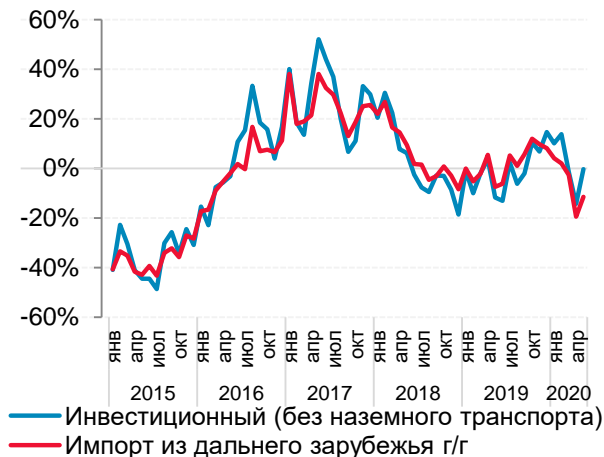
Импорт химической продукции из СДЗ в июне вырос на 19,2% г/г после падения на 11% г/г в мае. Среди товаров химической промышленности в июне в значительной степени улучшилась лишь динамика импорта фармацевтической продукции, где апрельское падение сменилось приростом на 8,3% г/г в мае и ростом почти в 2 раза в июне. Такое улучшение могло быть связано с увеличением закупок лекарственных средств в рамках борьбы с распространением коронавируса. Определенная часть роста также могла быть связана с закупками лекарств впрок перед введением маркировки с 1 июля. В ряде ключевых подотраслей химической промышленности, включая импорт парфюмерно-косметических товаров, каучука и полимеров, а также бытовой химии, по итогам июня сокращение импортных поставок продолжилось.

Рисунок 56. Динамика основных категорий импорта из стран дальнего зарубежья, % г/г



Источники: Банк России, расчеты ДИП.

Рисунок 57. Динамика импорта из стран дальнего зарубежья и инвестиционного импорта²⁶, % г/г



Источники: Банк России, расчеты ДИП.

Заметное восстановление наметилось в импорте машин и оборудования – его падение замедлилось до 5,3% г/г в июне с 11,4% г/г в мае и 22,4% г/г в апреле. Наиболь-

²⁴ Данные представлены до обновления статистического ряда ФТС в июне.

²⁵ Данные за июнь по полному списку стран отсутствуют.

²⁶ Инвестиционный импорт рассчитан как разница между суммарным импортом машин и оборудования и импортом наземного транспорта из стран дальнего зарубежья.

ший вклад внес переход к росту импорта электронного и оптического оборудования и электрооборудования. Последнее составляет около 25% импорта машин и оборудования в целом. При этом ухудшилась динамика импорта средств наземного транспорта, летательных аппаратов и железнодорожных локомотивов.

Данные об импорте из стран дальнего зарубежья (СДЗ) свидетельствуют о том, что причиной значительного улучшения динамики импорта текстиля в мае стал прирост импорта текстильных изделий и одежды. Вероятно, часть данного прироста объясняется ростом потребности в продукции медицинского назначения (ввоз готовых текстильных изделий возрос на 347% г/г), поскольку остальные подкатегории импорта одежды и обуви не демонстрируют улучшения. В июне ввоз готовых текстильных изделий вырос в 2,4 раза, однако дальнейшее ухудшение динамики остальных подкатегорий стало причиной сокращения импорта текстильных изделий по итогам июня.

Импорт продовольствия продолжает сокращаться, причем падение в июне замедлилось незначительно – до 12,1% г/г после 13,1% г/г месяцем ранее. В существенной степени негативно на показателях импорта продовольствия сказывается снижение импорта мяса, напитков (в том числе алкогольных), а также овощей и фруктов. Поставки зерновых культур в июне возросли в 2,2 раза. Опираясь на статистику импорта по странам, можно предположить, что в случае с импортом одежды и обуви, а также продовольствия, сохраняющееся сокращение импорта в большей степени связана с факторами спроса и в меньшей степени – с логистическими ограничениями карантина в мире.

3. Глобальная экономика, финансовые и товарные рынки

3.1. Экономическая активность восстанавливается, риски второй волны коронавируса растут

- Дно спада мировой экономики пришлось на II квартал. В III квартале ожидается переход к росту. Уже в мае–июне во многих странах наблюдалось восстановление экономической активности по мере снятия ограничительных мер, введенных ранее для борьбы с распространением коронавируса.
- Впрочем, неопределенность относительно дальнейшей динамики после фазы первичного восстановления от шока остается беспрецедентно высокой. Центральные банки развитых стран считают, что распространение коронавируса будет иметь значительные долгосрочные последствия для экономики: ее полное восстановление займет много времени. Это будет способствовать поддержанию инфляционного давления на пониженном уровне относительно целей регуляторов, что обусловит сохранение мягкой денежно-кредитной политики на среднесрочном горизонте.

- Краткосрочным риском для мировой экономики является возникновение второй волны пандемии коронавируса, которая может вынудить власти вновь ввести ограничительные меры. В некоторых странах, где количество зараженных опять начало расти, уже началось возвращение части отмененных ранее ограничительных мер.

США: постепенное восстановление экономики на фоне снятия ограничительных мер

На прошедшем в июне заседании ФРС США сохранила ключевую ставку в диапазоне 0–0,25%. Последствия распространения COVID-19 и меры, принятые для борьбы с пандемией, привели к резкому сокращению экономической активности и существенному ухудшению ситуации на рынке труда, на фоне чего прогнозы по ключевым экономическим показателям были пересмотрены по сравнению с декабрьскими²⁷ прогнозами в сторону понижения.

По итогам 2020 г. ожидается, что ВВП сократится на 6,5% г/г, по сравнению с ростом в 2% согласно декабрьскому прогнозируемому раунду²⁸. Дно спада экономики придется на II–III кварталы 2020 года. Наукаст оценки ФРБ Нью-Йорка указывает на то, что ВВП сократится на 25,9% SAAR в II квартале и 12,5% SAAR в III квартале.

