



Банк России

№ 8 (44)



О ЧЕМ ГОВОРЯТ ТРЕНДЫ **Макроэкономика и рынки**

Бюллетень Департамента исследований и прогнозирования

ДЕКАБРЬ 2020

СОДЕРЖАНИЕ

КРАТКОЕ СОДЕРЖАНИЕ	3
1. Инфляция	5
1.1. Рост цен в ноябре оставался повышенным	5
1.2. Ценовое давление в обрабатывающей промышленности усиливается	8
1.3. Ценовые индексы PMI в ноябре: инфляционное давление повысилось	10
2. Экономическая динамика	11
2.1. Сдержанная реакция экономической активности на ухудшение эпидемической ситуации в ноябре	12
2.2. Индексы PMI в ноябре: приостановка роста экономики в IV квартале	15
2.3. Сокращение выпуска базовых отраслей в октябре ускорилось	18
2.4. Сохранение слабой динамики выпуска в отраслях промежуточного спроса	21
2.5. Потребительский спрос стабилизировался в октябре–ноябре	26
2.6. Ситуация на рынке труда улучшилась	30
2.7. Банковский сектор в октябре: ускорение роста основных видов кредитования	32
2.8. Ускорение финансирования нацпроектов увеличило расходы бюджета в октябре	36
3. Глобальная экономика, финансовые и товарные рынки	39
3.1. Ухудшение эпидемической ситуации сдержит восстановление мировой экономики в IV квартале	39
3.2. Мировые финансовые рынки встречают зиму с оптимизмом	46
3.3. ОПЕК+ растягивает повышение добычи до начала II квартала	50
В ФОКУСЕ. Есть ли эффект замещения между растущим рынком ОФЗ и рынком корпоративных облигаций?	54

Бюллетень подготовлен Департаментом исследований и прогнозирования по данным на 04.12.2020.

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.com/FOTODOM

Адрес: 107016, Москва, ул. Неглинная, 12

Официальный сайт Банка России: www.cbr.ru

© Центральный банк Российской Федерации, 2020

КРАТКОЕ СОДЕРЖАНИЕ

ИТОГИ

- На ценовую динамику продолжает влиять сочетание разнородных факторов противоположной направленности. Повторное введение части ограничений в России и за рубежом, с одной стороны, негативно влияет на спрос, приостанавливая процесс восстановления экономики и создавая дезинфляционное давление. С другой стороны, это удлиняет время действия шоков предложения, носящих проинфляционный характер. При этом мягкая денежно-кредитная политика продолжает поддерживать экономическую активность и внутренний спрос. По нашим оценкам текущий уровень инфляционного давления с поправкой на влияние временных и разовых факторов остается вблизи 4%.
 - В ноябре годовая инфляция превысила 4% и, вероятно, начнет снижаться только в середине первого полугодия 2021 г. после прохождения локального максимума. Это отчасти связано с эффектом низкой базы. Эффект переноса в потребительские цены произошедшего с марта 2020 г. ослабления рубля проявляется медленнее и длится дольше, чем в прошлых эпизодах. С поправкой на это мы полагаем, что рост потребительских цен по-прежнему соответствует траектории 4%-ной сезонно сглаженной инфляции при сохраняющейся высокой волатильности в динамике цен на отдельные товары и компоненты индекса цен.
 - В ноябре оперативные индикаторы в целом указывали на приостановку роста экономики при усилении разнонаправленности отраслевой динамики. Так, в отдельных отраслях, особенно сферы услуг, снижение спроса усилилось, реагируя на рост числа заболеваний коронавирусом. В экспортных отраслях восстановление продолжилось.
 - На российском финансовом рынке в конце ноября преобладали позитивные тенденции из-за увеличения глобального аппетита к риску на фоне прошедших выборов в США и положительных новостей о разработке вакцин.

