



Банк России



О ЧЕМ ГОВОРЯТ ТРЕНДЫ Макроэкономика и рынки

Бюллетень Департамента исследований и прогнозирования

СЕНТЯБРЬ 2021

СОДЕРЖАНИЕ

Краткое содержание	3
1. Инфляция	5
1.1. Инфляционное давление остается повышенным, несмотря на некоторое снижение	6
1.2. Давление цен производителей на потребительские цены немного снизилось	10
2. Экономическая динамика	12
2.1. Замедление роста экономики до более устойчивых уровней в III квартале	12
2.2. Дальнейшее расширение потребительского спроса	14
2.3. Некоторое торможение роста основных сегментов кредитования в июле	18
2.4. Небольшое ослабление роста внешней торговли в июле	24
3. Глобальная экономика, финансовые и товарные рынки	27
3.1. Восстановление мировой экономики может притормозиться	27
3.2. Финансовые рынки обсуждают сворачивание стимулирующих мер ФРС	31
3.3. Иран накапливает запасы нефти в ожидании отмены санкций	35
В ФОКУСЕ. Структурные сдвиги на рынке труда создают проинфляционные риски	38

Бюллетень подготовлен Департаментом исследований и прогнозирования по данным на 25.08.2021.
Выводы и рекомендации, содержащиеся в бюллетене, могут не совпадать с официальной позицией Банка России.
Замечания и предложения по содержанию просим отправлять по адресу dip1@cbr.ru.

Фото на обложке: Shutterstock/FOTODOM
107016, Москва, ул. Неглинная, 12
Официальный сайт Банка России: www.cbr.ru
© Центральный банк Российской Федерации, 2021

Краткое содержание

ИТОГИ

- В июле-августе появились признаки уменьшения устойчивого инфляционного давления на потребительском рынке, которое тем не менее остается повышенным. Несмотря на некоторое снижение, инфляционные ожидания населения и бизнеса все еще высоки, что создает риски усиления вторичных проинфляционных эффектов от роста цен. Кредитная активность пока еще продолжает быстро расширяться. Для реакции депозитной активности населения на увеличение ставок по банковским вкладам требуется время. До двузначных величин ускорился рост номинальных заработных плат на фоне опережающего увеличения спроса на труд. Это существенно поддерживает рост внутреннего спроса и служит источником проинфляционных рисков в условиях сохраняющегося отставания реакции предложения товаров и услуг на рост спроса. Проводимая денежно-кредитная политика ослабляет действие устойчивых факторов роста цен. Однако действие этих факторов будет ослабевать постепенно, сдерживая замедление годовой инфляции.
 - В июле – первой половине августа реализовался потенциал ускоренного снижения цен на плодоовощную продукцию относительно обычной сезонности. В этот период недельный рост потребительских цен существенно, но временно замедлился с учетом сезонности. После исчерпания действия «плодоовощного» фактора динамика потребительских цен, судя по всему, вернулась на траекторию роста около 6% в пересчете на год. В этих условиях возврат годовой инфляции на траекторию замедления к 4% произойдет после усиления дезинфляционного влияния повышений ключевой ставки на устойчивые компоненты роста цен - на это требуется определенное время.
 - В июле-августе, судя по опросным показателям, наметилось замедление темпов роста экономической активности ближе к потенциальному уровню. Оно связано как с сохраняющимися проблемами с поставками сырья и материалов, так и с некоторым ослаблением динамики спроса в связи с исчерпанием потенциала восстановительного роста в растущем количестве отраслей и негативной реакции спроса на возросшие цены. Тем не менее, компании по-прежнему демонстрируют оптимизм относительно перспектив дальнейшего роста спроса и производства. Этому способствует сохраняющееся быстрое расширение объемов кредитования юридических и физических лиц.
 - Российский рынок акций в июле-августе обновлял рекордные уровни. На долгом рынке произошло существенное снижение наклона кривой доходности, при этом доходность долгосрочных облигаций снизилась, отражая рост рыночных ожиданий возвращения инфляции к целевому уровню в среднесрочной перспективе. Таким образом, проводимая денежно-кредитная политика способствует стабильности долгосрочных процентных ставок в экономике.

В ФОКУСЕ. Структурные сдвиги на рынке труда создают проинфляционные риски

- Вызванные пандемией и ее последствиями изменения в качественной структуре спроса на труд на фоне медленной подстройки предложения на рынке труда повысили естественный уровень безработицы. На это среди прочего указывает значительный рост спроса на труд и рост инфляционного давления даже при неполном возврате безработицы к докоронавирусному уровню.
- Одним из важнейших индикаторов рынка труда является динамика заработных плат. В конце первого полугодия рост номинальной заработной платы стал двузначным, а лидерами роста стали секторы, где значительно вырос спрос на рабочую силу и где выше конкуренция работодателей за работников.
- Если в ближайшие кварталы в области предложения труда ситуация сохранится, то структурные изменения со стороны спроса на труд вполне могут поддержать общий рост заработных плат в экономике на повышенном уровне. Рост занятости и зарплат в секторах-лидерах будет усиливать конкуренцию на рынке труда и подстегивать рост зарплат темпами, превышающими рост производительности труда, и в других отраслях. Это может сдержать снижение инфляционного давления.

1. Инфляция

Потребительские цены с поправкой на сезонность в июле-августе замедлили свой месячный рост. Это произошло во многом благодаря действию разовых дезинфляционных факторов на рынке плодоовощной продукции и туристических услуг. При этом основные показатели *устойчивых* инфляционных процессов (месячные показатели базовой инфляции и медианного роста цен, трендовая инфляция) по-прежнему указывают на сохранение в потребительском секторе значительного инфляционного давления, которое пока снизилось незначительно.

Двузначный темп роста заработных плат, который опережает рост производительности труда из-за дефицита предложения рабочей силы при росте спроса, а также высокие темпы потребительского кредитования могут сдерживать дезинфляционную динамику и нормализацию инфляционного давления в экономике. Рекордно высокий уровень вакансий в экономике на фоне роста финансового результата заставляет работодателей соглашаться на ускоренный рост зарплат по сравнению с повышением производительности, чему также способствуют повышенные инфляционные ожидания работников и бизнеса. Структурные изменения на рынке труда усиливают тенденцию к росту зарплат в экономике, создавая дефицит кадров из-за межотраслевой конкуренции за рабочие руки. Частично смягчить ситуацию на рынке труда могло бы восстановление миграционного притока.

Существенно повышенный уровень инфляционных ожиданий населения и бизнеса также может сдерживать замедление темпов роста показателей устойчивых инфляционных процессов и годовой инфляции. Повышенные инфляционные ожидания ведут, в частности, к увеличению склонности к потреблению, особенно товаров длительного пользования, готовности покупать по растущим ценам и чаще пересматривать отпускные и розничные цены, вкладывать сбережения в высоко рискованные финансовые инструменты и т.д. В условиях повышенных инфляционных ожиданий даже произошедший к настоящему времени рост ставок по банковским вкладам может восприниматься населением как недостаточный для сохранения покупательной способности сбережений. Это учитывается при проведении денежно-кредитной политики.

По нашим расчетам, дезинфляционные эффекты от повышения ключевой ставки будут постепенно нарастать по мере передачи сигнала по процентному, кредитно-депозитному и другим каналам трансмиссионного механизма. Это обеспечит замедление инфляции в России до 4–4,5% в 2022 году.

1.1. Инфляционное давление остается повышенным, несмотря на некоторое снижение

- Инфляционное давление, очищенное от влияния временных и разовых факторов, в июле-августе немного снизилось, но по-прежнему существенно превышает уровень 4%. Повышенные темпы роста цен сохраняются во многих компонентах потребительской корзины.
- При этом на общую динамику цен оказывали влияние различные временные и разовые факторы. В июле в совокупности оно оказалось дезинфляционным, в том числе из-за разворота динамики цен отдельных компонент, которые завышали общий рост цен в предыдущие месяцы. Из-за этого впервые в 2021 г. месячный рост цен сложился ниже траектории, соответствующей 4%-ной инфляции.
- Оперативные данные указывают, что во второй половине августа действие этих факторов перестало наблюдаться, поэтому месячный рост цен, очищенный от сезонности, снова превысит уровень 4% в пересчете на год.
- Принимаемые решения по денежно-кредитной политике будут способствовать постепенному снижению инфляционного давления, что приведет к замедлению годовой инфляции с текущих 6,5 до 4–4,5% в 2022 г. и ее сохранению вблизи 4% в дальнейшем.

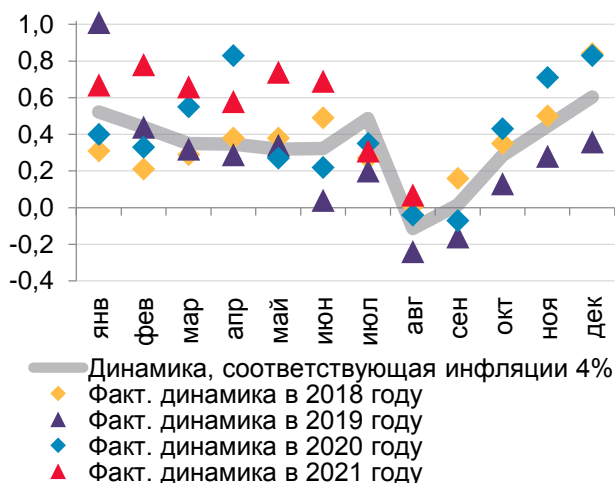
В июле *месячный рост цен*¹ замедлился до 0,31% с 0,69% в июне, оказавшись ниже траектории, соответствующей 4%-ной инфляции (Рисунок 1). *Годовая инфляция* несколько замедлилась - до 6,46% (Рисунок 2). Рост потребительских цен с *устранением сезонного фактора* в июле уменьшился до 2,39% м/м SAAR² (Рисунок 3). Основной вклад в замедление роста цен внесло более сильное, чем обычно, сезонное снижение цен на плодоовощную продукцию (Рисунок 4). Дополнительно сдерживало общий рост цен удешевление отдельных нерегулируемых услуг (услуг гостиниц и туризма). При этом темпы роста цен на непродовольственные товары продолжили ускоряться, как в месячном, так и годовом выражении.

Месячный рост потребительских цен с устранением сезонности в *продовольственном сегменте* замедлился в июле до 1,78% м/м SAAR (Рисунок 3), что практически полностью объясняется опережающим сезонность удешевлением плодоовощной продукции из-за хорошего урожая (Рисунок 4). Такая динамика в целом была ожидаемой на фоне опережающего роста в предыдущие месяцы, создавшего дополнительный потенциал для последующего сезонного снижения цен, которое оказалось довольно резким. В результате в августе-сентябре динамика цен на плодоовощную продукцию вероятно окажется ближе к сезонной норме и перестанет оказывать сдерживающее влияние на общую динамику цен.

¹ До поправки на сезонность.

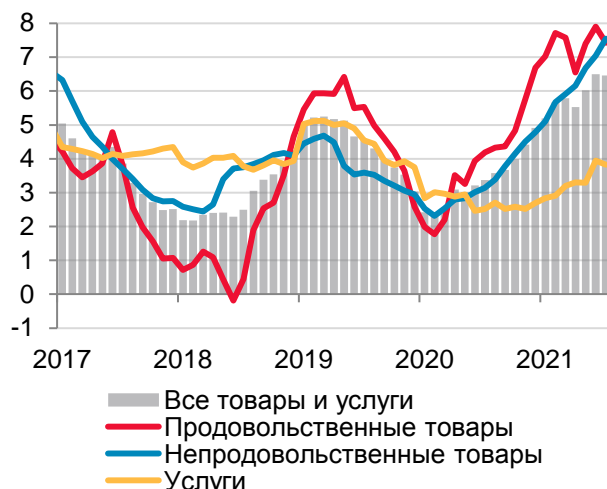
² SAAR (Seasonally Adjusted Annualized Rate) – сезонно сглаженная динамика в пересчете на год.

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



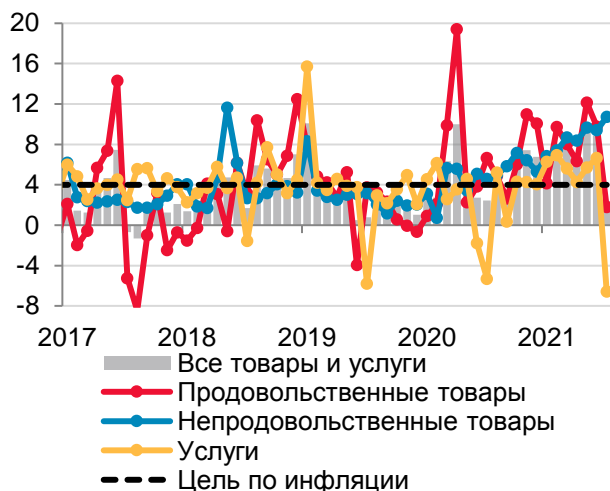
Примечание. Значение за август 2021г. – предварительная оценка по недельным данным.
Источники: Росстат, расчеты ДИП.

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



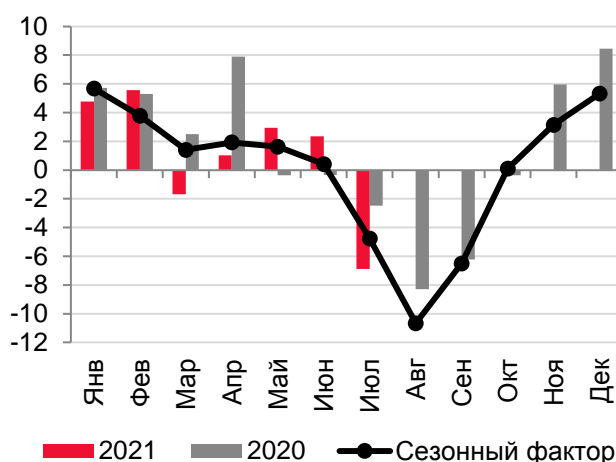
Источник: Росстат.

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



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

Рисунок 4. Динамика цен на плодовоовощную продукцию, % м/м



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

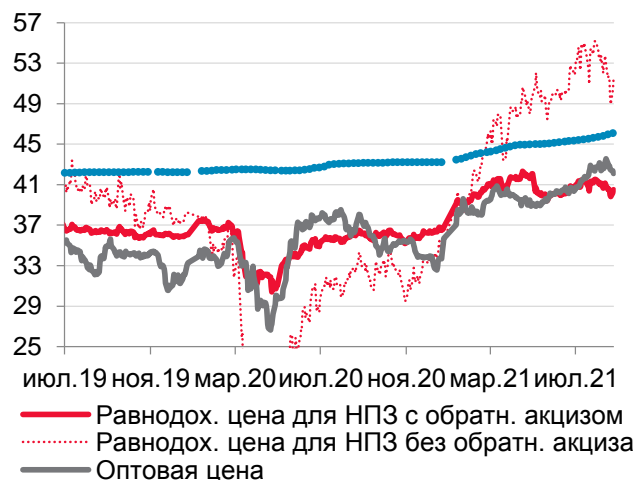
Повышенные темпы удорожания сохраняются по многим продуктам питания, однако по сравнению с июнем в среднем рост цен в продовольственном сегменте без фруктов и овощей немного замедлился: рост цен на продовольствие (без учета плодовоовощной продукции) составил 6,66% после 7,59% м/м SAAR в июне. С учетом постепенного ослабления давления на внутренние цены со стороны внешних рынков ([индекс мировых цен на продовольствие ФАО снижается второй месяц подряд](#), Рисунок 5) можно ожидать продолжения постепенного замедления роста цен в данном сегменте в ближайшие месяцы.

Рисунок 5. Динамика мировых и отечественных цен на продовольственные товары, % / г



Источники: Росстат, FAO, расчеты ДИП.

Рисунок 6. Динамика цен на бензин марки АИ-92, руб./л.



Источники: СПБМТСБ, Росстат, расчеты ДИП.