Безработица в 2020 г. составит 9,3% и снизится только до 6,5% к 2021 г. и 5,5% в 2022 году. Инфляция, измеряемая по дефлятору основных расходов на личное потребление, ожидается регулятором на уровне 1% в 2020 г. (против 1,9% в декабрьском прогнозируемом раунде) с умеренным ростом до 1,5% в 2021 г. (против 2,0% в декабре). Пониженный спрос и рост безработицы будут удерживать инфляцию ниже целевого значения 2% на всем прогнозируемом горизонте. Из-за ожиданий более продолжительного влияния пандемии на экономическую активность и, как следствие, на инфляцию члены Комитета по открытым рынкам ожидают, что текущий уровень ставок сохранится как минимум до конца 2022 года.

Оперативные данные за май–июнь 2020 г. указывают на положительное влияние постепенного снятия ограничительных мер на динамику экономической активности:

- В мае объем розничных продаж продемонстрировал резкое восстановление на фоне ослабления карантинных мер во многих штатах: +17,7% м/м SA²⁹, что оказалось существенно выше ожиданий рынка (+8,0% м/м). Общие расходы начали восстанавливаться быстрее прогнозов аналитиков, и по мере снятия ограничений в остальных штатах можно ожидать дальнейшего роста розничных продаж в июне.

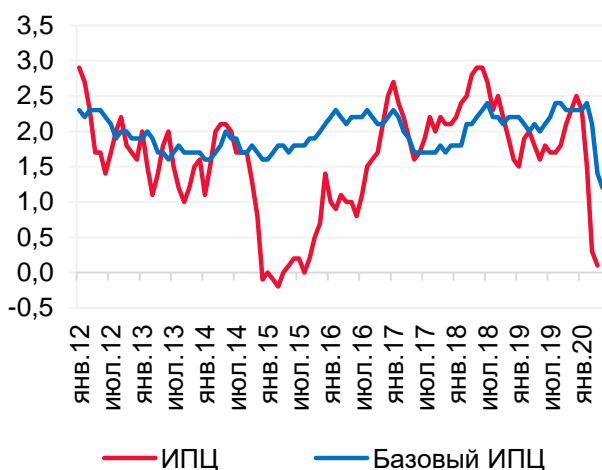
²⁷ На фоне неопределенности влияния карантина на экономику и финансовые рынки ФРС США не публиковала прогнозы в марте.

²⁸ В июне Международный валютный фонд также пересмотрел прогноз по росту мировой экономики. В частности, ожидается, что экономика США в 2020 г. сократится на 8% (в апреле ожидалось сокращение на 5,9%).

²⁹ SA – с очисткой от сезонности.

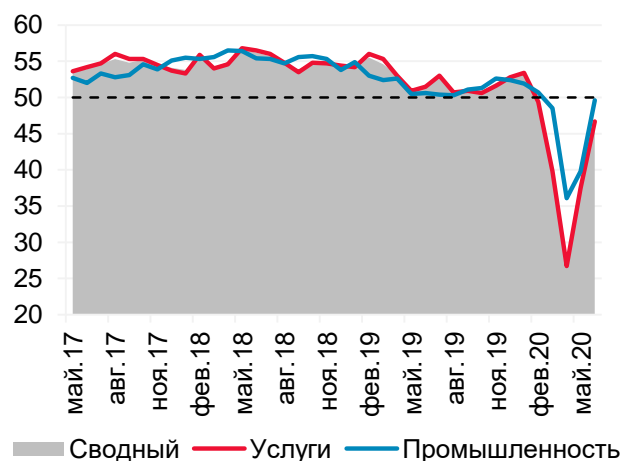
- Промышленное производство в мае оказалось несколько хуже ожиданий рынка (1,4% м/м SA по сравнению с ожидаемыми 2,9% м/м SA) в основном из-за того, что карантинные меры начали сниматься с середины месяца.
- Годовая инфляция³⁰ в мае продолжила замедляться с апрельских 0,3% г/г до 0,1% г/г (Рисунок 58). Рост цен с исключением наиболее волатильных компонент (цен на энергоносители и продовольственные товары) также замедлился с 1,4% г/г до 1,2% г/г, что является минимумом с марта 2011 года.
- Индекс опережающих экономических показателей (Conference Board Leading Economic Index) в мае вырос на 2,8% м/м SA после рекордного падения в марте-апреле. Однако текущая динамика индекса по-прежнему указывает на слабые экономические условия и сигнализирует о том, что в краткосрочной перспективе экономика останется в состоянии рецессии.
- Индексы IHS PMI в июне указывают на восстановление деловой активности (Рисунок 59). Сводный индекс IHS PMI Markit увеличился с 37,0 п. в мае до 47,9 п., при этом более динамичное восстановление продемонстрировали промышленные предприятия (индекс IHS PMI в обрабатывающей промышленности вырос с 39,8 п. до 49,8 п.). Отмечается также восстановление деловой активности в сфере услуг: индекс IHS PMI в услугах вырос с 37,5 п. до 47,9 пункта. Текущая динамика сводного индекса PMI соответствует сокращению экономики на 8% г/г в 2020 году.

Рисунок 58. Динамика ИПЦ и базового ИПЦ в США, % г/г



Источник: Bloomberg Finance L.P.

Рисунок 59. Динамика индексов Markit IHS PMI, пунктов



Источник: Bloomberg Finance L.P.

³⁰ Министерство труда США отмечает существенное ограничение по сбору данных по росту цен за прошедший период, связанный с временным закрытием или ограничением функционирования определенных видов деятельности, что привело к «увеличению количества цен, которые считаются временно недоступными или вменными». Более того, многие индексы основаны на меньшем количестве собранных данных и отдельные категории в мае не были опубликованы (прочие персональные услуги, отдельные категории товаров). <https://www.bls.gov/covid19/consumer-price-index-covid19-impacts-may-2020.htm>

Восстановление рынка труда США к концу июня замедлилось. Несмотря на снижение еженедельного количества заявок на пособие по безработице, общее количество граждан, получающих пособия (19,29 млн человек), существенно превышает «до-коронавирусный» уровень (1,7 млн человек). В июне количество рабочих мест в не-сельскохозяйственном секторе выросло на 4,8 млн человек на фоне снятия ограничений в отдельных отраслях: досуг и гостиницы (+2 млн рабочих мест), розничная торговля (+740 тыс. рабочих мест). Глава ФРС Дж. Пауэлл отметил, что в текущих условиях большое количество рабочих мест может не восстановиться из-за мер социального дистанцирования и закрытия предприятий, несмотря на меры поддержки экономики.