В ФОКУСЕ

- С начала 2020 г. Минфин России в целях финансирования дефицита государственного бюджета нарастил объем заимствований на внутреннем рынке до 5,1 трлн. рублей. На наш взгляд, проводимые в настоящее время Минфином заимствования не выступают значимым фактором вытеснения корпоративных заимствований государственными, поскольку характер инвестирования во флоатеры (ОФЗ-ПК) и корпоративные облигации различается. Вложения банков в ОФЗ с плавающим купоном осуществляются для покрытия процентного риска и, в отличие от корпоративных облигаций, не создают нагрузку на банковский капитал и положительно сказываются на нормативах ликвидности.
- При значительном росте объемов российского рынка облигаций сегменты рынка изменились неравномерно: благодаря активному размещению ОФЗ Минфином

сильнее всего вырос сектор госбумаг. Сектор корпоративных облигаций также вырос, но его рост оказался в три раза меньше.

- На фоне сохраняющейся потребности компаний в заемных ресурсах рынок корпоративных облигаций наряду с кредитами выглядит эффективным инструментом привлечения долгового финансирования для заемщиков. Это подтверждается растущими объемами первичных размещений.
- Вместе с тем более низкая ликвидность рынка корпоративных облигаций по сравнению с рынком ОФЗ в сочетании с невысокими премиями на первичных размещениях снижают привлекательность корпоративных облигаций для наиболее активных инвесторов (банков). Неопределенность в отношении внешних факторов, которые также порождают различные сценарии реализации денежно-кредитной политики на среднесрочном горизонте, повышает вероятность более высокой волатильности стоимости активов. Такой риск негативно сказывается на относительной привлекательности корпоративных облигаций для банков и, по нашему мнению, является основным фактором, сдерживающим развитие рынка корпоративных облигаций и приведшим к сокращению доли участия банков в первичных размещениях.
- Особенности восстановления рынка после периода повышенной волатильности в марте-апреле (отсутствие существенного расширения кредитных спредов, снижение объемов покупок корпоративных облигаций наиболее активными участниками рынка – банками) еще больше снизили ликвидность сегмента корпоративных облигаций.
- Нарастивание позиций в ОФЗ российскими банками снижает профицит ликвидности в банковской системе, пока привлеченные государством средства не направлены на финансирование расходов. Однако при необходимости некоторые банки могут компенсировать возможный временный отток ликвидности через операции репо с Банком России и Федеральным казначейством или на межбанковском кредитном рынке. При этом вложения во флоатеры минимально сказываются на использовании рыночных лимитов банка и не должны влиять на покупки корпоративных облигаций торговыми-инвестиционными подразделениями.

1. Инфляция

В ноябре годовая инфляция составила 4,4%. Опережающие индикаторы роста цен, в том числе цены производителей потребительских товаров и опросные данные предприятий, а также растянутое во времени влияние ослабления рубля на цены указывают на возможность сохранения повышенных текущих месячных темпов роста цен (с поправкой на сезонность) в ближайшие месяцы вследствие роста издержек, несмотря на ослабление спроса из-за реакции на рост заболеваемости коронавирусом. С учетом низкой базы прошлого года это обусловит вероятное дальнейшее некоторое повышение годовой инфляции вплоть до середины первого полугодия 2021 г., после чего этот показатель будет возвращаться к 4%.

Значительный рост числа инфицированных коронавирусом негативно влияет на экономическую активность и может усилить дезинфляционные риски со стороны спроса, несмотря на наблюдавшееся опережающее закрытие разрыва выпуска в потребительских отраслях экономики. Вместе с тем ускорение роста цен по широкому кругу компонент потребительской корзины в ноябре отражает действие сразу нескольких проинфляционных факторов на стороне предложения, часть из которых может носить более длительный характер на фоне повторного введения некоторых «коронавирусных» ограничений.

В результате одновременное действие дезинфляционных и проинфляционных факторов в ближайшее время, вероятно, продолжится. При этом влияние на ценовую динамику проинфляционных факторов, которые носят преимущественно временный характер (в частности, связанных с ослаблением рубля), будет постепенно уменьшаться. Влияние же дезинфляционных факторов будет определяться продолжительностью действия коронавирусных ограничений и последствий пандемии для совокупного спроса.

Произошедшее смягчение ДКП в этом году с учетом временных лагов будет компенсировать действие дезинфляционных факторов со стороны спроса в 2021 году. Потребуется ли дополнительная компенсация более растянутого во времени восстановления спроса, будет зависеть от многого, в том числе от силы и продолжительности действия проинфляционных факторов.

