



Банк России

№ 5 (41)



О ЧЕМ ГОВОРЯТ ТРЕНДЫ **Макроэкономика и рынки**

Бюллетень Департамента исследований и прогнозирования

СЕНТЯБРЬ 2020

СОДЕРЖАНИЕ

КРАТКОЕ СОДЕРЖАНИЕ	3
1. Инфляция	5
1.1. Инфляционное давление соответствует цели по инфляции	5
1.2. Снижение цен производителей замедляется	8
1.3. Ценовые индексы PMI в июле-августе: усиление инфляционного давления	10
2. Экономическая динамика	11
2.1. Замедление восстановления экономической активности в августе	11
2.2. Рост в промышленности в июле на фоне стабилизации добычи нефти	14
2.3. Восстановление в базовых отраслях в июле продолжилось	19
2.4. Индексы PMI в июле и августе: значительный рост активности, прежде всего в услугах	21
2.5. Активное восстановление розничной торговли в июле и августе	24
2.6. Рынок труда: уровень безработицы постепенно стабилизируется	28
2.7. Банковский сектор в июле: ускорение роста розничного и корпоративного кредитования	30
2.8. Замедление роста расходов бюджета в июле	35
3. Глобальная экономика, финансовые и товарные рынки	38
3.1. ФРС уточнила цели политики и перешла на таргетирование средней за период инфляции	38
3.2. Мировые финансовые рынки восстановились после падения в начале года	47
3.3. Эпидемия поспособствовала ускоренному росту цен драгоценных металлов	52
ФОКУС-СЕКЦИЯ: от чего зависят кривые доходностей гособлигаций?	56

Бюллетень подготовлен Департаментом исследований и прогнозирования по данным на 04.09.2020.
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

ИТОГИ

- Инфляционное давление с поправкой на влияние временных и разовых факторов соответствует цели по инфляции. При этом мягкая денежно-кредитная политика способствует дальнейшему восстановлению экономической и потребительской активности. Это должно предотвратить усиление влияния дезинфляционных факторов после исчерпания эффекта отложенного спроса, что в отсутствии дополнительных шоков обеспечит годовую инфляцию вблизи 4% по итогам следующего года.
 - По нашим ожиданиям, во втором полугодии 2020 г. в целом рост потребительских цен с поправкой на сезонность может оказаться близким к уровню, который необходим для стабилизации инфляции на уровне цели. При этом августовское ослабление рубля может поддержать повышенный рост цен на потребительские товары, спрос на которые устойчив. Показатель годовой инфляции приблизится к 4% из-за низких темпов роста цен во втором полугодии прошлого года.
 - В июле-августе оживление экономической активности в России замедлилось по мере того, как ослаб эффект снятия основных ограничений, связанных с коронавирусом, а также из-за сдерживания добычи нефти в рамках соглашения ОПЕК+. Вместе с тем потребительский спрос на *товары* практически восстановился благодаря отложенному спросу, перераспределению потребления с услуг на товары и социальным бюджетным выплатам. Процесс восстановления инвестиционного спроса будет более продолжительным из-за сохраняющейся неопределенности, связанной с развитием пандемии в России и в мире.
 - В июле-августе ситуация на российском финансовом рынке развивалась неоднородно. Рынок акций активно рос, в то время как рубль ослаб, а доходность облигаций и кредитные спреды увеличились. В целом риски для стабильности российских финансовых рынков и финансовых институтов несколько возросли по сравнению с июнем.

В ФОКУСЕ:

- Увеличение дефицита бюджета и долговой нагрузки, динамика ключевых ставок, текущая и ожидаемая инфляция существенным образом влияют на динамику и скорость изменения ставок на различных сроках кривой доходностей гособлигаций. При этом на изменение долгосрочных ставок оказывает влияние не только усиление или ослабление действия этих факторов в моменте, но и конфигурация макроэкономической политики, прежде всего, бюджета, в долгосрочной перспективе.
- Уровень вовлеченности иностранных инвесторов на рынке государственных бумаг в национальной валюте также влияет на форму кривой доходности.

- Развитие внутренних институциональных инвесторов с долгосрочным горизонтом инвестирования, учет потребностей таких инвесторов при определении характеристик облигаций (сроков погашения, плавающих или фиксированных купонов и т.д.) для выстраивания стратегии рыночных заимствований могут частично компенсировать сокращение спроса со стороны иностранных инвесторов и повысить стабильность рынка гособлигаций.

1. Инфляция

В августе рост потребительских цен с поправкой на сезонность немного превысил уровень, соответствующий инфляции 4% в пересчете на 12 месяцев. При этом инфляционное давление с поправкой на влияние временных и разовых факторов соответствует цели по инфляции. В услугах восстановление спроса по мере снятия ограничительных мер привело к ускорению роста цен. Ускоренными темпами продолжали расти цены на непродовольственные товары под влиянием эффекта отложенного спроса, переноса ослабления рубля и общего восстановления экономической и кредитной активности.

Риски нарастания дезинфляционного давления уменьшились, в том числе благодаря проводимой мягкой денежно-кредитной политике, а также усилению проинфляционных факторов, в частности ослаблению рубля. Это должно обеспечить приближение инфляции к 4% к концу 2020 г. и нахождение инфляции вблизи 4% в 2021 году.

Спрос в экономике в значительной степени восстановится в 2021-22 гг. и не будет нуждаться в дополнительном наращивании бюджетной поддержки. Поэтому предстоящая бюджетная консолидация в рамках возвращения к параметрам, определенным бюджетным правилом, не будет отклонять инфляцию вниз от складывающегося тренда. Дезинфляционный характер бюджетная консолидация будет иметь только по отношению к бюджету 2020 г., в который включены временные меры по стимулированию спроса, большая часть которых уже реализована.

Поэтому бюджетная консолидация не будет препятствием для удержания инфляции на уровне 4% в рамках проводимой денежно-кредитной политики.

1.1. Инфляционное давление соответствует цели по инфляции

- В августе инфляция ускорилась до 3,58% г/г с 3,37% г/г в июле. Сезонно сглаженный рост потребительских цен увеличился до 0,40% м/м после временного замедления до 0,18% м/м в июле, вызванного в основном неполной индексацией тарифов на жилищные и коммунальные услуги.
- Ускорение месячного роста цен, скорректированного на сезонность, в августе также было связано с ослаблением рубля в конце июля-начале августа. Несмотря на некоторое усиление в августе, в целом инфляционное давление на потребительском рынке соответствует 4%-ной инфляции: среднее значение модифицированных показателей базовой инфляции в августе составило 4,16% SAAR после 3,68% SAAR в июле.
- На динамику цен продолжает влиять большое количество разнонаправленных факторов как разового, так и более длительного характера. В целом, инфляционное давление с поправкой на влияние временных и разовых факторов остается

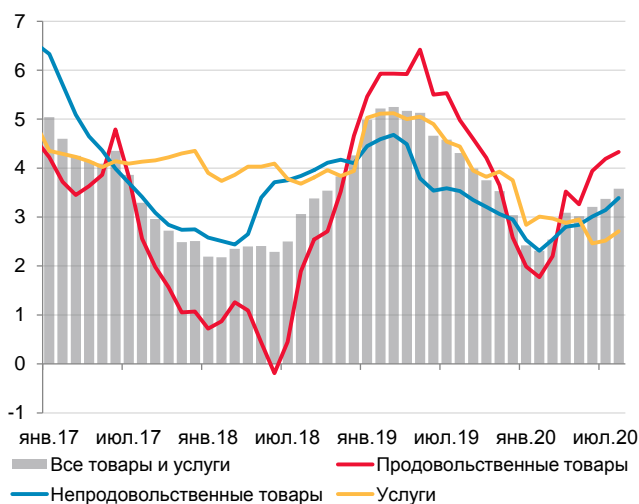
вблизи цели. В ближайшие месяцы волатильность месячных темпов роста цен, вероятно, останется высокой.

- С учетом эффекта низкой базы второй половины прошлого года инфляция будет вблизи 4% в конце 2020 года.

В августе цены снизились на 0,04% м/м после роста на 0,35% м/м в июле. Годовая инфляция продолжила ускоряться и составила 3,58% в августе после 3,37% в июле (Рисунок 1). Ускорение годового роста потребительских цен наблюдалось во всех трех крупных компонентах ИПЦ по мере выхода низких значений прошлого года из базы расчета.

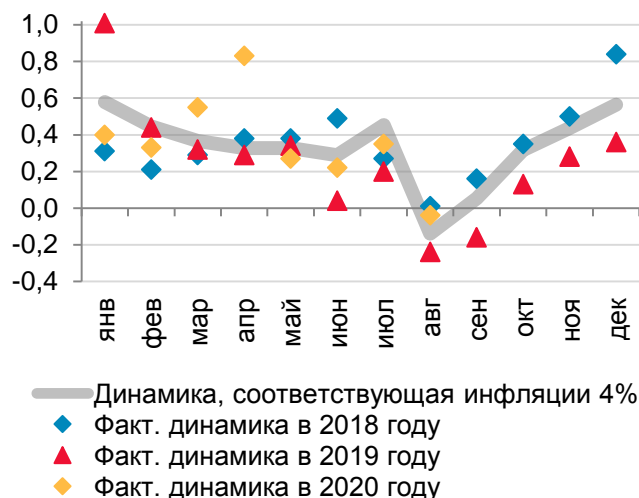
Месячный темп прироста потребительских цен в июле находился немного ниже траектории, соответствующей инфляции 4% в пересчете на год, а в августе – наоборот, превысил ее (Рисунок 2). Сезонно скорректированный темп прироста потребительских цен в августе составил 4,9% SAAR¹ (0,40% м/м), ускорившись с 2,2% SAAR (0,18% м/м) в июле (Рисунок 3).

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



Источник: Росстат.

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



Источник: Росстат, расчеты ДИП.

Рост цен на продовольственные товары с поправкой на сезонность составил 4,5% SAAR (0,37% м/м) после 5,8% SAAR (0,47% м/м) в июле. По большей части продуктов питания наблюдалось замедление темпов прироста или небольшое снижение цен в июле-августе. При этом в некоторых категориях продовольственных товаров, на которые действие ограничительных мер практически не влияло, наблюдался повышенный рост цен (сахар, плодоовощная продукция).

¹ SAAR – сезонно сглаженная динамика в пересчете на год.

Рост цен на непродовольственные товары с учетом сезонности ускорился в августе до 5,0% SAAR (0,40% м/м) после 4,5% SAAR (0,37% м/м). После некоторого замедления или стабилизации темпов прироста цен в июле по широкому набору товаров в августе заметно ускорились темпы прироста цен на отдельные категории товаров, чувствительных к динамике валютного курса: легковые автомобили, электротовары, персональные компьютеры. Это может быть связано с проявившимся проинфляционным эффектом от ослабления курса рубля, наблюдавшегося в июне-июле.

В августе сезонно сглаженный темп прироста цен на услуги составил 5,3% SAAR (0,37% м/м) после снижения на 5,0% SAAR (0,43% м/м) в июле. Индексация тарифов на ЖКУ², которые по плану должны были быть увеличены на 4%, был осуществлена в июле не в полном объеме, что привело к снижению общего уровня цен после очистки от сезонности. В августе цены на ЖКУ повысились на 0,29% после роста на 2,15% в июле. Влияние доиндексации тарифов на ЖКУ на ИПЦ вероятно, еще проявится в сентябре: некоторые регионы, отложившие сроки ее проведения или повысившие цены меньше запланированного, проведут полную индексацию.

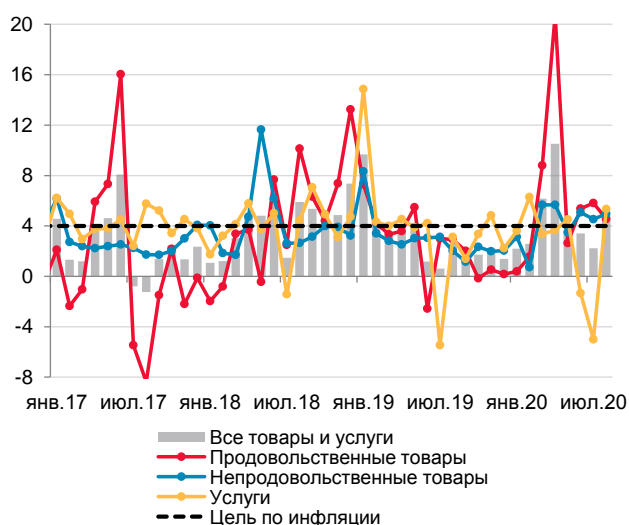
Рост цен на услуги без учета ЖКУ в августе ускорился до 4,3% SAAR (0,35% м/м) с 1,7% SAAR (0,14% м/м) в июле: из-за отмены ограничений в большинстве регионов, постепенного восстановления экономической активности в сфере услуг и реализации отложенного спроса в июле-августе наблюдалось ускорение сезонно сглаженных темпов прироста цен на бытовые услуги, услуги дошкольного воспитания, организаций культуры, пассажирского транспорта (без железнодорожного).

В некоторых компонентах волатильность динамики цен остается высокой. Например, в июле резко выросли цены на санаторно-оздоровительные услуги (5,9% м/м SA) из-за значительного увеличения внутренних туристических потоков в период летних отпусков на фоне закрытия границ с другими странами, при этом в августе произошла небольшая коррекция и цены снизились на 0,5% м/м SA.

Отдельно стоит отметить, что ограничения на оказание некоторых видов услуг остаются, поэтому цены на них не регистрируются. Это вносило определенный вклад в медленный рост цен на услуги в последние месяцы. Например, цены на услуги зарубежного туризма не изменялись с апреля, при этом обычная сезонность в этой категории предполагает рост цен за период с апреля по август примерно на 4,5%. Технически это привело к тому, что цены на услуги зарубежного туризма после очистки от сезонности снизились. Однако в сентябре-ноябре цены на зарубежный туризм сезонно снижаются, поэтому отсутствие регистрации цен (и, соответственно, нулевой прирост цен NSA) приведет к ускорению сезонно сглаженного роста цен. По нашим оценкам, действие этого технического фактора замедлило сезонно сглаженный рост примерно на 0,05–0,1% за период с апреля по август (всего накопленный за этот промежуток рост цен составил 1,9% SA). В сентябре-ноябре оно, соответственно, примерно на столько же ускорит рост цен.

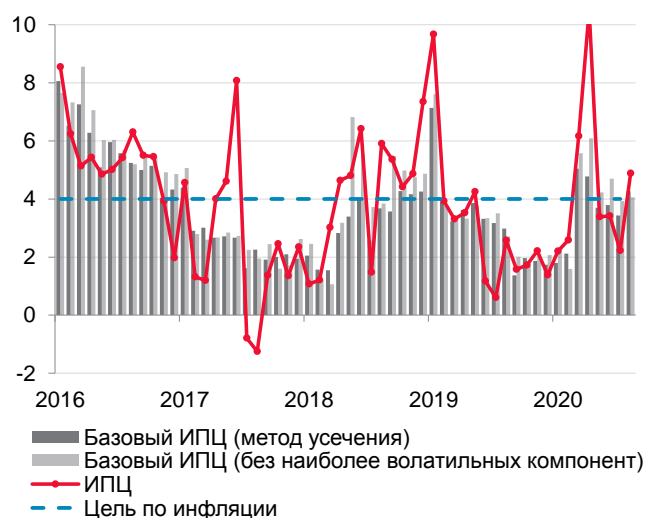
² Жилищно-коммунальные услуги

Рисунок 3. Сезонно сглаженный рост цен, % SAAR



Источник: Росстат, расчеты ДИП.

Рисунок 4. Модифицированные показатели базовой инфляции, % SAAR



Источник: Росстат, расчеты ДИП.

Динамика модифицированных показателей базовой инфляции указывает на то, что инфляционное давление, очищенное от влияния временных эффектов, как проинфляционного, так и дезинфляционного характера, соответствует 4%. Среднее значение двух показателей модифицированной базовой инфляции, которые менее чувствительны к действию временных факторов, в августе составило 4,16% SAAR после 3,68% SAAR в июле и 4,25% SAAR в июне.

1.2. Снижение цен производителей замедляется

- В июле снижение цен производителей значительно затормозилось, составив 2,2% г/г после 8,3% г/г в июне и еще более резкого сокращения в апреле-мае из-за глубокого падения цен в добывающем секторе вследствие существенного падения мировых цен на нефть (Рисунок 5, Рисунок 7).
- Основной вклад в замедление снижения общего индекса цен производителей (ИЦП) по-прежнему приходится на добычу нефти и производство нефтепродуктов. При этом темп снижения цен в обрабатывающей промышленности уменьшался последние два месяца, вероятно, на фоне роста издержек производителей из-за подорожавшего импортного сырья и оборудования.
- В августе цены производителей многих потребительских товаров³ выросли на 0,6% г/г после околонулевой динамики, наблюдаемой в последние несколько ме-

³ В расчете использовались сопоставимые товары в структуре ИПЦ и ИЦП, а именно мясные продукты, рыбные продукты, 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.

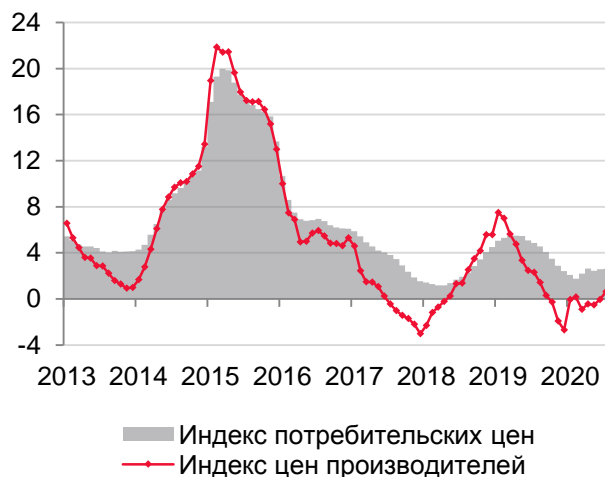
сяцев (Рисунок 6). Это может указывать на проявление временных проинфляционных факторов со стороны издержек производителей. В условиях слабого спроса это должно привести к умеренному повышательному давлению на инфляцию, что согласуется с постепенным приближением инфляции к 4% в этом году.

Рисунок 5. Динамика индекса цен производителей и индекса потребительских цен, % г/г



Источник: Росстат.

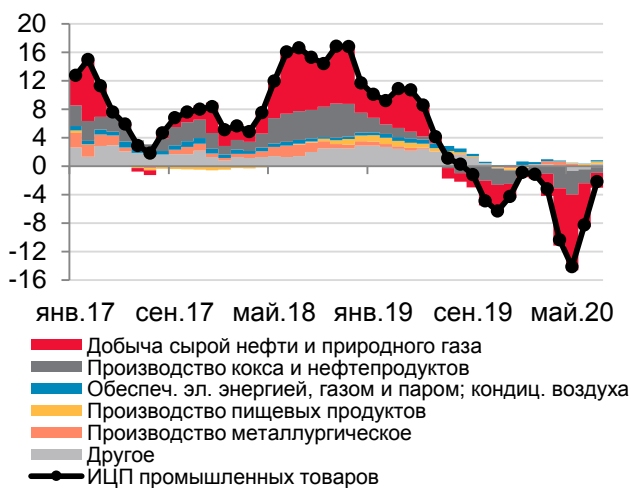
Рисунок 6. Изменение цен на некоторые товары, % г/г



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

Источник: Росстат, расчеты ДИП.

Рисунок 7. Вклад топ-5 отраслей в рост цен производителей промышленных товаров, % г/г



Источник: Росстат, расчеты ДИП.

Рисунок 8. Динамика индекса цен производителей в добыче нефти и производстве нефтепродуктов, % г/г

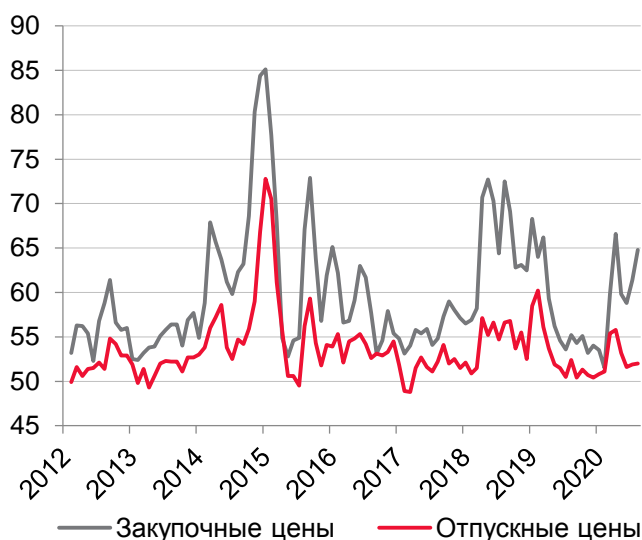


Источник: Росстат.

1.3. Ценовые индексы PMI в июле-августе: усиление инфляционного давления

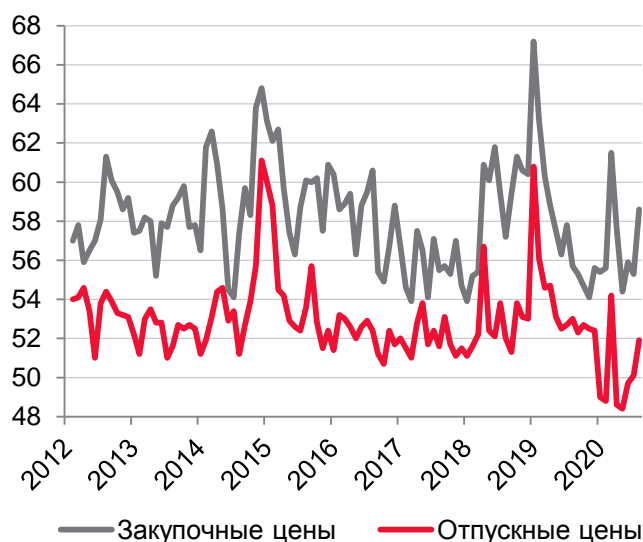
- Динамика ценовых индексов PMI также подтверждает постепенное нарастание инфляционного давления в обрабатывающих отраслях и сфере услуг по мере восстановления экономической активности в июле-августе, несмотря на то, что сам уровень активности еще находится ниже «докоронавирусных» уровней.
- Индекс закупочных цен в обрабатывающей промышленности вырос до 64,8 п. в августе с 61,4 п. в июле, оказавшись выше среднего уровня за всю историю наблюдений с 1997 года. Ускорение роста закупочных цен наблюдалась и в сфере услуг: индекс вырос до 58,6 п. в августе с 55,3 п. в июле. Одним из факторов ускорения роста цен в августе стало ослабление рубля, происходившее в июле-августе. Впрочем, респонденты отмечают и общий рост издержек бизнеса по мере восстановления активности.
- Восстановление спроса позволило респондентам перенести часть роста издержек в отпускные цены. Соответствующий индекс в обрабатывающей промышленности вырос до 52,0 п. с 51,9 п. в июле и 51,6 п. в июне. В сфере услуг индекс отпускных цен вырос до 51,9 п. в августе с 50,1 п. в июле (в апреле-июне индекс находился ниже 50 п., сигнализируя о снижении цен).