Распространение COVID-19 в отдельных штатах ускорилось. Новая волна коронавируса побудила наиболее пострадавшие штаты на юге и западе вновь точно ужесточить ограничительные меры (касательно деятельности предприятий общественного питания). В случае дальнейшего ускорения числа новых случаев ограничения могут быть расширены.

По оценкам [аналитиков](#), уже в III квартале возможно возвращение экономики на траекторию роста, однако остаются высокими риски неполного восстановления спроса на многие товары и услуги, высокой безработицы и неопределенности, связанной, в частности, с развитием новой волны COVID-19. Несмотря на постепенное снятие ограничений и возобновление функционирования предприятий, изменение модели потребительского поведения и структуры спроса (например, снижение спроса на ресторанные услуги и услуги индустрии развлечений в связи с опасениями распространения эпидемии, переключение на онлайн-покупки), вероятно, замедлит полное восстановление экономики – как минимум до момента, когда вакцина против COVID-19 будет широко доступна.

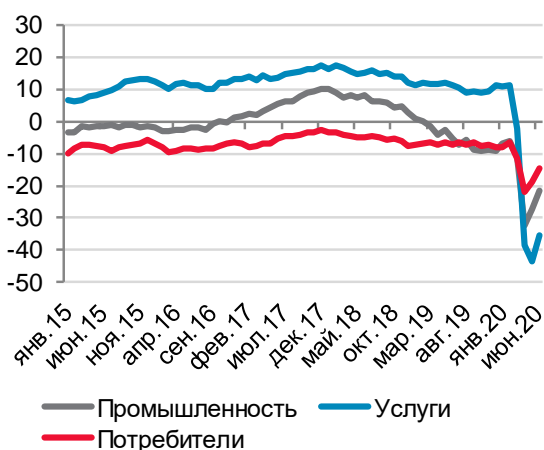
Еврозона: восстановление активности продолжилось в июне

С начала июня в европейских странах началось активное возвращение к привычному ритму жизни после снятия значительной части ограничений, что привело к первоначальному восстановлению экономической активности, настроений потребителей и предпринимателей (Рисунок 60). Впрочем, высокочастотные показатели (посещение общественных мест и потребительские расходы), свидетельствуют о том, что улучшение носит неоднородный характер и пока еще сильно ограничивается мерами социального дистанцирования. Для того чтобы укрепление ожиданий и уверенности агентов полностью трансформировалось в фактические экономические результаты, должно пройти определенное время. Экономическая активность все еще остается значительно ниже нормального уровня, так что восстановление экономики еврозоны будет длительным.

Сводный индекс PMI в еврозоне вырос до 48,5 п. в июне с 31,9 п. в мае, индекс сферы услуг увеличился с 30,5 до 48,3 п., в обрабатывающей промышленности – с 39,4 до 47,4 пункта. Среди крупнейших экономик еврозоны наибольшее увеличение сводного PMI наблюдалось во Франции (с 32,3 до 51,7 п.) (Рисунок 61). Франция ранее

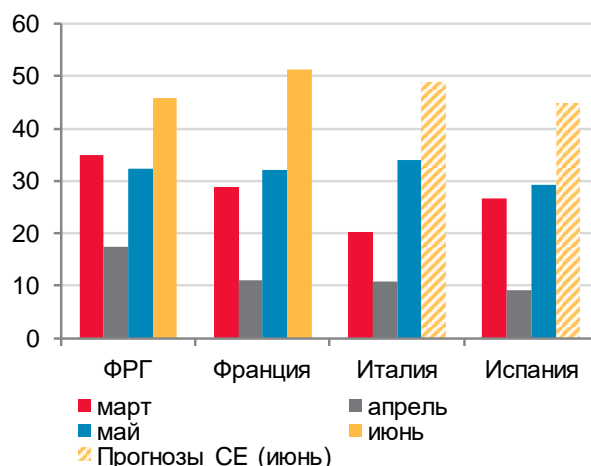
остальных стран блока ослабила ограничительные меры, поэтому усиление экономической активности было наиболее существенным. По оценкам Евростата, загрузка мощностей обрабатывающей промышленности еврозоны снизилась с 80,8% в I квартале до 68,3% во II квартале. Для сравнения в худший квартал кризиса 2008–2009 гг., загрузка мощностей опускалась до 70,1%.

Рисунок 60. Индекс потребительской уверенности и индексы делового климата в еврозоне (ESI), пунктов



Источник: Еврокомиссия.

Рисунок 61. Сводные индексы PMI в ключевых странах еврозоны, пунктов



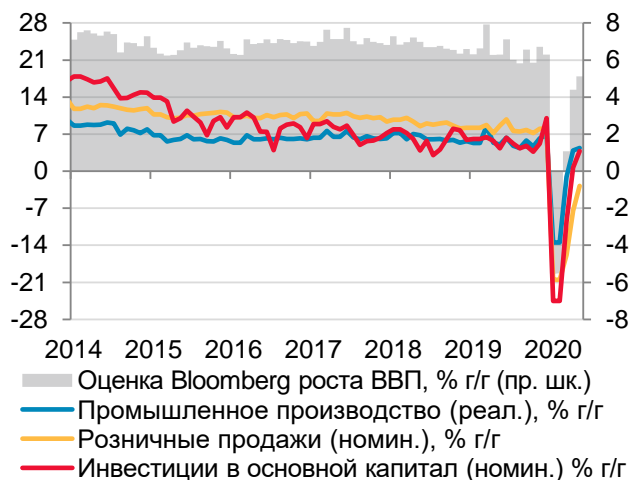
Источники: Bloomberg Finance L.P., Capital Economics.

По итогам заседания 4 июня ЕЦБ увеличил программу покупки активов в условиях пандемии (PEPP) с 750 млрд евро до 1,35 трлн евро и продлил ее действие до 2021 года. В июне инфляция возросла с 0,1 до 0,3% г/г, а базовая инфляция замедлилась с 0,9% до 0,8% г/г. Небольшой рост общей инфляции был обусловлен замедлением снижения цен на энергоносители. В ближайшие месяцы инфляция может незначительно ускориться в отдельных секторах, так как потребители могут направить на потребление свои вынужденные сбережения, сделанные в период действия жестких ограничительных мер, однако темпы роста цен, вероятно, останутся подавленными.