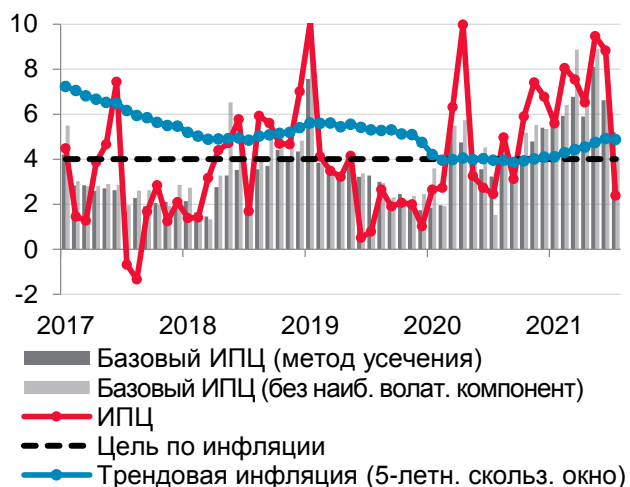
Инфляционное давление в *непродовольственном сегменте* продолжило нарастать. Этому способствует рост потребительской активности на фоне повышенных инфляционных ожиданий населения и расширения кредитования, а также повышенный рост издержек и цен на торгуемые товары на внешних рынках. Сезонно сглаженный рост цен непродовольственных товаров в июле ускорился до 10,72% м/м SAAR (Рисунок 3). Повышенный относительно 4% в пересчете на год рост цен сохранился во многих категориях, при этом заметно ускорились темпы удорожания бензина, легковых автомобилей, телерадио- и электротоваров. Лидером роста цен по-прежнему остаются строительные материалы. Динамика цен на легковые автомобили продолжает определяться дефицитом и проблемами с поставками микросхем при одновременном росте спроса на них. На динамику цен строительных материалов оказывает влияние схожая картина на рынке пиломатериалов. Ускорение роста цен на бензин произошло на фоне увеличения мировых цен в последние месяцы. Действие демпфирующего механизма в значительной степени сдерживает влияние растущих мировых цен на внутренние (Рисунок 6). При этом снижение мировых цен в начале августа и увеличение поставок нефтепродуктов на внутренний рынок вероятно приведут к стабилизации цен на бензин и дизельное топливо.

В *секторе услуг* цены снизились на 6,59% м/м SAAR (Рисунок 3). В основном это произошло из-за сезонно сглаженной динамики цен на жилищно-коммунальные услуги (их индексация оказалась меньше 4%) и услуги гостиниц. После роста цен на услуги зарубежного туризма в июне из-за открытия границ с Турцией в июле цены снизились, внося дополнительный сдерживающий вклад в общую динамику цен на услуги. Рост цен в других категориях рыночных услуг (бытовые, медицинские) остается повышенным.

Аналитические показатели ценовой динамики наиболее устойчивых компонентов инфляции указывают на некоторое ослабление инфляционного давления на потребительском рынке (Рисунок 7, Рисунок 8). По сравнению с пиковым уровнем, достигнутым в мае, их оценки снижались в июне–июле, но остались повышенными относительно уровня 4%-ной инфляции. В июле среднее значение модифицированных показателей базовой инфляции составило 4,7% в аннуализированном выражении. [Оценка трендовой](#)

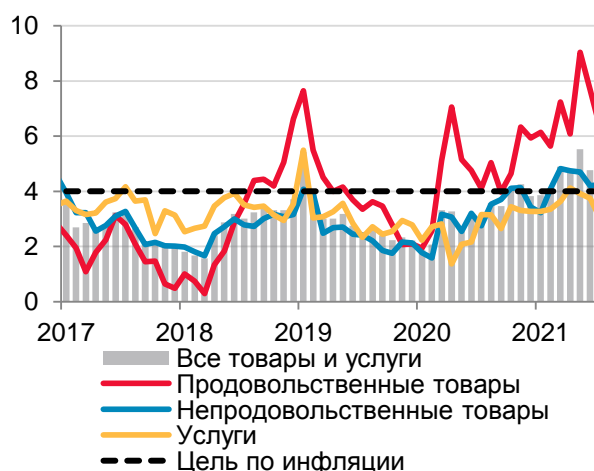
инфляции незначительно понизилась – до 4,88%. Медианные темпы роста цен по максимально дезагрегированным компонентам ИПЦ³ также уменьшились – в среднем до 4,3%. Несмотря на то что инфляционное давление несколько снизилось с пиковых значений, оно остается повышенным относительно цели Банка России. Уход влияния разовых факторов, приведших к резкому замедлению месячного роста цен в июле, вероятно, приведет к возврату роста общего уровня цен выше траектории, соответствующей годовой инфляции 4%, в ближайшие месяцы.

Рисунок 7. Модифицированные показатели базовой инфляции и оценка трендовой инфляции, % в годовом выражении



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

Рисунок 8. Медиана распределения, рассчитанная по дезагрегированным компонентам, % м/м SAAR



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

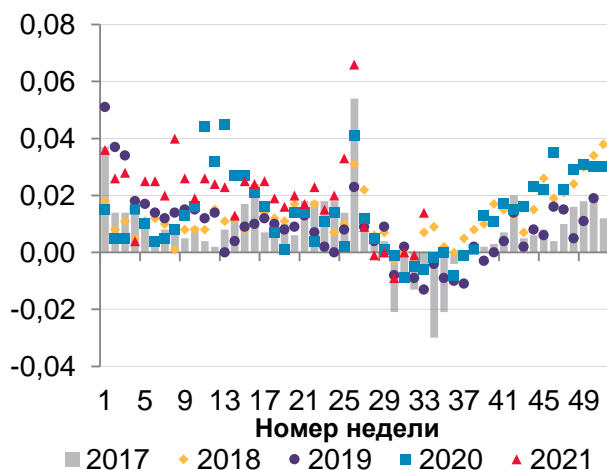
Оперативные данные Росстата указывают, что сезонно сглаженный рост цен в августе ускорится вследствие снижения влияния разовых и временных факторов, приведших к резкому замедлению в июле. С начала месяца рост цен составил 0,07%⁴, что выше траектории, соответствующей 4%-ной инфляции в пересчете на год, и уровня соответствующего периода прошлых лет (Рисунок 9, Рисунок 1). Скользящий за четырехнедельный рост стоимости недельной корзины без плодоовощной продукции и регулируемых тарифов вместе с медианой распределения остается выше уровня 4% в пересчете на год (Рисунок 10). Основным драйвером выступает *сегмент непродовольственных товаров*, где продолжается ускоренный рост цен на автомобили, электротовары и бензин. Временный импульс роста цен в августе также проявился в сегменте одежды и обуви вследствие сезонного повышения спроса на школьные товары, который был дополнительно поддержан денежными выплатами семьям с детьми. Динамика цен в *продовольственном сегменте* остается разнонаправленной. В то время как по большинству продуктовых категорий наблюдается постепенное замедление роста цен, темпы удорожания мясопродуктов, доля которых в потребительской корзине достаточно высокая, повысились, поддерживая общий рост цен.

³ 556 компонент в корзине 2021 года.

⁴ К 23 августа.

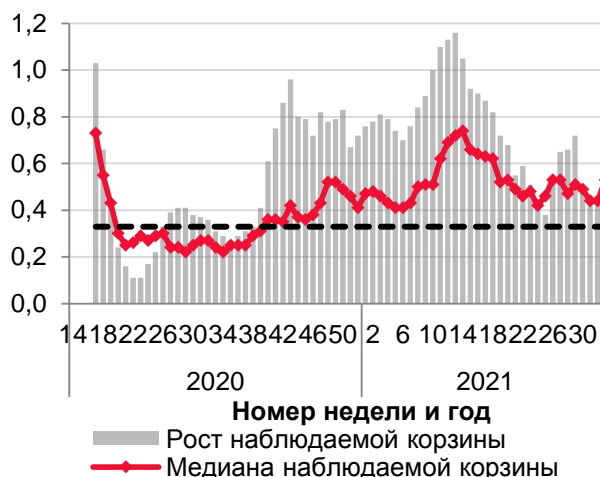
Постепенное снижение инфляционного давления продолжится по мере проявления эффектов от принимаемых решений по денежно-кредитной политике. Это будет способствовать замедлению инфляции до 4,0-4,5% в 2022 г. и ее стабилизации вблизи уровня 4% в дальнейшем.

Рисунок 9. Среднесуточный прирост цен, %



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

Рисунок 10. Скользящий темп роста стоимости и медиана распределения недельных приростов цен за 4 недели⁵, %



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

1.2. Давление цен производителей на потребительские цены немного снизилось

- Годовой рост цен производителей промышленных товаров в июле замедлился до 28,1% с 31,0% в июне (Рисунок 11). Эффект низкой базы, сформированный снижением цен на сырьевые товары, прежде всего на нефть, в II квартале 2020 г., начинает постепенно выходить из расчета годовых показателей индекса цен. Вклад сырьевых цен в годовой рост цен производителей постепенно уменьшается (Рисунок 12).
- Динамика в других отраслях носит разнонаправленный характер. Продолжается интенсивный рост внутренних цен в металлургическом производстве, который следует за динамикой цен на металлопродукцию и железную руду на мировом рынке. При этом на внешних рынках [цены на железную руду стабилизируются](#), что может привести к некоторому ослаблению ценового давления в отечественном металлургическом секторе в ближайшие месяцы. Рост цен в производстве пищевых продуктов замедлился в июле – до 15,4% с 16,7% г/г месяцем ранее.

⁵ Расчет сделан на основании расширенного списка товаров и услуг (без плодоовощной продукции и регулируемых тарифов). Ранее Росстат на еженедельной основе регистрировал 64 позиции товаров и услуг. С апреля 2020 г. список еженедельно наблюдаемых позиций был расширен до 100 категорий, с января 2021 г. – до 106. С июля 2021 г. Росстат перестал наблюдать на недельной основе отдельные позиции, заменив их на строительные материалы и поездки в Турцию.

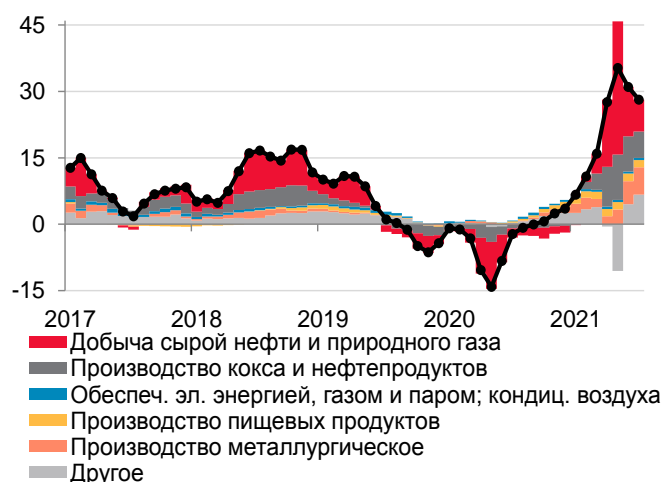
- В отдельных «тяжелых» компонентах непродовольственного сегмента ускорение роста ИЦП продолжается. Несмотря на вероятное прохождение локального пика (Рисунок 13), масштаб замедления роста цен производителей потребительских товаров в ближайшие месяцы, скорее всего, окажется умеренным на фоне сохраняющегося влияния проинфляционных факторов на стороне предложения.

Рисунок 11. Динамика потребительских цен и цен производителей, % г/г



Источник: Росстат.

Рисунок 12. Вклад топ-5 отраслей в рост цен производителей, % г/г



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

Рисунок 13. Динамика потребительских цен и цен производителей на продовольственные 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.

Источники: Росстат, расчеты ДИП.

2. Экономическая динамика

Оперативные показатели и опережающие индикаторы экономической активности указывают на продолжение роста российской экономики в июле-августе при некотором замедлении его темпов.

Важно отметить, что причины замедления темпов роста находятся как на стороне спроса, так и на стороне предложения. На фоне произошедшего увеличения цен производители и домохозяйства стали менее склонными к покупке подорожавших товаров. Опросы также демонстрируют уменьшение экспортных заказов, возможно, в связи с увеличением числа заражений коронавирусом в мире, особенно, в азиатском регионе. Вместе с тем, сохраняющийся дефицит ряда компонентов и материалов и удлинение сроков их поставок вынудили часть российских производителей сократить производство, несмотря на наличие спроса (например, легковых автомобилей).

На рынке труда наблюдается дефицит по растущему количеству специальностей. Хотя фактический уровень безработицы с поправкой на сезонный фактор в июле еще превышал докоронавирусный уровень на 0,4 п.п., темпы роста номинальных зарплат в II квартале резко ускорились до двузначных величин, обеспечив ускорение роста реальных зарплат даже в условиях повышенной инфляции. В целом это указывает на то, что уровень безработицы сейчас ниже, чем естественный, характеризующий ситуацию устойчивого экономического роста при целевой инфляции, а сам естественный уровень безработицы повысился по сравнению с докоронавирусным уровнем.

Хотя лидерами роста заработных плат выступают отрасли-бенефициары происходящих структурных и циклических изменений в экономике - сектор информационных технологий, здравоохранение, строительство – ускорение роста затронуло практически все отрасли из-за усиления конкуренции за трудовые ресурсы на фоне повышенного спроса. В этой ситуации замедление темпов роста спроса в экономике должно несколько охладить рынок труда, придав ему большую устойчивость при уменьшении проинфляционного действия.

2.1. Замедление роста экономики до более устойчивых уровней в III квартале

- По предварительной оценке Росстата, ВВП в II квартале 2021 г. вырос на 10,3% г/г после снижения на 0,7% г/г в I квартале (Рисунок 14). Согласно нашим расчетам, это соответствует квартальному росту на уровне 0,8% к/к с поправкой на сезонный фактор (SA) в течение первого полугодия (после 1,0% к/к SA в IV квартале 2020 г.). Динамика различных оперативных индикаторов указывает на замедление роста экономики в начале III квартала до более устойчивых уровней после прохождения наиболее активной фазы восстановления в предыдущих кварталах.
- Опросные индикаторы сигнализировали о вероятном замедлении роста выпуска и новых заказов в обрабатывающих отраслях в июле. Это подтвердила статистика по

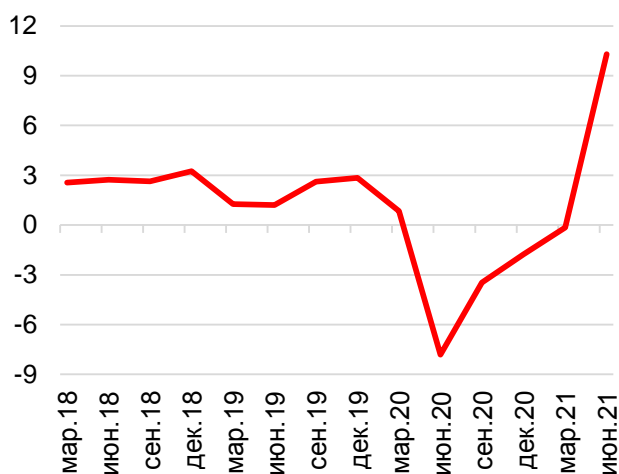
промышленному производству: выпуск в обрабатывающих отраслях стабилизировался на уровне июня при небольшом снижении в добыче (Рисунок 15). Объем выпуска в обрабатывающих отраслях в последние месяцы стабилизировался на уровне чуть выше докороновирусного. Восстановительный рост до докороновирусного тренда в отраслях потребительского и инвестиционного спроса завершен. В ближайшие месяцы динамика производства обрабатывающих секторов все в большей степени будет определяться потенциальным темпом роста с учетом ресурсных ограничений (в частности, наличия свободных трудовых ресурсов). Рост в добыче полезных ископаемых в ближайшие месяцы будет обеспечиваться повышением добычи нефти в рамках новых условий сделки ОПЕК+ (см. раздел 3.3).

- При этом рост производственной активности на фоне расширения спроса продолжает сдерживаться нарушениями в работе цепочек поставок на глобальном уровне. На это указывает динамика как российских, так и мировых подиндексов PMI, сигнализирующих о дальнейшем удлинении сроков поставок из-за нехватки комплектующих и логистических проблем⁶. Ярким примером негативного влияния перебоев с поставками является рынок автомобилей. Снижение объема продаж новых автомобилей в июле как в годовом, так и в месячном выражении во многом было вызвано дефицитом автомобилей, которые производители не могут поставить из-за нехватки комплектующих⁷: многие автозаводы в России и за рубежом, вынуждены останавливать свои конвейеры.
- В отличие от производственного сектора, рост активности в секторе услуг в июле продолжился (судя по динамике опросных индикаторов), но более медленными темпами, чем в среднем за первое полугодие.
- Динамика [отраслевых финансовых потоков](#) также указывает на продолжение роста активности более медленными темпами по сравнению с II кварталом (Рисунок 16). Драйверами роста выступают отрасли, ориентированные на внешний и промежуточный спрос. Последнему способствуют прежде всего рост добычи сырьевых товаров и повышение мировых цен на них. В группах отраслей внутреннего спроса (потребительского и инвестиционного) в июле финансовые потоки незначительно отклонились вниз от уровня предыдущего квартала, что главным образом отражает завершение восстановительного роста и неопределенность перспектив деловой активности в условиях сохраняющихся эпидемических рисков.
- В августе немного ослаб новостной фон: [новостной индекс](#) снизился до 1,0 п. с 1,2 п. по итогам июля. При этом значение индекса остается близким к максимальному на всей истории наблюдений (с 2004 г.).