Рисунок 9. Ценовые индексы PMI в обрабатывающих отраслях, пунктов



Источник: IHS Markit.

Рисунок 10. Ценовые индексы PMI в сфере услуг, пунктов



Источник: IHS Markit.

2. Экономическая динамика

Судя по статистическим и оперативным данным, в августе российская экономика продолжила сокращать разрыв с «докоронавирусным» уровнем активности, но более медленными темпами по сравнению с июнем-июлем. Наиболее выраженным было восстановление потребительского спроса на товары, который несколько превысил уровень I квартала с сезонной корректировкой. Помимо восстановления заработных плат и доходов, активизации потребительской активности способствовали факторы отложенного из-за действия ограничений спроса, мер бюджетной поддержки доходов, смещения спроса из категории услуг в категорию товаров и повышенного спроса на услуги внутреннего туризма, в том числе из-за вынужденного проведения летних отпусков в стране. Также, возможно, спрос получил поддержку от ослабления рубля, которое могло привести к временному повышению спроса на товары с высокой долей импорта в себестоимости из-за ожиданий роста цен.

Фаза активного восстановления российской экономики закончилась, темпы дальнейшего восстановления будут замедляться. Потребуется еще немало времени до полного восстановления, особенно в отраслях сферы услуг, наиболее пострадавших от ограничений, а также в экспортных и инвестиционных отраслях.

Из-за структурных изменений в потребительском поведении и форм ведения бизнеса часть отраслей будет испытывать нехватку спроса и в более отдаленной перспективе, что вызовет сокращение объемов предложения за счет ухода с рынка наименее эффективных компаний. Важно, чтобы этот процесс не искажался государственными мерами по поддержке экономики.

Неоднородность процесса восстановления экономики приводит к тому, что большая часть общего разрыва выпуска по экономике формируется преимущественно в отраслях, отдаленных от потребительского спроса (например, в нефтегазовой промышленности и других отраслях, ориентированных на внешний спрос). Из-за этой структурной особенности «коронавирусного» кризиса дезинфляционное давление в потребительском сегменте выражено умеренно, несмотря на значительность разрыва выпуска.

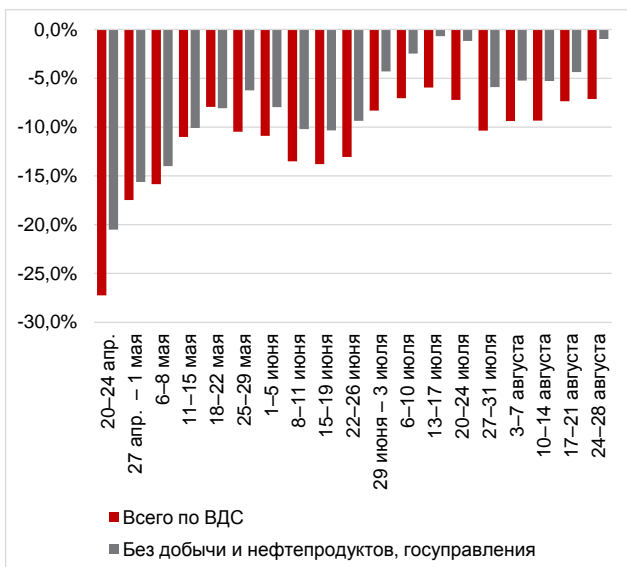
2.1. Замедление восстановления экономической активности в августе

- Оперативные показатели в августе указывают на продолжение восстановления экономической активности, однако более медленными темпами, чем в июне-июле, по мере приближения к «докоронавирусным» уровням. Так, среднее отклонение от «нормального» уровня входящих финансовых потоков, взвешенных по ВВП, за четыре недели августа (3–28 августа) составило -7,1%, тогда как в июле (6–31 июля) оно находилось на уровне -10,4%, а в июне (1–26 июня) – на уровне -13,1%. (Рисунок 11).
- Наиболее значимый рост в последние месяцы демонстрировал потребительский спрос (особенно на товары). Различные индикаторы указывают на то, что он

наиболее сильно приблизился к «докоронавирусному» уровню и в некоторых отраслях - даже превысил его (Рисунок 12, Рисунок 13, Рисунок 14).

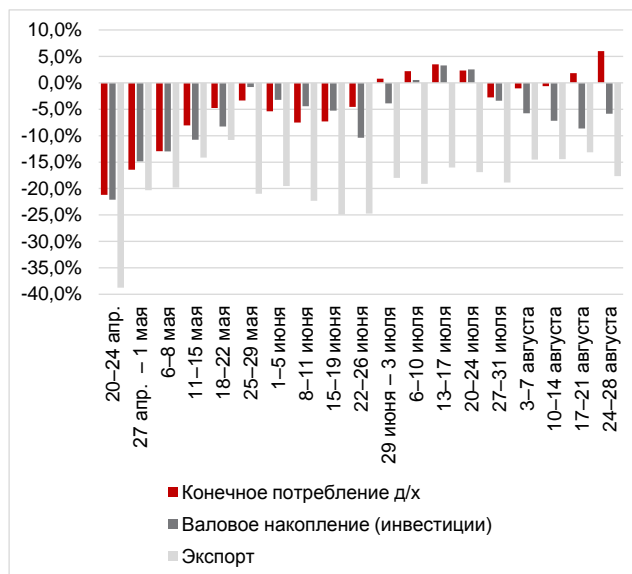
- Основными драйверами значительного оживления потребления в дополнение к некоторому восстановлению доходов стали реализация отложенного спроса (во II квартале 2020 г. норма сбережений, несмотря на снижение доходов, выросла до 16,9% с 4,3% годом ранее из-за невозможности потратить средства на фоне ограничительных мер), действие мер бюджетной поддержки и повышенный спрос на услуги внутреннего туризма в том числе из-за закрытия границ.
- Впрочем, совокупная динамика нескольких оперативных индикаторов указывает на то, что в августе восстановление потребления шло более медленными темпами по сравнению с июнем и июлем. Дальнейшая динамика потребительского спроса будет все в большей степени определяться динамикой доходов населения, прежде всего трудовых, которые, в свою очередь, зависят от темпов восстановления экономической активности и занятости.
- Косвенные индикаторы производственной активности указывают на то, что восстановление в августе продолжилось, но его динамика была неравномерной. Так, уровень потребления электроэнергии, индикатора активности в энергоемких промышленных отраслях, стабилизировался в июле-августе на уровне 96-97% от значений прошлого года (Рисунок 15). С другой стороны, индекс PMI по выпуску в обработке вырос до 54,6 п. с 51,9 п. в июле, сигнализируя об ускорении восстановительного роста в секторе.
- В динамике внешнего спроса наметились некоторые улучшения, однако он остается значительно ниже «докоронавирусных» уровней. Так, снижение объема погрузки на сети железных дорог в августе замедлилось до 1,2% с 4,0% в июле (Рисунок 16). Наибольший вклад в это улучшение внесла динамика перевозок нефтяных грузов и угля. В августе в рамках сделки ОПЕК+ уровень добычи в России был повышен, что привело к небольшому улучшению динамики перевозок нефтяных грузов, однако падение остается существенным: на 12,3% г/г (-17,8% в июле). Подындексы PMI новых экспортных заказов в августе оставались ниже 50 пунктов.
- Характер восстановления инвестиционного спроса остается неустойчивым. Скользящее четырехнедельное отклонение входящих потоков вниз от «нормального» уровня в отраслях инвестиционного спроса увеличивалось на протяжении всего августа, однако к концу месяца уменьшилось (Рисунок 12). При этом в августе значительно улучшилась динамика железнодорожных перевозок строительных грузов (Рисунок 16), которая остается в положительной области уже четыре месяца подряд.

Рисунок 11. Среднее скользящее отклонение входящих платежей от «нормального» уровня за четыре недели



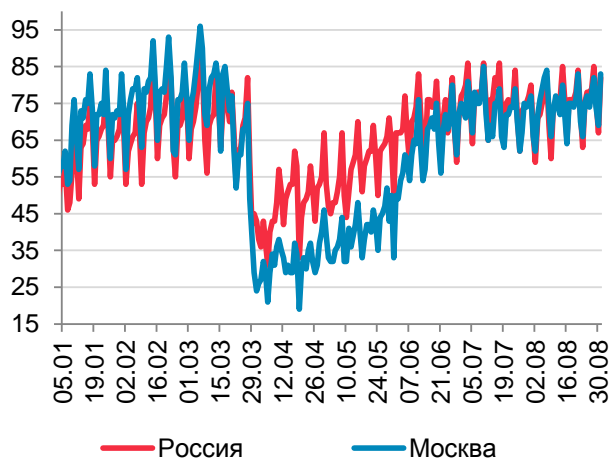
Источник: Банк России ([Мониторинг отраслевых финансовых потоков](#)).

Рисунок 12. Среднее скользящее отклонение входящих платежей от «нормального» уровня за четыре недели по группам отраслей



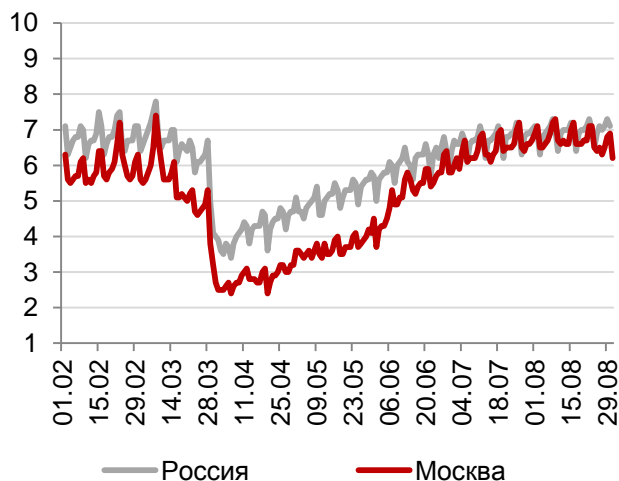
Источник: Банк России ([Мониторинг отраслевых финансовых потоков](#)).

Рисунок 13. Динамика потребительской активности Sberindex



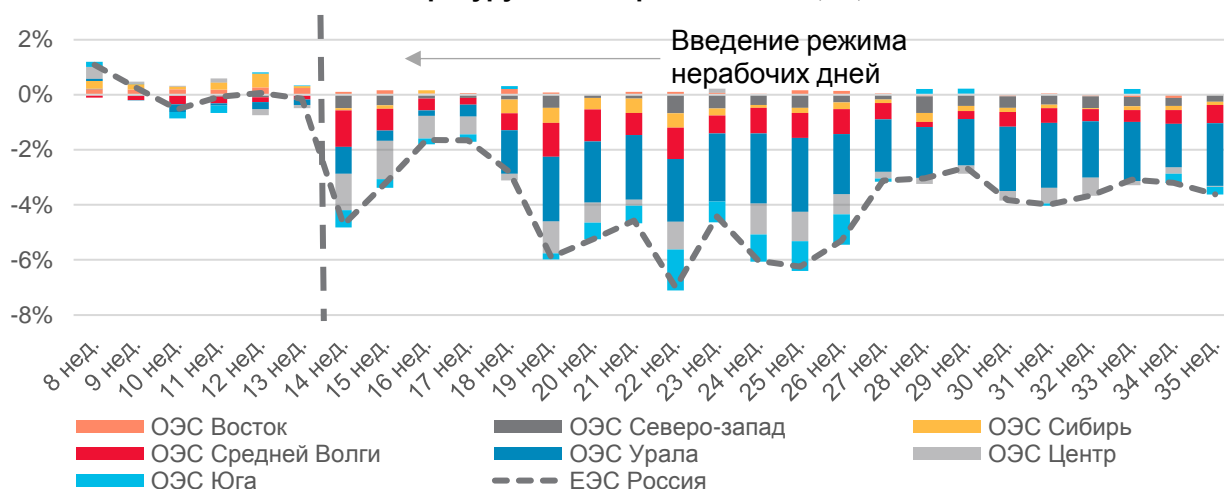
Источник: Сбербанк.

Рисунок 14. Динамика потребительской активности Tinkoff Corona Index



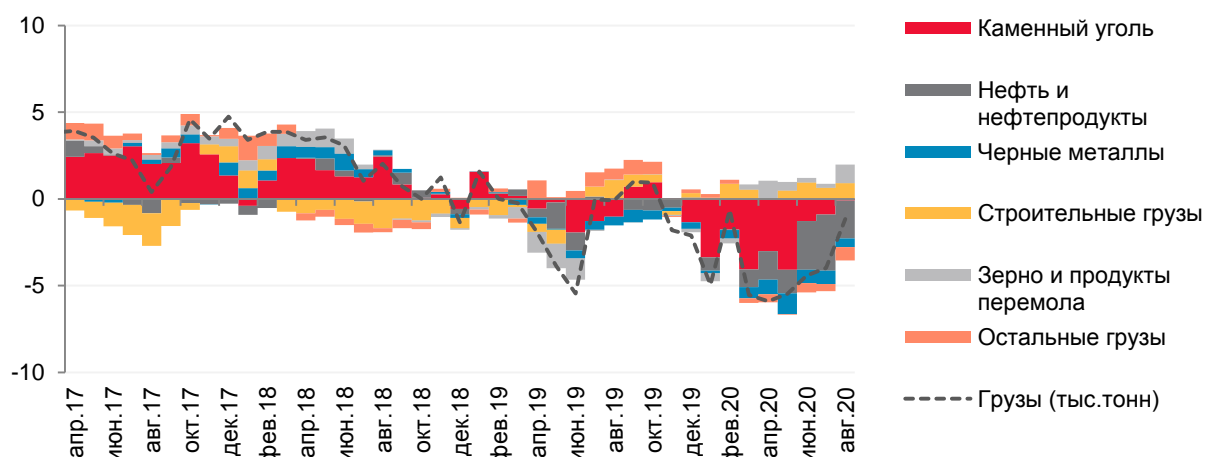
Источник: Тинькофф Банк.

Рисунок 15. 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.

Рисунок 16. Вклады отдельных видов грузов в динамику прироста погрузки грузов на сеть железных дорог, %, г/г



Источники: ОАО «РЖД», Росстат, расчеты ДИП.

2.2. Рост в промышленности в июле на фоне стабилизации добычи нефти

- В июне в результате сокращения добычи полезных ископаемых промышленное производство продолжало снижаться. В июле благодаря замедлению снижения в добыче и оживлению восстановления в обработке промышленность перешла к росту на 0,9% м/м SA⁴.

⁴ Здесь и далее после очистки от сезонности.

- В июне добыча нефти еще сокращалась, в июле же продемонстрировала небольшой рост на 0,5% м/м SA. Однако отложенный негативный эффект на объем оказываемых в добыче услуг стал причиной сокращения сектора добычи полезных ископаемых в июле на 0,9% м/м SA.
- В обрабатывающей промышленности в июне восстановление прервалось небольшим снижением на 0,2% м/м SA. В июле рост возобновился (+2,1% м/м SA).
- В большинстве наиболее пострадавших в апреле отраслей в июне–июле наблюдалось замедление роста после быстрого восстановления в мае. Значительный рост производства в фармацевтике в апреле и медицинских изделий – в мае–июне – сменился падением в июле.
- Рост выпуска в промежуточных отраслях и ускорение в инвестиционных стали основными факторами оживления динамики в обработке.

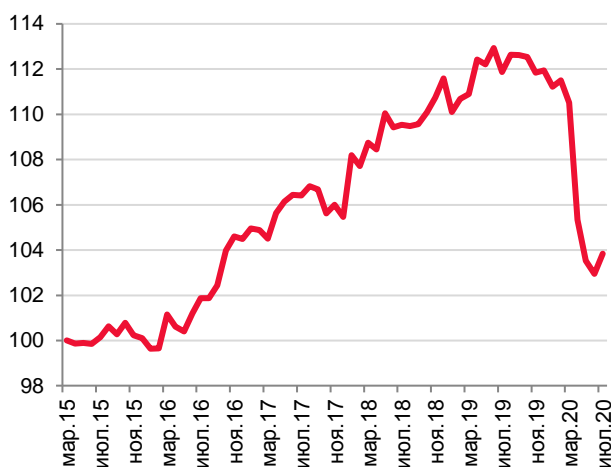
В июне и июле падение выпуска промышленности относительно прошлого года продолжало замедляться (в июне сокращение составляло 9,4% г/г, в июле 8% г/г). После отрицательного результата в июне (-0,6% м/м SA) в июле началось восстановление (+0,9% м/м SA) (Рисунок 17).

В добывающей промышленности в июне и июле сохранялся негативный тренд. Падение относительно уровня прошлого года ускорилось с 14,2% г/г в июне до 15,1% г/г в июле. В обрабатывающей промышленности, напротив, продолжилось сокращение отставания от прошлогодних показателей. Снижение существенно замедлилось с 7,2% г/г в мае до 6,4% г/г в июне и 3,3% г/г в июле.

По сравнению с маем в июне добыча полезных ископаемых сократилась на 1,1% м/м SA, в основном в результате продолжения негативного тренда в добыче сырой нефти и газа на фоне сохранения условий соглашения ОПЕК+ (Рисунок 18). В июле падение замедлилось до 0,9% м/м SA. Нефтедобыча в июле практически стабилизировалась (+0,5% м/м SA). Однако негативные тенденции в секторе начали сказываться и на объеме услуг, оказываемых в добыче (-9,4% м/м SA) (Рисунок 20).

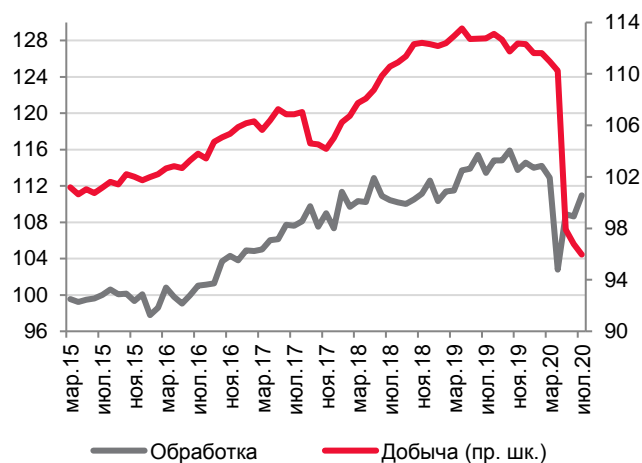
В июне в обрабатывающем секторе наблюдалась пауза в росте (-0,2% м/м SA). Это связано, с одной стороны, с замедлением восстановления в наиболее пострадавших в апреле отраслях, ориентированных на производство как *потребительских* товаров длительного пользования, так и *инвестиционных* товаров. С другой стороны, на фоне сокращения добычи нефти сохранялся низкий уровень выпуска нефтепродуктов. В июле обрабатывающая промышленность вернулась к росту (+2,1% м/м SA) благодаря оживлению позитивной динамики в *промежуточных* и *инвестиционных* отраслях.

Рисунок 17. Динамика индекса промышленного производства (2014 = 100)



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

Рисунок 18. Динамика индексов добычи полезных ископаемых и обрабатывающего производства (2014 = 100)



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

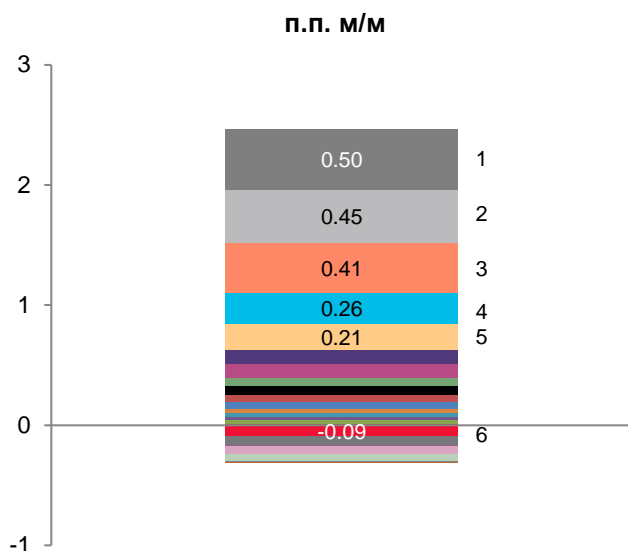
Выпуск в целом по группе отраслей, ориентированных на производство *потребительских товаров длительного пользования*, в июне и июле вносил положительный вклад в динамику обрабатывающей промышленности. Производство автотранспортных средств продолжило восстановление (Рисунок 19), превысив мартовский уровень. Однако на фоне пониженных финансовых потоков в отрасли по мере насыщения отложенного спроса ожидается продолжение негативного тренда, начавшегося в середине прошлого года.

В других отраслях, ориентированных на производство *потребительских товаров длительного пользования*, в июне–июле наблюдалось замедление положительной динамики. В июле прекратился бурный рост выпуска медицинских изделий, отмечавшийся в мае и июне. Производство бытовых приборов в июне достигло мартовских объемов и в июле стабилизировалось.

Наименее пострадавшие в апреле отрасли, ориентированные на производство *потребительских товаров повседневного спроса*, в июне и июле сдерживали динамику обрабатывающей промышленности. В пищевой промышленности продолжался негативный тренд, начавшийся еще с начала года. Негативное давление оказывал сохранявшийся низкий спрос на крупы. Возобновление роста в мясной и молочной промышленности в июле может указывать на замедление негативного тренда в пищевой промышленности в ближайшие месяцы. В фармацевтике вслед за замедлением в мае роста, в июне началось сокращение выпуска, продолжившееся и в июле.

Рисунок 19. Вклады отдельных отраслей

в прирост обрабатывающей промышленности,



1 Автотранспортные средства

2 Metallургия

3 Нефтепереработка

4 Машины и оборудование

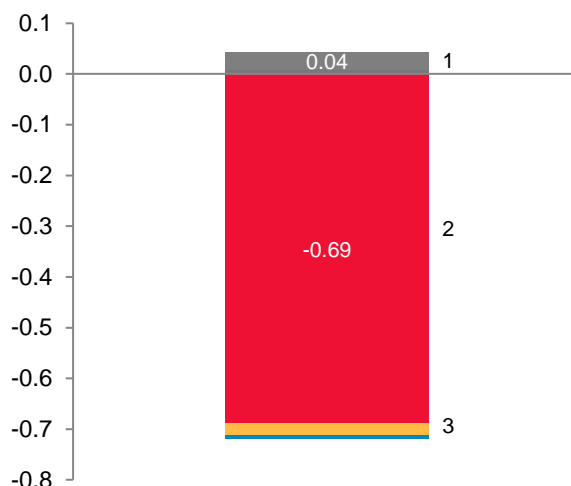
5 Химическая промышленность

6 Готовые металлические изделия

Источники: Росстат, расчеты ДИП.