1.1. Рост цен в ноябре оставался повышенным

- В ноябре годовая инфляция выросла до 4,42% с 3,99% в октябре за счет ускорения месячного роста цен (до 0,71% NSA¹) и выхода из базы расчета пониженных темпов роста цен ноября прошлого года.
- Месячный сезонно сглаженный рост цен в ноябре оставался повышенным, составил 7,34% SAAR² после 5,86% SAAR в октябре. По итогам года инфляция, скорее

¹ NSA (*Non-Seasonally Adjusted*) – до очистки от сезонности.

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

всего, превысит официальный прогноз Банка России и достигнет локального пика в середине первого полугодия 2021 г. с учетом пониженных темпов роста цен прошлой зимой. На среднесрочном горизонте дезинфляционные риски со стороны спроса сохраняются и могут усилиться в случае затяжного ухудшения эпидемической ситуации.

- При этом ускорение роста цен в ноябре затронуло широкий круг компонент потребительской корзины в ноябре и было достаточно равномерным, что указывает на одновременное действие сразу нескольких проинфляционных факторов на стороне предложения, перевесивших в текущем моменте влияние дезинфляционных факторов на стороне спроса. Часть из этих проинфляционных факторов может иметь длящийся устойчивый характер на фоне ужесточения «коронавирусных» ограничений. Тем не менее в основном влияние проинфляционных факторов оценивается как краткосрочное.

В ноябре потребительские цены повысились на 0,71% м/м NSA после 0,43% м/м NSA, что с учетом низкой базы прошлого года привело к продолжению ускорения годовой инфляции до 4,42% с 3,99% в октябре (Рисунок 1).

Месячный рост потребительских цен по итогам ноября второй месяц подряд оказался выше траектории, соответствующей инфляции 4% в пересчете на год (Рисунок 2). Сезонно сглаженный рост цен³ остался повышенным, составив в ноябре 7,34% м/м SAAR после 5,86% м/м SAAR в октябре (Рисунок 3).

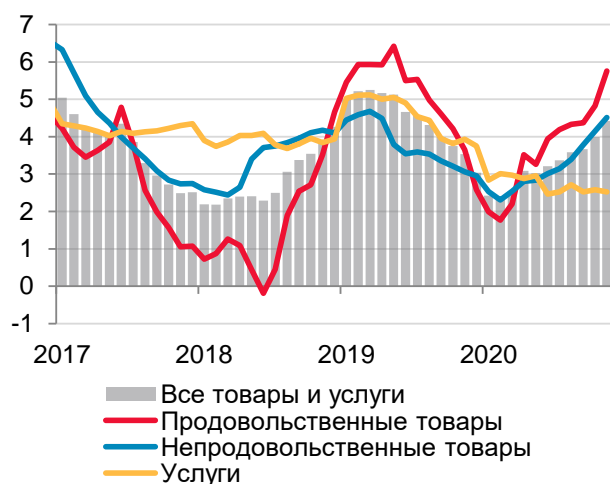
В ноябре ускорение роста цен затронуло широкий набор компонент, входящих в ИПЦ, что может указывать на одновременное действие проинфляционных факторов со стороны предложения – как временного, так и устойчивого характера. *С одной стороны*, в ноябре сохранилось заметное влияние краткосрочных факторов: сокращение предложения на отдельные категории продовольственных товаров и рост издержек под влиянием растянутого во времени эффекта переноса от ослабления рубля с марта 2020 года. *С другой стороны*, в условиях продолжительного действия противоэпидемических мер могут значительно возрасти связанные с этим издержки на единицу продукции (особенно в сфере услуг), которые производители частично переносят на потребителя. Этот процесс приобретает устойчивый характер.

На имеющиеся проинфляционные факторы устойчивого характера также указывает динамика цен товаров и услуг, слабо чувствительных к колебаниям валютного курса. Так, начиная с марта–апреля медиана в данной группе оставалась стабильной и находилась большую часть года вблизи 4% в отличие от тех категорий, которые существенно скоррелированы с валютным курсом (Рисунок 4).

³ Здесь и далее сезонно скорректированные оценки за ноябрь 2020 г. являются предварительными.