⁶ Suppliers' Delivery Times Index.

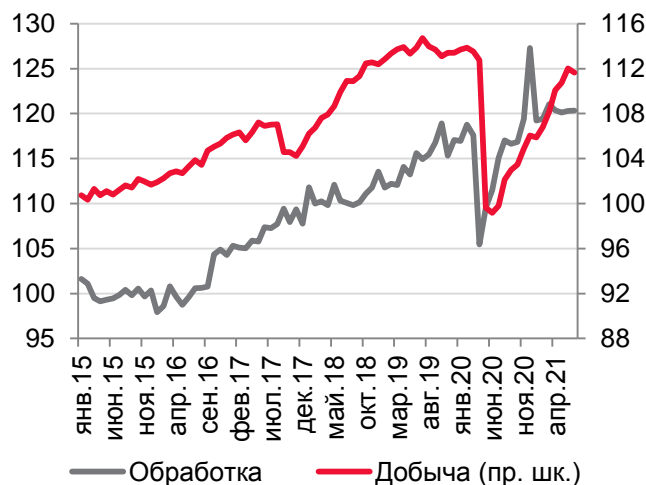
⁷ Эксперт «Автодома» отмечает не только существование проблемы с полупроводниками, но и с многими другими комплектующими // [«Коммерсантъ» №125 от 20.07.2021.](#)

Рисунок 14. Рост ВВП, % г/г



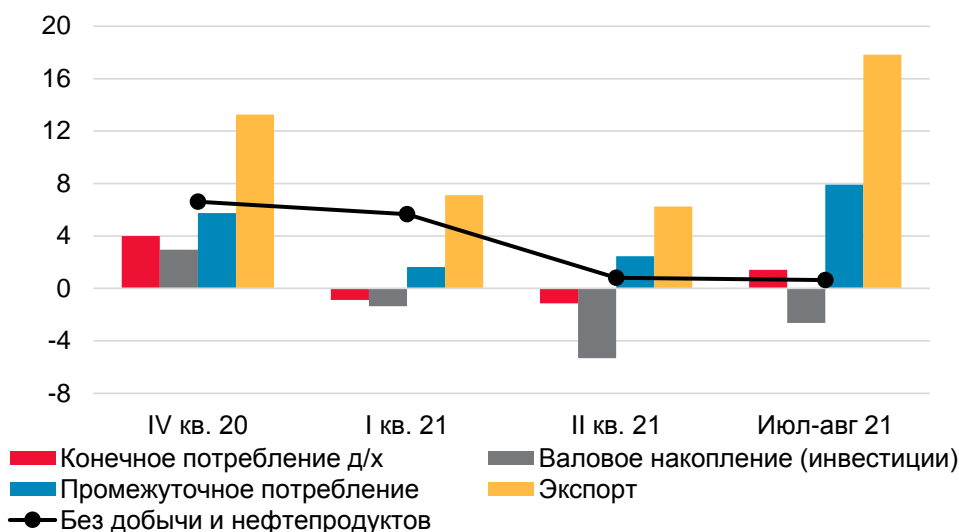
Источник: Росстат.

Рисунок 15. Динамика индексов добычи полезных ископаемых и обрабатывающего производства (2014 = 100)



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

Рисунок 16. Рост входящих платежей по группам отраслей, % от уровня предыдущего квартала



Источник: Банк России, расчеты ДИП

2.2. Дальнейшее расширение потребительского спроса

- Несмотря на ухудшение эпидемиологической обстановки, рост доходов населения и кредитования способствовали сохранению в июне устойчивых темпов прироста потребления. общепит стал единственной отраслью, показавшей снижение оборотов – это произошло из-за ограничений. Оперативные индикаторы указывают на сохранение устойчивой динамики потребительской активности, которая в августе дополнительно поддержана выплатами на детей школьного возраста.

- Пандемические риски по-прежнему сдерживают восстановление расходов населения на платные услуги. Вместе с тем в ближайшие месяцы мы ожидаем перераспределения части трат с непродовольственных товаров на дорожающие товары повседневного спроса и восстанавливающийся сектор услуг.
- Продолжающийся рост экономической активности и доходов населения позволит в дальнейшем сохранить уверенные темпы роста потребления. Некоторое снижение кредитной активности с учетом ужесточения ДКП и действия макропруденциальных мер приведут к постепенному замедлению темпов прироста конечного потребления до более устойчивых уровней. Дополнительно этому будет способствовать нормализация бюджетной политики.

В июне, несмотря на ухудшение эпидемической обстановки, продолжился устойчивый прирост потребительского спроса. Рост оборотов розничной торговли ускорился с 0,3 до 0,4% м/м SA (Рисунок 17). Вернулось к росту потребление населением платных услуг: 0,2% м/м SA после 0,0% м/м SA в мае⁸. Позитивная динамика объясняется как восстановлением доходов⁹, так и сохранившимися в течение II квартала ускоренными темпами роста потребительского кредитования.

На фоне начала сезона отпусков, жаркой погоды и перевода большего количества работников на удаленный режим россияне в июне проводили больше времени за городом. Это способствовало росту продаж продовольственных товаров (0,5% м/м SA в июне после 0,0% м/м SA в мае), но негативно сказалось на оборотах общепита (-1,6% м/м SA в июне после -0,7% м/м SA в мае), который также затронуло ужесточение антиковидных ограничений. При этом в целом потребление услуг пока существенно отстает от уровней 2019 г., что указывает на наличие потенциала для продолжения восстановления в данном сегменте. Многие предприятия сферы услуг за время пандемии сумели скорректировать свои бизнес-модели под новые условия. Однако несмотря на это, сохраняющаяся повышенная неопределенность, связанная с развитием эпидемической ситуации, в сочетании с возможными устойчивыми изменениями в структуре потребления относительно докризисной будут в определенной степени сдерживать указанный процесс.

Обороты непродовольственной розницы продолжили расти, однако более медленными темпами по сравнению с предыдущим месяцем (0,3% м/м SA в июне после 0,7% м/м SA в мае). Мы полагаем, что масштаб переключения на *непродовольственные товары*, который лежал в основе отдаления от докоронавирусной модели потребления в течение большей части II квартала, достиг своего локального пика (Рисунок 18). Рост инфляционных ожиданий в сочетании с относительно низкой стоимостью заимствований стимулировали [россиян брать кредиты](#) и наращивать потребление товаров длительного пользования. Согласно оперативным данным, в последнее время также заметно снизились оценки населением благоприятности условий для совершения крупных покупок – соответствующий индекс в июле достиг минимальных значений за всю историю наблюдения (Рисунок 21).

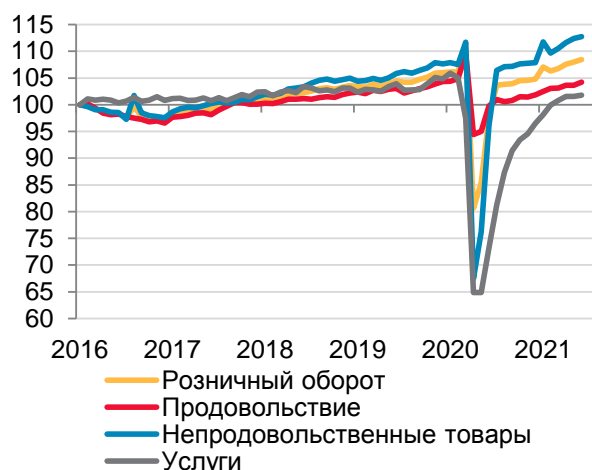
⁸ Оценка динамики оборотов отрасли в январе–мае 2021 г. повысилась за счет дооценки объемов платных услуг населению на основе административных источников (ФНС России) о доходах самозанятых.

⁹ Реальные располагаемые доходы выросли на 6,8% г/г в II квартале 2021 года.

На основании вышеизложенного можно сделать вывод о том, что в ближайшие месяцы вероятно проявление тренда на перераспределение части трат с непродовольственных товаров на [продолжающие дорожать товары повседневного спроса](#) и восстанавливающийся сектор услуг.

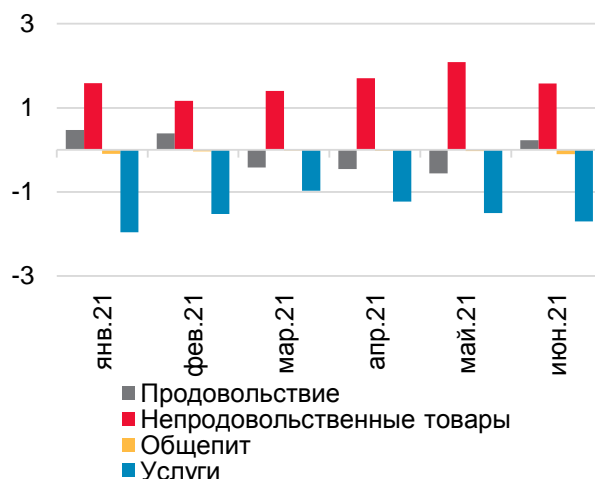
Единовременные выплаты пенсионерам, военным и правоохранителям в размере около 500 млрд руб. дополнительно поддержат потребительский спрос в конце III-начале IV квартала. Впрочем, их влияние на инфляцию будет разовым и небольшим. Финансирование расходов происходит за счет дополнительных нефтехгазовых доходов в рамках бюджетного правила. Такие возможности бюджета в целом учитываются при принятии решений по ДКП и формировании прогноза Банка России.

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



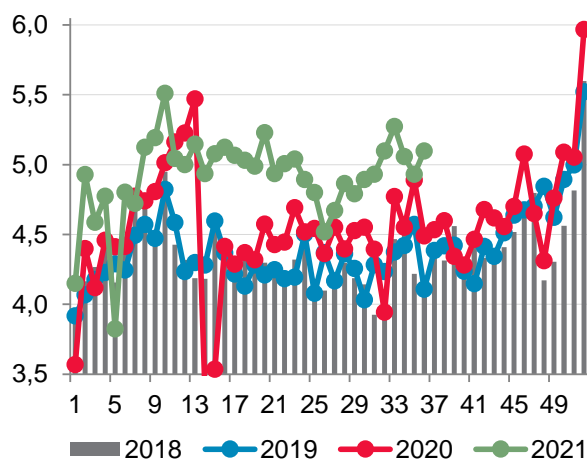
Источники: Росстат, расчеты ДИП.

Рисунок 18. Изменение доли расходов по основным категориям трат потребителей по сравнению с 2019 г., п.п.



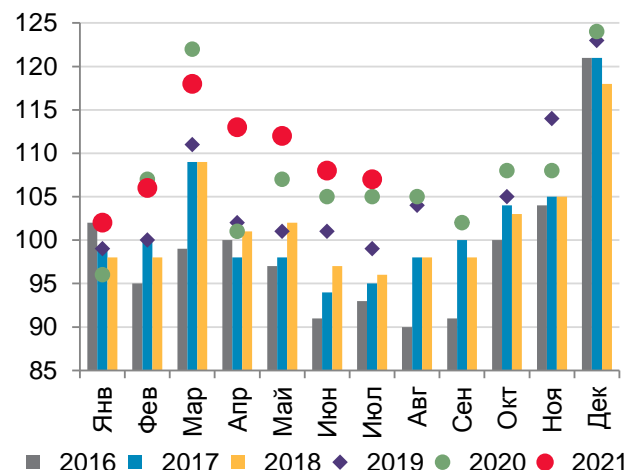
Источники: Росстат, расчет ДИП.

Рисунок 19. Объем номинальных повседневных недельных расходов населения, тыс. руб.



Источник: Ромир.

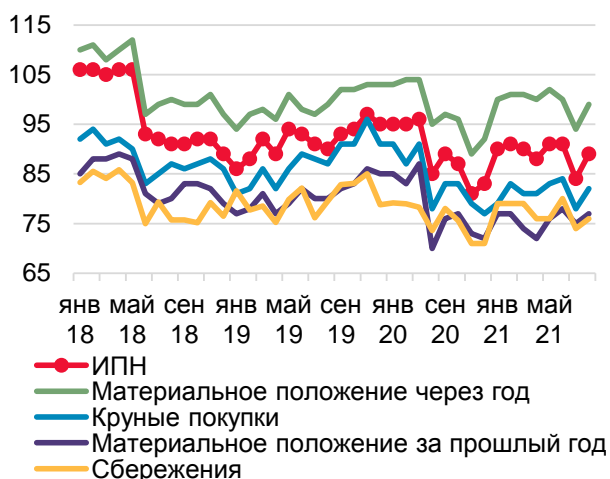
Рисунок 20. Динамика реальных повседневных расходов россиян, % от уровня 2012 года



Источник: Ромир.

Динамика оперативных индикаторов потребительской активности подтверждает, что текущий эпизод ухудшения эпидемической ситуации не оказывает значимого негативного влияния на динамику потребления. За исключением непродолжительного периода в начале июля годовые темпы роста расходов шесть последних недель стабильно превышают уровень инфляции, дополнительно ускорившись в начале августа на фоне перечисления разовых выплат на детей школьного возраста. По итогам июля зафиксирован **рекордный уровень расходов на товары повседневного спроса** для этого месяца (Рисунок 20), причем в отличие от июня траты в абсолютном большинстве потребительских категорий демонстрируют годовой прирост в реальном выражении. Структура расходов в значительной степени определяется наступлением отпускного периода с характерным ростом расходов на продовольствие, топливо, отели и Duty Free при снижении потребления услуг. При этом динамика трат на отели внутри страны и за рубежом позволяет предположить, что примерно треть от допандемических расходов туристов за пределами России устойчиво **трансформировалась во внутренние расходы**.

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



Источник: Банк России.

Рисунок 22. Изменение номинальных расходов на товары и услуги в июле, %, г/г.



Источник: СберИндекс.

По нашему мнению, продолжающийся рост экономической активности и доходов населения позволит в дальнейшем сохранить устойчивые темпы роста потребления. Сохраняющаяся непростая эпидемическая ситуация в мире отдалит перспективу масштабного открытия границ и оттока части внутреннего спроса за рубеж.

При этом во втором полугодии ожидается постепенное замедление темпов прироста конечного потребления до более устойчивых уровней. Этому способствует начавшееся во втором полугодии замедление роста кредитной активности с учетом нормализации ДКП и действия макропруденциальных мер, направленных на ограничение стимулов банков к наращиванию рискованного кредитования, вкуче с нормализацией бюджетной политики. О более сдержанных темпах прироста потребления свидетельствует июльская динамика продаж легковых автомобилей (-6,5% г/г) и замедление темпов роста импорта из стран дальнего зарубежья¹⁰ (с +28,3% в июне до +16,0% в июле по отношению к соответствующему периоду 2019 г.).

2.3. Некоторое торможение роста основных сегментов кредитования в июле

- В июле месячный сезонно сглаженный рост в основных сегментах кредитования замедлился, оставаясь при этом на повышенных уровнях. К некоторому охлаждению привели изменение параметров льготной ипотеки, принятые решения по макропруденциальной и денежно-кредитной политике, а также рост неопределенности в связи с ухудшением эпидемической ситуации.
- После сокращения в течение двух предыдущих месяцев объем средств физических лиц в банках в июле вырос, что может быть вызвано повышением привлекательности депозитов благодаря росту ставок по вкладам.
- Чистая прибыль банков в июле существенно превысила аналогичные показатели июля 2019 и 2020 гг. благодаря процентным и комиссионным доходам. Высокий уровень прибыли и капитала позволит банкам наращивать кредитование, однако его темпы должны замедлиться до более устойчивых уровней с учетом влияния нормализации ДКП и мер макропруденциальной политики.