Рисунок 20. Вклады отдельных отраслей

в прирост добывающей промышленности, п.п. м/м



1 Добыча металлических руд

2 Предоставление услуг в области добычи полезных ископаемых

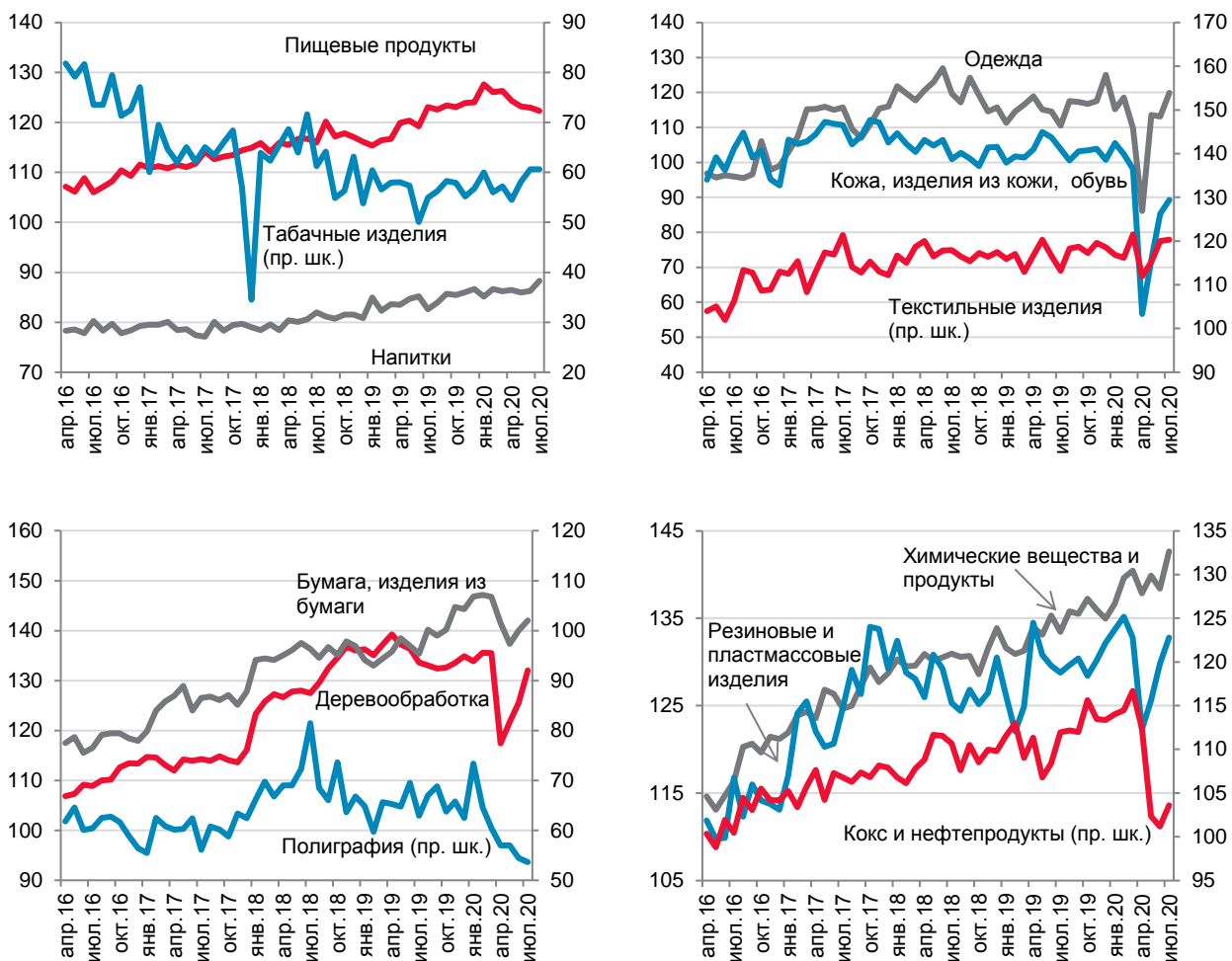
3 Добыча прочих полезных ископаемых

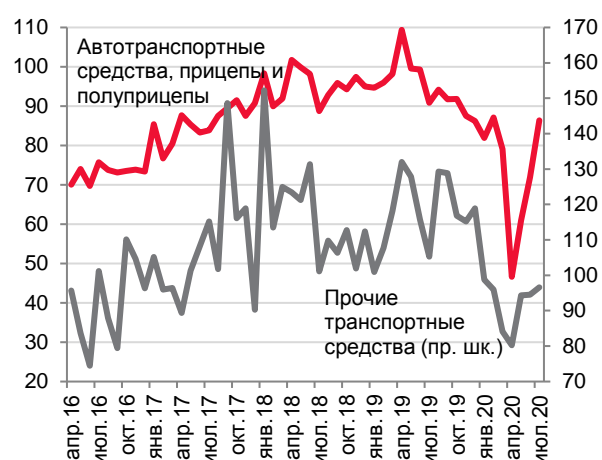
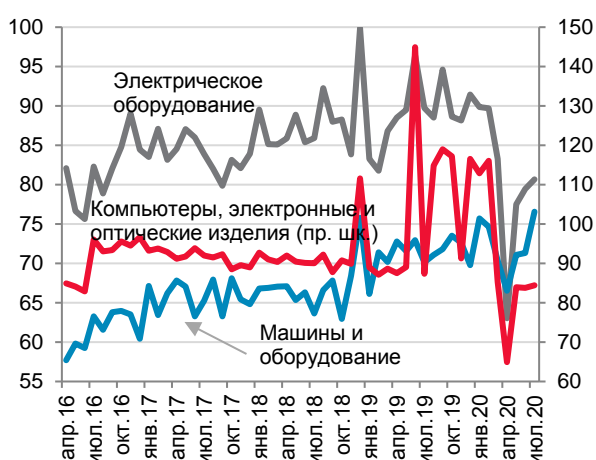
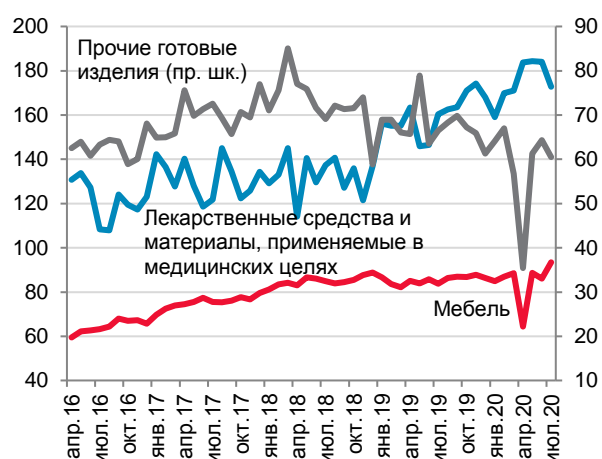
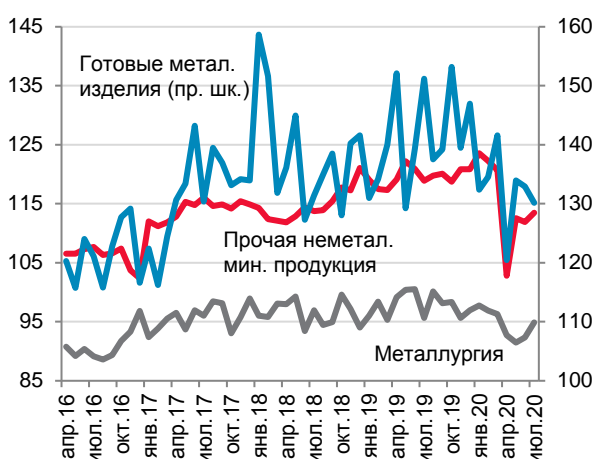
Замедление роста или даже сокращение выпуска в июне наблюдалось в отраслях, ориентированных на производство *инвестиционных товаров*. Однако в июле во всех отраслях группы уже наблюдалась положительная динамика. Самый высокий темп роста в июле продемонстрировало производство машин и оборудования, где объем выпуска превысил уровень марта. Другие отрасли *инвестиционного* спроса в июле показали более низкие темпы восстановления.

В июне продолжающееся падение нефтепереработки еще сдерживало рост отраслей, ориентированных на *промежуточный спрос*. В июле восстановление этой группы отраслей ускорилось благодаря тому, что после трех месяцев падения крупнейшая отрасль обработки перешла к восстановлению. Уже в июне объем производства отставал от растущего по мере снятия ограничений внутреннего спроса. Чтобы его удовлетворить, экспортные поставки [перенаправлялись на внутренний рынок](#). Несмотря на начало восстановления, объем производства нефтепродуктов в июле был еще существенно ниже уровня начала года.

Практически во всех остальных отраслях *промежуточного* спроса (за исключением производства готовых металлических изделий) отставание от мартовского уровня выпуска не превышает 5%. Основным драйвером роста металлургии в июле стало производство цветных, драгоценных металлов и ядерного топлива, а также трубная промышленность. Однако черная металлургия, несмотря на временное оживление в июне, в июле продолжила негативный тренд.

Рисунок 21. Производство отраслей обрабатывающей промышленности, дек. 2012=100%, сезонность устранена





Источники: Росстат, расчеты ДИП.

2.3. Восстановление в базовых отраслях в июле продолжилось

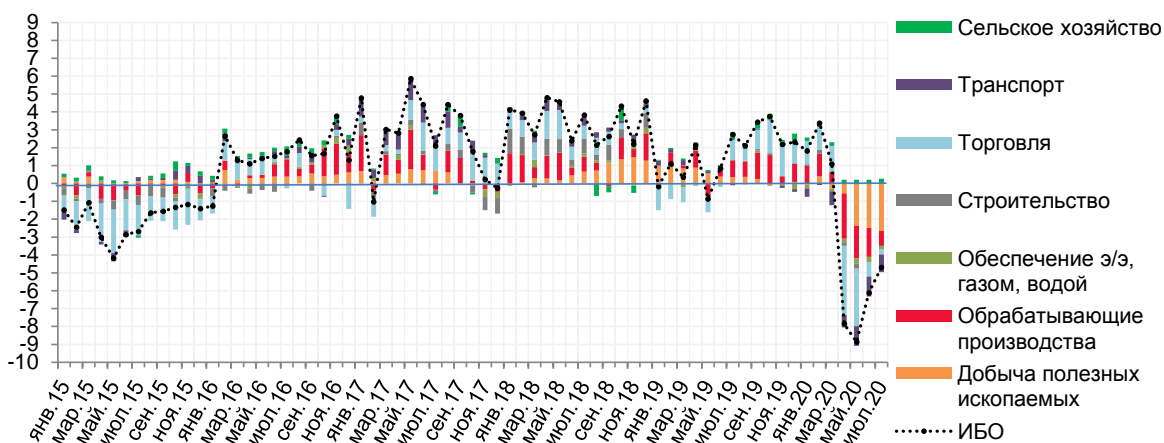
- В июле постепенное восстановление выпуска продукции базовых отраслей продолжилось (ИБО⁵) (Рисунок 22). После прохождения дна спада в апреле-мае (падение на 8,9% г/г) динамика выпуска начала улучшаться: в июне падение замедлилось до 6,5% г/г, а в июле – до 4,7% г/г.
- Значительное улучшение динамики производства в базовых отраслях в июне на фоне постепенного снятия ограничительных мер и возвращения к работе все большего количества предприятий привело к более мягкому, чем ожидалось ранее, снижению экономической активности в II квартале. В целом выпуск базовых отраслей снизился на 7,6% г/г за II квартал 2020 г. (Рисунок 2), а ВВП по предваритель-

⁵ Индекс базовых отраслей (ИБО) рассчитан путем агрегирования семи 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.

ной оценке Росстата – на 8,5% г/г. Замедление снижения выпуска продукции в базовых отраслях в июле позволяет ожидать улучшения динамики ВВП в III квартале.

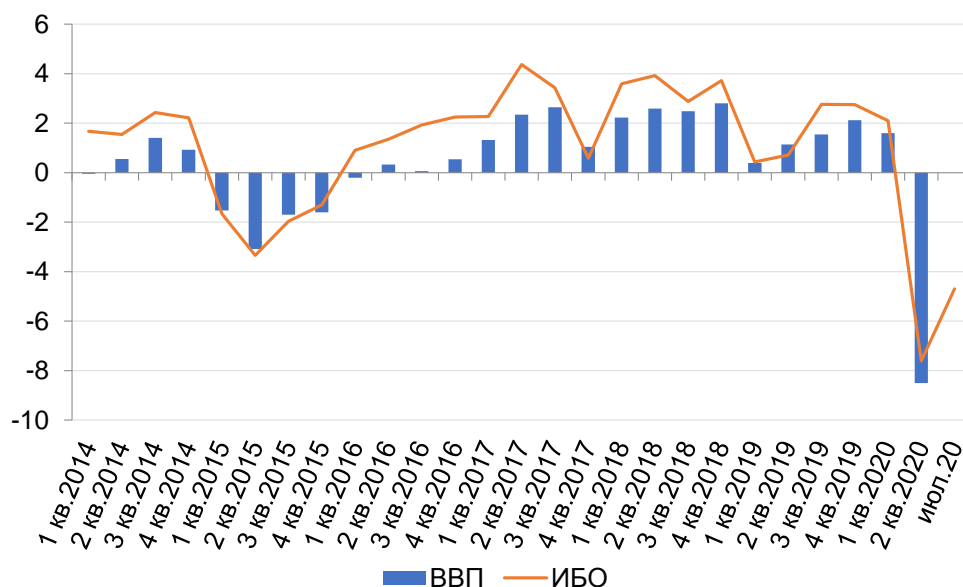
- Практически во всех отраслях, входящих в ИБО, объемы выпуска в июле оставались ниже уровня прошлого года. Исключением стало сельское хозяйство, где сохраняется устойчивая динамика роста.
- Рост производства продукции сельского хозяйства в июле (+4,0% г/г после +3,0% г/г в июне) обусловлен в основном ранним началом уборки зерновых культур (намолочено к середине августа +17,4% г/г), а также стабильным увеличением объемов выпуска продукции мясного (+3,3% г/г) и молочного (+1,3% г/г) животноводства. По данным экспертов, в 2020 г. рост объемов сельскохозяйственного производства, скорее всего, превысит 1% г/г.
- Наибольший отрицательный вклад в ИБО в последние месяцы вносит добыча полезных ископаемых (-15,1% г/г в июле после -14,2% г/г в июне). Это связано с выполнением условий сделки ОПЕК+ по ограничению добычи, а также со слабым спросом на нерудные полезные ископаемые. В августе объем добычи нефти по условиям сделки ОПЕК+ был повышен, поэтому негативное влияние динамики добычи полезных ископаемых и смежных отраслей на выпуск базовых отраслей и ВВП будет снижаться.
- В обрабатывающей промышленности в июле отставание от прошлого года сократилось (-3,3% г/г после -6,4% г/г в июне). Однако отраслевая динамика довольно разнонаправленная (см. раздел 2.2).
- В транспортном комплексе восстановление идет слабыми темпами (-8,4% г/г в июле после -9,3% г/г в июне) из-за сокращения добычи нефти и газа и снижения в связи с этим грузооборота трубопроводного транспорта (-15,0% г/г в июле после -14,8% г/г в июне). Однако с восстановлением деловой активности в других секторах промышленности падение в остальных сегментах транспортного комплекса замедлилось.
- В торговой деятельности в июле восстановительная динамика ускорилась. В розничном секторе падение замедлилось до -2,6% г/г (после -7,7% г/г в июне), в первую очередь за счет улучшения динамики продаж непродовольственных товаров (-2,7% г/г после -11,3% г/г в июне). По продовольственной группе также можно увидеть замедление падения (-2,2% г/г после -3,7% г/г). Позитивные тенденции в рознице отразились на показателях оптовой торговли, где отставание от прошлого года сократилось до -0,6% г/г после -1,4% в июне.
- В строительстве после снижения деловой активности в организациях отрасли в период действия режима самоизоляции объемы работ, по оперативной оценке Росстата, второй месяц подряд находятся вблизи прошлогоднего уровня (-0,2% г/г в июле после -0,1% г/г в июне).

Рисунок 22. Вклад отраслевых компонент в динамику ИБО в 2014-2020 годах, % г/г



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

Рисунок 23. Динамика квартального индекса физического объема ВВП и ИБО, % г/г



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

2.4. Индексы PMI в июле и августе: значительный рост активности, прежде всего в услугах

- В июле направление динамики индексов PMI в обрабатывающих производствах и услугах сменилось: обработка продолжила снижение из-за слабого спроса, а в услугах – резкий рост новых заказов. Но уже в августе обработка вышла в «плюс», показав максимальный рост с апреля 2019 года. Положительная динамика и в обработке, и в услугах обеспечила рост совокупного показателя деловой активности до максимального уровня с начала 2017 года.

- Существенный рост заказов в обоих секторах наконец-то транслировался с динамикой занятости, которая перестала сокращаться после 6-месячного периода падения.
- Деловые ожидания в российской экономике растут два месяца подряд, демонстрируя высокий уровень оптимизма.

Сводный индекс PMI по выпуску в июле резко перешел в область роста, достигнув отметки 56,8 п. по сравнению с 48,9 п. в июне, а в августе деловая активность выросла еще до 57,3 п., что является максимумом с начала 2017 г. (**Рисунок 24**). Рост индекса в июле был вызван резким ускорением деловой активности в сфере услуг, в августе положительной совокупной динамикой помог выход в зону роста показателя деловой активности в обрабатывающей промышленности. На фоне роста производства и величины новых заказов занятость в экономике стабилизировалась (50 п.) после полугодового периода снижения. Респонденты в июле и в августе говорили о росте оптимизма относительно будущих объемов производств (65,4 п. и 65,5 п. соответственно).

Нужно помнить, что PMI является диффузным индексом и показывает разницу между долями респондентов, столкнувшихся с ростом и снижением выпуска и/или спроса на собственную продукцию относительно предыдущего месяца, но не масштаб изменений. Поэтому, открытие большей части бизнеса сферы услуг после практически полной остановки ожидаемо вызывает рост соответствующих показателей PMI.

Рисунок 24. Динамика сводных индексов PMI по России, пунктов



Источник: IHS Markit.

Индекс PMI в обрабатывающих отраслях в июле показал более сильное снижение деловой активности, чем месяцем ранее (48,4 п. после 49,4 в июне), однако уже в августе индекс впервые за более чем год превысил отметку в 50 п., что формально соответствует росту активности, достигнув отметки 51,1 п. (**Рисунок 25**). В целом достигнутый уровень не очень высок по сравнению с другими странами, но в целом близок к долгосрочному среднему уровню для России (с января 2000 г.).

Рост деловой активности в августе был обусловлен как ускорением роста объемов производства (54,6 п. после 51,9 п. в июле, третий месяц подряд), так и возобновлением роста новых заказов (51,7 п. после 48,7 п. в июле) на фоне привлечения новых клиентов и усиления потребительского спроса. Сложившейся динамике способствовали дальнейшее ослабление ограничений и последующее возобновление операций у внутренних клиентов. Внешний спрос остается слабым, но в августе экспортные заказы сокращались самыми медленными темпами с мая 2019 г. (48,8 п. против 48,5 п. в июле).

Рисунок 25. Динамика индексов PMI в обрабатывающей промышленности, пунктов



Источник: IHS Markit.

Рисунок 26. Динамика индексов PMI в сфере услуг, пунктов

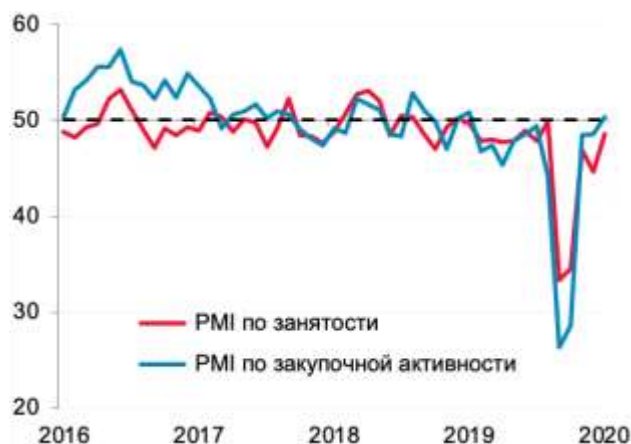


Источник: IHS Markit.

Несмотря на рост, объемы производства и спроса остаются пониженными, поэтому сокращение занятости продолжилось, однако заметно медленнее (с 44,7 п. до 48,6 п.) (Рисунок 27). На фоне оживления деловой активности и притока новых заказов закупки сырья и материалов выросли, хоть и незначительно, впервые за последние 12 месяцев (50,3 п.), хотя еще в июле закупочная активность заметно падала. Рост производственных потребностей также демонстрирует динамика сырьевых запасов, которые довольно сильно упали (42,8 п.).

Деловые ожидания в отношении будущих объемов производства немного снизились после июльского максимума за предыдущие шесть месяцев, однако уровень оптимизма остается устойчивым (64,3 п. против 65,2 п. в июле) (Рисунок 28). Компании надеются на рост спроса и восстановление экономики.

Рисунок 27. Динамика индексов PMI в обрабатывающей промышленности по запасам готовой продукции и занятости, пунктов



Источник: IHS Markit.

Рисунок 28. Динамика PMI по ожиданиям, пунктов



Источник: IHS Markit.

Индекс PMI в сфере услуг в июле продемонстрировал крутое изменение динамики, достигнув 12-летнего максимума в отметке 58,5 пункта. В августе он остался примерно на том же уровне (58,2 п.) (Рисунок 26). Рост был обусловлен возобновлением работы поставщиков услуг и их клиентов на фоне смягчения ограничительных мер. Объем новых заказов со стороны внутренних клиентов растет второй месяц подряд (58,4 п. в июле, 57,8 п. в августе), но динамика внешних заказов, как и в обработке, продолжает находиться в отрицательной области (43,8 п. в июле, 48,3 п. в августе).

В августе занятость в сфере услуг впервые с февраля выросла, пусть и незначительно (50,5 п.), завершив пятимесячный период снижения числа занятых в секторе. При этом подындекс незавершенных заказов вырос до максимального с ноября 2019 г. (оставаясь при этом меньше 50 п.: 48,2 п.). Некоторые респонденты отметили, что рост новых заказов привел к тому, что компании стали сталкиваться с нехваткой мощностей. Такая ситуация позволяет более быстро переносить рост издержек в конечные цены, а в среднесрочной перспективе может побудить компании к расширению мощностей.

Деловые ожидания достигли в июле девятимесячного максимума (65,5 п.), в августе увеличились дополнительно до 65,9 пункта. Доля респондентов, высказывающих оптимизм касательно будущего состояния бизнеса, сравнялась с обработкой, где не наблюдалось такого серьезного падения, как в услугах (Рисунок 28).

2.5. Активное восстановление розничной торговли в июле и августе

- В июле розничная торговля в значительной мере восстановилась: отставание от прошлогодних уровней сократилось с -7,7% г/г в июне до -2,6% г/г в июле. Июль был первым месяцем, когда в большинстве регионов розничная торговля работала без ограничений. Это позволило реализоваться отложенному спросу, дополнительно поддержанному социальными выплатами, начавшимися в июне.

- Июньская восстановительная динамика оборотов торговли продовольствием продолжилась в июле, но более умеренными темпами (+1% м/м после +5,7% м/м в июне), что поспособствовало дальнейшему снижению доли затрат на продовольствие в общих расходах до 48,1% с пиковых уровней в 57,6% в апреле.
- Непродовольственная розница по-прежнему остается основным фактором роста оборотов, однако в июле началось постепенное замедление роста спроса в большинстве товарных категорий (+10,1% м/м в июле после 26,0% м/м в июне).
- Оперативные данные по расходам россиян в августе свидетельствуют о том, что рост потребительской активности замедлился, что могло быть связано с постепенным снижением влияния эффекта отложенного спроса. На фоне постепенного восстановления доходов и занятости рост спроса по большинству товарных категорий затормозится. Отдельные улучшения, вызванные, в основном, возобновлением работы бизнеса и более активным перемещением граждан, будут отмечаться в отраслях, связанных с туризмом, ранее отстававших от общей восстановительной динамики.