Китай: ускорение восстановления экономической активности

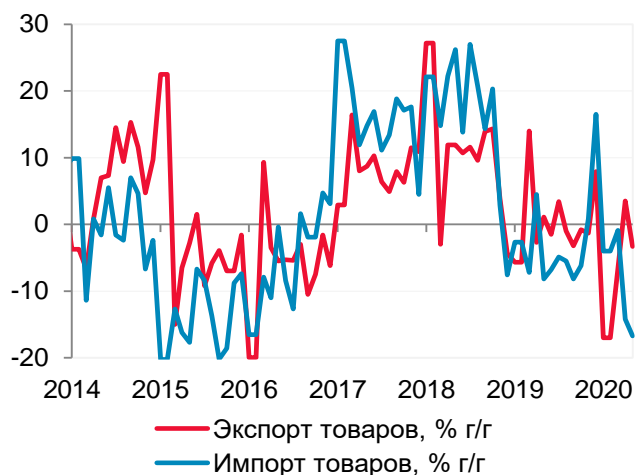
В мае ускорилось восстановление экономической активности в Китае, при этом основные макропоказатели в целом оказались немного хуже ожиданий. Годовой рост промышленного производства ускорился до 4,4%, инвестиций в основной капитал – до 3,8% (в апреле – 3,9 и 0,7% соответственно) (Рисунок 62). Выделяется активный рост финансирования инфраструктурных проектов за счет бюджетных средств. Годовое снижение розничных продаж замедлилось до 2,8% (в апреле – 7,5%). Потребители проявляют все большую готовность к крупным покупкам: ускоренными темпами растут продажи собственности и автомобилей.

Рисунок 62. Основные макропоказатели Китая



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

Рисунок 63. Экспорт и импорт Китая, в долларовом выражении, % г/г



Примечание. Данные за январь и февраль усреднены.
Источники: Bloomberg Finance L.P., расчеты ДИП.

Показатели внешней торговли ухудшились. Экспорт в долларовом выражении перешел к снижению: -3,3% г/г после 3,5% г/г по итогам апреля (Рисунок 63). По всей видимости, в марте–апреле китайские компании исполнили накопившиеся в период карантина заказы, и майские данные лучше отражают сокращение мирового спроса. Импорт ускорил падение до 16,7% г/г с 14,2% г/г в апреле.

Июньские значения PMI указали на возможность дальнейшего ускорения восстановления экономической активности в Китае. Основным источником остается внутренний спрос, прежде всего поддержка со стороны властей. Минфин Китая в июне приступил к размещению специальных «антивирусных» облигаций. За июнь–июль планируется разместить облигации объемом 1 трлн юаней при среднемесечном валовом размещении государственных облигаций в 2019 г. около 700 млрд юаней. При этом также отмечается значительное замедление снижения экспортных заказов, вероятно, во многом благодаря расширению поставок товаров для борьбы с эпидемией (лекарства, оборудование).

В этих условиях остаются существенные риски новой волны пандемии и введения новых ограничительных мер, а также ухудшения отношений со странами Запада.

3.2. Центральные банки определяют настроения на финансовых рынках

- Рост на финансовых рынках замедлился в конце II квартала, чему способствовали сообщения о новых вспышках и возможном зарождении второй волны коронавирусной инфекции. Тем не менее в целом в июне рынки акций выросли благодаря ожидаемому инвесторами продолжению действия мер (или даже их расширению) по вливанию ликвидности и покупке финансовых активов центральными банками.

- В условиях, когда ожидается достаточно длительное восстановление мировой экономики и сохраняется высокая неопределенность, стимулирующие меры регуляторов и предоставление ликвидности в больших объемах зачастую приводят к расхождению динамики фондовых рынков с положением дел в реальной экономике, а также заставляют обращать внимание на риски, связанные с ростом долговой нагрузки, которые могут реализоваться в будущем.
- Ключевым событием июня на российском рынке стало решение Совета директоров Банка России снизить ключевую ставку на 100 б.п. до 4,5% годовых. Ожидания снижения ключевой ставки определяли настроения на российском рынке в течение первой половины июня, позволив Минфину нарастить объем размещений до 1,1 трлн руб. в II квартале.
- При этом ожидаемое увеличение объема предложения российского госдолга со стороны Минфина во втором полугодии 2020 года способствовало смене настроений инвесторов ближе к концу июня. Торговая активность на вторичном рынке стала снижаться, так как инвесторы предпочитают использовать возможность приобрести ОФЗ с премией на первичных размещениях. С начала июня наклон кривой ОФЗ (спред доходности 15-летних и годовых бумаг) вырос до 201 б.п. со 132 базисных пунктов.
- Курс рубля с начала июня снизился по отношению к доллару США на 3,2 %. К ожиданиям значительного увеличения объема предложения добавились риски введения дополнительных внешних финансовых ограничений. Дальнейшее развитие ситуации на российском рынке во многом будет определяться готовностью российских участников наращивать позиции в госбумагах по текущим уровням доходностей.

Глобальные рынки

В целом июнь оказался позитивным для мировых финансовых рынков, однако новостной фон вокруг новых вспышек и возможного начала второй волны коронавируса в мире сдержали дальнейший рост оптимизма.

Несмотря на возросшую волатильность, рынки акций продемонстрировали рост по итогам месяца. Азиатский CSI 300 вырос на 19,7% с начала июня, превысив «докоронакризисный» уровень; индекс NASDAQ не только перешагнул докризисный уровень, но и торгуется вблизи исторически максимальных уровней (10548 п.п., +10,9% с начала июня). Другие фондовые индексы, правда, не превысили уровня до начала пандемии, но в целом торгуются выше уровней начала июня (S&P +3,7%; Eurostoxx 50 +6,1%; Dax +4,0%): инвесторы рассчитывают на продолжение вливаний ликвидности и покупки финансовых активов центральными банками (и, прежде всего, ФРС).