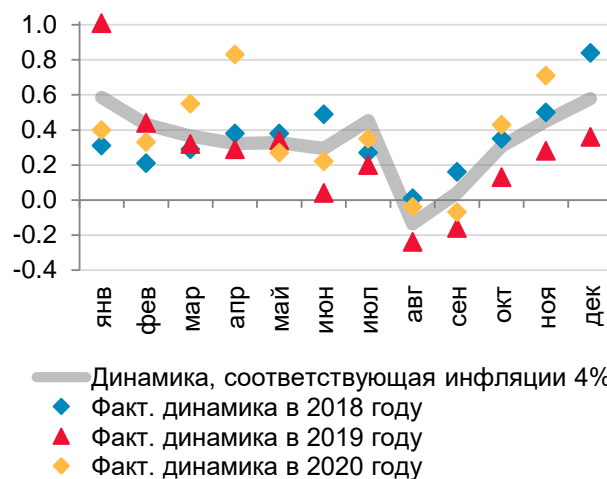
Кроме того, быстрое закрытие разрыва выпуска в отдельных потребительских отраслях уменьшает дезинфляционное действие со стороны агрегированного потребительского спроса.

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



Источник: Росстат.

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



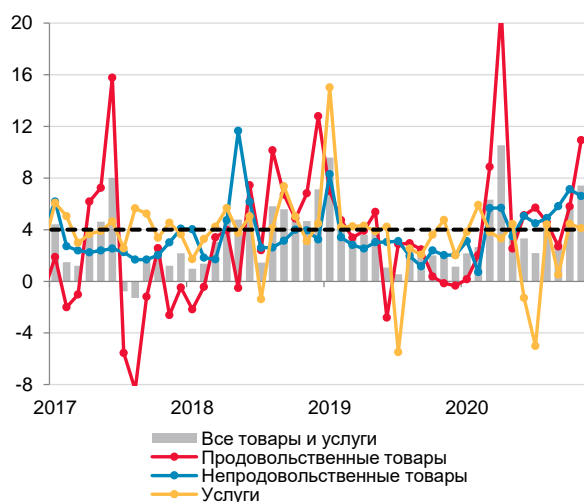
Источники: Росстат, расчеты ДИП.

В ноябре темп роста цен продовольственных товаров заметно ускорился – до 10,83% SAAR (0,86% м/м SA) после 5,81% SAAR (0,47% м/м SA) в октябре. Основными драйверами роста цен, как и в октябре, оставались сахар и подсолнечное масло. При этом заметно расширилось число категорий, рост цен на которые ускорился. Прежде всего это относится к хлебобулочным, макаронным и крупяным изделиям. Рост мировых цен на зерно вкупе с ослаблением рубля привел к увеличению внутренних цен на зерно до рекордных уровней даже на фоне хорошего урожая. Удорожание зерна также могло транслироваться в рост цен на мясо кур и яйца вследствие повышения себестоимости кормов. Кроме данных продуктовых категорий, ускоренные темпы роста цен наблюдались на рыбу и рыбопродукты.

Темпы удорожания непродовольственных товаров в ноябре остались повышенными на фоне действия эффекта переноса от ослабления рубля. Рост цен в данном сегменте составил в ноябре 6,48% SAAR (0,52% м/м SA) после 7,13% SAAR (0,58% м/м SA) в октябре. Повышенный рост цен продолжает наблюдаться на товары, зависимые от динамики валютного курса: легковые автомобили, электротовары и другие бытовые приборы, персональные компьютеры, некоторые виды строительных материалов и мебели. В ноябре также продолжился рост цен на медикаменты под влиянием увеличения спроса из-за ухудшения эпидемической ситуации.