По данным Росстата, в июле розничная торговля в значительной мере восстановилась до прошлогодних уровней: отставание сократилось с -7,7% г/г в июне до -2,6% г/г в июле (Рисунок 29). Июль был первым месяцем, когда в большинстве регионов розничная торговля работала без ограничений, и это позволило реализоваться отложенному спросу, дополнительно поддержанному социальными выплатами, начавшимися в июне. В результате существенно ускорилось восстановление непродовольственной розницы: годовые темпы падения (-2,7% г/г) приблизились к показателю по продовольственным товарам (-2,2% г/г). В июле объемы розничной торговли выросли на 5,5% м/м SA⁶ после роста на 14,7% м/м в июне, вплотную приблизившись к «докоронавирусным» уровням.

В июле восстановительная динамика оборотов торговли продовольственными товарами продолжилась более умеренными темпами (+1,0% м/м после +5,7% м/м в июне). Это поспособствовало дальнейшему снижению доли затрат на продовольствие в общих расходах до 48,1% с пиковых уровней в 57,6% в апреле (Рисунок 32). Расчеты Ромир показывают аналогичную динамику: расходы на еду второй месяц подряд находятся на привычных значениях, покупатели уже вернулись к стандартным нормам покупки продуктов, и, как следствие, происходит стабилизация Food Index на докризисных уровнях⁷.

Непродовольственная розница по-прежнему остается основным фактором роста оборотов, однако, в июле началось замедление темпов роста спроса в непродовольственных товарных категориях (+10,1% м/м в июле после +26,0% м/м в июне) (Рисунок 30). Столь значительный результат обусловлен, с одной стороны, отложенным спро-

⁶ Здесь и далее динамика месячных темпов роста представлена с устранением сезонности.

⁷ [Россияне продолжают сокращать траты на продукты питания](#) / Исследовательский холдинг «Ромир» 20.08.2020

сом предыдущих месяцев, возникшим во время приостановки деятельности, и с другой стороны, ожидаемым ростом цен из-за ослабления рубля и государственными мерами поддержки.

По данным платежной системы Банка России, отрасли, ориентированные на потребительский спрос, за последний месяц демонстрировали один из лучших результатов среди сводных показателей групп отраслей. В течение первых восьми недель лета в отрасли розничной торговли (ОКВЭД2 47) наблюдалось значительное превышение потока входящих платежей над «нормальным» уровнем (среднее недельное отклонение составило +19,75%). В августе улучшение динамики продолжилось.

Рисунок 29. Динамика розничных продаж продовольственных и непродовольственных товаров и оборота розничной торговли, % г/г



Источник: Росстат.

Рисунок 30. Динамика оборота розничной торговли (январь 2016 = 100%, сезонность устранена), %



Источник: Росстат, расчет ДИП.

В июле банки практически восстановили докризисные темпы выдачи кредитных карт и кредитов «наличными», что дополнительно поддержало реализацию отложенного спроса россиян, в первую очередь на непродовольственные товары и туристические услуги.

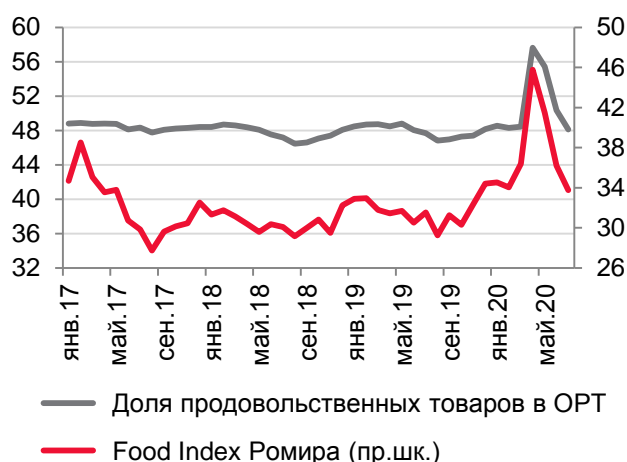
Рисунок 31. Динамика реальных доходов населения, % г/г



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

Источник: Росстат, расчеты ДИП.

Рисунок 32. Доля продовольственных товаров в обороте розничной торговли и Food Index Ромира, %

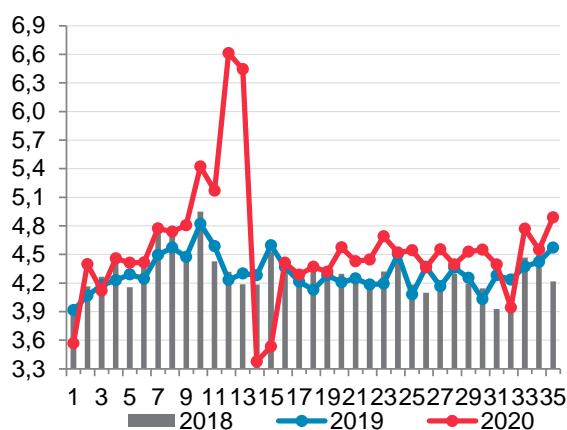


Источники: Росстат, Ромир.

Оперативные данные по расходам россиян за август свидетельствуют о продолжении тренда на стабилизацию расходов после пиковых значений весны. По данным индекса активности розничного бизнеса Первого ОФД, рассчитываемого как разница текущего количества чеков со средним значением за прошлый год, последние 12 недель отклонение сохраняется на стабильном среднем уровне $-0,08$ (минимальное значение $-0,45$ наблюдалось в марте). Согласно данным Ромир⁸, (Рисунок 33) в первые недели августа усилилась волатильность динамики повседневных расходов населения, однако по итогам месяца их объем оказался выше прошлогоднего уровня. По расчетам Сбербанка, улучшение динамики расходов домохозяйств на товары и услуги замедлилось. Объем потребительских расходов в августе вырос на $0,2\%$ г/г после снижения на $0,7\%$ г/г в июле и $5,8\%$ г/г в июне. При этом наблюдалось замедление роста расходов как в продовольственных, так и непродовольственных товарных категориях ($+5,6\%$ и $+7,5\%$ г/г соответственно в августе против $+7,2\%$ г/г и $+9,1\%$ г/г в июле соответственно) при замедлении падения трат на услуги до $17,5\%$ г/г в августе ($21,6\%$ г/г в июле) (Рисунок 34). Таким образом, второй месяц подряд спрос находится примерно на одном уровне при этом его структура постепенно нормализуется: увеличивается доля услуг, которые больше всего пострадали от действия ограничительных мер.

⁸ [Недельные расходы россиян сократились после резкого роста](#) / Исследовательский холдинг «Ромир» 25.08.2020

Рисунок 33. Объем номинальных повседневных недельных расходов населения, тыс. руб.



Источник: Ромир.

Рисунок 34. Изменение реальных расходов на товары и услуги в августе, % г/г



Источник: Лаборатория «СберДанные».

2.6. Рынок труда: уровень безработицы постепенно стабилизируется

- Безработица достигла максимального значения за последние восемь лет, при этом ее уровень стабилизируется.
- Рост зарплат в июне поддержали стимулирующие выплаты в сфере здравоохранения и государственного управления.

На конец июля уровень безработицы составил 6,3% против 6,2% месяцем ранее. В абсолютных цифрах количество безработных за месяц выросло на 125 тыс., до 4,7 млн человек. С устранением сезонности показатель безработицы стабилизировался на уровне прошлого месяца – 6,2% (Рисунок 35).

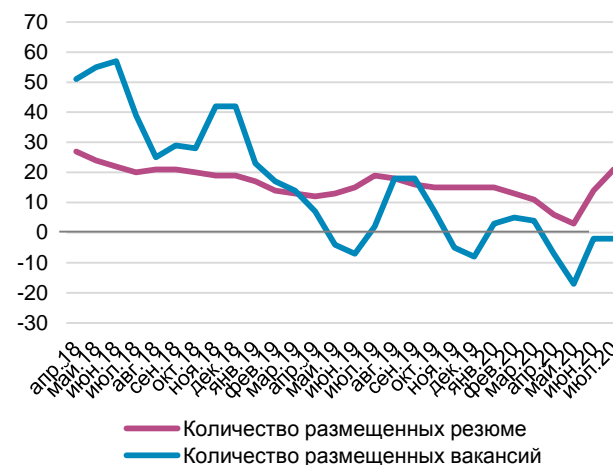
Количество зарегистрированных безработных в июле выросло в 4,6 раза в годовом выражении и составило 3,3 млн человек. Безработных по-прежнему мотивируют вставать на учет на бирже труда повышенные пособия, введенные в качестве меры поддержки населения. Постепенный выход из таких мер поддержки будет сдерживать дальнейший рост численности официально зарегистрированных безработных наряду со стабилизацией общего уровня безработицы.

Рисунок 35. Сезонно сглаженный уровень безработицы, %



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

Рисунок 36. Количество размещенных вакансий и резюме, г/г %

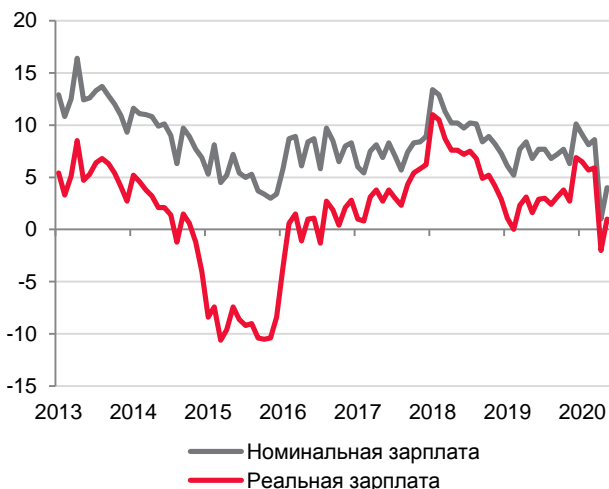


Источник: Headhunter

О признаках стабилизации на российском рынке труда говорят также данные интернет-сервиса по поиску работы. Динамика спроса на рынке труда по данным HeadHunter за месяц осталась также без изменений. Сокращение вакансий в июле, как и в июне, составило -2,0% г/г, после -17% г/г в мае (Рисунок 36).

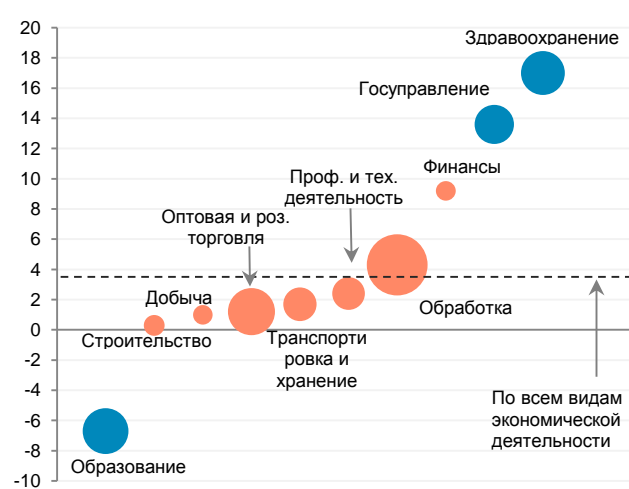
Основной причиной стабилизации спроса на труд является снятие ограничений почти во всех видах деятельности. Рост числа вакансий наблюдается во всех профобластях. Наибольшими темпами новые вакансии растут в области здравоохранения и на госслужбе: в июле 27 и 323% г/г соответственно.

Рисунок 37. Номинальные и реальные зарплаты, г/г %



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

Рисунок 38. Номинальные зарплаты по отраслям в июне, г/г %



Источники: Росстат, расчеты ДИП.
Размер круга соответствует доли отрасли в общем фонде оплаты труда.

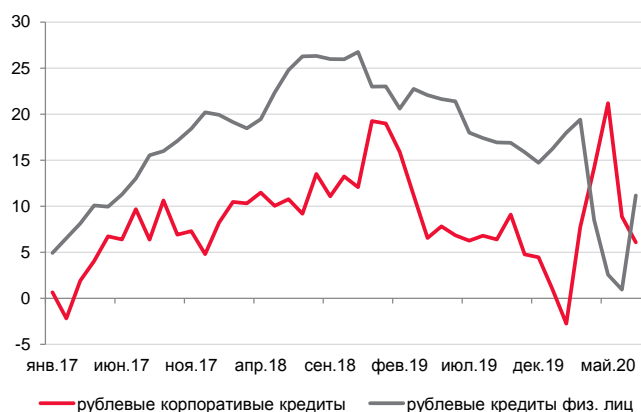
Зарплаты в экономике в реальном выражении в июне увеличились на 0,6% г/г, в номинальном — на 3,8% г/г (Рисунок 37). Рост зарплат поддерживают стимулирующие выплаты в здравоохранении (17,0% г/г) и госуправлении (13,6% г/г) (Рисунок 38). Рост зарплат в частном секторе начал постепенно восстанавливаться и в июне составил 2,3% г/г после 0,5% г/г в мае в номинальном выражении.

2.7. Банковский сектор в июле: ускорение роста розничного и корпоративного кредитования

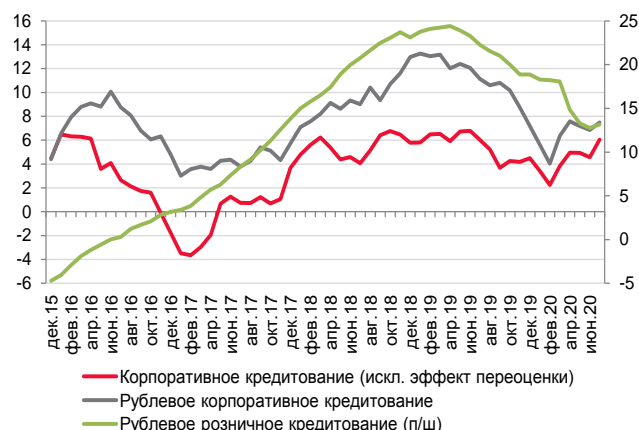
- В июле ускорение роста кредитования физических лиц продолжилось, прежде всего, за счет ипотеки – объем новых выданных ипотечных кредитов превысил уровень прошлого года на 63% г/г. Необеспеченное потребительское кредитование и автокредитование также ускорили рост.
- В последующие месяцы рост розничного кредитования, вероятно, будет происходить более умеренными темпами с учетом исчерпания отложенного спроса на кредиты, окончания действия льготных программ и повышения кредитных рисков на фоне снизившихся доходов населения.
- Рост корпоративного кредитования⁹ также ускорился, в основном за счет средне- и долгосрочных кредитов (свыше 1 года), отражая постепенное снижение потребности компаний в краткосрочном финансировании по мере восстановления экономики. Поддержку кредитованию юридических лиц продолжает оказывать действие госпрограмм.
- В июле продолжился рост доли просроченной задолженности по кредитам физическим и юридическим лицам, а также резервов на возможные потери по ссудам. Тем не менее, прибыль банковского сектора ощутимо выросла по сравнению с прошлым месяцем и соответствующим периодом прошлого года, создавая банковскому сектору запас прочности на случай дальнейшего роста кредитных рисков.

Прирост кредитования физических лиц в июле ускорился до 1,4% м/м после поправки на сезонность (далее – SA), что несколько превышает показатели начала года и значимо превосходит рост в мае и июне (0,2% м/м SA и 1,1% м/м SA) (Рисунок 59). В итоге трехмесячный аннуализированный сезонно сглаженный темп прироста портфеля ускорился до 11,2% с 0,9% в июне за счет того, что из базы расчета этого показателя ушли отрицательные темпы роста портфеля в апреле. Годовые темпы прироста ускорились с 12,8 до 13,2% (Рисунок 60).

⁹ В данном случае под корпоративным кредитом подразумеваются кредиты, предоставленные нефинансовым организациям и индивидуальным предпринимателям.

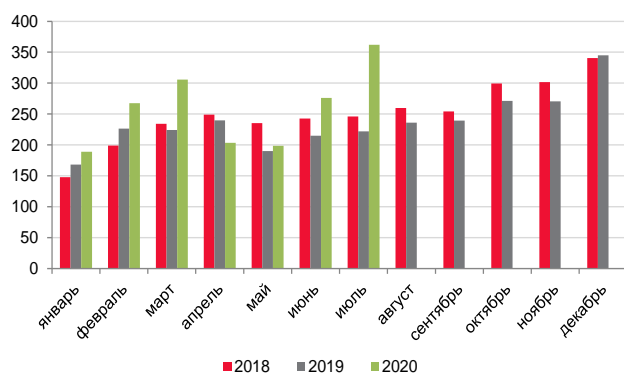
Рисунок 39. Динамика кредитования, 3х-месячная аннуализированная средняя, %

Источник: Банк России.

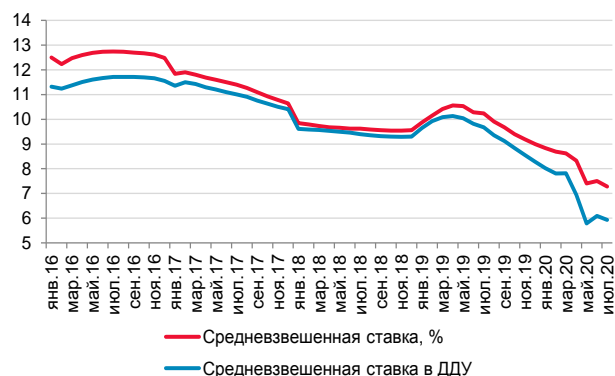
Рисунок 40. Годовые темпы роста кредитного портфеля, %/г

Источник: Банк России.

Основной вклад в ускорение роста розничного кредитования продолжает вносить ипотека. После существенного падения выдач новых ипотечных кредитов в апреле, в мае началось их восстановление. В июле 2020 г. годовой рост выдач новых кредитов составил 45% в количественном и 63% в стоимостном выражении (Рисунок 41). При этом, по оценкам, около трети выданных кредитов обеспечено действием льготной программы по ипотеке. Отметим, что льготная программа увеличила разницу между ставками на первичном и вторичном рынках (Рисунок 42), что привело к изменению структуры спроса в пользу новостроек. Доля кредитов на новостройки достигла максимума, превысив 40% всех выданных ипотечных кредитов в июне-июле 2020 года.

Рисунок 41. Динамика новых выдач рублевых ипотечных кредитов, млрд. руб.

Источник: Банк России.

Рисунок 42. Динамика ставок по ипотечным кредитам, %

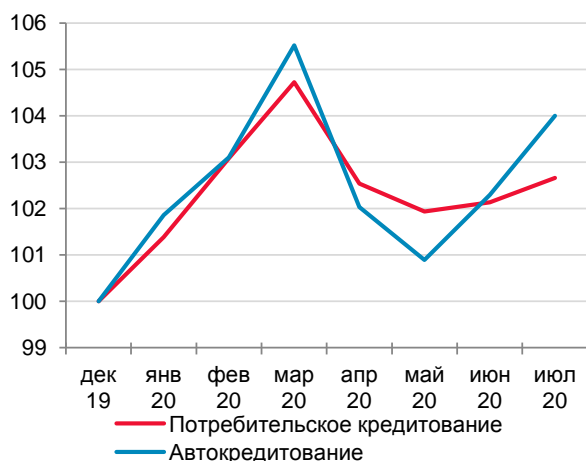
Источник: Банк России.

Необеспеченное потребительское кредитование и автокредитование в июле также демонстрировали ускорение темпов роста с 0,2% до 0,5% м/м SA и с 1,4 до 1,7% м/м SA соответственно. Рост кредитования поддерживают снижение ставок, программы государственной поддержки и реализация отложенного спроса. Так по данным [Ассоциации европейского бизнеса \(АЕБ\)](#), продажи автомобилей в июле вернулись на «докоронавирусный» уровень. Однако текущего восстановительного роста оказалось

пока недостаточно, чтобы динамика данных видов кредитования вернулась к «допандемическому» уровню¹⁰ (Рисунок 43). Кроме того, аппетит к риску у банков остается низким – [по данным НБКИ](#), по большинству видов кредитования банки сохраняют пониженный уровень одобрения заявок (Рисунок 44). Частично это связано с расширением круга заявителей, например, на ипотечные кредиты на фоне действия льготной программы кредитования.

Рост розничного кредитования в ближайшие месяцы продолжится, но, возможно, более умеренными темпами. Банки в условиях снизившихся доходов населения и некоторого роста просроченной задолженности по существующим кредитам могут начать еще более консервативно оценивать новых заемщиков. К тому же программа льготной ипотеки, которая вносит значительный вклад в текущий рост кредитования, заканчивает действие 1 ноября.

Рисунок 43. Динамика потребительского и автокредитования, м/м, % (сезонность устранена)



Источник: Банк России.

Рисунок 44. Динамика уровня одобрения кредитных заявок граждан, %

	Автокредиты	Кредитные карты	Потребительские кредиты	Ипотека	POS
Март	37%	27%	30%	63%	26%
Апрель	26%	22%	26%	58%	19%
Май	28%	25%	31%	56%	21%
Июнь	32%	26%	32%	53%	22%
Июль	31%	26%	31%	47%	23%

Источник: НБКИ.

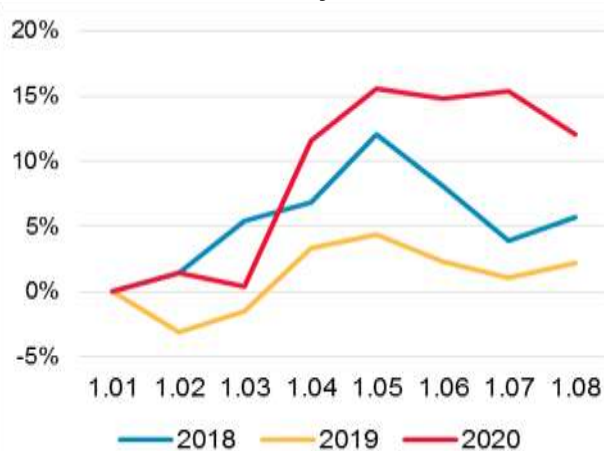
Прирост рублевого кредитования нефинансовых организаций в июле ускорился с 0,30% до 0,65% м/м SA и до 7,5% г/г с 6,9% г/г в июне. Трехмесячный аннуализированный сезонно сглаженный темп прироста составил 6,08%. Прирост рублевого портфеля в первую очередь был обеспечен ростом кредитования на срок свыше 1 года (Рисунок 45) при некотором снижении объемов краткосрочного кредитования (на срок до 1 года) (Рисунок 46).

Вероятнее всего, восстановление экономической активности привело к тому, что у компаний продолжил [снижаться объем выпадающих доходов](#). Это уменьшило их потребность в краткосрочном кредитовании. Кроме того, компании ранее могли полностью выбрать лимиты открытых для них банками кредитных линий. В результате рост объема краткосрочных кредитов после ощутимого ускорения, наблюдавшегося на протяжении прошлых месяцев, остановился.

¹⁰ Он был отчасти поддержан ажиотажным спросом в марте на фоне ожиданий повышения цен из-за ослабления валюты и проблем с поставками в связи с уже введенным в некоторых странах карантином.