Опубликованный протокол заседания Комитета ФРС по открытым рынкам, состоявшегося 9–10 июня, показал, что члены ФРС не выразили готовность вводить контроль за кривой доходности. Вместе с тем, была отмечена необходимость дать рынку

дополнительные сигналы о дальнейшей траектории процентных ставок и объемов покупок активов. Доходности 10-летних казначейских облигаций снизились с начала лета на 7 б.п. до 0,58%, при этом доходности стран с формирующимися рынками в июне торговались разнонаправленно: 10-летние гособлигации ЮАР прибавили 94 б.п. (9,54%), в Бразилии и Мексике снизились на 40 б.п. (до 6,62% и 5,72%, соответственно).

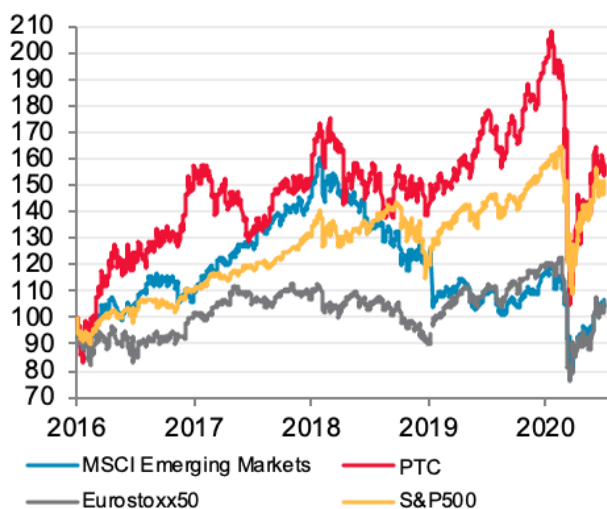
Тем не менее надежды финансовых рынков на V-образное восстановление мировой экономики исчезают. Впервые со времен Великой депрессии рецессия в этом году может быть зафиксирована и в развитых, и в развивающихся странах. В конце июня глава ЕЦБ Кристин Лагард заявила, что несмотря на вероятное прохождение низшей точки глобальной рецессии, некоторые отрасли (гостиничный и развлекательный бизнес, авиаперевозки) могут понести невосстановимые потери.

Долларовая ликвидность на неамериканских рынках восстанавливается, что приводит к постепенному закрытию позиций в долларовых свопах иностранными центральными банками.

В конце июня ЕЦБ осуществил масштабное вливание ликвидности (1,3 трлн. евро) в рамках программы LTRO. Тем не менее такая потребность в ликвидности может быть связана не с расширением кредитования, а с созданием «подушки ликвидности» компаниями, которые стремятся использовать одобренные ранее кредитные линии.

Таким образом, становятся заметными признаки разбалансированности фондовых рынков и реальной экономики. Накачивание ликвидностью стимулирует рост цен акций и других финансовых активов, но при этом увеличивает долговую нагрузку. Сворачивание или сокращение программ предоставления ликвидности может сильно ударить по фондовым рынкам, а также по странам с формирующимися рынками.

Рисунок 64. Динамика индексов акций
(январь 2016 г. = 100)

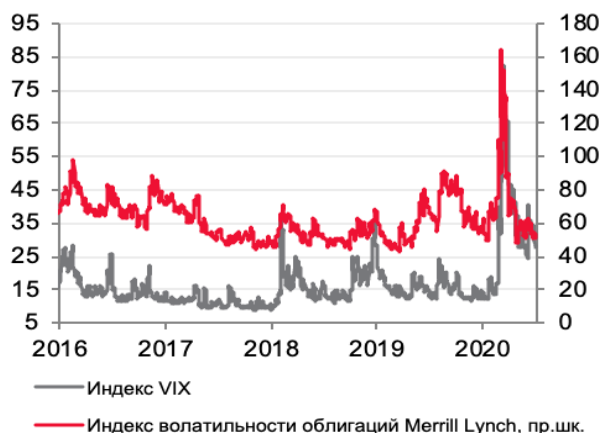


Источник: Bloomberg Finance L.P.

Рисунок 65. Динамика курсов валют
развивающихся стран и доллара США



Источник: Bloomberg Finance L.P.

Рисунок 66. Динамика индексов
волатильности

Источник: Bloomberg Finance L.P.

Рисунок 67. Динамика ключевых ставок
центральных банков, % годовых

Источник: Bloomberg Finance L.P.

Российский рынок

Благоприятные настроения на внешних рынках привели к снижению российской CDS-премии с начала июня со 114,6 до 99,4 пунктов. Росту интереса к российским активам также способствовали ожидания снижения ключевой ставки. Таким образом, центральным событием июня для российского рынка стало решение Совета директоров Банка России снизить 19 июня ключевую ставку на 100 б.п. до исторически минимального уровня в 4,5%.

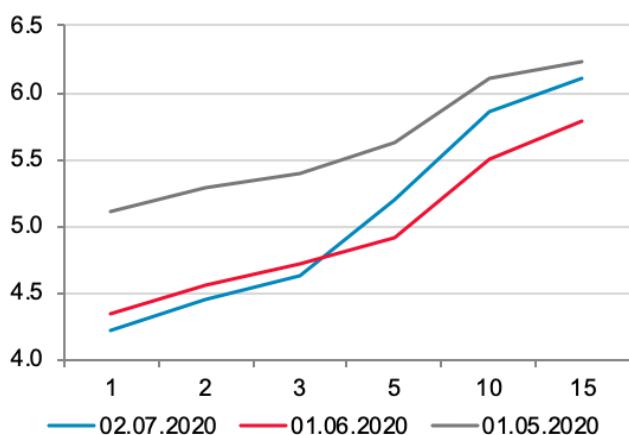
Позитивный настрой инвесторов в течение первой половины месяца позволил Министерству финансов успешно размещать ОФЗ на аукционах. Всего за июнь было размещено ОФЗ на 362 млрд рублей, а за весь второй квартал – почти на 1,1 трлн. руб. Фактически в июне Минфин размещал ОФЗ сверх первоначально объявленного плана на II квартал (600 млрд. руб.), при этом некоторые размещения происходили с премией в доходности ко вторичному рынку.

На фоне сигнала об оценке целесообразности дальнейшего снижения ключевой ставки на ближайших заседаниях реакция рынка на решение регулятора оказалась спокойной. После объявления решения доходности ОФЗ сдвинулись на 5-7 б.п. в сегменте до 5 лет и на 2 б.п. в сегменте 10-15 лет. Однако значительных покупок ОФЗ, как и заметной реакции на валютном рынке, не последовало.