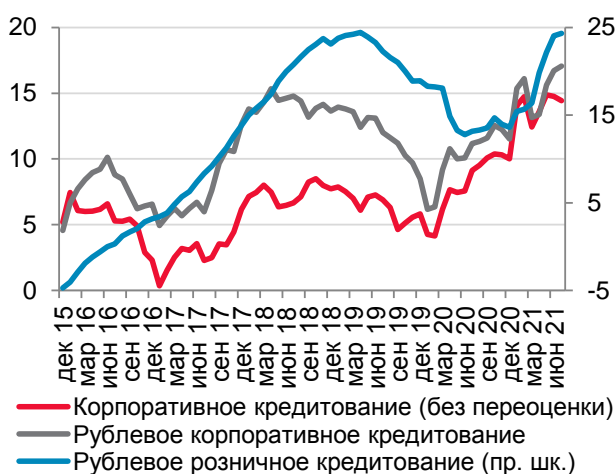
Рост кредитования физических лиц замедлился в июле до 1,9% м/м SA с 2,4% м/м SA в июне (Рисунок 24). Это объясняется несколькими причинами. Существенную роль сыграло изменение параметров программы льготной ипотеки, в частности, сокращение лимитов на размер льготного кредита в крупных городах и повышение ставки. В результате по итогам июля объемы выдач ипотеки существенно сократились по сравнению с июнем (Рисунок 26): на 20,5% по всему рублевому портфелю и почти в два раза по кредитам, обеспеченным ДДУ. Соответственно, темпы роста рублевого ипотечного портфеля снизились с 2,5 до 1,7% м/м NSA¹¹, а по кредитам, обеспеченным ДДУ – с 4,3 до 1,0% м/м NSA. Повышение максимальной ставки по льготной программе ипотечного кредитования с 6 до 7% пока не полностью транслировалось в динамику средневзвешенной

¹⁰ Замедление отмечается в таких категориях потребительского спроса, как одежда, косметика, алкоголь и продукты питания.

¹¹ С учетом ИЦБ. NSA – до поправки на сезонность

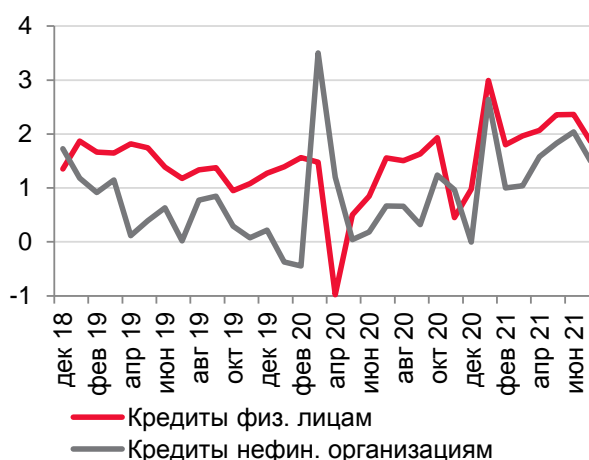
процентной ставки по выдаваемым кредитам (Рисунок 25): рост ставки по кредитам, выдаваемым в рамках ДДУ, составил 0,6 п.п. Это может объясняться тем, что величина процентной субсидии, получаемой банками в рамках льготной программы, возросла вместе с увеличением ключевой ставки. Также влияние могло оказать снижение ставки по программе семейной ипотеки. При этом по всем остальным ипотечным кредитам ставка по нашим оценкам выросла в пределах 0,1 п.п: ставки по несубсидируемой ипотеке ориентируются на доходности долгосрочных ОФЗ, которые практически не изменились.

Рисунок 23. Динамика кредитования, % г/г



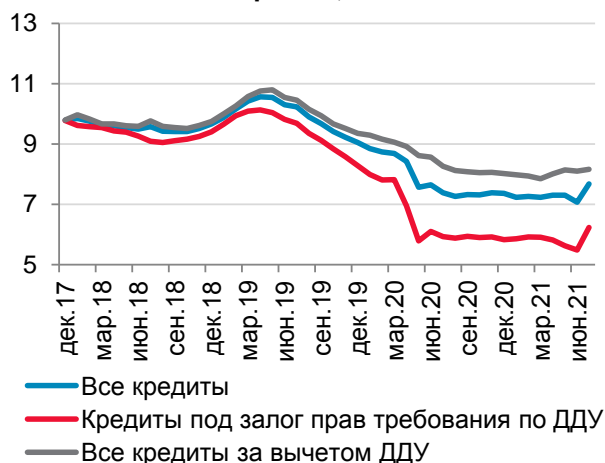
Источник: Банк России.

Рисунок 24. Рост рублевого кредитования, % м/м SA



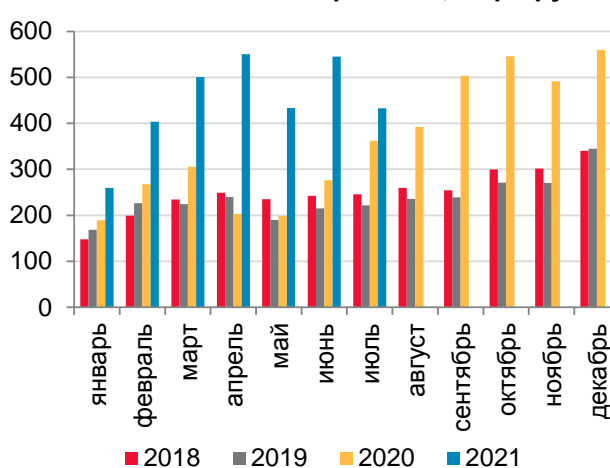
Источник: Банк России.

Рисунок 25. Динамика ставок на ипотечном рынке, %



Источник: Банк России.

Рисунок 26. Объем новых предоставленных ипотечных жилищных кредитов, млрд рублей

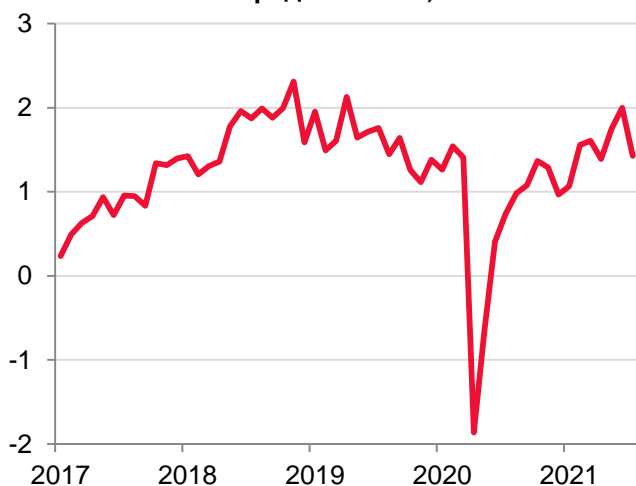


Источник: Банк России.

Рост необеспеченных кредитов замедлился до 1,4% м/м SA из-за действия макропруденциальных мер и ужесточения ДКП, хотя и остался на повышенном уровне относительно прошлых лет (Рисунок 27). В сегменте автокредитования также наблюдалось замедление до 1,1% м/м SA. Вкупе с уже принятыми решениями по повышению ключе-

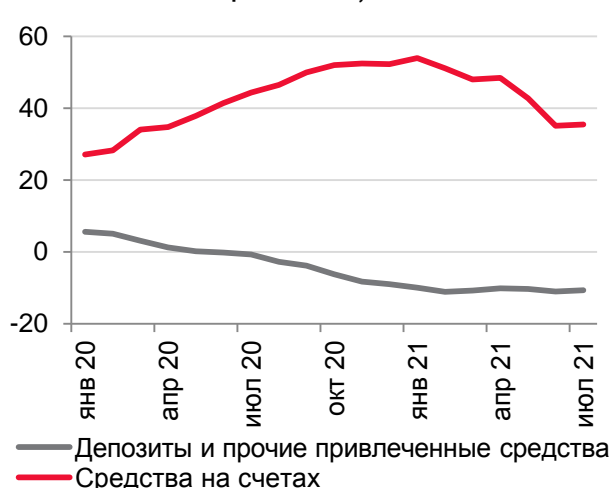
вой ставки повышение надбавок по необеспеченным кредитам привело к росту процентных ставок по займам: за месяц предлагаемые ставки по потребительским займам в среднем повысились на 1,5–2 процентных пункта.

Рисунок 27. Прирост необеспеченного потребительского кредитования, % м/м SA



Источник: Банк России.

Рисунок 28. Динамика средств физических лиц в банках, % г/г



Источник: Банк России.

В ближайшие месяцы может продолжиться некоторый рост процентных ставок по кредитам, в т.ч. по ипотеке. Одновременно с повышенным уровнем экономической неопределенности и возможным ужесточением кредитных политик банков на фоне принятых макропруденциальных мер это может привести к замедлению расширения розничного кредитования.

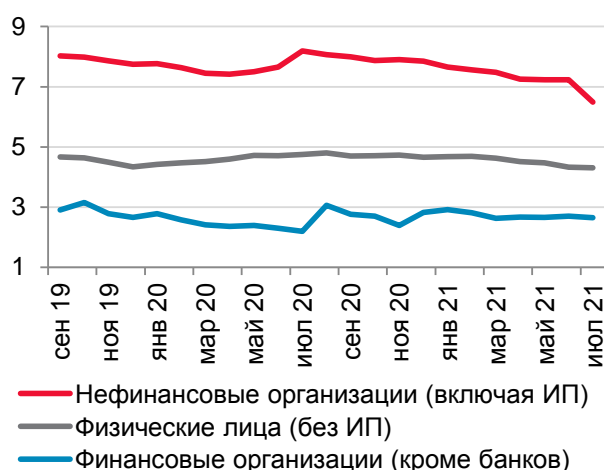
Рост рублевых кредитов нефинансовым организациям также замедлился до 1,5 с 2,0% м/м SA. Это может объясняться [ухудшением деловой активности](#) в обрабатывающих отраслях и замедлением роста [в сфере услуг](#), а также повышением уровня неопределенности из-за ухудшения эпидемической ситуации. Кредитование ИП также демонстрирует торможение (1,9% м/м SA в июле после 2,6% м/м SA в июне). Необходимо учесть, что в портфеле кредитов нефинансовым организациям и ИП в июле замедлился рост краткосрочных кредитов. Это может быть связано с [исчерпанием выделенного Правительством РФ объема субсидий](#) по программе льготного кредитования субъектов малого и среднего предпринимательства (МСП). Банк России с 26 июля 2021 г. [ввел новый порядок установления ставки](#) в рамках механизма поддержки кредитования субъектов МСП (в размере ключевой ставки, уменьшенной на 1,5 п.п.). Кредиты финансовым организациям в рублях выросли на 1,3% м/м SA после сокращения в предыдущем месяце (-0,3% м/м SA)¹². Это может объясняться ростом роли факторинга в финансировании МСП.

¹² В мае наблюдалось сокращение рублевых выданных в страховании и вспомогательной деятельности в сфере финансовых услуг. В июне динамика выданных восстановилась, что могло сказаться на динамике портфеля в июле.

Качество кредитных требований в целом продолжает улучшаться. Так, доля просроченной задолженности в требованиях к нефинансовым организациям и ИП снизилась с 7,2 до 6,5%, в требованиях к финансовым организациям (2,6%) и в требованиях к физическим лицам (4,3%) осталась практически неизменной (Рисунок 29). Доля проблемных и безнадежных ссуд в розничном портфеле стабилизировалась, а в корпоративном – продолжила снижаться (Рисунок 30). Улучшение качества портфеля во многом связано с сохраняющимися повышенными темпами наращивания объемов кредитования банками, в результате чего [доля просроченной задолженности снижается в большом объеме вновь выданных кредитов](#).

Объем средств физических лиц в банках в июле вырос на 0,7% м/м SA после сокращения в течение двух предыдущих месяцев, что может быть связано с повышением привлекательности депозитов благодаря постепенному росту ставок по вкладам (Рисунок 28). При этом чистый приток средств населения в инструменты фондового рынка в июле, по нашим оценкам, остался на среднем уровне II квартала. Прирост средств корпоративных клиентов ускорился до 0,4% м/м S/A.

Рисунок 29. Доля просроченной задолженности в кредитных требованиях, %



Источник: Банк России.

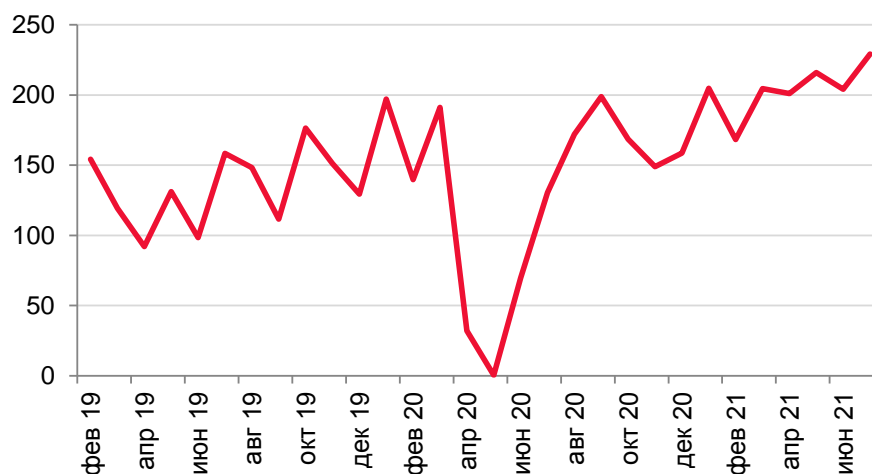
Рисунок 30. Доля проблемных и безнадежных ссуд в кредитных требованиях, %



Источник: Банк России.

Чистая прибыль банковского сектора в июле составила 229 млрд руб., что существенно выше показателей июля 2019 и 2020 годов. Основным драйвером роста прибыли выступили [чистый процентный и чистый комиссионный доход \(ЧПД и ЧКД\)](#). Если увеличение ЧПД объясняется преимущественно наращиванием кредитного портфеля, то рост ЧКД – комиссиями по операциям с банковскими картами и эквайрингу. Высокий уровень прибыли и капитала позволяет банкам продолжать наращивание кредитования. Мы ожидаем, что повышение ключевой ставки Банком России в течение 2021 г. в ответ на возросшие проинфляционные риски приведет к дальнейшему постепенному замедлению роста кредитования до более устойчивых уровней.

Рисунок 31. Динамика чистой прибыли банковского сектора, млрд рублей



Источник: Банк России.

О ДИНАМИКЕ СРЕДСТВ НАСЕЛЕНИЯ В БАНКАХ

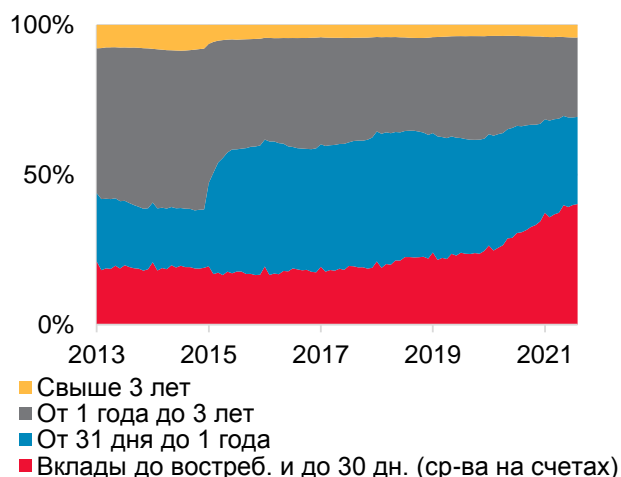
Банковские депозиты – один из важнейших инструментов, через который процентный канал трансмиссионного механизма ДКП влияет на инфляцию. Динамика объемов средств населения в банках и их временная структура отражает предпочтения населения в выборе между потреблением и сбережениями. Смягчение денежно-кредитной политики в 2020 году привело к значительным изменениям в структуре и динамике средств населения, в частности, к значительному росту средств на текущих счетах при одновременном снижении срочных депозитов (Рисунок 33). В результате средства населения в банках стали более краткосрочными, то есть более доступными для трат на товары и услуги. При этом темпы роста общего объема средств домохозяйств в банках (включая вклады и счета в иностранной валюте) значительно замедлились (Рисунок 34). Такая тенденция отражает как рост потребительской активности, так и увеличение привлекательности альтернативных средств вложений, прежде всего инструментов финансового рынка и недвижимости.

Рублевые ставки по вкладам населения начали постепенно расти на фоне уже состоявшихся в 2021 году повышений ключевой ставки (Рисунок 35, Рисунок 36), однако это пока не оказало значительного влияния на депозитную активность населения. Появляются первые признаки стабилизации временной структуры рублевых средств населения и небольшого разворота в их динамике. При этом о полноценном развороте, который бы через динамику депозитного рынка сигнализировал о влиянии принятых решений по ДКП на решения населения в выборе между потреблением и сбережениями, говорить пока рано.