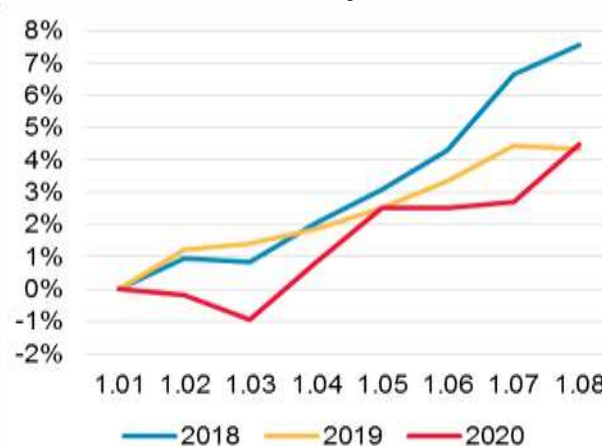
В июле также ускорилось кредитование финансовых организаций (без учета кредитных организаций) – прирост рублевых кредитов к соответствующему периоду предыдущего года увеличился с 31,8 до 36,2% г/г, а прирост общей суммы кредитов без учета валютной переоценки – с 30,1 до 31,9%. В результате рост кредитов, предоставленных финансовым и нефинансовым организациям, в июле ускорился – с 7,4% до 9% г/г без учета валютной переоценки. Рост кредитования юридических лиц продолжают поддерживать государственные программы¹¹ – с 1 по 29 июля по ним [было выдано кредитов на сумму 104,9 млрд руб.](#)¹² (124 млрд. руб. в июне).

Рисунок 45. Динамика кредитов нефинансовым организациям сроком до 1 года в рублях, в % к началу года



Источник: Банк России.

Рисунок 46. Динамика кредитов нефинансовым организациям сроком свыше 1 года в рублях, в % к началу года.



Источник: Банк России.

Прирост вкладов физических лиц в рублях несколько замедлился после июньского ускорения – их объем вырос на 0,9% м/м SA (в июне – на 1,4%, а мае – на 0,6%), аннуализированный темп роста составил 12,0%. Прирост вкладов в основном обеспечен увеличением объемов самых краткосрочных (и ликвидных) вкладов: до востребования и сроком до 30 дней. Это в некоторой степени можно объяснить [склонностью населения к высоколиквидным сбережениям](#) в условиях неопределенности. Некоторое замедление роста вкладов может также объясняться тем, что пик расходов бюджета на социальные выплаты и оплату труда был пройден в июне. Кроме того, в последнее время физические лица все больше [предпочитают альтернативные способы вложения средств](#), что в том числе вызвано снижением ставок по банковским вкладам.

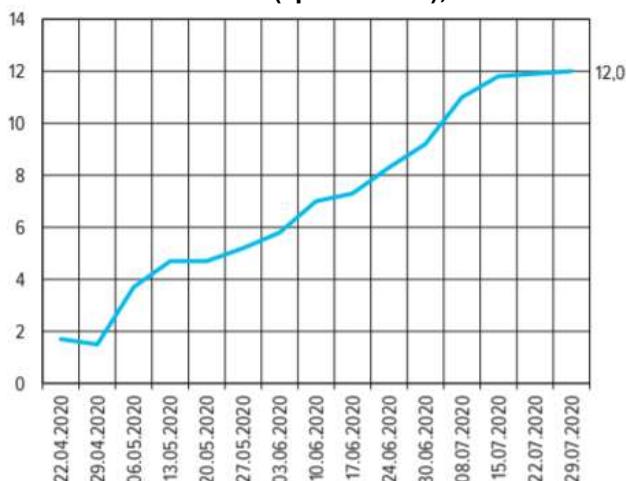
Отметим, что в условиях общего снижения ставок в экономике в июне-июле активизировался спрос со стороны заемщиков на реструктуризацию кредитов, связанную с пересмотром ставок по кредитным договорам с крупнейшими заемщиками. В результате, по состоянию на 29 июля СЗКО реструктурировали 12% задолженности крупных компаний (Рисунок 47). По реструктурированным кредитам банки могут временно не

¹¹ В соответствии с постановлениями Правительства РФ № 422, 582, 696.

¹² Без учета данных по программе «Кредиты на пополнение оборотных средств» в соответствии с Постановлением Правительства РФ от 24.04.2020 № 582

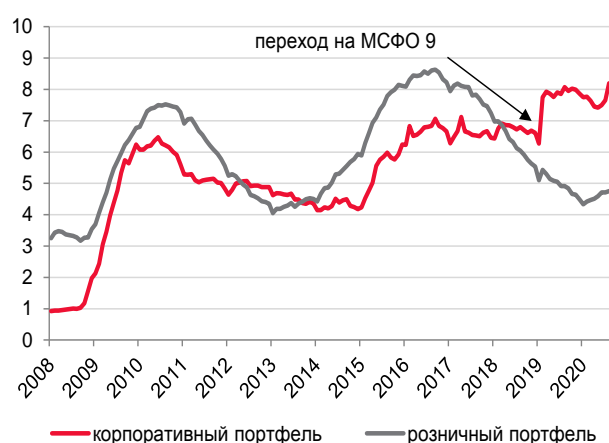
формировать дополнительные резервы на возможные потери по ссудам. Но несмотря на предоставленные банкам регуляторные послабления, банки продолжили наращивать резервы. За июль объем резервов на возможные потери с учетом корректировки вырос на 175 млрд рублей (в июне – на 153 млрд рублей, в мае – на 106 млрд рублей). Это свидетельствует об ожиданиях ухудшения финансового положения части заемщиков в дальнейшем. При этом доля просроченной задолженности продолжает постепенно расти – по кредитам физическим лицам она достигла 4,8%, нефинансовым организациям – 8,2% (в июне – 4,7% и 7,7% соответственно) (Рисунок 48). Вместе с тем, [опросы банков](#) в начале августа свидетельствуют о сохранении тренда на снижение числа заявок на реструктуризацию кредитов. В результате, дальнейшая динамика просроченной задолженности будет в основном определяться кредитным качеством уже реструктурированных кредитов.

Рисунок 47. Динамика доли реструктурированной задолженности по кредитам крупным компаниям (кроме МСП), %



Источник: Банк России.

Рисунок 48. Доля просроченной задолженности, %



Источник: Банк России.

В июле 2020 г. банковским сектором была получена прибыль в размере 188 млрд рублей, что превышает как июньские и майские показатели (79 млрд рублей и 45 млрд рублей соответственно), так и значения июля прошлого года (173 млрд рублей). Чистая прибыль составила 130 млрд рублей. Это создает запас прочности банковскому сектору на случай дальнейшего роста кредитных рисков.

Таким образом, в настоящее время происходит восстановление кредитной активности и значительное улучшение финансового результата банков, в том числе благодаря действию мер поддержки Правительства и Банка России. Тем не менее риски для банковского сектора сохраняются в связи с повышенной неопределенностью в отношении возможного дальнейшего распространения пандемии и ее влияния на экономику, а также пока еще неустойчивым характером восстановления экономики.

С одной стороны, эти риски связаны с возможностью возникновения второй волны коронавирусной инфекции и повторного ввода ограничительных мер. С другой стороны, в ближайшие месяцы могут исчерпать себя источники роста кредитования, осно-

ванные на реализации отложенного спроса, в то время как медленное восстановление экономики и доходов граждан могут привести к росту кредитных рисков, в том числе по уже реструктурированным кредитам.

Влияние этого риска ограничено тем, что в настоящее время банки проводят взвешенную политику. Об этом говорит тот факт, что они продолжают создавать дополнительные резервы на возможные потери по ссудам, несмотря на регулятивные послабления, а также осторожно подходят к кредитованию, тщательно оценивая риски заемщика.

2.8. Замедление роста расходов бюджета в июле

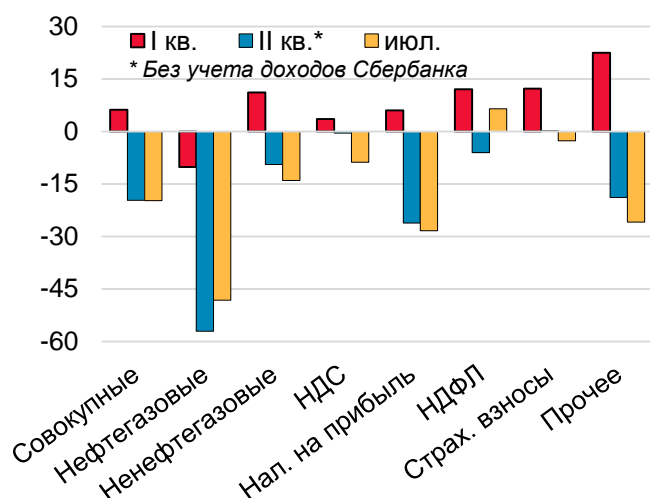
- В июле годовое снижение доходов расширенного бюджета ускорилось до 20% г/г в реальном выражении вследствие падения неналоговых доходов, возобновления снижения поступлений по налогу на прибыль, а также проявления влияния пандемии на поступления по НДС (уплачивается с лагом в квартал).
- Годовой рост расходов замедлился до 19% г/г в реальном выражении из-за прохождения пика выплат по социальному обеспечению и оплате труда. Ослабление ограничительных мер позволило активизировать рост капитальных вложений.
- Скользящие за 12 месяцев совокупный и ненефтегазовый первичные дефициты бюджета продолжились расширяться, смягчая негативное влияние пандемии на рост ВВП.

Доходы. По оперативным данным Казначейства России, в июле ускорилось годовое снижение совокупных доходов *расширенного бюджета* (до 20% г/г в реальном выражении¹³ с 13% г/г в июне) (Рисунок 49). Причиной стало падение неналоговых доходов, возобновление снижения поступлений по налогу на прибыль, а также уменьшение поступлений по НДС. НДС уплачивается с лагом в квартал, поэтому объем июльских сборов отражает значительное снижение экономической активности в II квартале: по предварительной оценке Росстата, ВВП в II квартале упал на 8,5% г/г.

Вместе с тем ускорился рост поступлений по НДФЛ, а также замедлилось падение нефтегазовых поступлений (до 48% г/г в реальном выражении против 67% г/г в июне) в условиях восстановления нефтяных цен и стабилизации уровня добычи (Рисунок 50).

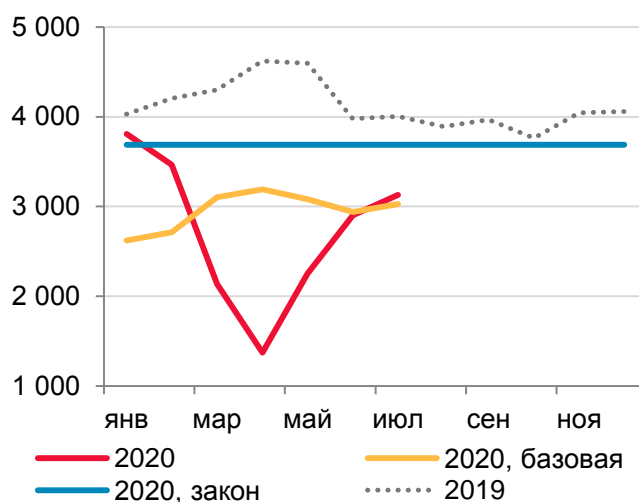
¹³ В качестве прокси дефлятора мы используем среднее значение между индексом потребительских цен и индексом цен производителей. В II квартале и июле -5 и 0% г/г соответственно.

Рисунок 49. Динамика доходов расширенного бюджета, в реальном выражении, % г/г



Источники: Казначейство России, Росстат, расчеты ДИП.

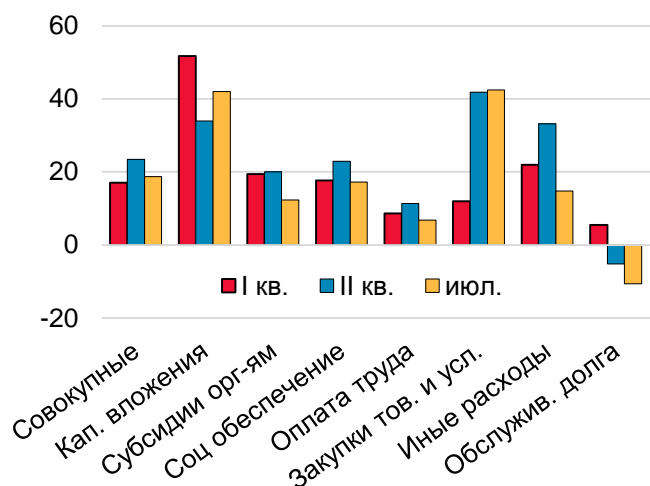
Рисунок 50. Цена нефти Urals, руб./барр.



Источники: Банк России, Минфин России, расчеты ДИП.

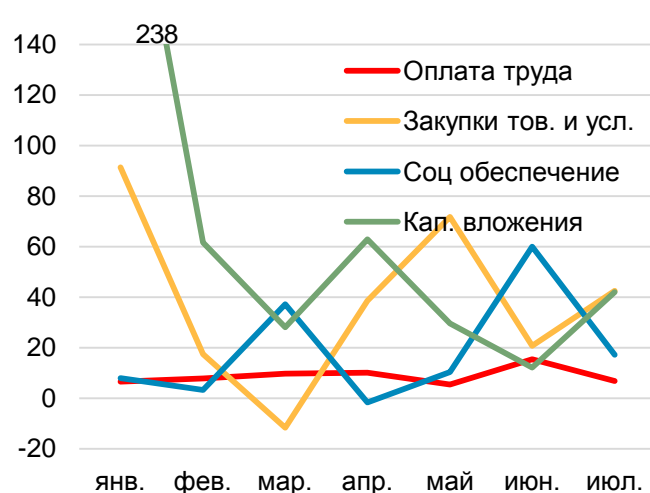
Расходы. Годовой рост расходов расширенного бюджета замедлился в июле до 19% г/г в реальном выражении с 33% г/г в июне (Рисунок 51). В июне был пройден пик роста расходов на социальное обеспечение и оплату труда (Рисунок 52). Снятие основной части карантинных ограничений позволило активизировать капитальные вложения.

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



Источники: Казначейство России, Росстат, расчеты ДИП.

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



Источники: Казначейство России, Росстат, расчеты ДИП.

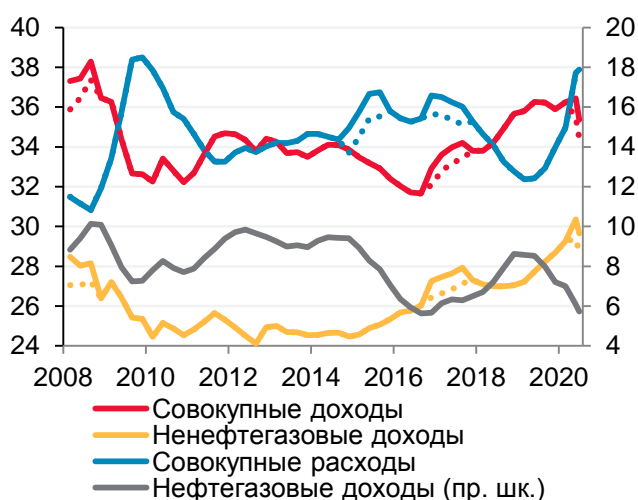
* Предварительные данные.

Сальдо бюджета и источники финансирования. В июле скользящие за 12 месяцев доходы расширенного бюджета в % к ВВП продолжили снижаться, а расходы – расти (Рисунок 53). Соответственно, расширяются скользящие за 12 месяцев совокупный и нефтегазовый первичные дефициты (в июле 3,5 и 8,5% ВВП соответственно без учета доходов от сделки с акциями ПАО Сбербанк) (Рисунок 54).

Основным источником финансирования бюджетного дефицита остаются внутренние заимствования. На фоне высокой потребности в привлечении средств¹⁴, премия к доходности на вторичном рынке возросла. Кроме того, в соответствии с бюджетным правилом продолжается использование средств ФНБ для компенсации выпадающих базовых нефтегазовых доходов¹⁵.

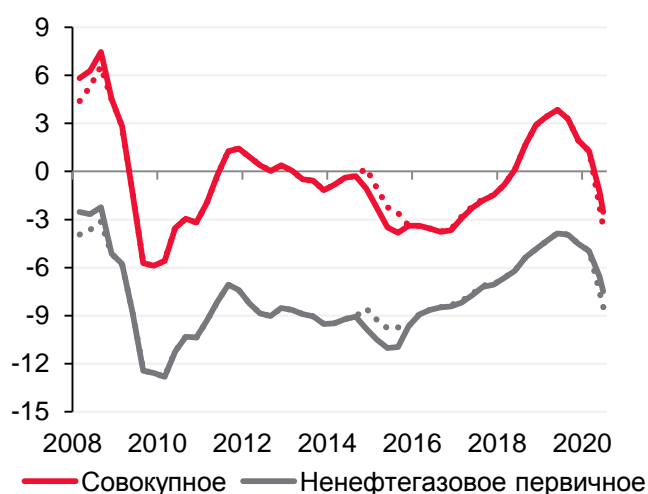
Высокий рост бюджетных расходов при одновременном сокращении изъятий средств из частного сектора позволяет значительно смягчить негативное влияние ограничительных мер на экономическую активность в рамках проводимой контрциклической политики.

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



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

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



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

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

¹⁴ План на III квартал по валовому размещению госбумаг – 1,0 трлн рублей.

¹⁵ Ожидаемая положительная величина дополнительных нефтегазовых доходов в августе компенсируется отклонением в отрицательную область фактически полученных нефтегазовых доходов от ожидаемого месячного объема по итогам июля.

3. Глобальная экономика, финансовые и товарные рынки

3.1. ФРС уточнила цели политики и перешла на таргетирование средней за период инфляции

- ФРС США переходит к таргетированию средней инфляции – достижение цели по инфляции в 2% в среднем в течение определенного времени.
- Согласно текущим макроэкономическим данным, экономический эффект от второй волны пандемии в США оказался меньше ожиданий рынка – рост ВВП в III квартале может нивелировать значительную часть спада первого полугодия.
- В еврозоне и до второй волны заболеваний в опросных показателях и макростатистике просматривались признаки того, что восстановление экономической активности последовательно замедляется. Рост новых случаев заболеваний может лишь усугубить этот эффект.
- В июле темп роста экономики Китая сохранился на июньском уровне, в то время как ключевым фактором восстановления экономической активности остается поддержка властей. В ближайшие месяцы рост экономики может ускориться вслед за расширением поддержки со стороны бюджета.
- СФР: регуляторы сохраняют ключевые ставки на минимальных уровнях для поддержания ценовой стабильности. Впрочем, некоторые из них начинают задумываться о нормализации политики в 2021 году.

ФРС переходит к таргетированию средней инфляции

Федеральный комитет по открытым рынкам ФРС США объявил об обновлении своих долгосрочных целей и стратегии денежно-кредитной политики. Наиболее существенные изменения – смена приоритета в целях на достижение максимальной занятости и переход к таргетированию среднего уровня инфляции (average inflation targeting). ФРС США теперь будет оценивать ситуацию на рынке труда не с точки зрения «отклонения от максимального уровня» занятости, а с точки зрения «оценки нехватки занятости по сравнению с максимальным уровнем» (shortfalls of employment). Теперь по мере снижения уровня безработицы ФРС США, вероятно, не будет повышать процентные ставки, если инфляция будет продолжать слабо реагировать на изменения на рынке труда.

Стратегия ФРС США по ценовой стабильности скорректирована на «достижение цели по инфляции в 2% в среднем в течение определенного времени». При этом период четко не обозначен. Учитывая, что в последнее время инфляция была стабильно ниже целевого значения (Рисунок 67), денежно-кредитная политика теперь, судя по всему, будет нацелена на достижение инфляции умеренно выше 2% в течение некоторого времени. Это в свою очередь означает сохранение низких уровней ставок в течение более длительного периода времени.

Рисунок 55. Базовый дефлятор потребительских расходов,
% г/г



Источник: ФРС США

Обновление стратегии ФРС США сигнализирует о трудностях в решении задачи ускорения инфляции. [По мнению аналитиков](#), долгосрочные процентные ставки уже находятся на низких уровнях, и дополнительное усиление forward guidance не означает значительного смягчения денежно-кредитной политики. В совокупности с низкой вероятностью перехода к отрицательным процентным ставкам в США эффект от дополнительного стимула в виде таргетирования среднего уровня инфляции может оказаться крайне ограниченным. Для поддержки экономики страны, по мнению Дж. Пауэлла, необходимо согласие Конгресса на увеличение бюджетных расходов.

В процессе стратегического пересмотра ДКП сейчас также находится ЕЦБ. Отметим, что регулятор столкнулся с комбинацией таких же факторов, лежащих в основе решения о смене режима политики ФРС США, которые обозначил Дж. Пауэлл в своей речи: снижение оценок потенциальных темпов роста экономики, снижение оценок нейтральных ставок и «уплощение» кривой Филлипса вместе со снижением оценок долгосрочного уровня безработицы. Однако ситуация в ЕЦБ осложняется еще более низкими инфляционными ожиданиями, которые могут также подтолкнуть ЕЦБ к движению в сторону перехода на таргетирование среднего уровня инфляции.

Рисунок 56. Инфляционные ожидания на основе 5-летних свопов, %



Источник: Capital Economics

США: продолжение восстановления экономики несмотря на рост числа новых случаев коронавируса

Данные за июль-август 2020 г. отражают продолжение умеренного восстановления экономики и сигнализируют о том, что эффект от роста числа новых заболеваний коронавирусом оказался меньше ожиданий аналитиков. Это поддержит восстановительный рост экономики в III квартале, который может практически в значительной степени компенсировать падение экономики в первом полугодии.

Потребление по итогам июля выросло на 1,6% м/м SA в реальном выражении, сигнализируя о продолжении устойчивого восстановления.

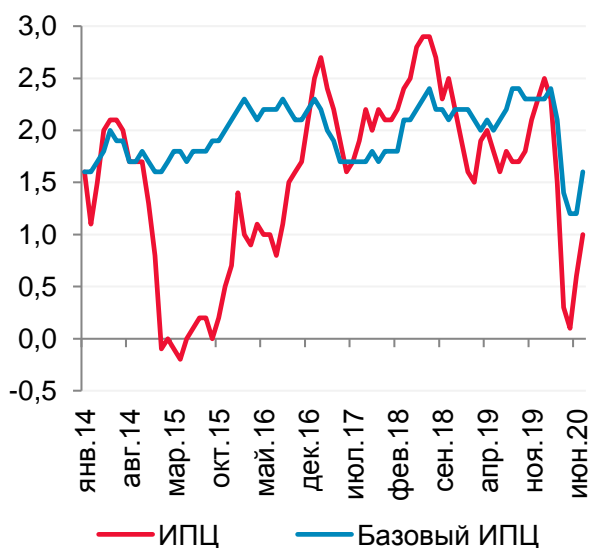
Рост потребительских цен в июле составил 0,6% м/м SA и 1,0% г/г (Рисунок 57). Июльские данные указали на восстановление цен наиболее пострадавших от действия ограничительных мер товаров и услуг. Июльские данные по инфляции значительно снизили опасения относительно рисков раскручивания дефляционной спирали. По мере восстановления экономической активности цены, вероятно, продолжат возвращаться к «допандемическому» уровню.