В течение последней декады июня и начале июля торговая активность снизилась. Сказались дополнительные выходные и две короткие недели, а также отсутствие стимулов к покупкам на вторичном рынке в период, когда первичные размещения проходят с премией к вторичному рынку. Перенос регулярных аукционов с нерабочих сред (24 июня и 1 июля) на вторники рынок проинтерпретировал как сигнал о нежелании Минфина откладывать новые размещения.

Опубликованный план размещений на III квартал составляет 1 трлн руб., при этом общий объем заимствований может быть увеличен в 2020 году до 5 трлн. рублей. На первом июльском аукционе Минфин сделал выбор в пользу размещения флоатера (облигации с плавающим купоном), что было позитивно принято участниками рынка. Спрос на аукционе превысил 260 млрд рублей, размещено было ОФЗ на 64 млрд. рублей по цене ниже номинала, что приблизительно соответствует премии над ставкой RUONIA около 25 б.п. Тем не менее, для размещения больших объемов, вероятнее всего, участники рынка будут рассчитывать и на более высокий уровень премии.

Рисунок 68. Кривая доходности ОФЗ, %



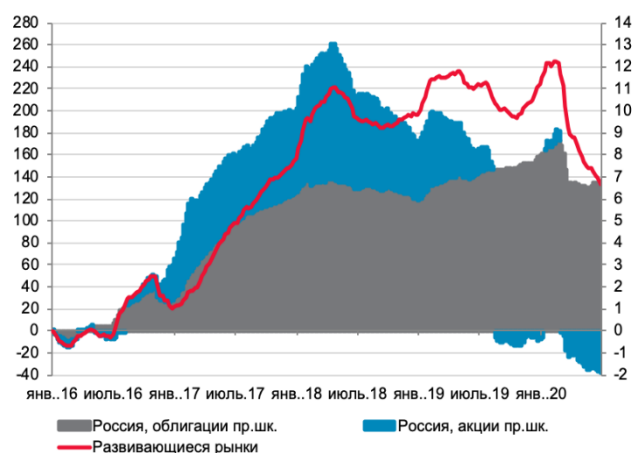
Источник: Bloomberg Finance L.P.

Рисунок 70. Волатильность курса рубля и цены нефти



Источник: Bloomberg Finance L.P.

Рисунок 69. Динамика потоков в фонды развивающихся стран и России, млрд долл., накопленным итогом с начала 2016 года



Источник: EPFR.

Рисунок 71. Процентный коридор Банка России и краткосрочная ставка рынка МБК, % годовых



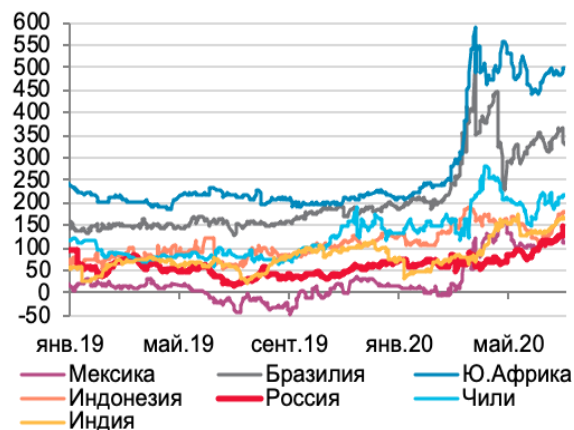
Источники: Банк России, Bloomberg Finance L.P.

Рисунок 72. Динамика 5-летних CDS в России и развивающихся странах, б.п.



Источник: Bloomberg Finance L.P.

Рисунок 73. Наклон кривых доходностей гособлигаций стран с формирующимися рынками (10Y-2Y), б.п.



Источник: Bloomberg Finance L.P.

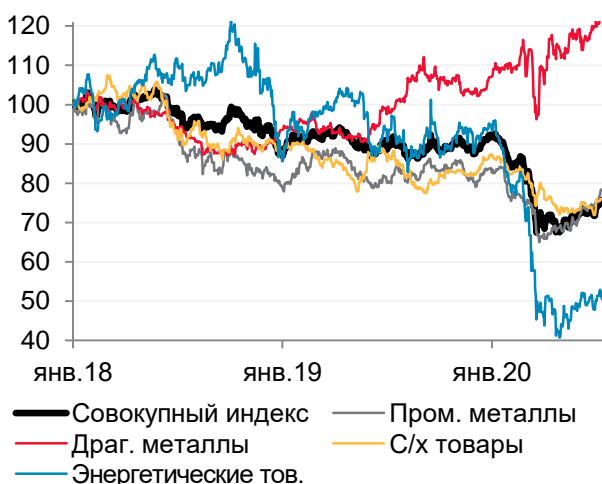
По итогам месяца угол наклона кривой ОФЗ увеличился в сегменте 1–15 лет с 132 б.п. до 201 базисного пункта. Рубль с начала июня ослаб на 3,2 % (до 71,22 руб./долл. США). К ожиданиям большого объема предложения добавились риски введения дополнительных внешних финансовых ограничений. Помимо настроения внешних рынков, дальнейшее развитие ситуации на российском рынке будет зависеть от готовности российских участников наращивать позиции в госбумагах по текущим уровням доходностей.

3.3. Балансировка нефтяного рынка на фоне угрозы новой волны пандемии

- Цены сырьевых товаров продолжили расти, с конца мая цена нефти Urals увеличилась на 17%, до 42 долл./баррель.
- Росту нефтяных котировок способствовало восстановление спроса в условиях ослабления карантинных мер, а также пополнение странами стратегических запасов.
- На стороне предложения поддержку нефтяным ценам оказывают продолжающееся естественное снижение добычи и высокая дисциплина в выполнении соглашения странами ОПЕК+.
- Минэнерго США улучшило перспективы рынка жидкого топлива, отметив переход рынка к устойчивому состоянию дефицита в июне. Однако реализация рисков второй волны эпидемии может привести к переполнению нефтехранилищ и падению нефтяных цен.