Это может быть вызвано несколькими причинами. *Во-первых*, процентные ставки по вкладам населения еще не полностью отразили повышение ключевой ставки, осо-

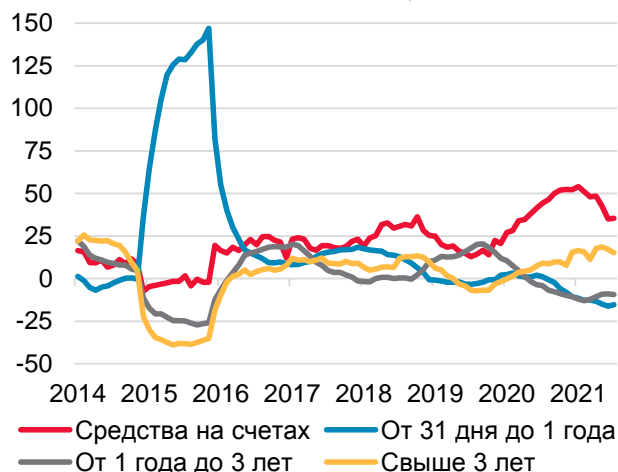
бенно в части вкладов сроком до года (Рисунок 35). Во-вторых, остается высокой привлекательность альтернативных вложений. В-третьих, текущего уровня процентных ставок по вкладам (даже после того, как они полностью учтут повышение ключевой ставки до 6,5%) может оказаться недостаточно для увеличения стимулов к сбережению из-за повышенных инфляционных ожиданий, которые по-прежнему склоняют население делать выбор в пользу потребления и инвестиций в более рискованные активы. Это учитывается при принятии решений по ДКП.

Рисунок 32. Структура рублевых средств населения в банках



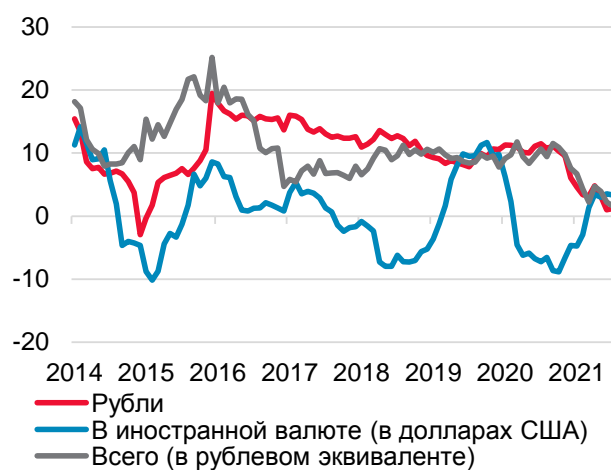
Источник: Банк России.

Рисунок 33. Динамика рублевых средств населения в банках, % г/г



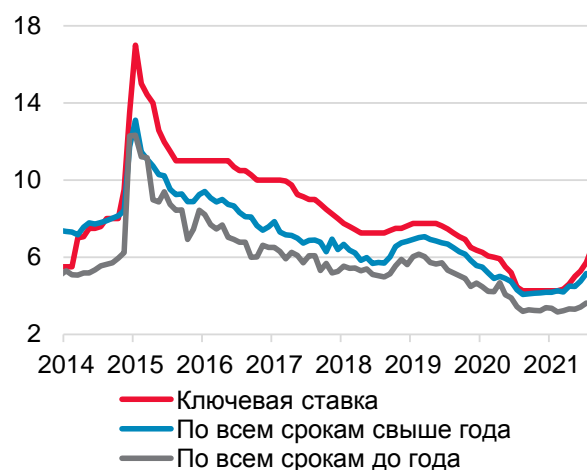
Источник: Банк России.

Рисунок 34. Совокупная динамика средств населения в банках, % г/г



Источник: Банк России.

Рисунок 35. Динамика рублевых ставок по вкладам населения и ключевой ставки, %



Источник: Банк России.

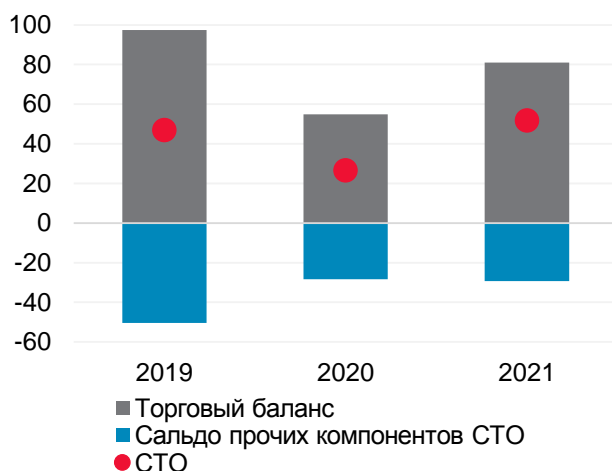


2.4. Небольшое ослабление роста внешней торговли в июле

- Профицит счета текущих операций в январе–июле 2021 г. превысил уровни аналогичного периода 2019 и 2020 гг.: торговый баланс постепенно расширяется на фоне опережающего роста экспорта по сравнению с импортом, а дефицит баланса услуг остается невысоким.
- Рост товарного экспорта и импорта по отношению к уровню 2019 г. в июле снизился после июньского пика. Рост экспорта в основном обеспечивается повышением мировых цен на сырье и смягчением условий сделки ОПЕК+.
- Динамика товарного импорта по-прежнему сопровождается уверенным ростом в инвестиционных категориях. Мы ожидаем, что в дальнейшем темпы роста импорта товаров снизятся по мере переключения спроса на импорт услуг и замедления темпов роста российской экономики до более устойчивых значений после завершившейся фазы восстановительного роста.

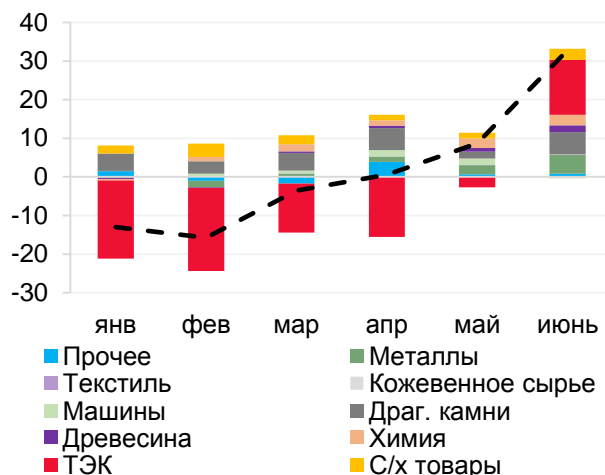
По предварительной оценке, положительное сальдо счета текущих операций (далее – СТО) в январе-июле 2021 г. достигло 51,7 млрд долларов США, превысив уровни соответствующих периодов 2019 и 2020 гг. (47,5 млрд и 26,6 млрд). Расширение профицита СТО по сравнению с 2020 г. было обусловлено увеличением профицита торгового баланса на фоне опережающего роста стоимостных объемов экспорта (+35,0% г/г) по сравнению с импортом товаров (+29,6% г/г), в то время как совокупный дефицит других компонентов счета текущих операций по сравнению с прошлым годом изменился незначительно. Второй месяц подряд торговое сальдо превышает уровни 2019 г., что в совокупности с сохранением ограничений на международные поездки обеспечивает превышение профицитом СТО докризисных уровней (Рисунок 37).

Рисунок 37. Динамика основных компонент счета текущих операций в январе-июле, млрд долл. США



Источники: Банк России, расчеты ДИП.

Рисунок 38. Декомпозиция роста экспорта по крупным категориям, 2021 г. в % к соответствующему месяцу 2019 г.



Источники: ФТС, расчеты ДИП.

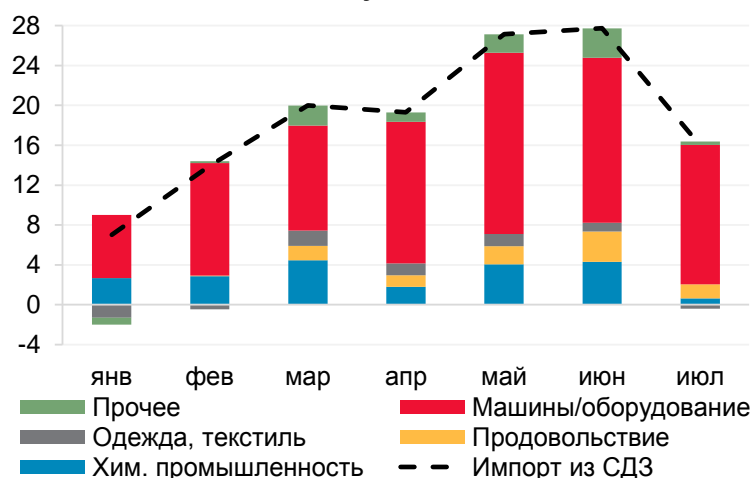
Товарный экспорт остался на повышенном относительно докоронавирусного уровне, отражая увеличение мировых цен на нефть, металлы и другие товары и физических объемов вывоза, в том числе из-за повышения добычи нефти в рамках соглашения ОПЕК+ (Рисунок 37, Рисунок 61).

Рост импорта к уровню соответствующего периода 2019 года в июле замедлился (Рисунок 39). Основной вклад в рост импорта продолжает вносить ввоз машин и оборудования. Впрочем, он начал замедляться по мере снижения стоимостных объемов ввоза наземных видов транспорта [ввиду ограничивающих эффектов сокращения мирового производства из-за нехватки электронных компонентов](#). Инвестиционный импорт (механическое, электрическое оборудование и воздушный транспорт) продолжает уверенно расти. Мы ожидаем, что повышение ключевой ставки, предпринятое Банком России в течение этого года как реакция на возросшие проинфляционные риски, в дальнейшем приведет к торможению роста потребительской и инвестиционной активности (и, соответственно, импорта) до более устойчивых уровней.

Анализ страновой структуры внешнеторгового оборота в первом полугодии свидетельствует о закрепившейся в результате пандемии тенденции на переориентацию торговли в пользу КНР и прочих стран, не входящих в ЕС. Так, не претерпевшая существенных изменений с прошлого года, страновая структура торговли демонстрирует устойчивое смещение в пользу Китая (доля в обороте выросла с 16,0% в первом полугодии 2019 г. до 18,1% и 17,9% в 2020 и 2021 гг. соответственно) за счет снижения доли стран Евросоюза¹³ (с 42,2 до 35,3 и 35,7%). Частично это вызвано влиянием пандемии, при этом в долгосрочной перспективе мы ожидаем дальнейшего смещения торгового оборота в сторону азиатского региона.

¹³ По оценкам ДИП около 1,3-1,8 п.п. снижения могут объясняться выходом Великобритании из ЕС.

Рисунок 39. Декомпозиция роста импорта из СДЗ по крупным категориям, 2021 г. в % к соответствующему месяцу 2019 г.*



* Импорт скорректирован на объем поставок судов по процедуре временного ввоза.

Источники: ФТС, расчеты ДИП.

Положительное сальдо финансовых операций частного сектора (чистое кредитование) по итогам июля сложилось примерно в два раза выше, чем в июле 2020 года. В отличие от прошлого года, когда сальдо было сформировано главным образом за счет снижения внешних обязательств прочих секторов при одновременном сокращении их внешних активов, в 2021 г. определяющим в его динамике является наращивание частным сектором зарубежных активов при гораздо более сдержанном снижении обязательств перед нерезидентами. Такая динамика финансовых операций частного сектора косвенно указывает на уменьшение рисков рефинансирования внешних обязательств и тем самым на большую устойчивость платежного баланса в целом.

В июле к активным покупкам гособлигаций перешли нерезиденты, причем их участие после затишья, вызванного вводом в действие санкций на рынке ОФЗ, также отмечалось и на рынке первичных размещений. Чистый приток средств нерезидентов в ОФЗ составил 2,2 млрд долл. США, существенно компенсировав отток, который наблюдался с начала года, а доля нерезидентов на рынке гособлигаций к началу августа выросла до 20,0% (19,0% в июне).

Международные резервы в июле увеличились на 9,3 млрд – до 601,0 млрд долл. США главным образом вследствие операций с иностранной валютой, осуществляемых Банком России в рамках бюджетного правила, и частичным восстановлением цен на рынке золота. В условиях сохраняющегося значительного превышения ценами на нефть цены, заложенной в бюджетной правиле, при одновременном росте нефтедобычи в рамках соглашения ОПЕК+ тренд на дальнейшее увеличение международных резервов сохранится. Резервы также увеличатся в результате получения от МВФ 17,5 млрд долл. США от распределения СДР между странами-членами в рамках проведенной фондом эмиссии.

3. Глобальная экономика, финансовые и товарные рынки

3.1. Восстановление мировой экономики может притормозиться

- Рост заболеваемости коронавирусом в мире продолжается с начала июля. Тем не менее опыт развитых стран показывает, что вакцинация достаточно большой части населения позволяет существенно снизить нагрузку на здравоохранение и избежать от необходимости введения строгих ограничений. Текущий эпизод ухудшения эпидемической ситуации может в первую очередь негативно сказаться на СФР, где уровень вакцинации остается низким.
- ВВП США в II квартале превысил докризисный уровень. При этом темпы восстановления экономики замедлились несколько быстрее по сравнению с ожиданиями, а инфляция (5,4% г/г), возможно, уже достигла своего локального пика. Тем не менее все больше членов Комитета по открытым рынкам, ориентируясь на в целом сильную краткосрочную макростатистику и оперативные данные, высказываются за начало сворачивания покупок активов уже в этом году. При этом ФРС дала сигнал о том, что время и траектория повышения ставки не должно напрямую увязываться с решениями по объемам покупок активов
- Рост ВВП еврозоны в II квартале составил 1,9% к/к и оказался лучше ожиданий (1,6%). Активное восстановление продолжается в секторе услуг, но на фоне проблем с поставками промышленное производство продолжает отставать от повышенного спроса при ограниченных запасах. Благодаря дальнейшему росту активности в секторе услуг аналитики ожидают возвращение экономики к докризисному уровню в октябре–декабре 2021 года.
- Динамика основных макропеременных Китая подтверждает, что рост экономики продолжает замедляться. Розничные продажи сократились в июле, а рост инвестиций и промышленного производства замедлился сильнее оценок аналитиков.

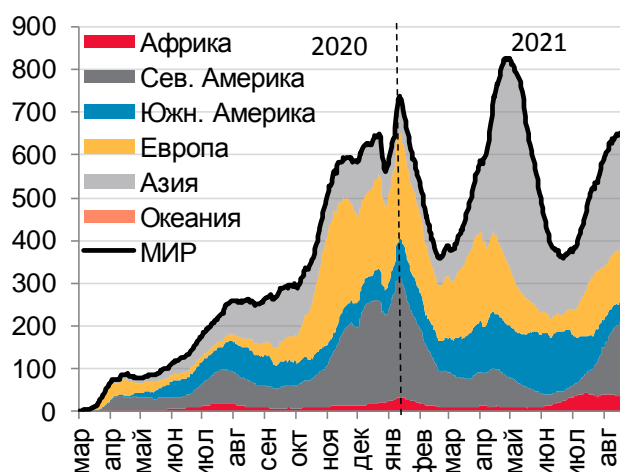
Covid-19: высокий уровень вакцинации в развитых странах позволит избежать масштабных противоэпидемических ограничений

Текущий тренд роста числа новых случаев заболевания коронавирусом в значительной степени носит общемировой характер (Рисунок 40). Однако высокий процент вакцинированного населения в развитых странах позволяет снизить худшие последствия заболевания и облегчить нагрузку на здравоохранение. Как следствие, несмотря на рост заболеваемости в большинстве развитых стран, новые и чувствительные для динамики экономической активности ограничения практически не вводятся.

Например, в Великобритании уровень смертности и госпитализаций в несколько раз ниже по сравнению с прошлой волной (Рисунок 41), хотя значительная часть ограничительных мер была снята уже в июне. В США уровень госпитализаций также сильно различается в зависимости от доли вакцинированного населения: в тех штатах, где доля

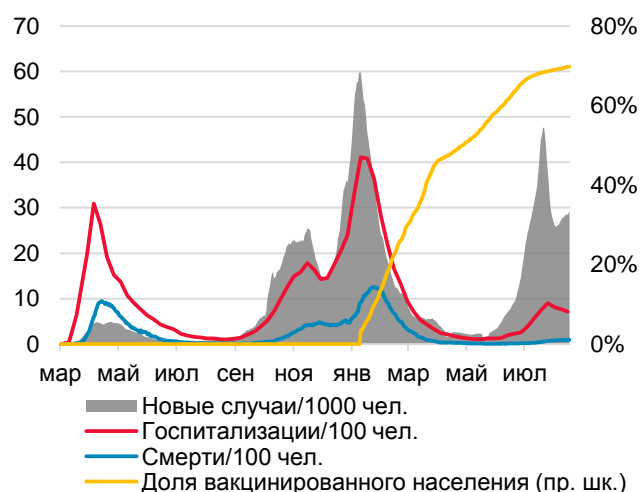
превосходит 50%, госпитализаций в среднем вдвое меньше, чем в штатах с низким уровнем вакцинации (менее 40%). Таким образом, текущая волна пандемии показывает, что высокий уровень вакцинации, с одной стороны, не создает коллективный иммунитет и не препятствует быстрому росту заболеваемости, но, с другой стороны, значительно снижает тяжесть протекания болезни и давление на систему здравоохранения. В конечном счете это позволяет не вводить жесткие ограничительные меры и минимизировать экономические издержки от распространения болезни. В значительной части СФР уровень вакцинации остается низким, увеличивая риски для дальнейшего восстановления экономической активности. При этом потенциальное введение ограничительных мер в некоторых СФР может еще сильнее нарушить работу глобальных цепочек поставок и тем самым сдержать восстановление активности в развитых странах.