Оценки индексов IHS PMI в августе продемонстрировали сильный рост производства в частном секторе (Рисунок 58). Сводный индекс IHS PMI Markit увеличился до 54,6 п. на фоне восстановления как внутреннего, так и внешнего потребительского спроса. Восстановление деловой активности продемонстрировали как предприятия обрабатывающей промышленности (соответствующий индекс PMI вырос до 53,1 п.), так и сферы услуг (рост до 55,0 п.). Однако ожидания респондентов на 2021 г. несколько снизились на фоне роста неопределенности, связанной с пандемией и предстоящими выборами.

Индекс опережающих экономических показателей (Conference Board Leading Economic Index) в июле вырос на 1,4% м/м SA до 104,4%. Рост индекса продолжается третий месяц подряд.

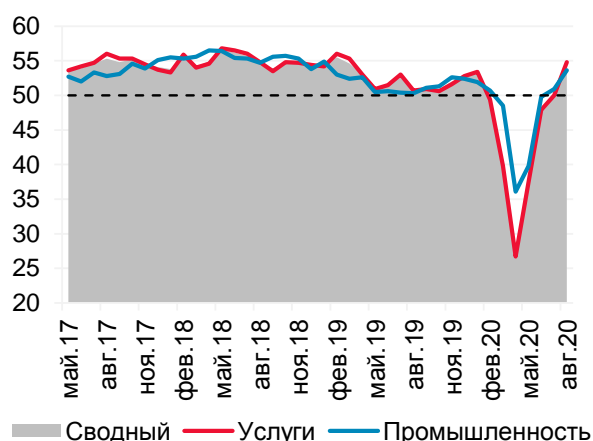
Объемы строительства новых домов в июле выросли на 22,6% м/м SA, а число выданных разрешений на строительство выросло на 18,8% м/м SA. Строительный сектор демонстрирует уверенные темпы восстановления, приближаясь к докризисному уровню.

Рисунок 57. Динамика ИПЦ и базового ИПЦ, %, г/г



Источник: Bloomberg Finance L.P.

Рисунок 58. Динамика индексов Markit IHS PMI, пунктов.



Источник: Bloomberg Finance L.P.

Вместе с тем, в сентябре истекает срок действия программ помощи населению и компаниям, которые помогли смягчить экономические последствия пандемии COVID-19, а вопрос о возобновлении и/или введении новых пакетов антикризисных мер до сих пор не решен. Тупик в переговорах повышает вероятность нивелирования стимулирующего эффекта более ранних программ поддержки. Кроме того, любое компромиссное решение относительно новых мер, вероятно, приведет к значительному сокращению текущего уровня поддержки домохозяйств через сокращение повышенных пособий по безработице или других трансфертов.

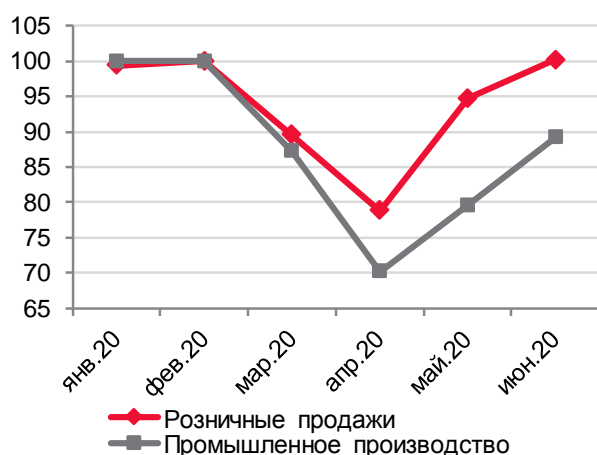
Дальнейшая экономическая политика США сильно зависит от результатов выборов в ноябре. Однако несмотря на разницу политических курсов у основных кандидатов в Президенты США (Дж. Байдена и Д. Трампа), ожидается, что динамика основных экономических показателей вряд ли существенно изменится в случае победы того или иного кандидата, поскольку политика обоих предполагает сохранение стимулирующего влияния фискальных мер.

Еврозона: восстановление роста экономики замедляется

Сводный индекс PMI сократился с 54,9 п. в июле до 51,9 п. в августе, что оказалось ниже консенсус-прогноза (54,9 п.). Индексы в обрабатывающей промышленности и секторе услуг снизились, причем последний упал наиболее сильно (с 54,7 п. до 50,5 п.). Динамика индексов в последние месяцы в значительной степени определялась введением ограничительных мер и последующим постепенным выходом из них, в то время как дальнейшее восстановление экономики, несмотря на существенные меры поддержки со стороны властей, скорее всего, будет происходить медленно. Кроме того, замедление восстановления активности в еврозоне может отчасти объясняться возобновлением роста новых случаев заболеваний коронавирусом и повторным введением ограничений в отдельных странах. Однако и до второй волны заболеваний в опросных показателях и индикаторах просматривались признаки того, что восстановление экономической активности постепенно замедляется:

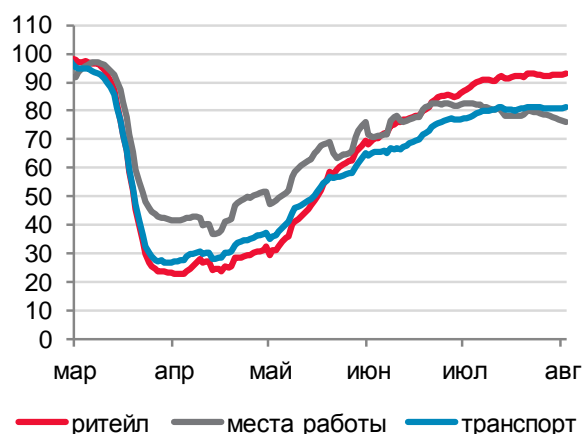
- Розничные продажи в еврозоне восстановились до предкризисных уровней по итогам июня, промышленное производство – еще нет (Рисунок 59). При этом восстановление потребительской уверенности замедлилось в июле и практически остановилось в августе. По данным опроса Европейской комиссии, потребители неохотно тратят сбережения на крупные покупки и планируют экономить больше как в настоящее время, так и в течение следующих 12 месяцев. Окончание мер господдержки субсидирования занятости в большинстве стран еврозоны также ограничивает потребительский оптимизм. В результате общие потребительские расходы, вероятно, еще долгое время останутся на низком уровне, ограничивая экономический рост.
- Около 20% рабочих до сих пор еще не посещают места работы, при этом индексы мобильности в еврозоне вышли на плато, так и не достигнув предкризисных уровней (Рисунок 60).

Рисунок 59. Розничные продажи и промышленное производство в еврозоне, индекс (январь 2020 = 100)



Источнику: Bloomberg Finance L.P.

Рисунок 60. Посещение мест работы, точек розничной торговли и транспорта в еврозоне, индекс



Источник: Google Mobility Index

- Рост широкой денежной массы (M3) ускорился в июле до 10,1% г/г – самого высокого уровня с мая 2008 года. Данная динамика в значительной степени вызвана продолжающимся ускорением роста кредитования правительств стран еврозоны, которое достигло 19,8% г/г (Рисунок 53). Рост кредитования частного сектора практически не изменился в июле, но остается значительно выше уровня начала года. Кредитование НФО¹⁶ резко выросло во время карантина, поскольку фирмы возмещали часть потерянных доходов банковскими ссудами. Однако всплеск кредитования компаний уже закончился: ежемесячный прирост кредитования в июле вернулся к «нормальному» уровню в 0,3% м/м.
- Индикатор экономических настроений (ESI) вырос в августе четвертый месяц подряд (Рисунок 54). Однако индекс смог компенсировать лишь 60% совокупного снижения марта-апреля, при этом рост индикатора замедлился по сравнению с двумя предыдущими месяцами. Это является дополнительным свидетельством того, что, хотя экономика продолжила расти в августе, темпы восстановления значительно снизились относительно июня-июля. По оценкам Capital Economics, экономические индикаторы указывают на то, что рост ВВП еврозоны в III квартале, вероятно, не сможет полностью компенсировать падение в II квартале на 12,1% к/к.

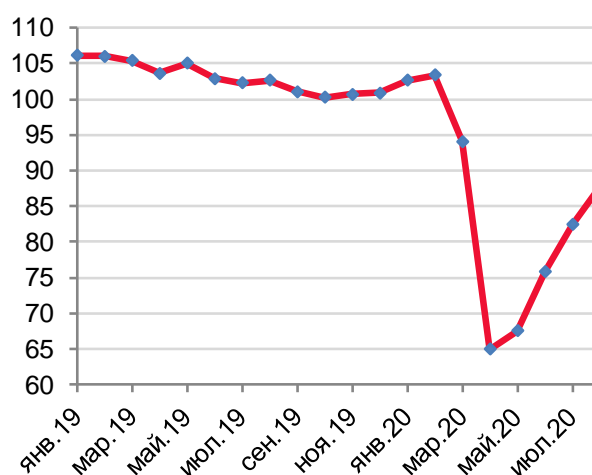
Отчет об июльском заседании ЕЦБ по ДКП отражает устойчивый консенсус в пользу сохранения текущих параметров политики. В случае отсутствия больших сюрпризов в экономических данных или новых потрясений на финансовых рынках, ЕЦБ, вероятно, сохранит до конца 2020 г. политику без существенных изменений.

Рисунок 61. Темпы роста кредитования в еврозоне, г/г



Источник: Евростат.

Рисунок 62. Индикатор экономических настроений (ESI) в еврозоне, пунктов



Источник: Европейская комиссия.

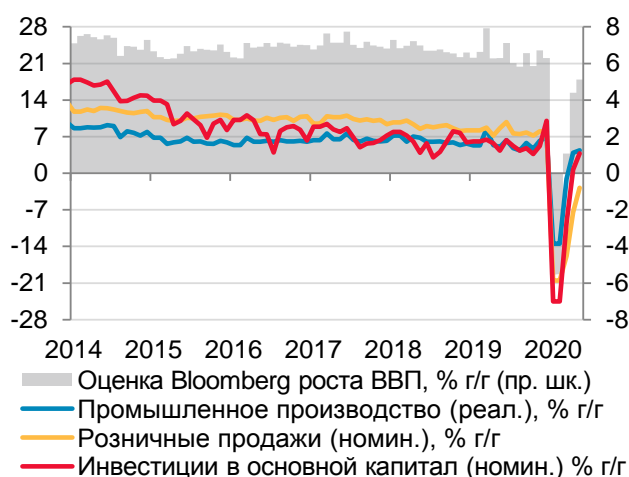
¹⁶ НФО – нефинансовые организации

Китай: восстановление активности продолжается и может ускориться

В июле продолжилось восстановление экономической активности в Китае, при этом основные макропоказатели в целом оказались немного хуже ожиданий. Годовой рост инвестиций в основной капитал ускорился до 7,4% (в июне 5,4%), промышленного производства – сохранился на уровне 4,8% (Рисунок 63). Годовое снижение розничных продаж замедлилось до 1,1% (в июне 1,8%), но склонность экономических агентов к сбережению остается на уровне, близком к рекордному. По оценкам Capital Economics, обновили максимумы очищенные от сезонности показатели товарного экспорта и импорта. В целом, по оценкам Bloomberg, темп роста экономики Китая остался на июньском уровне.

Ключевым фактором восстановления активности остается поддержка властей. Снижение процентных ставок в экономике в первой половине года, расширение бюджетного дефицита, а также смягчение регулирования теневого финансирования способствует продолжающемуся ускорению роста совокупного кредитования в Китае (Рисунок 64).

Рисунок 63. Основные макропоказатели Китая



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

Рисунок 64. Рост кредитования в Китае



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

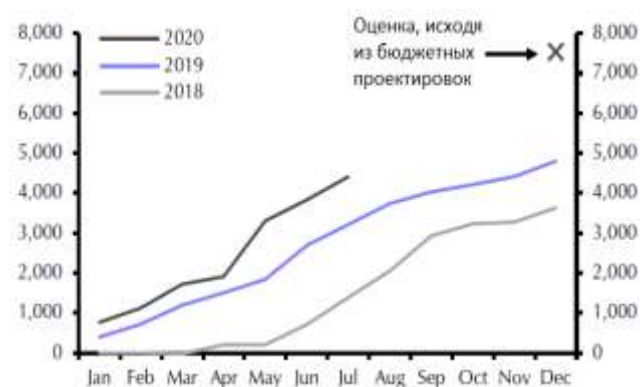
В последующие месяцы восстановление экономической активности в Китае не только должно продолжиться, но и может ускориться. Рост продаж грузовиков, являющийся опережающим индикатором активности в промышленности и инвестиционной активности, значительно ускорился в последние месяцы, уступая лишь пиковым значениям конца 2009 – начала 2010 гг. (Рисунок 65). Кроме того, в ближайшие месяцы можно ждать активного расширения финансирования со стороны государственного бюджета и государственных региональных компаний (LGFVs) (Рисунок 66). Поддержка со стороны бюджета должна компенсировать ужесточение денежно-кредитных условий: начиная с мая процентные ставки в экономике имеют тенденцию к восстановлению, которое призвано обеспечить сбалансированный рост кредитования. Основными рисками для Китая остаются ситуация с пандемией и ухудшение отношений с США.

Рисунок 65. Динамика продаж грузовиков и производства электроэнергии в Китае, скользящее за три месяца, % г/г



Источник: Capital Economics.

Рисунок 66. Чистый выпуск государственных и квазигосударственных облигаций, накопленный с начала года, млрд юаней



Источник: Capital Economics.

СФР: регуляторы сохраняют стимулирующую ДКП, но некоторые уже задумываются о нормализации политики

В августе центральные банки СФР сохранили стимулирующую денежно-кредитную политику: ключевые ставки остаются на исторических минимумах либо близки к ним. На прошедших заседаниях советов директоров центральных банков крупных СФР были приняты решения о сохранении ключевых ставок без изменений в Турции (8,25%), Индонезии (4%), в Республике Филиппины (2,25%), Южно-Африканской Республике (ЮАР) (3,5%), Таиланде (0,5%), Чили (0,5%) (Рисунок 67). Решения о снижении ставок были приняты в Мексике (на 50 б.п. до 4,5%) и Бразилии (на 25 б.п. до 2%).

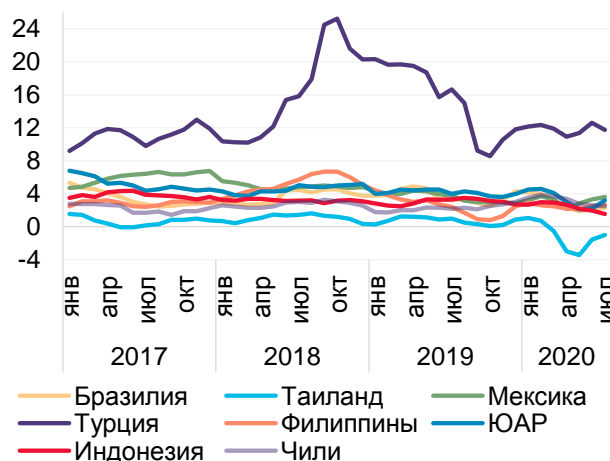
При этом некоторые банки начинают давать сигналы относительно сроков нормализации политики. Например, представители Народного Банка Польши (Е. Гатнар) указывают на то, что сохранение текущих темпов восстановления экономики при контролируемой эпидемиологической ситуации приведет к постепенному ускорению инфляции, что позволит рассмотреть возможность нормализации политики уже с начала 2021 г. (ключевая ставка в Польше была кумулятивно понижена на 140 б.п., до 0,1%).

Рисунок 67. Кумулятивное снижение ключевых ставок в избранных СФР с начала 2020 года, б.п.



Источник: Bloomberg Finance L.P.

Рисунок 68. Динамика инфляции в избранных СФР, % г/г



Источник: Bloomberg Finance L.P.

Годовая инфляция в июле продемонстрировала разнонаправленную динамику (Рисунок 68). Замедление темпов роста цен отмечается в Индонезии (с 2 до 1,5% г/г), Турции (с 12,6 до 11,8% г/г) и Чили (с 2,6 до 2,5% г/г). При этом ускорение инфляции отмечается в ЮАР (3,2% г/г), Республике Филиппины (2,7% г/г), Бразилии (2,3% г/г) и Мексике (3,6% г/г). В Таиланде годовая инфляция все еще остается в зоне отрицательных значений (-1% г/г).

Среди основных проинфляционных факторов регуляторы выделяют динамику цен на энергоресурсы, обменного курса, цен на транспортные услуги, рост предельных издержек, связанных с пандемией. В отдельных случаях влияние оказывает динамика регулируемых цен (ЮАР) и повышение налогов (Турция¹⁷). Сдерживающее воздействие в июле, по оценкам регуляторов, оказали следующие факторы: низкий спрос; динамика цен на продукты питания; динамика цен на образовательные услуги (за счет предоставления скидок на обучения из-за перехода на домашнее обучение), динамика цен на отдельные категории товаров и услуг (гостиницы и рестораны, одежда и обувь и пр.).

Несмотря на некоторое восстановление экономической активности в СФР после ослабления ограничительных мер, а также умеренного восстановления внешнего спроса, неопределенность относительно дальнейшей динамики остается высокой. Объемы мер поддержки экономики в странах с развивающимися рынками существенно ниже, чем в развитых странах. В среднесрочной перспективе существует риск того, что проблемы с ликвидностью в отдельных СФР превратятся в проблемы с платежеспособностью. Более того, усиление неравенства на фоне асимметрии экономических послед-

¹⁷ В Турции был повышен налог на автомобили среднего класса и класса люкс.

ствий для населения с различным уровнем доходов, может усилить [политэкономические ограничения](#) во многих странах.

3.2. Мировые финансовые рынки восстановились после падения в начале года

- Фондовые рынки демонстрируют стремительное V-образное восстановление с февральских минимумов на фоне мягкой денежно-кредитной политики крупнейших центральных банков и «поиска доходности» в эпоху нулевых процентных ставок.
- Риск перегрева рынков рискованных активов возрастает. Их коррекция может произойти в случае, если накопленный эффект от принятых властями мер по оживлению реальной экономики окажется недостаточным, а разрыв между фондовыми рынками и реальной экономикой продолжит нарастать.
- В целом на мировых финансовых рынках во второй половине лета не было однонаправленной динамики. Инвесторов беспокоит медленное восстановление экономики, которое пока не дает надежды на быстрый выход из рецессии. В результате после бурного роста наступил период стабилизации.
- Выступление Председателя ФРС Дж. Пауэлла относительно перехода к таргетированию средней инфляции на уровне 2% на неопределенном временном горизонте было воспринято как сохранение процентных ставок на низком уровне в течение длительного времени и поддержало рынки СФР.
- Ослабление доллара США (за последний месяц доллар потерял 0,6% к евро), усиление притока средств в биржевые фонды (ETF), инвестирующие в золото, помогли золоту обновить исторические максимумы (2 063 долл. США). Валюты стран с формирующимися изменились разнонаправленно: бразильский реал потерял 0,23%, мексиканское песо укрепилось на 3,30%, индонезийская рупия потеряла 0,80%, южноафриканский ранд прибавил на 4,9%.
- Рубль продолжал снижаться к доллару с локальных максимумов начала июня. За вторую половину лета он потерял 11,5%. Ослабление рубля в июле-августе вызвано сезонным снижением экспорта и ростом спроса на валюту для выплаты дивидендов. Восстановление экономической активности привело к увеличению импорта. Важным фактором также стал рост геополитических рисков.
- Минфин постепенно сместил предложение госбумаг в пользу ОФЗ с плавающим купоном (78% размещенного за первые два месяца квартала бумаг приходятся на флоатеры и инфляционный линкер). Это помогло стабилизировать ситуацию на рынке ОФЗ с фиксированным купоном.

- В целом с середины июля угол наклона кривой ОФЗ на отрезке 10 лет – 2 года увеличился с 181 до 208 б.п. за счет роста доходностей длинных бумаг: доходности в сегменте 10–20 лет выросли на 28–33 б.п. (10 лет – 6,20%, 20 лет – 6,49%), в секторе 3–5 лет – на 11–20 б.п. (3 года – 4,69%, 5 лет – 5,35%).

Глобальные финансовые рынки

Глобальные фондовые рынки продолжили стремительное восстановление во второй половине лета по V-образной траектории. Так, падение индекса S&P в феврале – марте, превысившее 33%, сменилось почти таким же стремительным ростом: за март – август индекс с мартовских минимумов вырос на 54%, превысив докризисный уровень (правда, «откаившись» с начала сентября с достигнутых уровней). Европейские и азиатские индексы демонстрируют более скромное восстановление (Euro Stoxx 50 вырос на 37,5% с уровней марта, CAC 40 – на 33,0%, Nikkei – на 41%, CSI 300 – на 33%), тем не менее, оно также соответствует V-образной траектории.

В условиях резкого снижения ключевой ставки ФРС США на 1,5% в первой половине 2020 г., масштабных вливаний ликвидности и принятия иных стимулирующих мер рост фондового рынка объясним: низкая процентная ставка снижает стоимость заимствований компаний, что может благоприятно влиять на доходы компаний и их прибыль. В то же время близкие к нулевым и даже отрицательные доходности облигаций стимулируют инвесторов искать другие источники потенциального дохода. И в этом смысле понятен интерес к акциям, в том числе, высокотехнологичных компаний¹⁸: спрос на ИТ-технологии и услуги вырос в связи с карантинными ограничениями.

Стремительный рост фондовых рынков при сохранении набранных темпов может привести к их перегреву. Однако произойти это может в случае, если накопленный эффект от принятых монетарными властями мер по оживлению реальной экономики окажется недостаточным и разрыв между фондовыми рынками и реальной экономикой продолжит нарастать. То, как будет развиваться ситуация, может стать определяющим фактором динамики рынков до конца 2020 года.

В остальных сегментах финансового рынка во второй половине лета не было одностороннего движения: периоды относительного оптимизма сменялись более тревожными настроениями. Неопределенность относительно скорости восстановления экономик остается высокой.

В целом с середины июля доходность 10-летних казначейских облигаций США выросла на 5 б.п. до 0,70%. Угол наклона кривой (разница в доходностях) между 10-летними и двухлетними облигациями увеличился с начала августа на 7 б.п. до 55 б.п. (подробнее об изменении форм кривых доходностей см. раздел «В фокусе»). Доходности гособлигаций стран с формирующимися рынками изменились разнонаправленно:

¹⁸ Индекс NASDAQ ставит очередные рекорды роста, превышая минимумы этого года на 68% и торгуясь вблизи новых исторических максимумов

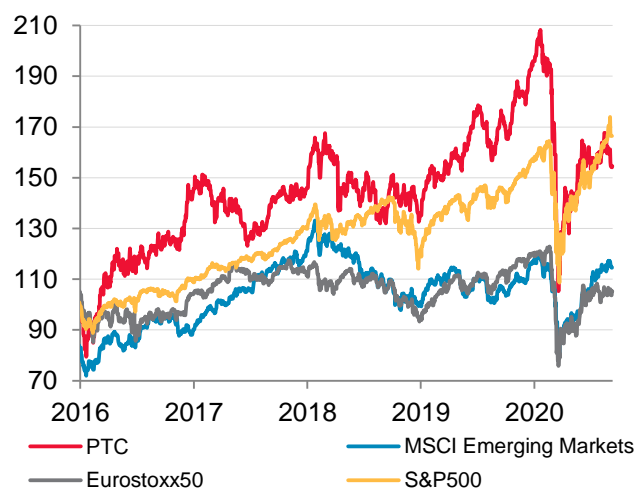
10-летние госбумаги Бразилии прибавили в доходности 24 б.п. (до 6,90%), доходности гособлигаций ЮАР снизились на 19 б.п. до 9,14%, Индонезии – на 20 б.п. до 6,82%.