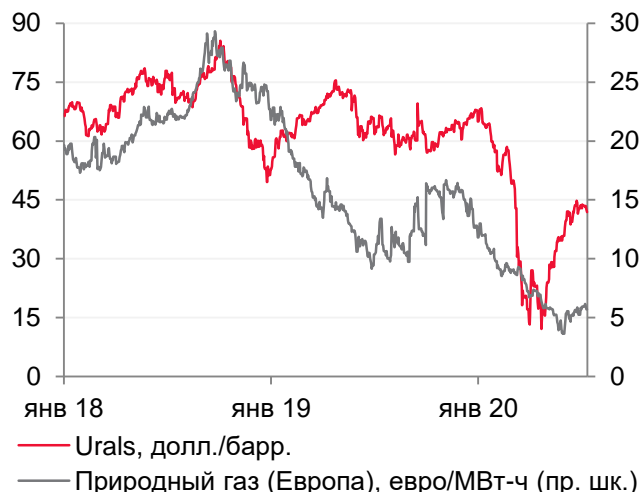
За период с конца мая по 10 июля индекс цен сырьевых товаров Bloomberg прибавил 4%: цены энергетических и сельскохозяйственных товаров выросли на 3 и 4%, промышленных и драгоценных металлов – на 11 и 3% соответственно (Рисунок 74). Цены нефти Urals и природного газа (ТТФ) повысились на 17 и 57% соответственно, до 42 долл./барр. и 5,7 евро/МВт-ч (Рисунок 75).

Рисунок 74. Индексы Bloomberg цен товаров и металлов (01.01.2018 = 100)



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

Рисунок 75. Цена нефти Urals и природного газа в Европе (ТТФ)



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

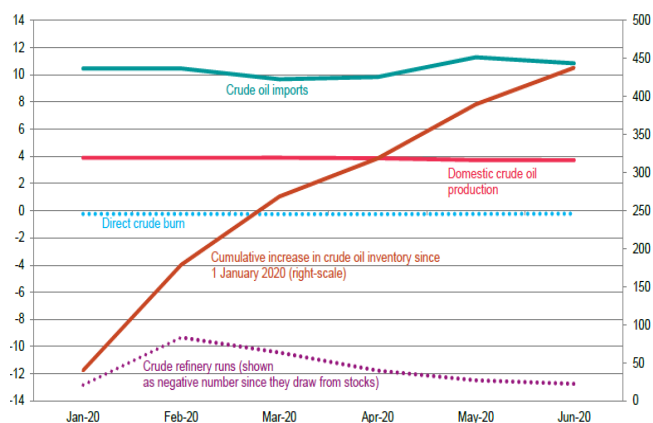
Росту нефтяных цен способствовало как восстановление спроса, так и сокращение предложения. Потребление нефтепродуктов в США восстановилось с 69% от уровня соответствующей недели 2019 г. в середине апреля до 85% в начале июля (Рисунок 76), продажи топлива в Индии – с уровня менее 50% в апреле до 88% в июне. Поддержку котировкам оказывают также закупки нефти в целях пополнения стратегических запасов, прежде всего Китаем (Рисунок 77).

Рисунок 76. Потребление нефтепродуктов в США



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

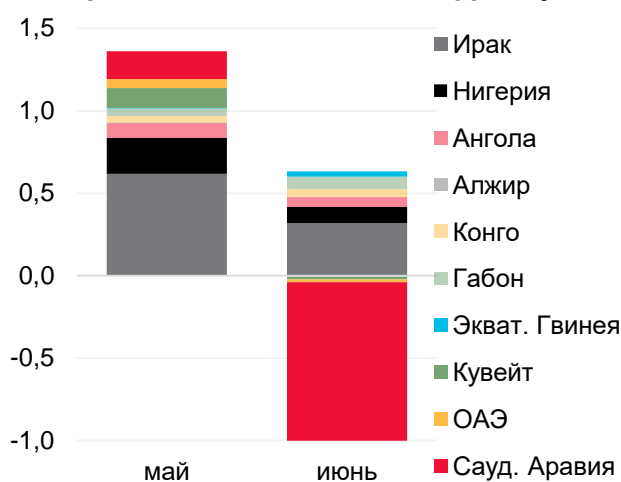
Рисунок 77. Показатели нефтяного сектора (левая шкала, млн барр. в сутки) и накопление запасов в Китае (правая шкала, млн барр., накопленным итогом с начала года)



Источник: IHS Markit.

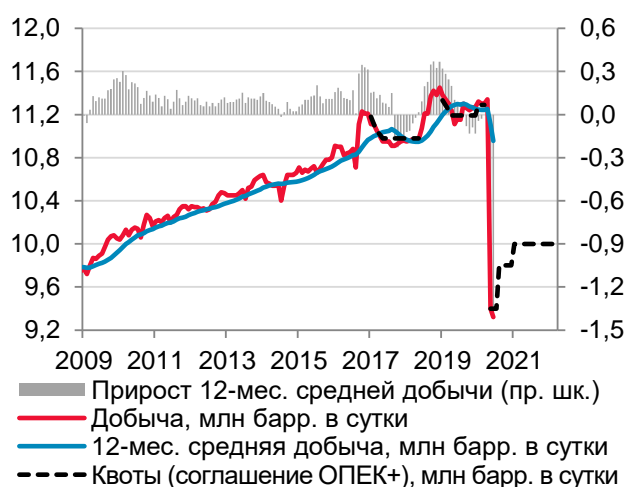
На стороне предложения ключевую роль в балансировке рынка жидкого топлива играет соглашение стран ОПЕК+. В мае соглашение было исполнено на 87% (сокращение на 8,4 млн в сутки при плане 9,9 млн), в том числе странами ОПЕК – на 84%, странами вне картеля – на 92%. В июне, по оценкам Bloomberg, дисциплина в выполнении соглашения значительно улучшилась. Невыполненные обязательства странами ОПЕК в рамках квот сократились с 1,35 до 0,65 млн барр. (Рисунок 78). Следование квоте со стороны России оба месяца было близким к 100%³¹ (Рисунок 79). Страны ОПЕК+ рассматривают вариант продления текущих квот на август. Кроме того, предполагается, что отклонившиеся от своих квот страны компенсируют неисполненные обязательства в последующие месяцы.