Рисунок 40. Дневной прирост новых случаев, тыс. чел. (среднее за 7 дней)



Источник: Bloomberg Finance L.P.

Рисунок 41. Вакцинация, заболеваемость, госпитализации и смертность в Великобритании



Источник: Oxford University.

США: рост потребительских цен замедлился, но инфляция остается на повышенном уровне

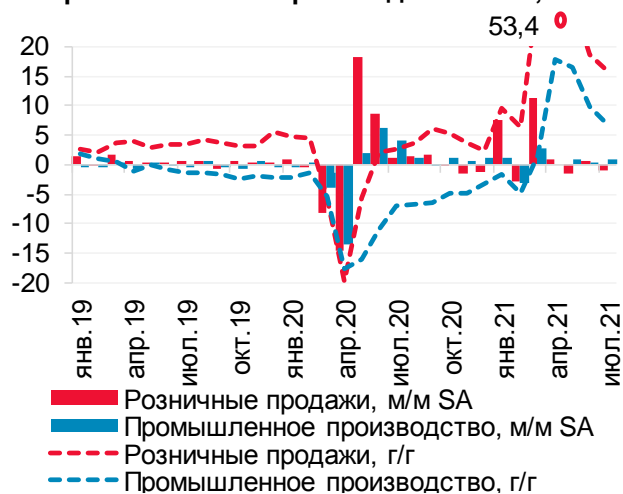
ВВП США вырос на 6,5% к/к SA в аннуализированном выражении в II квартале по сравнению с ожиданиями более быстрого роста (8,4%) и на 0,8% превысил докризисный уровень. Уровень безработицы продолжил снижение в июле с 5,9 до 5,4% SA (консенсус-прогноз – 5,7%), хотя по-прежнему еще остается существенно выше допандемического уровня (3,5% в феврале 2020 г.). Восстановление экономики продолжилось в начале второго полугодия, хотя и меньшими темпами, чем ожидалось. Всплеск заболеваемости в июле–августе повлек за собой рекордное падение оптимизма среди потребителей, которое начало сказываться на динамике потребительской активности.

Розничные продажи в США неожиданно сократились на 1,1% м/м SA в июле (Рисунок 42). Аналитики видят в этом не только эффект снижения с высокой базы, сформированной выплатами социальных трансфертов в марте–апреле прошлого года, но и спада

реальных доходов населения из-за роста потребительских цен. Производство, напротив, выросло из-за резкого, но временного увеличения выпуска автомобилей (+11% м/м SA). Нехватка полупроводников вынудила автоконцерны скорректировать свои производственные планы и [отменить](#) типичные июльские переоборудования на своих заводах.

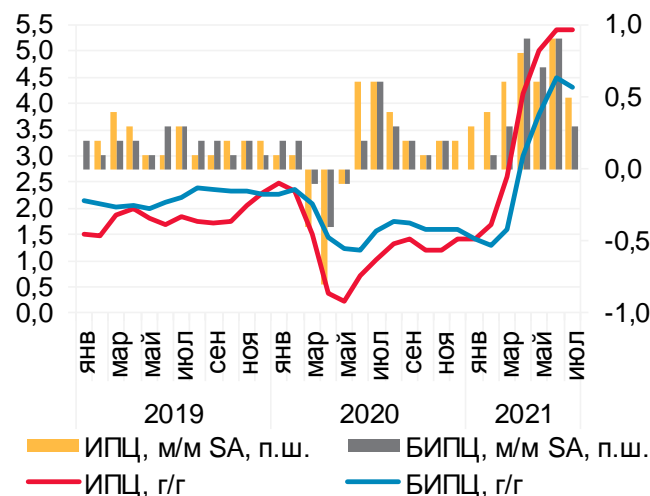
Замедление роста базового индекса потребительских цен на 0,3% м/м SA в июле указывает на то, что ускорение роста цен после снятия ограничений имело временную природу и начинает замедляться (Рисунок 43). Общая инфляция второй месяц подряд находилась на рекордном за десятилетие уровне в 5,4 % г/г, но месячный рост цен замедлился с 0,9 в июне до 0,5% м/м SA в июле. Однако пока рано говорить о снижении инфляционного давления до целевого уровня ФРС. Инфляционные ожидания остаются на повышенном уровне и, по оценкам Capital Economics, инфляция превысит 2% и в следующем году. Низкие запасы предприятий, рост издержек из-за высоких мировых цен на сырье и материалы с начала года, логистические проблемы и дефицит кадров на рынке труда могут удерживать инфляцию на повышенном уровне. Поэтому внутри ФРС нарастает поддержка постепенного сокращения покупок активов уже в [ближайшее время](#).

Рисунок 42. Динамика розничных продаж и промышленного производства США, %



Источник: Bloomberg Finance L.P.

Рисунок 43. Динамика ИПЦ и БИПЦ, %



Источник: Bloomberg Finance L.P.:

Еврозона: быстрый рост экономики в II квартале, несмотря на вялую динамику промышленности

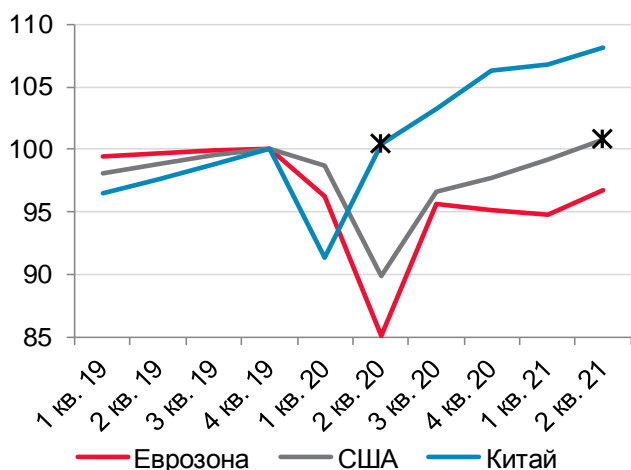
Благодаря ослаблению ограничений в мае-июне ВВП еврозоны показал уверенный рост в II квартале. По предварительной оценке, он составил 1,9% к/к SA, превысив ожидания (1,5% к/к). При этом потенциал для продолжения восстановительного роста сохраняется: ВВП остается на 3% ниже докризисного уровня (Рисунок 44).

Розничные продажи продолжают уверенно восстанавливаться. Их рост в июне составил 1,5% м/м SA после 4,2% м/м SA в мае. На данном этапе потребление является

ключевым драйвером восстановления в еврозоне. При этом промышленность продолжает испытывать трудности из-за сбоев в цепочках поставок. Из-за недостатка комплектующих и материалов, а также логистических проблем промпроизводство снижалось два месяца подряд: в июне на 0,3% м/м SA, в мае на 1,3% м/м SA. При этом спрос на товары остается высоким, а промышленность завалена новыми заказами. Все это поддерживает рост конечных цен.

Мы полагаем, что активная фаза восстановления продлится в еврозоне до конца текущего года. Темп роста экономики в III квартале может быть примерно таким же, как и в II квартале, несмотря на распространение дельта-варианта коронавируса. Июльские индексы PMI и ESI близки к историческим максимумам (Рисунок 45). Экономика должна вернуться к допандемическому уровню уже в ближайшие месяцы за счет дальнейшего роста активности в секторе услуг.

Рисунок 44. ВВП еврозоны в сравнении с США и Китаем, IV квартал 2019 г. = 100



Источник: Bloomberg Finance L.P.

Рисунок 45. Индексы PMI и индекс ESI еврозоны, пунктов



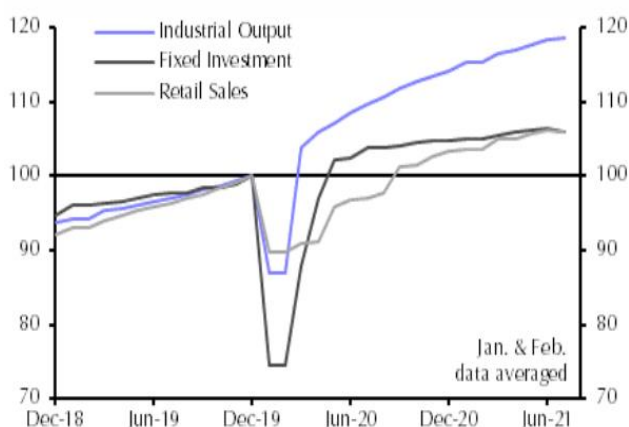
Источник: Bloomberg Finance L.P., Еврокомиссия.

Китай: замедление роста всех ключевых показателей в июле

Динамика ключевых макропоказателей Китая в июле (Рисунок 46) снова оказалась хуже ожиданий. Розничные продажи снизились на 0,1% м/м SA после роста на 0,5% в июне. Скорее всего потребительские расходы упали из-за ограничений мобильности населения в ряде провинций, введенных из-за всплеск заболевания коронавирусом, и экстремальных погодных условий в центральной части страны. При этом динамика менее чувствительных к действию ограничений инвестиционных расходов и производственной активности также заметно ухудшилась. Рост промышленного производства снизился с 0,6 до 0,3% SA м/м (ниже среднего уровня 2019 г. – 0,6% м/м). Инвестиции в основной капитал снизились на 0,4% после роста на 0,3% м/м SA в июне. Сдерживающее влияние на производственную активность оказывали не только перебои поставок, но и в целом ослабление спроса в последние месяцы. Частично это ослабление могло быть вызвано смещением структуры потребления развитых стран обратно к услугам после снятия ограничительных мер.

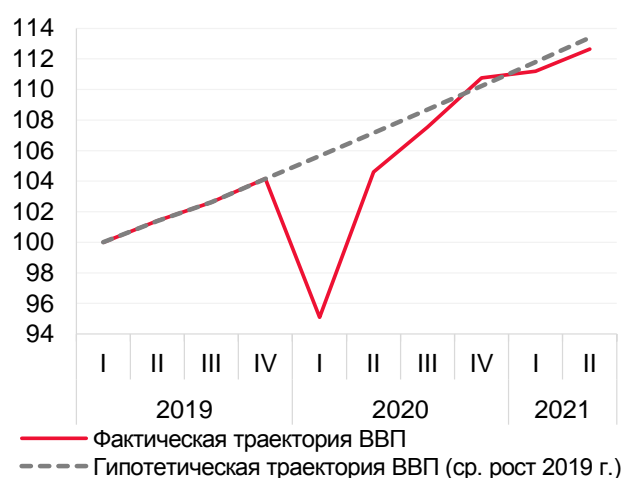
Падение инвестиций, скорее всего, отражает эффект от замедления темпов роста совокупного кредитования, неопределенность относительно будущего роста спроса, а также спад расходов на инфраструктуру из-за снижения бюджетной поддержки. При этом более жесткое регулирование финтех-индустрии и запрет на работу коммерческих образовательных организаций не способствуют привлечению инвесторов. Общий консенсус состоит в том, что замедление роста в Китае продолжится как минимум до конца года. Учитывая стремление властей удержать околонулевой уровень заболеваемости, новые вспышки Covid-19 и введение ограничительных мер для их локализации будут по-прежнему представлять значительный риск для роста экономики, несмотря на то, что 60% населения Китая уже вакцинировано.

Рисунок 46. Основные макропоказатели Китая, декабрь 2019 г. = 100, SA



Источник: Capital Economics.

Рисунок 47. ВВП Китая, I квартал 2019 = 100



Источник: Bloomberg Finance L.P.

В I и II кварталах 2021 г. ВВП Китая вырос на 0,4 и 1,3% к/к SA (Рисунок 47), что ниже среднего роста 2019 г. (1,4% к/к SA). В связи с более сильным, чем ожидалось, замедлением экономики Народный банк Китая снизил норму резервирования практически для всех коммерческих банков на 50 базисных пунктов. Мера направлена на снижение издержек МСП и упрощение обслуживания долга на фоне растущих издержек компаний. В данный момент власти Китая более обеспокоены поддержанием финансовой стабильности и снижением неравенства, в то время как цель по росту экономики на 2021 г. (более 6%) достижима без существенных проблем. Поэтому дополнительное смягчение ДКП может последовать лишь в случае дальнейшего ощутимого ухудшения прогнозов роста экономики.

3.2. Финансовые рынки обсуждают сворачивание стимулирующих мер ФРС

- Мировые финансовые рынки оценивают перспективы начала сворачивания программ количественного смягчения ФРС США уже осенью. При этом ухудшение эпидемической ситуации может отодвинуть данный срок. Кривые доходностей госбумаг

в США продолжают в целом уплощаться, на последней неделе августа наметилась тенденция к росту угла наклона за счет доходностей долгосрочных бумаг: с начала июля разница в доходностях казначейских облигаций (10 лет – 2 года) снизилась со 120 до 110 базисных пунктов. Некоторый рост угла наклона кривых госбумаг прослеживается и в основных СФР.

- Нерезиденты начали наращивать вложения в ОФЗ с конца июля. В условиях продолжившегося в июле повышения ключевой ставки Банком России угол наклона кривой доходностей ОФЗ продолжил снижаться. Используя позитивный настрой внутренних и внешних инвесторов, Минфин возобновил практику безлимитных аукционов, премии на которых также снизились с 5–7 до 2–3 базисных пунктов.

Глобальные финансовые рынки

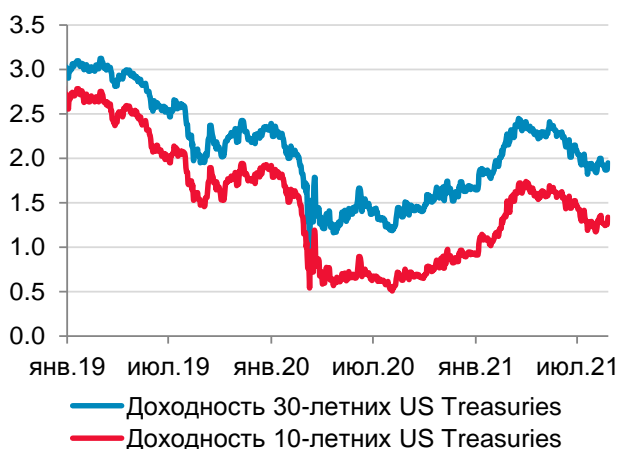
Несмотря на то, что на прошедшем 27–28 июля заседании ФРС не были изменены текущие параметры монетарной политики, запуск двух новых видов репо постоянного срока действия в сочетании с рядом заявлений официальных лиц в первой половине августа воспринимался как сигнал к скорому началу сворачивания программ выкупа активов. Впрочем, ФРС принимала последнее решение еще до ухудшения ситуации с распространением дельта-штамма коронавируса. Как следствие, риски, связанные с обострением эпидемической ситуации, оставляют некоторые вопросы относительно сроков перехода ФРС к сокращению покупки активов, что подтвердили в своей речи 27 августа глава ФРС Дж. Пауэлл.

Неопределенность относительно начала сокращения объемов покупки активов способствовала снижению угла наклона кривой доходностей в США: с начала июля угол наклона кривой казначейских облигаций (10 лет-2 года) снизился со 120 до 103 базисных пунктов, однако в конце августа наметился некоторый его рост. Инвесторы до выступления Дж. Пауэлла начали оценивать более жесткий, нежели ожидалось ранее, сценарий сворачивания мер, в связи с чем долгосрочные доходности начали расти быстрее. В итоге к концу августа угол наклона кривой увеличился до 110 б.п.

Тенденция некоторого увеличения угла наклона прослеживается и во многих остальных СФР: в ЮАР угол наклона вырос с 402 до 422 базисных пунктов. в Мексике со 145 до 146 базисных пунктов. При этом доходности 10-летних бумаг в основном снизились за этот период: в Индонезии на 41 б.п., в ЮАР и Мексике доходности на 11 и 5 б.п., соответственно. Динамика доходностей госбумаг Бразилии отличается от остальных СФР: угол наклона кривой снизился со 140 до 131 б.п., а доходность 10-летних госбумаг повысилась на 120 б.п.: сказываются опасения роста бюджетных расходов, усугубляемые ухудшением эпидемической ситуации.