На фоне снижения доллара США к евро и рекордного притока средств в биржевые фонды (ETF), которые занимаются инвестированием в золото, стоимость драгметалла достигала исторического максимума в 2 063 долл. США, однако впоследствии она снизилась до 1 929 долл. США.

За последний месяц евро укрепился к доллару США на 0,6% (до 1,18), валюты стран с формирующимися изменились разнонаправленно: бразильский реал потерял 0,23%, мексиканское песо укрепилось на 3,30%, индонезийская рупия потеряла 0,80%, южноафриканский ранд прибавил на 4,9%.

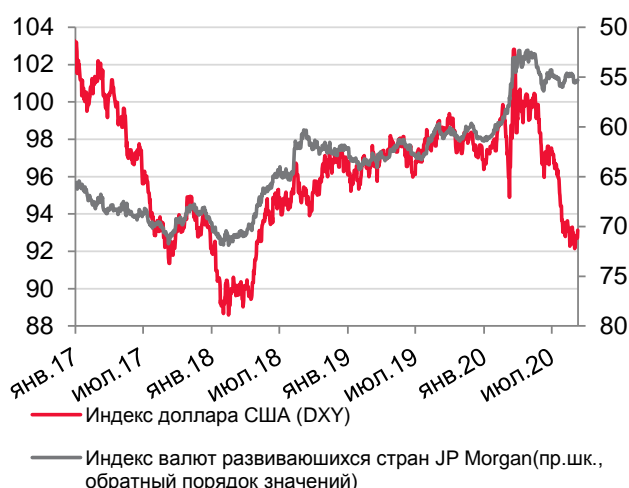
Дальнейшее развитие ситуации во многом будет зависеть от скорости восстановления экономик. В случае нарастания несоответствия динамики фондовых индексов и положения в реальной экономике риски быстрого разворота на рынке будут усиливаться.

**Рисунок 69. Динамика индексов акций
(январь 2016 г. = 100)**

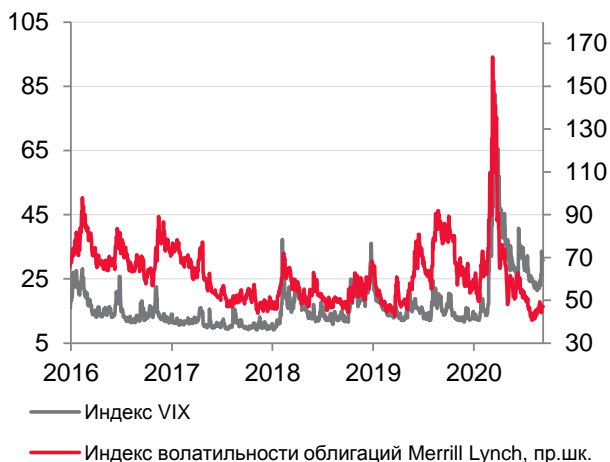


Источник: Bloomberg Finance L.P.

**Рисунок 70. Динамика курсов валют
развивающихся стран и доллара США**



Источник: Bloomberg Finance L.P.

Рисунок 71. Динамика индексов
волатильности

Источник: Bloomberg Finance L.P.

Рисунок 72. Динамика ключевых ставок
центральных банков, % годовых

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

Российские финансовые рынки

Рубль продолжал снижаться к доллару с локальных максимумов начала июня. С середины июня его стоимость понизилась на 11,5% (до 76,10 рублей за доллар США). Ослаблению рубля способствовало сезонное снижение экспорта, рост спроса на валюту для выплаты дивидендов и восстановление импорта. Дополнительным фактором стал рост геополитических рисков.

Министерство финансов стало менять тактику размещений ОФЗ, постепенно отказавшись от предложения премии в 4-5 б.п. по бумагам с фиксированным купоном и перейдя к предложению флоатеров на первичном рынке. Предложение бумаг с фиксированным купоном при ограниченном внешнем спросе способствовало снижению цен на вторичном рынке, особенно перед аукционами, так как инвесторы рассчитывали на последующую покупку бумаг с премией ко вторичному рынку на аукционе.

Всего с начала квартала Минфин разместил ОФЗ на 620 млрд. руб. (78% которых приходится на флоатеры¹⁹ и инфляционный линкер²⁰) из запланированного объема в 1 трлн. рублей. Для реализации этого плана в сентябре на аукционах необходимо размещать по 95 млрд. рублей. Это значительный объем, однако задача может быть решена при выстраивании продуманной политики, учитывающей особенности спроса российских групп инвесторов.

Переход к размещению флоатеров при больших планах заимствований - интересный вариант для некоторых участников российского финансового рынка: флоатеры являются защитным инструментом, пользующимся спросом со стороны казначейств банков для хеджирования процентного риска. Более того, смещение предложения бумаг от Минфина в сторону флоатеров поддержало вторичный рынок классических ОФЗ с

¹⁹ ОФЗ-ПК

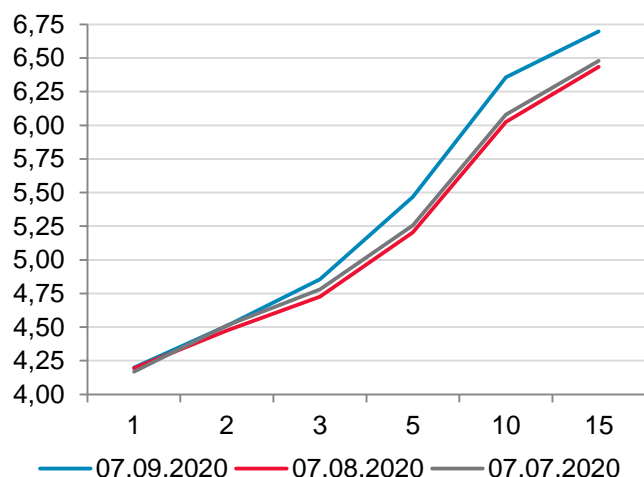
²⁰ ОФЗ-ИН

фиксированным купоном²¹, в результате чего доходности в секторе 2-10 лет за последнюю летнюю неделю снизилась на 8-10 базисных пунктов.

В целом с середины июля угол наклона кривой ОФЗ на отрезке 10 лет – 2 года увеличился с 181 до 208 б.п. за счет роста доходностей длинных бумаг: доходности в сегменте 10–20 лет выросли на 28–33 б.п. (10 лет – 6,20%, 20 лет – 6,49%), в секторе 3–5 лет – на 11-20 б.п. (3 года – 4,69%, 5 лет – 5,35%).

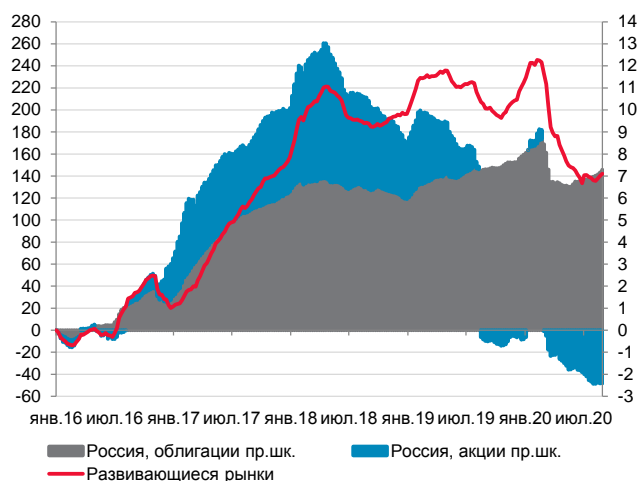
Стратегия Минфина в отношении привлечения заимствований на финансовом рынке будет во многом определять динамику на российском рынке облигаций в начале осени. При ограниченном спросе со стороны нерезидентов, неопределенности относительно дальнейшей траектории процентных ставок и навесе первичного предложения эта задача становится особенно важной.

Рисунок 73. Кривая доходности ОФЗ, %



Источник: Bloomberg Finance L.P.

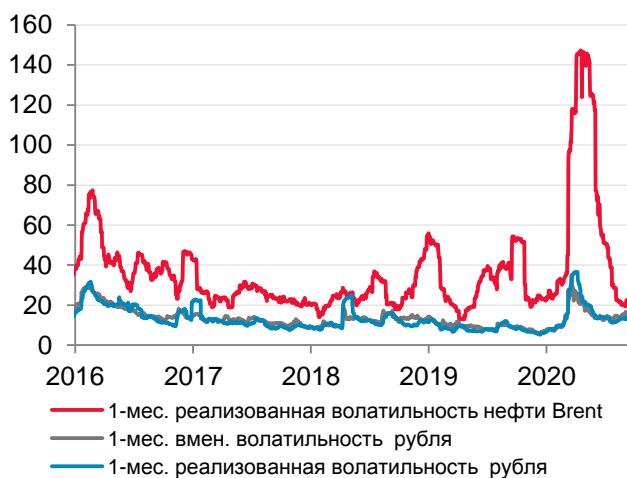
Рисунок 74. Динамика потоков в фонды развивающихся стран и России, млрд. долл., накопленным итогом с нач. 2016 г.



Источник: EPFR.

²¹ ОФЗ-ПД

Рисунок 75. Волатильность курса рубля и цены нефти



Источник: Bloomberg Finance L.P.

Рисунок 76. Процентный коридор Банка России и краткосрочная ставка рынка МБК, % годовых



Источники: Банк России, Bloomberg Finance L.P.

Рисунок 77. Разница доходности 10- и 2-летних гособлигаций стран с формирующимися рынками, п.п.



Источник: Bloomberg Finance L.P.

3.3. Эпидемия поспособствовала ускоренному росту цен драгоценных металлов

- Индекс цен сырьевых товаров Bloomberg с 10 июля повысился на 9%, при этом в условиях распространения эпидемии опережающими темпами растут цены «защитных» металлов.
- Цена нефти Urals увеличилась на 5%, однако данный рост лишь в малой степени объясняется фундаментальными факторами.

- Переход рынка жидкого топлива к состоянию дефицита позволяет сокращать накопленные избыточные запасы. Вместе с тем перспективы балансировки рынка ухудшены. Основной угрозой остается принятие масштабных ограничительных мер в случае дальнейшего распространения эпидемии.

За период с 10 июля по 4 сентября индекс цен сырьевых товаров Bloomberg прибавил 9%. В условиях ускорения распространения коронавирусной эпидемии наибольший рост показали цены драгоценных металлов – 12%. Цены энергетических товаров и промышленных металлов выросли на 8%, сельскохозяйственных товаров – на 7% (Рисунок 78). Основным фактором роста цен большинства сырьевых товаров стало ослабление доллара США (индекс DXY снизился на 4%).

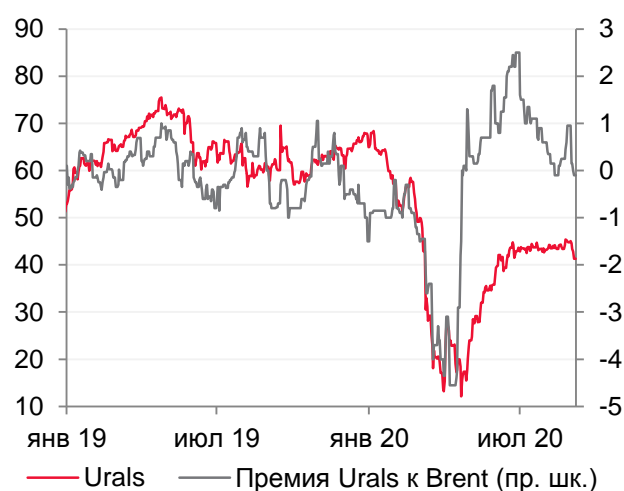
За тот же период цена нефти Urals снизилась на 6%, до 41 долл./барр. (Рисунок 79). Понижительное давление на нефтяные котировки оказал рост рисков на стороне спроса и расширение предложения.

Рисунок 78. Индексы Bloomberg цен товаров и металлов (01.01.2018 = 100)



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

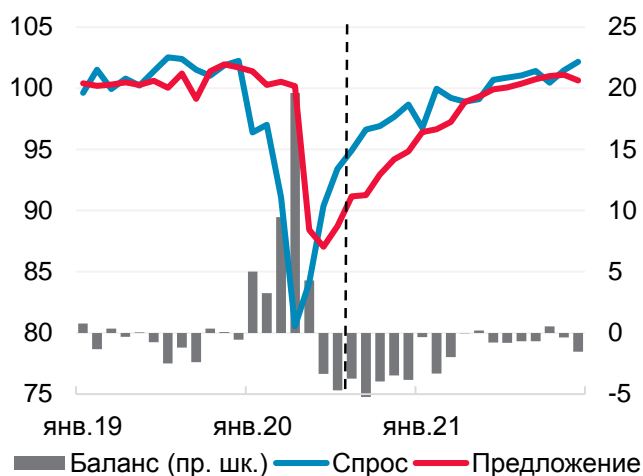
Рисунок 79. Цена нефти Urals и премия к цене нефти Brent



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

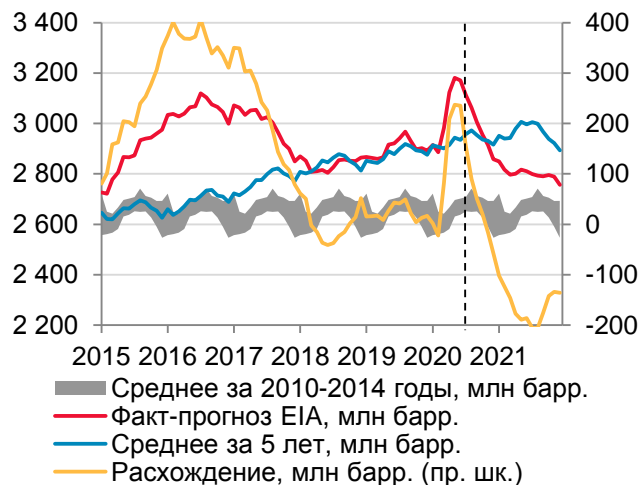
В середине года рынок жидкого топлива перешел к состоянию дефицита (Рисунок 80), что позволяет сокращать накопленные избыточные коммерческие нефтяные запасы (Рисунок 81). Потребление восстанавливается, в то время как предложение нефти остается на пониженном уровне благодаря ограничению добычи в странах ОПЕК+ и давлению низких цен на производство нефти в других странах, прежде всего, США. В ближайшие кварталы ожидается сохранение дефицита на рынке и дальнейшее сокращение запасов.

Рисунок 80. Основные показатели рынка жидкого топлива



Источник: EIA.

Рисунок 81. Коммерческие запасы нефти и нефтепродуктов в странах ОЭСР, млн барр.



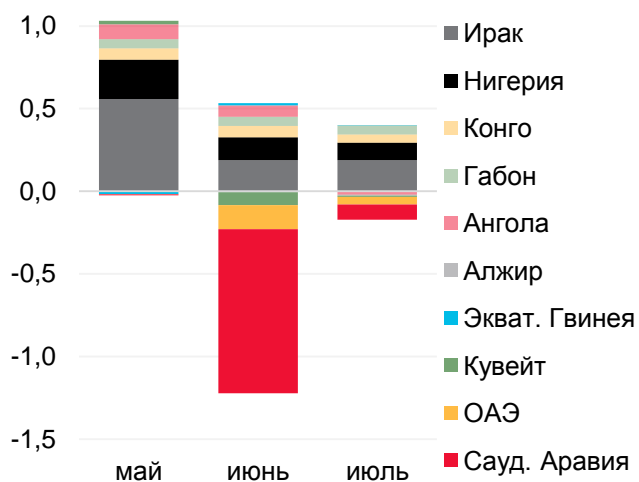
Источник: EIA, расчеты ДИП.

Вместе с тем понижательное давление на нефтяные котировки оказало ухудшение перспектив балансировки рынка жидкого топлива. Ведущие международные агентства (Управление энергетической информации США (EIA), Международное энергетическое агентство, ОПЕК) в условиях продолжения активного распространения эпидемии и возврата ограничительных мер в целом ряде стран повысили прогноз падения спроса в 2020 г., а также отметили восстановление производства быстрее ожиданий.

Начиная с августа страны ОПЕК+ планомерно уменьшили объем сокращения добычи с 9,7 до 7,7 млн барр. в сутки. При этом было обещано, что фактическое увеличение добычи будет меньше на 0,4–0,6 млн барр. в сутки за счет компенсаций отдельными странами отклонений от квот в предыдущие месяцы²². По данным IHS Markit, отклонение стран ОПЕК+ от квот остается ощутимым (Рисунок 82, Рисунок 83). Постоянное давление на страны-«нарушители» (прежде всего, Ирак и Нигерию) может позволить предотвратить нарушения в будущем.

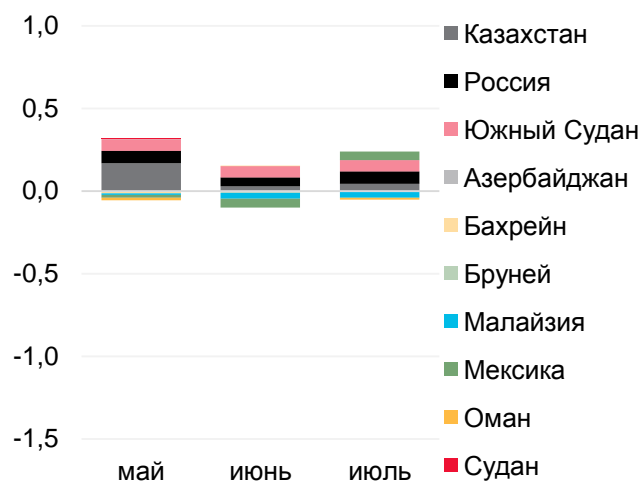
²² Основываясь на данных IHS Markit, совокупное отклонение стран ОПЕК+ за май-июль составило около 2,6 млн барр. в сутки месячной добычи.

Рисунок 82. Отклонение добычи нефти стран ОПЕК от квот («+» – превышение квот), млн барр./сутки



Источники: IHS Markit, расчеты ДИП.

Рисунок 83. Отклонение добычи нефти стран вне ОПЕК от квот («+» – превышение квот), млн барр./сутки



Источники: IHS Markit, расчеты ДИП.

Основной угрозой для балансировки рынка жидкого топлива остается ситуация с распространением коронавирусной инфекции. Наиболее тяжелая ситуация в Индии, где продолжается рост числа ежедневно инфицированных людей. В этих условиях около половины танкеров, транспортирующих нефть в страну, простаивают. Пока власти стран, где создается необходимость возврата части отмененных ранее ограничений, стараются избегать мер, оказывающих существенное влияние на экономическую активность. Принятие масштабных ограничительных мер может вызвать новый рост запасов и падение нефтяных цен.

ФОКУС-СЕКЦИЯ: от чего зависят кривые доходностей гособлигаций?

- Высокая волатильность финансовых рынков в начале 2020 г., спровоцированная быстрым распространением коронавируса, последующее наращивание государственных заимствований и мягкая денежно-кредитная политика мировых центральных банков привели к увеличению угла наклона кривых госбумаг в мире. Однако степень изменения угла наклона в различных странах разная.
- Рост дефицита бюджета и долговой нагрузки, динамика ключевых ставок, текущая и ожидаемая инфляция существенным образом влияют на динамику и скорость изменения ставок на различных сроках кривой доходностей. При этом на изменение долгосрочных ставок оказывает влияние не только происходящее усиление действия перечисленных факторов, но и состояние экономики до начала кризисных явлений. Так, например, в странах с более высоким уровнем дефицита бюджета, как правило, долгосрочные доходности растут сильнее, так как накопленные фискальные проблемы осложняют стабилизацию бюджета.
- Внешние факторы могут нивелировать или, наоборот, усилить действие внутренних факторов. Сильный спрос со стороны иностранных инвесторов может ограничивать увеличение угла наклона кривой доходностей, спровоцированное увеличением бюджетного дефицита и долговой нагрузки. И напротив, бегство из рискованных активов, происходившее в марте 2020 г. может спровоцировать более резкое падение стоимости локальных активов и рост доходностей долгосрочных облигаций.
- Низкий уровень объема госдолга к ВВП в России, снижение инфляции и инфляционных ожиданий способствовали меньшему росту угла наклона кривой ОФЗ по сравнению с Бразилией, Индонезией и ЮАР. При более слабых аналогичных показателях в Мексике, уровень наклона кривой госбумаг этой страны вырос меньше по сравнению с Россией. Фактор спроса со стороны иностранных инвесторов мог оказать более сильное влияние на доходности долгосрочных гособлигаций Мексики по сравнению с Россией.
- Развитие внутренней базы долгосрочных инвесторов со стабильным спросом, учет потребностей таких групп инвесторов в определенных характеристиках облигаций (например, сроки погашения, плавающие или фиксированные купоны, страховка от инфляции и т.д.) при выстраивании стратегии рыночных заимствований могут в определенной степени заместить спрос со стороны иностранных инвесторов.

Быстрое распространение коронавирусной инфекции вынудило финансовые власти во всем мире разрабатывать и применять беспрецедентные стимулирующие меры для сглаживания экономических и социальных последствий.

Согласно Обзору государственных заимствований Организации экономического сотрудничества и развития²³, несмотря на высокую волатильность на рынке в 2020 г., правительства стран – членов ОЭСР с января по май привлекли в виде рыночных заимствований рекордный объем средств (Рисунок 1). Общий объем долга, привлеченный правительствами 37 стран-участниц, составил 11 трлн. долл. США, что на 70% превышает средний объем заимствований, привлекавшихся за аналогичные периоды в предыдущие пять лет.

Согласно опросу, проведенному ОЭСР, до конца 2020 г. потребности в новых займах вырастут на 30% по сравнению с «докоронакризисными» оценками. При этом в результате комбинации увеличения долговой нагрузки со снижением уровня ВВП, вызванных последствиями COVID-19, п валовая потребность в долговом финансировании дефицита бюджета может увеличиться почти на 14% ВВП (с 33 по 47% по странам-участницам ОЭСР). Следует отметить, что такой скачок превышает рост долговой нагрузки, который произошел во время финансового кризиса 2008-2009 годов.