Рисунок 78. Отклонение добычи нефти в странах ОПЕК от квот, млн барр. в сутки



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

Рисунок 79. Добыча нефти и газового конденсата в России



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

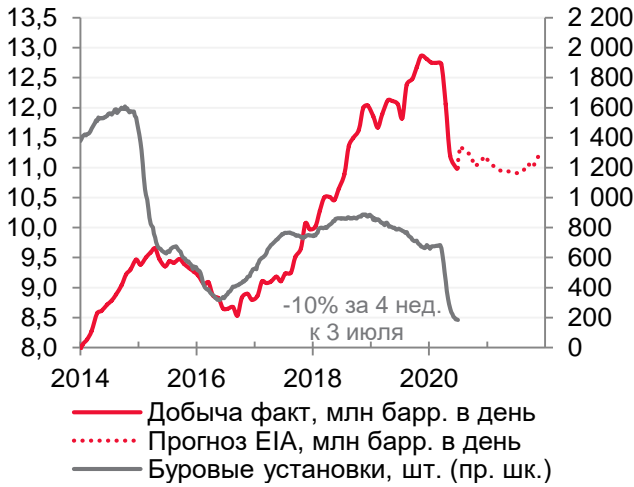
Балансировке нефтяного рынка также способствует продолжающееся естественное снижение добычи, прежде всего в США (Рисунок 80). При этом компании частично компенсируют сокращение буровой активности смещением добычи на более производительные месторождения.

Ведущие международные организации продолжают улучшать перспективы рынка жидкого топлива. Минэнерго США (EIA) в июльском отчете отметило переход рынка к устойчивому состоянию дефицита в июне (Рисунок 81) и ожидает приведения коммерческих нефтяных запасов стран ОЭСР к пятилетнему уровню в течение года (Рисунок 82).

От большего повышения нефтяных цен удерживают возросшие угрозы второй волны эпидемии. Ослабление ограничительных мер вызвало ускорение темпа роста новых случаев заболеваний во многих странах (Рисунок 83). Принятие новых масштабных ограничительных мер властей может привести к переполнению нефтехранилищ и падению нефтяных цен.

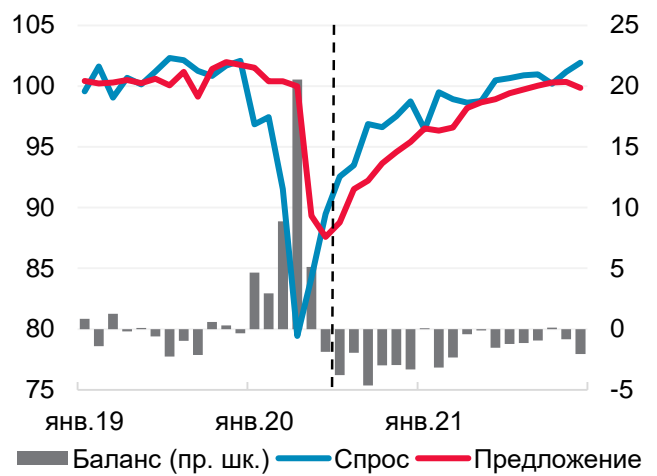
³¹ Соглашение регулирует добычу нефти. Статистика по России показывает совокупную добычу нефти и газового конденсата, что затрудняет точные оценки.

Рисунок 80. Добыча нефти и число буровых установок в США



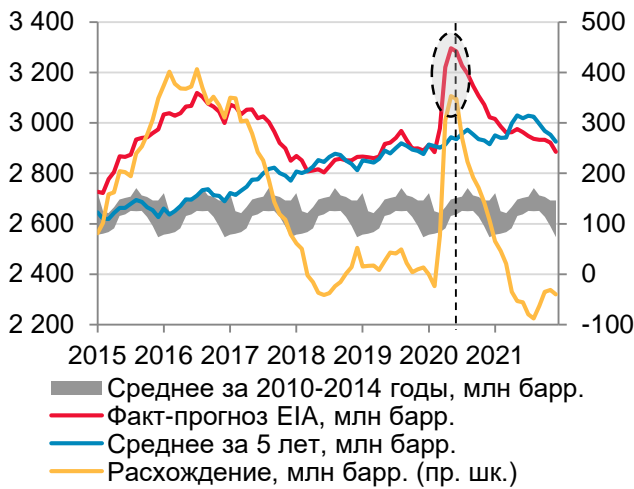
Источники: Bloomberg Finance L.P., EIA, расчеты ДИП.

Рисунок 81. Основные показатели рынка жидкого топлива



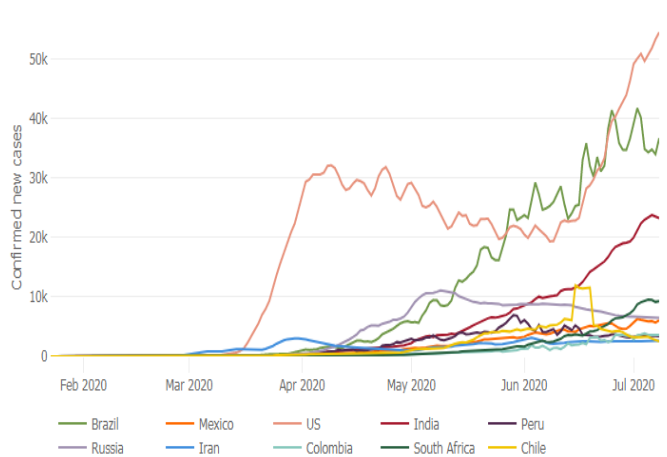
Источник: EIA.

Рисунок 82. Коммерческие запасы нефти и нефтепродуктов в странах ОЭСР, млн барр.



Источники: EIA, расчеты ДИП.

Рисунок 83. Новые случаи заболеваний в 10 странах, наиболее затронутых эпидемией, среднее за 5 дней



Источник: Johns Hopkins University.

Департамент исследований и прогнозирования

Александр Морозов

Директор

Владислав Абрамов

Сергей Власов

Александра Живайкина

Наталия Карлова

Татьяна Кузьмина

Екатерина Петренева

Мария Помельникова

Светлана Попова

Алексей Поршаков

Юлия Ушакова

Анна Цветкова

Дмитрий Чернядьев

Ксения Яковлева