Параллельно с укреплением доллара США к основным валютам, валюты СФР также продолжили слабеть: бразильский реал потерял 3,2% к доллару США, чешская крона – 0,7%, мексиканское песо – 1,5%. Положительную динамику продемонстрировала только индонезийская рупия и турецкая лира (+0,6 и 3,6%, соответственно).

Рисунок 48. Динамика доходностей казначейских облигаций США, %



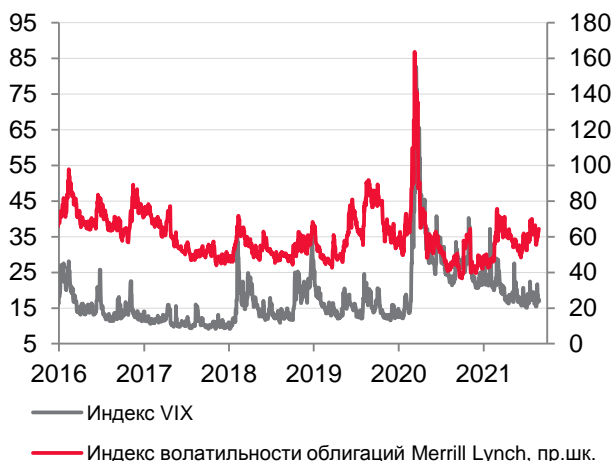
Источник: Bloomberg Finance L.P.

Рисунок 49. Динамика курсов валют развивающихся стран и доллара США



Источник: Bloomberg Finance L.P.

Рисунок 50. Динамика индексов волатильности



Источник: Bloomberg Finance L.P.

Рисунок 51. Динамика ключевых ставок центральных банков, % годовых



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

Российский финансовый рынок

После слабо-негативного фона на внешних рынках в начале июля, настроения ближе к концу месяца стали улучшаться. Стоимость российской риск-премии снизилась к концу августа с 90 пунктов на 19 июля до 83 пунктов.

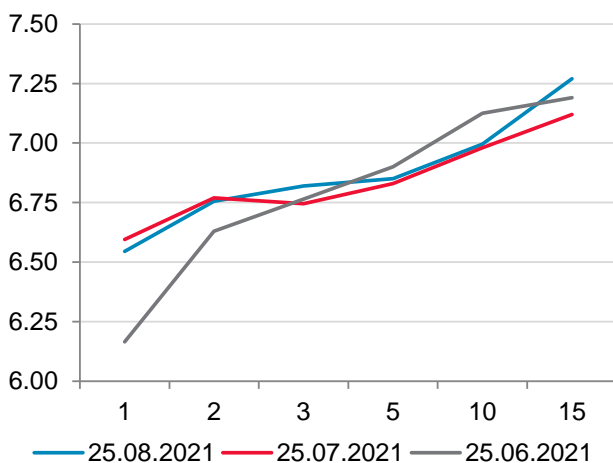
Решение Совета директоров Банка России повысить ключевую ставку на 100 б.п. до 6,50% годовых было в целом позитивно воспринято участниками рынка, так как упростило ожидания возвращения инфляции к цели Банка России на горизонте действия ДКП.

После периода относительного затишья и пониженной активности, который наблюдался с момента вступления в силу санкций в отношении российского госдолга в конце июля иностранные инвесторы начали активные покупки: доля нерезидентов в ОФЗ-ПД

вернулась к мартовским значениям. Минфин возобновил практику безлимитных аукционов, используя позитивный настрой инвесторов. К концу августа Минфин с начала квартала разместил ОФЗ на 575 млрд. руб. (82% от объявленного плана на III квартал). Благодаря сильному спросу премии на аукционах снизились с 5–7 б.п. до 2–3 б.п. по последним аукционам.

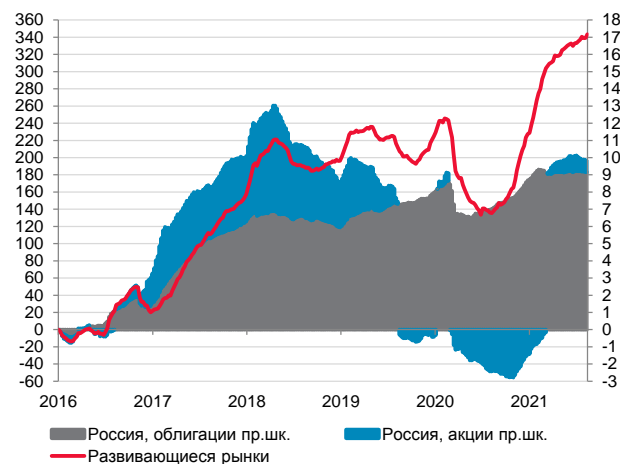
Угол наклона кривой доходностей ОФЗ (по старым выпускам 10 лет–2 года) продолжил снижаться, однако в конце августа также наметился некоторый рост доходностей долгосрочных бумаг. В результате угол наклона снизился до 20 б.п. с 33 б.п. в начале июля. На фоне снижения угла наклона кривой сохраняющаяся разница в доходностях между старыми и новыми выпусками, выпущенными до и после 14 июня 2021 г. (10-12 б.п.), повышает привлекательность покупки последних.

Рисунок 52. Кривая купонной доходности ОФЗ, %



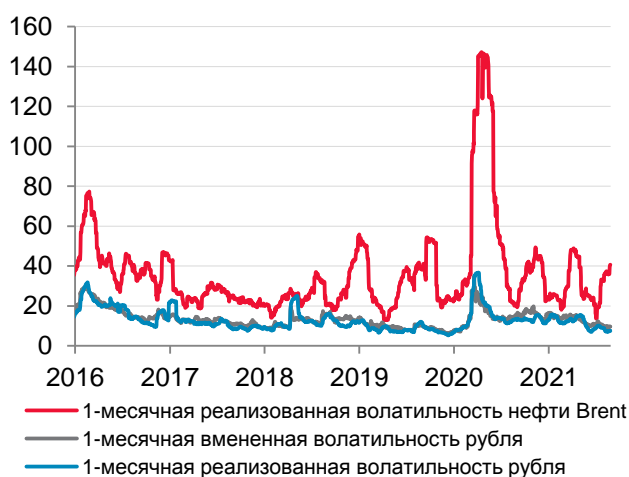
Источник: Bloomberg Finance L.P.

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



Источник: EPFR.

Рисунок 54. Волатильность курса рубля и цены нефти, %



Источник: Bloomberg Finance L.P.

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



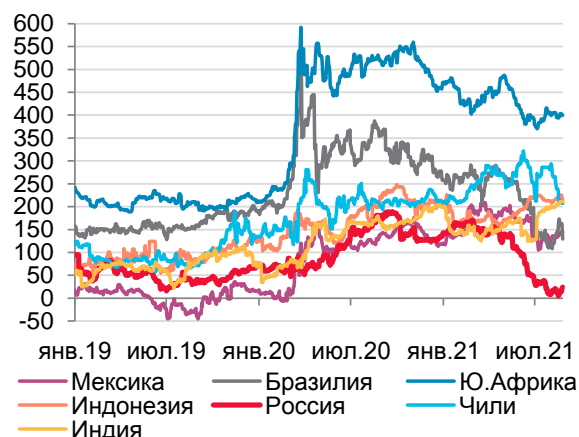
Источники: Банк России, Bloomberg Finance L.P.

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



Источник: Bloomberg Finance L.P.

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



Источник: Bloomberg Finance L.P.

3.3. Иран накапливает запасы нефти в ожидании отмены санкций

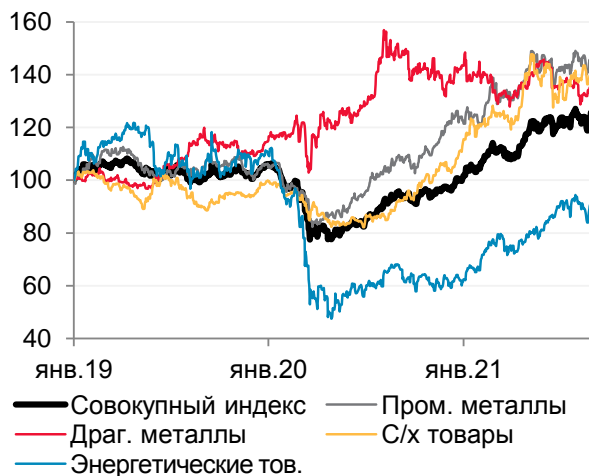
- С середины июля нефтяные цены ощутимо снизились. К рискам на стороне спроса добавилось решение ОПЕК+ о расширении добычи в больших объемах, чем ожидалось. По оценкам ДИП, новые условия сделки ОПЕК+ могут добавить 0,1 п.п. к росту экономики России в 2021 г. и 0,1–0,2% п.п. в 2022 году.
- Дополнительное давление вниз на нефтяные котировки может оказать снятие санкций с Ирана, который за последние кварталы активно нарастил добычу без увеличения экспорта, вероятно тем самым накопив значительные запасы.

За период с середины июля по конец августа¹⁴ индекс цен сырьевых товаров Bloomberg прибавил 2%: цены энергетических и сельскохозяйственных товаров, а также промышленных металлов повысились на 3% при снижении цен драгоценных металлов на 2% (Рисунок 58).

Снижение продемонстрировали нефтяные котировки: стоимость нефти Urals, по данным Bloomberg, уменьшилась на 5%, до 71 долл. США/барр. (Рисунок 59). Спрос на нефть чувствителен к изменениям эпидемической ситуации. Например, в июне всплеск потребления был вызван ослаблением ограничительных мер и восстановлением мобильности (прежде всего в Северной Америке и Европе). В июле мог произойти откат: жесткий антикоронавирусный ответ Китая в целях оперативной локализации новых очагов заболевания, по оценкам CNPC, создает риск падения мирового потребления нефти на 5%.

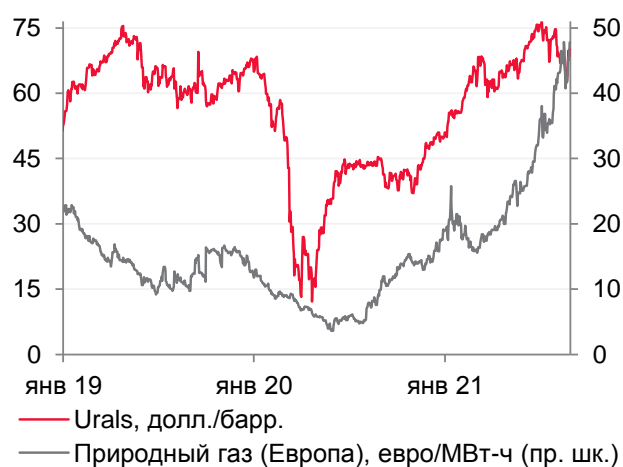
¹⁴ С 14 июля по 27 августа.

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



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

Рисунок 59. Цена нефти Urals и природного газа в Европе



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

При этом поддержку нефтяным котировкам продолжает оказывать ограниченное предложение нефти, хотя значение этого фактора постепенно снижается. Страны ОПЕК+ на июльском совещании приняли решение расширять добычу в больших объемах, чем ожидалось. Начиная с августа, их добыча ежемесячно будет увеличиваться на 0,4 млн барр. в сутки, пока на рынок не вернуться оставшиеся от сокращения в мае 2020 г. 5,8 млн барр. в сутки.

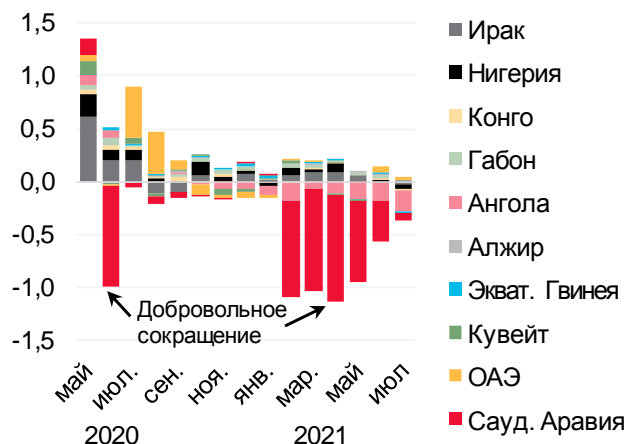
Кроме того, с мая 2022 г. будут повышены референтные уровни добычи сырой нефти для пяти стран¹⁵ в общей сложности на 1,63 млн барр. в сутки. Для России повышение составит 0,5 млн, до 11,5 млн барр. в сутки¹⁶. Это означает что с августа суточная добыча нефти начнет возрастать на 0,1 млн барр. ежемесячно, с возвратом на докоронавирусный уровень в мае 2022 г. (около 10,5 млн барр. нефти). При этом в последующий период 2022 г. повышение добычи может продолжиться и ее уровень достичь нового исторического максимума. По нашим оценкам, более быстрое восстановление добычи нефти в рамках новых условий сделки ОПЕК+ может добавить 0,1 п.п. к росту экономики в 2021 г. и 0,1–0,2 п.п. в 2022 г. в зависимости от динамики добычи после достижения докоронавирусного уровня в II квартале 2022 года.

Ускорить переход рынка к излишку предложения (ведущие международные организации ожидают его образование в 2022 г., Рисунок 62) и оказать дополнительное давление на нефтяные цены может снятие санкций с Ирана. В результате этого на рынок может выйти нефть в больших объемах, чем ожидается. Данные Bloomberg показывают, что несмотря на восстановление добычи на 0,6 млн барр. в сутки за последние три квартала, экспорт иранской нефти сохраняется на минимальном уровне (Рисунок 63). С большой долей вероятности это означает, что частично добытая нефть накапливается в запасах. Опыт предыдущей отмены санкций показал, что эти запасы могут быстро появиться на рынке.

¹⁵ Ирак, Кувейт, ОАЭ, Россия, Саудовская Аравия.

¹⁶ Без учета газового конденсата.

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



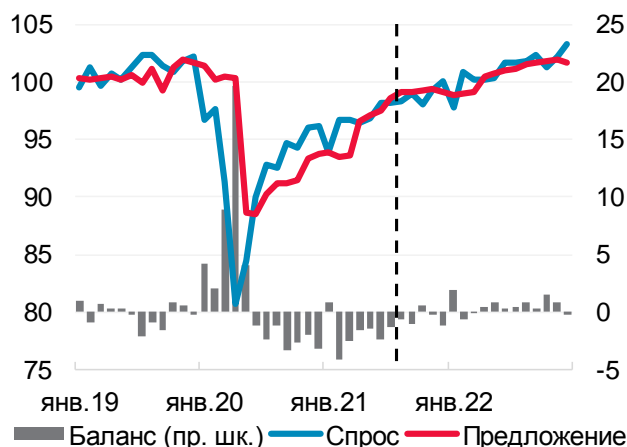
Источники: Bloomberg Finance L.P., IHS, расчеты ДИП.

Рисунок 61. Добыча нефти и газового конденсата в России



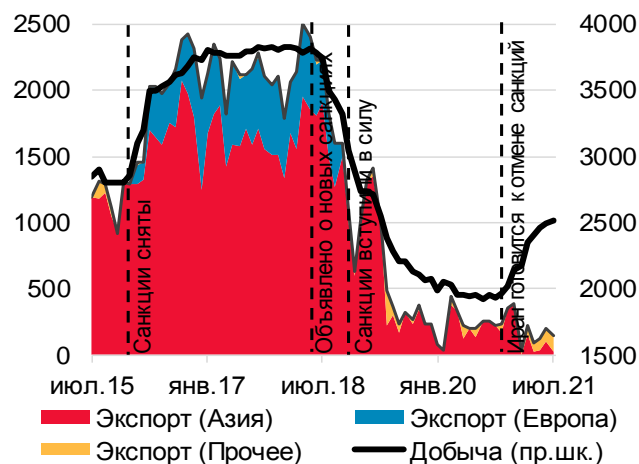
Источники: Bloomberg Finance L.P., расчеты ДИП.

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



Источник: EIA.

Рисунок 63. Добыча и экспорт нефти Ирана, млн барр. в сутки



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

На общем фоне выделяется продолжающийся активный рост котировок природного газа. На крупном европейском хабе TTF за рассматриваемый период цены повысились на 40% (с начала года на 150%), до 47,8 евро/МВт-ч (Рисунок 59). Основным фактором повышения цен остается ограниченное предложение на фоне растущего спроса из-за жарких погодных условий при относительно низких запасах.