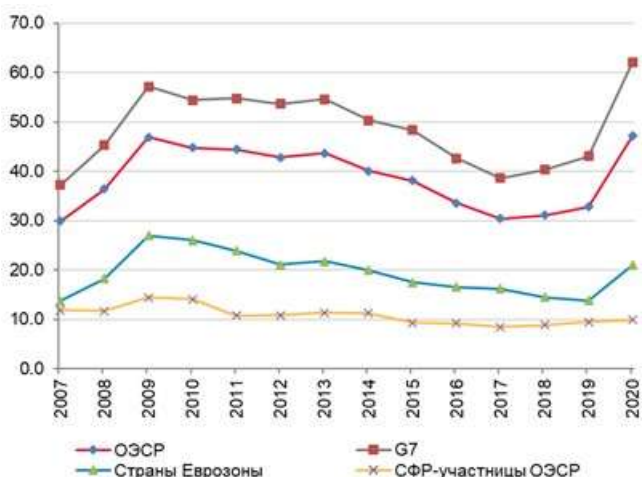
Рост потребности в новых займах в первой половине 2020 г. вынудил многие страны скорректировать стратегии заимствований. В некоторых странах увеличились объемы выпуска облигаций вдоль всей кривой, в некоторых – был сделан акцент на краткосрочных инструментах. В отдельных странах были осуществлены выпуски облигаций определенной длины, не размещавшиеся ранее (например, в США в мае была выпущена новая двадцатилетняя бумага, Германия разместила новые семи- и пятнадцатилетние облигации).

Как правило, ведомства, ответственные за выпуск государственных облигаций (министерства финансов и казначейства), рассматривают краткосрочные инструменты как резервный вариант, к помощи которого они могут прибегнуть в ситуации внезапных рыночных шоков (иными словами, разместить краткосрочные купонные или дисконтные облигации легче и дешевле, чем более долгосрочные облигации).

Так, во время мирового финансового кризиса 2007-2009 гг. многие страны, включая США, Германию и Францию, временно нарастили выпуск казначейских векселей. Впоследствии сроки до погашения размещаемых госбумаг постепенно удлинялись, что позволяло постепенно снижать риск рефинансирования (Рисунок 2). Результаты опроса, проведенного ОЭСР в 2020 г., показывают, что госорганы, являющиеся эмитентами госбумаг, применяют подобную тактику и в настоящее время. При этом основным фактором, который определяет стратегию фондирования, является изменение спроса со стороны инвесторов на бумаги с разными сроками погашения и иными характеристиками (например, смещение интереса в сторону облигаций с плавающим купоном и т.д.).

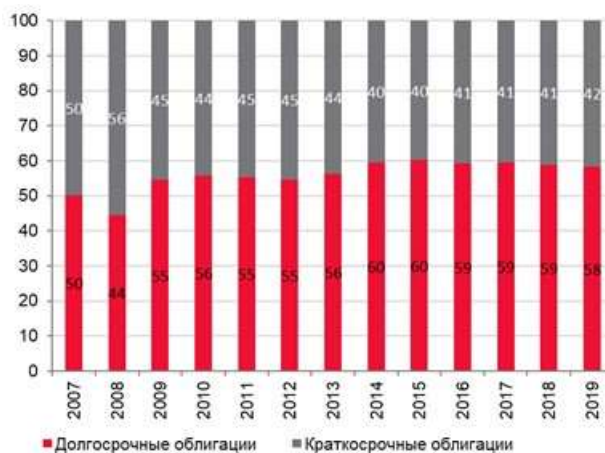
²³ [OECD Sovereign Borrowing Outlook 2020](#).

Рисунок 84. Общий объем заимствований/ВВП по регионам, % ВВП



Источник: [OECD Sovereign Borrowing Outlook 2020](#).

Рисунок 85. Соотношение долей новых выпусков краткосрочных и долгосрочных облигаций, %



Источник: [OECD Sovereign Borrowing Outlook 2020](#).

Смягчение денежно-кредитной политики в большинстве стран вместе с увеличением потребностей в госзаимствованиях в будущем, наращиванием текущих объемов привлечений, изменением предпочтений инвесторов и общего настроения на рынке привело к тому, что в текущем году кривые доходностей в основных развитых и развивающихся странах приняли более крутую форму: разница в доходностях между долгосрочными и краткосрочными гособлигациями увеличилась.

Такая тенденция не обошла стороной и российский рынок. Далее мы остановимся на факторах, влияющих на изменение форм кривых доходностей, более подробно. Мы рассмотрим изменения, произошедшие с кривыми доходностей госбумаг стран с формирующимися рынками.

I. Внутренние факторы

На краткосрочные и долгосрочные ставки оказывают влияние различные факторы, и это различие объясняет не только динамику, но и форму кривой доходностей.

Краткосрочные реальные процентные ставки в значительной степени отражают текущую направленность денежно-кредитной политики: на их уровень и динамику оказывает влияние уровень и динамика ключевой ставки. Номинальные долгосрочные ставки доходности в большей степени определяются долгосрочными инфляционными ожиданиями, степенью их заякоренности и устойчивости (доверием к проводимой денежно-кредитной политике), инфляционным риском (то есть риском того, что реализованная инфляция превысит ожидаемый на момент покупки облигации уровень).

При этом короткие ставки влияют на уровень реальных среднесрочных и долгосрочных ставок, однако долгосрочные ставки как правило более сильно, чем краткосрочные, реагируют на увеличение бюджетного дефицита и объема госдолга из-за ро-

ста премии за риск в связи с потенциальным ростом вероятности дефолта по обслуживанию долга и/или из-за опасений будущей монетизации госдолга.

Как правило, при ожиданиях роста госрасходов наклон кривых доходностей госбумаг увеличивается (то есть в случае инвертированных кривых наклон принимает нормальную форму, в случае плоских кривых, разница между доходностями долгосрочных и краткосрочных бумаг растет).

В 2010 г. Международный валютный фонд опубликовал исследование «Фискальный дефицит, государственный долг и доходности суверенных облигаций» ([Fiscal Deficit, Public Debt, and Sovereign Bonds Yields](#)) в котором анализировались данные выборки развитых и развивающихся экономик.

Исследование МВФ выделило внутренние (присущие экономике конкретной страны) и внешние факторы, которые влияют на динамику изменений и форму кривых доходностей. Среди внутренних факторов отмечаются следующие.

- Долгосрочные доходности в странах с более высоким уровнем дефицита бюджета, как правило, растут сильнее: накопленные фискальные проблемы приводят к тому, что стабилизация бюджета после еще большего увеличения дефицита будет проходить сложнее по сравнению со странами, где отсутствуют накопленные проблемы.
- Рост дефицита бюджета на 1% ВВП приводит к повышению реальных долгосрочных доходностей на 30 б.п. (росту на 20 б.п. номинальных доходностей) в странах с высоким уровнем дефицита бюджета, и на 22 б.п. в странах с низким уровнем дефицита бюджета.
- Рост объема госдолга на 1% ВВП увеличивает долгосрочные доходности примерно на 5 базисных пунктов.
- Рост инфляционных ожиданий (и, соответственно ожиданий повышения ключевой ставки) на 100 б.п. провоцирует рост долгосрочных процентных ставок на 70 базисных пунктов. При этом инфляция оказывает дополнительный эффект на доходности через потенциальный рост волатильности, которая может затруднять проведение бюджетной политики и вызывать еще большее увеличение дефицита бюджета.
- Доходности в странах с более высоким уровнем госдолга также реагируют сильнее на повышение дефицита бюджета по сравнению со странами с низким уровнем госдолга. По оценке МВФ, госдолг на уровне 60% ВВП прибавляет 6 б.п. к долгосрочным процентным ставкам при их реакции на увеличение бюджетного дефицита.

При текущем уровне глобализации экономических отношений, в том числе, финансовых рынков воздействие только внутренних факторов не может быть достаточным для изменений форм кривых доходностей, происходящих в 2020 году.

II. Внешние факторы

Внешние факторы могут оказывать существенное влияние на форму кривой доходностей, ослабляя (или даже нивелируя) действие внутренних факторов. Длительный период низких процентных ставок в США и Европе после финансового кризиса 2007-2009 гг. продемонстрировал, что доходности госбумаг СФР чувствительны к изменению долгосрочных ставок в США даже при неизменной краткосрочной ставке.

Согласно данным исследования Банка международных расчетов²⁴, с 2005 по 2015 год рост доходности 10-летней казначейской облигации США на 100 б.п. приводил к росту долгосрочных ставок в локальной валюте в восьми странах СФР²⁵ на 50 базисных пунктов.

Покупки финансовых активов центральными банками способствуют снижению долгосрочных процентных ставок в мире. Инвесторы из развитых стран в поиске дополнительной доходности покупают длинные активы СФР, способствуя снижению долгосрочных локальных ставок. Еще одним эффектом интегрированности финансовых рынков становится более высокая чувствительность локальных долгосрочных ставок к изменению настроений на глобальных рынках.

В соответствии с исследованием МВФ (2010 г.):

- Более высокие притоки иностранных инвестиций (свыше 10% ВВП) ограничивают рост долгосрочных доходностей из-за увеличения бюджетного дефицита (при увеличении дефицита бюджета на 1% ВВП при притоке иностранных инвестиций рост доходностей замедляется на 5 б.п. по сравнению с базовым сценарием).
- В периоды высокого инфляционного давления и ухудшения ситуации с ликвидностью на глобальных рынках рост дефицита бюджета оказывает более существенный дополнительный эффект (примерно 13 б.п.) на уровне доходностей.
- В периоды высокой волатильности на фондовых рынках (высокие уровни индекса VIX) рынки более негативно воспринимают рост дополнительных госрасходов. В такие периоды дополнительный эффект на доходности госбумаг при росте дефицита бюджета на 1% ВВП составляет +7 базисных пунктов.

III. Рост наклона кривых доходностей в период пандемии

Рассмотрим динамику кривых доходностей пяти стран: России, Бразилии, Мексики, Индонезии и ЮАР.

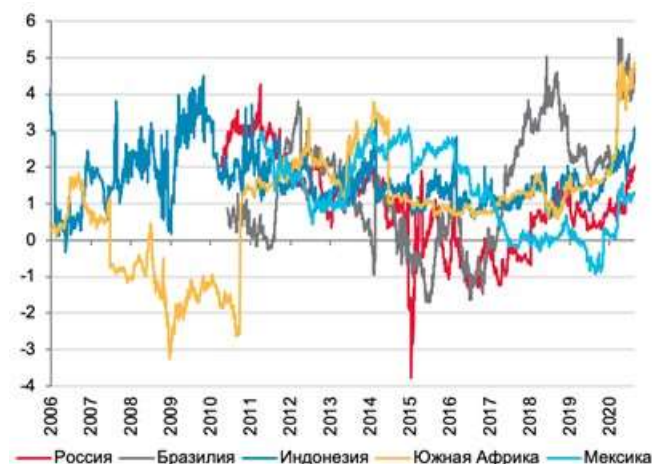
Из пяти стран кривые доходностей в Бразилии и ЮАР стали более крутыми по сравнению с Индонезией, Мексикой и Россией (Рисунок 86, Рисунок 87). Текущий угол

²⁴ [BIS Working Paper Bond markets and monetary policy dilemmas for the emerging markets.](#)

²⁵ Исследование касалось Южной Кореи, Бразилии, Малайзии, Мексики, Польши, ЮАР, Таиланда и Турции. При этом рост краткосрочных локальных ставок на 100 бп сопровождался ростом долгосрочной ставки на 20-25 базисных пунктов

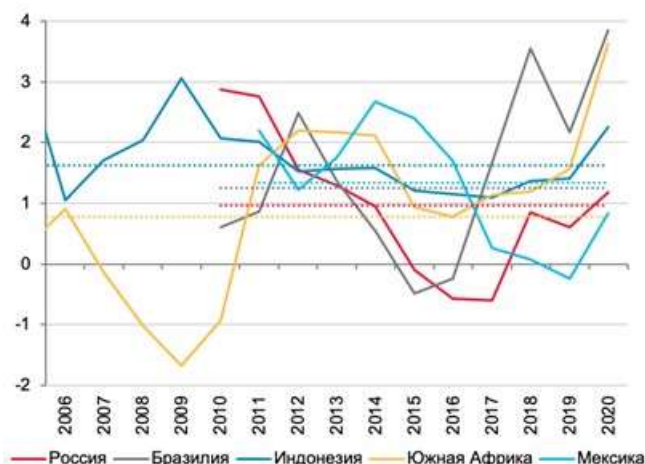
наклона российской кривой ОФЗ (10 лет – 1 год) составляет 2,1% (по сравнению с уровнем 1,45% в середине июня и 0,71% на начало марта). В Мексике угол наклона кривой наименьший среди перечисленных стран.

Рисунок 86. Спред доходностей 10-летних и 1-летних гос.облигаций (10Y - 1Y), п.п.



Примечание: Для Южной Африки спред 10Y-3Y.
Источник: Bloomberg Finance L.P.

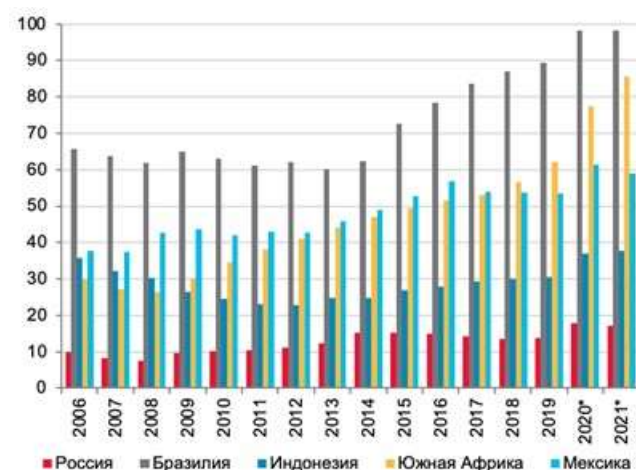
Рисунок 87. Среднегодовой спред доходностей гос.облигаций (10Y - 1Y), п.п.



Примечание: Пунктир - это средний исторический уровень спреда. Для Южной Африки спред 10Y-3Y.
Источник: Bloomberg Finance L.P.

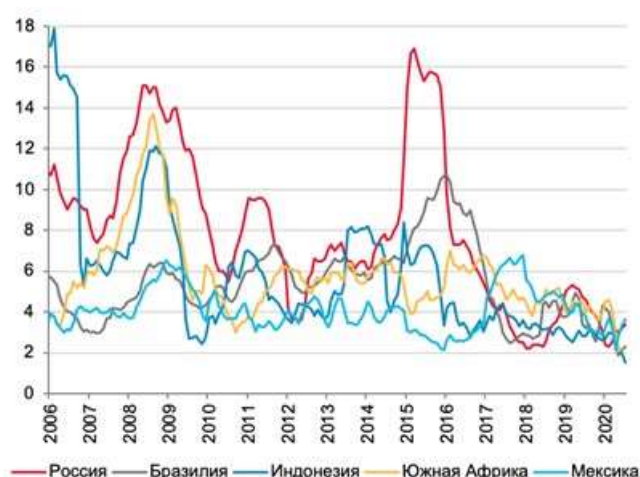
Российский уровень госдолга является самым низким из пяти стран (Рисунок 88). При этом на начало периода пандемии уровень совокупного долга к ВВП в Бразилии, Мексике и ЮАР также значительно превышал уровень в России и Индонезии (приближаясь к 90% в Бразилии в 2019 г. и превышая 60% в ЮАР).

Рисунок 88. Совокупный долг, % ВВП



Примечание: *Прогноз - апрель 2020 года
Источник - IMF Fiscal Monitor.

Рисунок 89. Инфляция, % г/г



Источник: Bloomberg Finance L.P.

Инфляция находилась на относительно невысоком уровне во всех странах, ключевые ставки снижались в 2019 г., и продолжили снижаться благодаря стимулирующим

мерам центральных банков с началом кризисного периода (Рисунок 89). Наиболее высокий уровень официальной инфляции отмечается в Мексике (3,62%). Также в Мексике на более высоком уровне по сравнению с остальными странами находится ключевая ставка (4,5%, Рисунок 9).

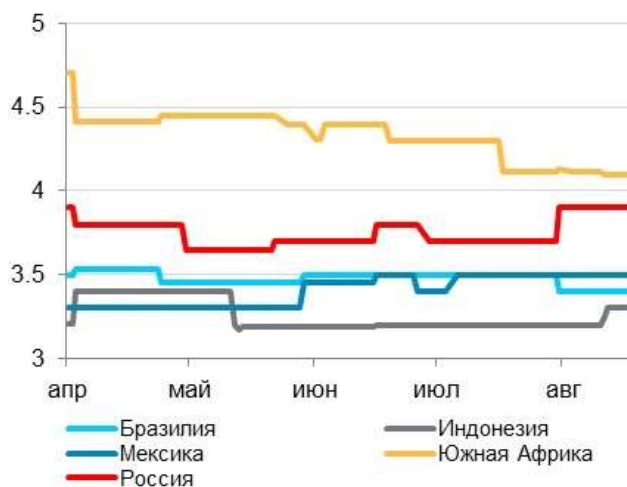
Инфляционные ожидания оказывают влияние на доходность долгосрочных облигаций в силу того, что инвесторы закладывают величину будущей инфляции в требуемую доходность гособлигаций. Информацию об инфляционных ожиданиях можно получить опросным путем, а также (при наличии рынка госбумаг, доход по которым привязан к ставке инфляции) через сравнение доходности инфляционных и классических гособлигаций (подробно об особенностях индексированных на инфляцию госбумаг и расчете ставки ожидаемой инфляции см. в декабрьском выпуске за 2019 год²⁶).

После скачка в марте, произошедшем в четырех из пяти рассматриваемых стран (в Индонезии отсутствуют индексированные на инфляцию госбумаги), к середине лета в Южной Африке и России уровни инфляционных ожиданий вернулись к докризисным значениям (Рисунок 90). В Мексике и Бразилии долгосрочные инфляционные ожидания снизились по сравнению с пиковыми значениями марта 2020 г., однако все еще превышают докризисные уровни на 0,3% и 0,5%, соответственно.

Рисунок 90. Вмененная инфляция, % годовых*



Рисунок 91. Консенсус-прогноз по инфляции на 2022 год, % годовых



Примечание: рассчитана как разница в доходности инфляционной и классической гособлигаций. По Бразилии, Мексике и ЮАР использован индекс вмененной инфляции. Значения индекса Бразилии отсутствуют с марта по июнь 2020.

Источник: Bloomberg Finance L.P.

Источник: Bloomberg Finance L.P.

Опросы аналитиков, как правило, дают информацию на более короткий период (например консенсус-прогноз аналитиков в информационной системе Bloomberg Finance L.P. доступен только на 2022 г.). Это делает менее удобным применение консенсус-прогнозов для оценки влияния инфляционных ожиданий на долгосрочные процентные ставки, тем не менее, они дают представление о возможной траектории изменений (Рисунок 91).

²⁶ [О чем говорят тренды. № 8 \(2019\)](#)

Таким образом, из пяти стран Россия обладает наиболее сильными внутренними факторами, исходя из которых угол наклона кривой ОФЗ должен быть меньше по сравнению с остальными рассматриваемыми странами. У России действительно угол наклона ниже по сравнению с Бразилией, Южной Африкой и Индонезией. Однако кривая госбумаг Мексики имеет более плоскую форму. Далее мы остановимся на сравнении действия внешних факторов необходимо отдельно рассмотреть влияние внешних факторов на динамику доходностей гособлигаций России и Мексики.

Бегство в безрисковые активы в I квартале 2020 г/ спровоцировало расширение спредов доходности госбумаг этих стран к казначейским облигациям США, однако последующее снижение безрисковых ставок и поиск дополнительной доходности способствовали приближению спреда к докризисным уровням (Рисунок 93).

Рисунок 92. Ключевые ставки, % годовых

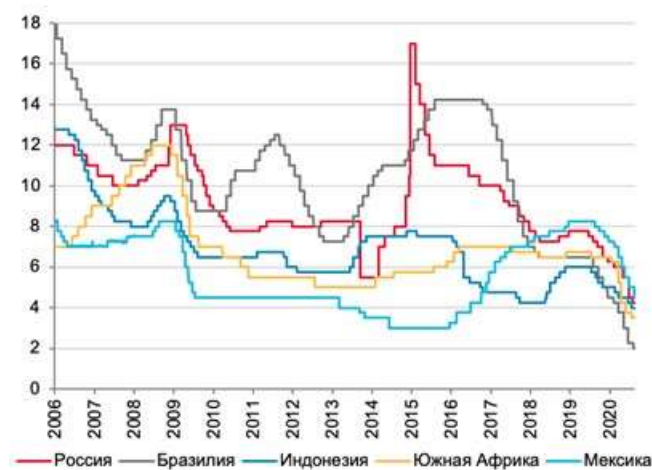
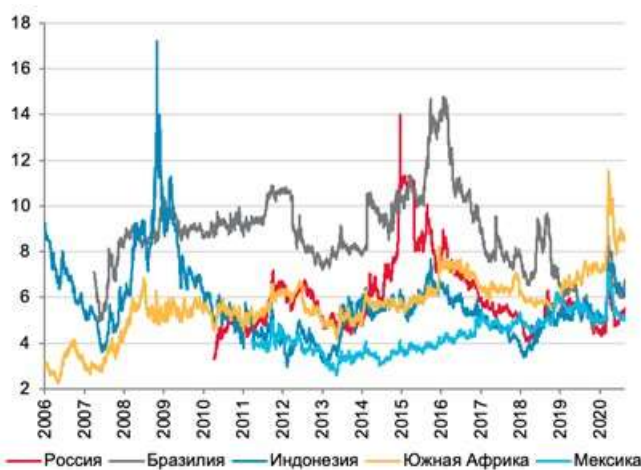


Рисунок 93. Спред доходностей 10-летних гос. облигаций к 10-летним казначейским облигациям США (10Y - 10Y UST), п.п.



Примечание: ставка рефинансирования для России (до сентября 2013 г.), Индонезии (до апреля 2016 г.), Мексики (до января 2008 г.).

Источник: Bloomberg Finance L.P.

Источник: Bloomberg Finance L.P.

Сильнее всего спреды доходностей локальных бумаг к казначейским облигациям США снизились в Мексике, Бразилии и России. При этом максимальное снижение произошло у мексиканских госбумаг (на 204 б.п.), в то время как спред доходностей российских ОФЗ и американских госбумаг сократился на 178 базисных пунктов.

Значительный спрос со стороны иностранных инвесторов (в том числе, возможно, из-за ожиданий дальнейшего смягчения ДКП) спровоцировал более быстрое снижение доходностей долгосрочных гособлигаций в Мексике по сравнению с Россией. В результате в Мексике угол наклона кривой доходности увеличился меньше, несмотря на более слабые внутренние фундаментальные факторы мексиканской экономики (долговая нагрузка, инфляция и инфляционные ожидания).

Таким образом, высокий уровень госдолга и инфляционных ожиданий является фактором риска для стоимости долгосрочных активов. При этом спрос со стороны иностранных инвесторов может как нивелировать влияние более слабых внутренних факторов, так и напротив, усилить их в случае изменения отношения к риску на глобальных рынках. В связи с этим представляется важным стимулировать развитие внутренней базы долгосрочных инвесторов со стабильным спросом и учитывать интересы таких групп инвесторов к определенным сегментам кривой или характеристикам облигаций (например, плавающий или фиксированный купон и т.д.) при определении стратегии рыночных заимствований.

Департамент исследований и прогнозирования

Александр Морозов

Директор

Владислав Абрамов

Ирина Богачева

Сергей Власов

Александра Живайкина

Наталья Карлова

Татьяна Кузьмина

Екатерина Петренева

Мария Помельникова

Светлана Попова

Алексей Поршаков

Елена Пузанова

Белла Рабинович

Юлия Ушакова

Анна Цветкова

Дмитрий Чернядьев

Ксения Яковлева