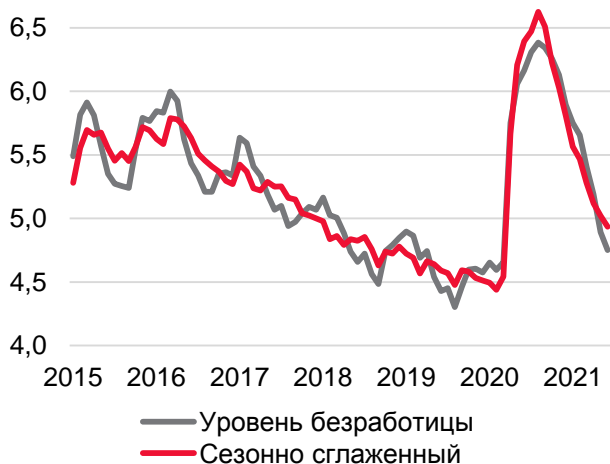
Рост цен сельскохозяйственных товаров (Рисунок 58) объясняется ухудшением прогноза весеннего урожая многих сельскохозяйственных культур, в то время как спрос сохраняется на относительно высоком уровне. Это создает риски остановки наметившегося в летние месяцы снижения мировых цен на продовольствие (индекс FAO продолжил снижение в июле на 1,2% м/м в долларовом выражении) и сохранения повышенной инфляции в российском продовольственном сегменте более продолжительное время, чем ожидается.

В ФОКУСЕ. Структурные сдвиги на рынке труда создают проинфляционные риски

- Вызванные пандемией и ее последствиями изменения в качественной структуре спроса на труд на фоне медленной подстройки предложения на рынке труда повысили естественный уровень безработицы. На это среди прочего указывает значительный рост спроса на труд и рост инфляционного давления даже при неполном возврате безработицы к докоронавирусному уровню.
- Одним из важнейших индикаторов рынка труда является динамика заработных плат. В конце первого полугодия рост номинальной зарплаты стал двузначным, а лидерами роста стали секторы, где значительно вырос спрос на рабочую силу и где выше конкуренция работодателей за работников.
- Если в ближайшие кварталы в области предложения труда ситуация сохранится, то структурные изменения со стороны спроса на труд вполне могут поддержать общий рост заработных плат в экономике на повышенном уровне. Рост занятости и зарплат в секторах-лидерах будет усиливать конкуренцию на рынке труда и подстегивать рост зарплат темпами, превышающими рост производительности труда, и в других отраслях. Это может сдержать снижение инфляционного давления.

В II квартале 2021 г. восстановление рынка труда продолжилось. При незначительном росте рабочей силы на 0,3% к/к (0,9% г/г) общее число безработных, учтенных по методологии МОТ, в II квартале снизилось на 16,7% г/г. В результате уровень безработицы в июне 2021 г. опустился до 4,9% SA, оставаясь пока несколько выше докоронавирусного минимума начала 2020 г. (Рисунок 64).

Рисунок 64. Уровень безработицы, %



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

Рисунок 65. Потребность работодателей в работниках, % м/м



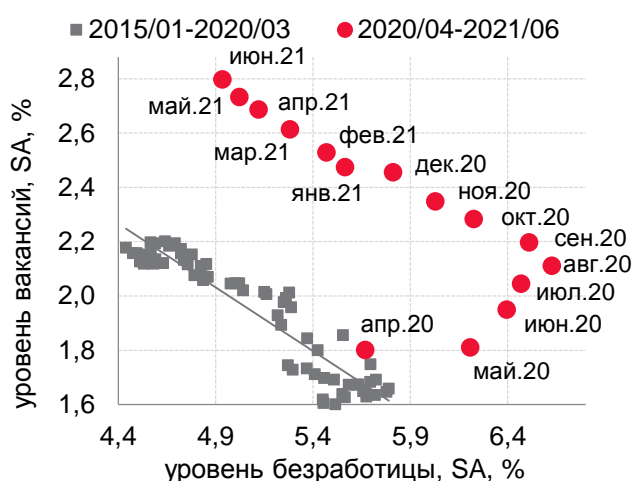
Источники: Росстат, расчеты ДИП.

Уменьшение уровня безработицы происходит на фоне повышенного спроса на труд. Согласно данным Росстата и нашим оценкам, в 2021 г. потребность работодателей в работниках (число вакансий) с поправкой на сезонность растет на 2–3% в месяц (Рисунок 65) и уже значительно превысила докоронавирусный уровень: рост в II квартале 2021 г. к такому же периоду 2019 г. составил 22,8%. При этом уровень безработицы тогда составлял около 4,6% с поправкой на сезонность.

Все это указывает на значительные структурные изменения на рынке труда, в частности, повышение естественного уровня безработицы. Так, кривая Бевериджа, показывающая соотношение уровня безработицы и числа вакансий сдвинулась вправо и вверх во втором полугодии 2020 – первом полугодии 2021 гг. (Рисунок 66). Это смещение оказалось устойчивым, указывая на структурный характер факторов, которые к нему привели. Вызванные пандемией и ее последствиями изменения в качественной структуре спроса на труд (с точки зрения навыков и умений) происходят на фоне медленной подстройки предложения труда (т.к. требуется переобучение, приобретение новых знаний и навыков). Поэтому тому же уровню потребностей работодателей в работниках сейчас соответствует более высокий уровень безработицы.

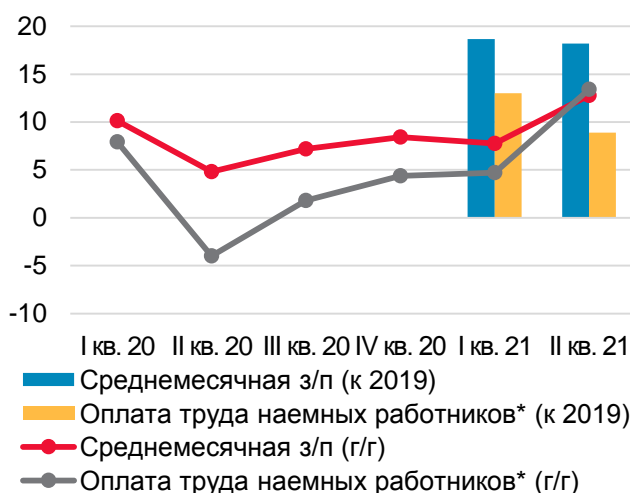
В некоторых отраслях структурные сдвиги в спросе на труд и его предложении проявляются особенно ярко. В частности, значительный недостаток кадров наблюдается в отраслях, где нужны работники с невысокой квалификацией. Рост спроса на работников в таких секторах как строительство, рестораны и гостиницы на фоне восстановления экономической активности наткнулся на конкуренцию со стороны секторов, выигравших от пандемии (сервисы доставки, онлайн торговля). Ситуацию дополнительно усугубляет снижение предложения низкоквалифицированного труда из-за оттока мигрантов и по-прежнему закрытых границ.

Рисунок 66. Кривая Бевериджа



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

Рисунок 67. Динамика номинальной заработной платы, %



* Из баланса расходов и доходов домохозяйств. Учитывает оценку всех трудовых доходов, включая оплату труда наемных работников у физических лиц и индивидуальных предпринимателей, оплату труда иностранных работников и др.

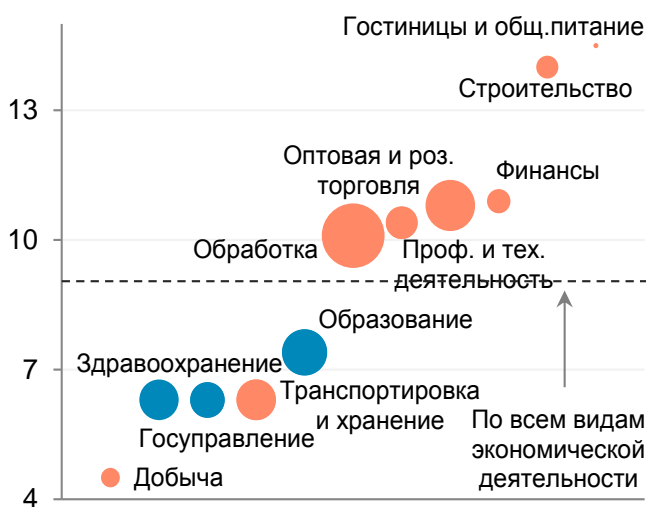
Источники: Росстат, расчеты ДИП.

Еще одним следствием значительного изменения ситуации на рынке труда стало повышение инфляционного давления во втором полугодии 2020 – первом полугодии 2021 г. при оставшемся повышенном относительно докоронавирусного уровне безработицы. В терминах кривой Филлипса это означает, что *естественный* уровень безработицы в этот период увеличился, а *фактический* уровень теперь находится ниже него, создавая давление на зарплаты. В итоге годовой рост номинальных зарплат в II квартале стал двузначным (Рисунок 67). При этом накопленный по отношению к соответствующему уровню 2019 г. рост заработной платы значительно превысил инфляцию за этот период.

Сравнение динамики вакансий и резюме по профессиональным областям к 2019 г.¹⁷ выявило группу отраслей, в которой рост вакансий был выше среднего, а рост резюме – ниже (Рисунок 70). Одними из лидеров роста зарплат (Рисунок 68, Рисунок 69) стали как раз те сектора, где наблюдается наибольшая конкуренция работодателей за работников (Рисунок 71).

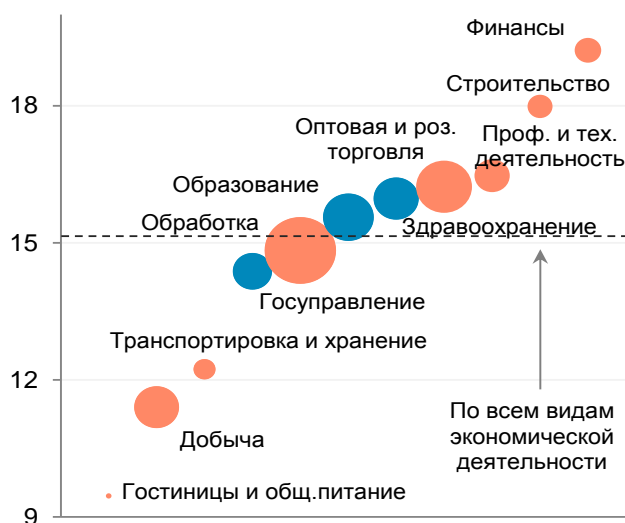
Проинфляционные риски со стороны рынка труда видятся отчетливо. По всей видимости, произошедшие в 2020-2021 гг. изменения в области спроса на труд во многом носят структурный и устойчивый характер. Если подстройка предложения труда к этим изменениям будет происходить медленно, то *естественный* (равновесный) уровень безработицы останется повышенным относительно докоронавирусных значений, поддерживая высокий рост заработных плат. Это может закрепить инфляционные ожидания на повышенных уровнях, генерирующих устойчивое повышенное инфляционное давление. Необходимость вернуть инфляцию к цели в случае реализации данных рисков может потребовать реализации более жесткой ДКП. При этом несколько стабилизировать ситуацию и снять часть рисков помогло бы возвращение на рынок труда уехавших во время пандемии мигрантов.

Рисунок 68. Динамика заработной платы по видам экономической деятельности за январь-май 2021 г., % г/г



Источник: Росстат.

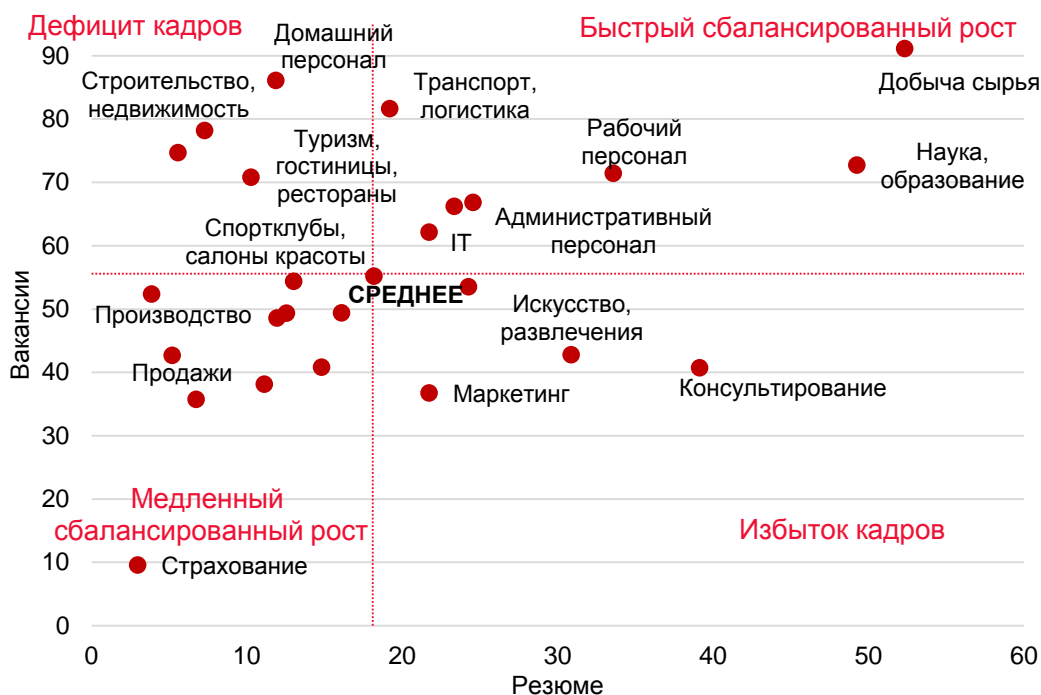
Рисунок 69. Динамика заработной платы по видам экономической деятельности, январь-май 2021 г. к январю-маю 2019 г., %



Источники: Росстат, расчёты ДИП.

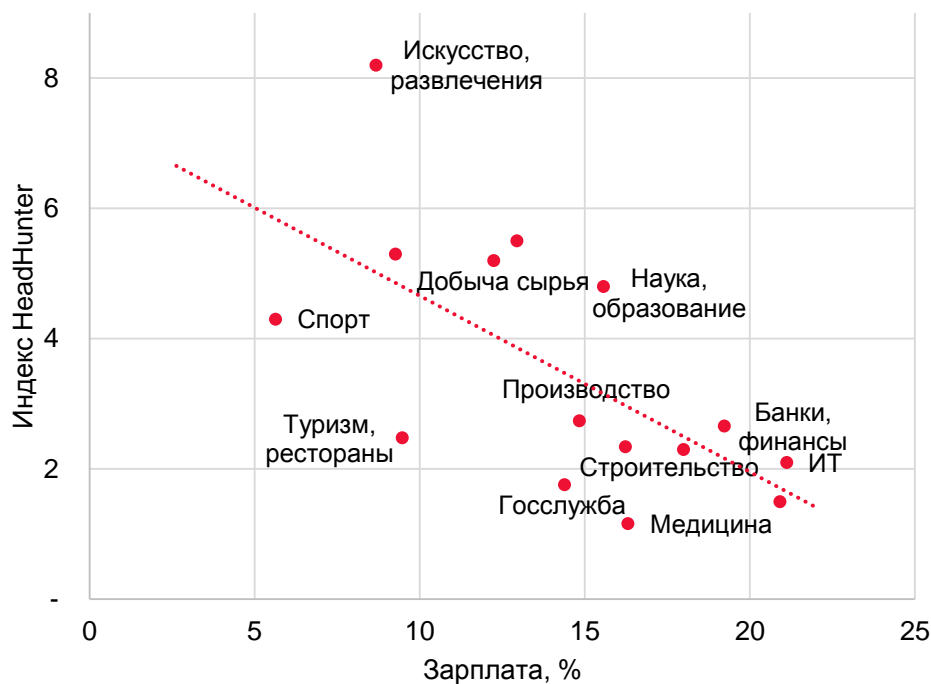
¹⁷ Для того чтобы исключить влияние эпизода сильного снижения экономической активности в первом полугодии 2020 года.

Рисунок 70. Соотношение изменения числа вакансий и резюме в первом полугодии 2021 года к первому полугодью 2019 года, %



Источники: hh.ru, расчеты ДИП.

Рисунок 71. Соотношение индекса HeadHunter и изменения зарплат по сферам деятельности и янв.-мае 2021 г.* по отношению к 2019 году, %



* Индекс HeadHunter показывает отношение количества активных резюме к вакансиям. Чем ниже значение, тем острее конкуренция работодателей за работников.

Источники: hh.ru, Росстат, расчеты ДИП.

Александр Морозов

Директор

Владислав Абрамов

Ирина Богачева

Сергей Власов

Татьяна Камальдинова

Татьяна Кузьмина

Левон Мовсисян

Екатерина Петренева

Алексей Поршаков

Белла Рабинович

Александра Стерхова

Анна Цветкова

Яна Чернышова

Дмитрий Чернядьев