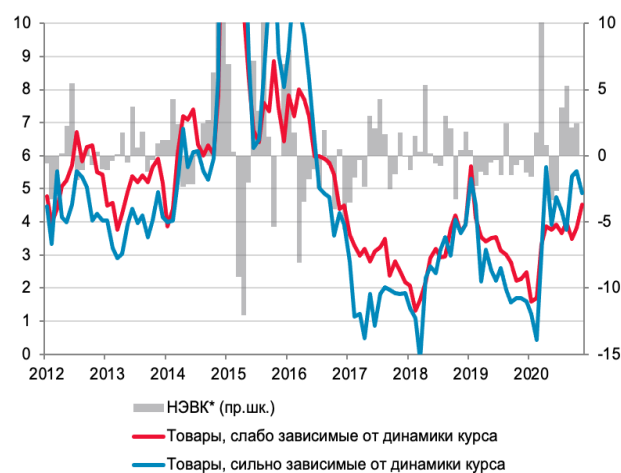
Удорожание услуг в ноябре составило 4,05% SAAR (0,33% м/м SA) после 4,44% SAAR (0,36% м/м SA). Сохранение роста цен на этот компонент ИПЦ вблизи 4% в пересчете на год при незначительном влиянии эффекта переноса от ослабления рубля указывает на компенсацию дезинфляционного влияния низкого спроса ростом издержек в динамике розничных цен.

Рисунок 3. Сезонно сглаженный рост цен, % SAAR



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

Рисунок 4. Медиана роста цен товаров и услуг, сильно и слабо зависимых от динамики курса, % SAAR



Примечание: НЭВК* – номинальный эффективный курс рубля. Плюс означает обесценение российского рубля к иностранным валютам, минус – укрепление российского рубля к иностранным валютам.

Источники: Росстат, расчеты ДИП.

1.2. Ценовое давление в обрабатывающей промышленности усиливается

- В октябре цены производителей промышленных товаров впервые с августа 2019 г. продемонстрировали рост в годовом выражении, увеличившись на 0,7% г/г (Рисунок 5). Основной вклад в динамику показателя внесли обрабатывающие отрасли, где рост цен ускорился до 3,1% г/г с 1,5% г/г в сентябре. Сдерживающее влияние на цены производителей продолжает оказывать снижение цен в секторах добычи нефти и производства нефтепродуктов (Рисунок 6).
- Рост цен производителей *потребительских товаров*⁴ продолжает ускоряться: до 7,5% г/г в октябре с 5,5% г/г в сентябре (Рисунок 7). Основной вклад в ускорение роста показателя внесла динамика цен производителей пищевых продуктов (+8,3% г/г в октябре после +5,4% г/г в сентябре). По многим категориям пищевых продуктов в октябре наблюдалось ускорение роста (прекращение снижения) цен под влиянием продолжающегося роста издержек, в том числе вследствие ослабления рубля

⁴ Расчет цен производителей по группам отраслей обрабатывающей промышленности, ориентированных на производство потребительских, инвестиционных и промежуточных товаров, выполнен с использованием структуры весов для расчета ИЦП промышленных товаров по ВЭД в соответствии с ОКВЭД 2.

в III квартале. Повышенными темпами продолжают расти цены производителей сахара (+56,0% г/г⁵), а также масел и жиров (+32,0% г/г), чему способствует сокращение внутреннего производства и рост мировых цен. Если наблюдаемое с начала ноября укрепление рубля на фоне произошедшего некоторого улучшения внешнего фона окажется устойчивым, то это может сдержать дальнейший рост цен в потребительском сегменте. Однако даже при таком сценарии постепенное восстановление потребительского спроса, динамика которого остается стабильной, несмотря на усиление пандемии осенью, скорее всего будет препятствовать ярко выраженному развороту в динамике цен производителей потребительских товаров.

- Цены производителей отдельных потребительских товаров⁶, взвешенных с использованием структуры потребительских расходов населения для расчета ИПЦ, в октябре повысились на 4,5% г/г после 2,7% г/г в сентябре (Рисунок 8) и оказались выше значения ИПЦ, рассчитанного для аналогичной корзины потребительских товаров (на 0,9 п.п.). Это указывает на вероятное сохранение значимого влияния со стороны цен производителей и издержек в ближайшие месяцы.
- Рост цен производителей *инвестиционных товаров* также ускорился, но в целом остается умеренным. В октябре цены производителей *промежуточных товаров* после длительного снижения перешли к росту в годовом выражении. Основная причина – резкое ускорение темпов роста цен в металлургии (11,1% г/г в октябре после 5,0% г/г в сентябре), что может быть связано с переносом ослабления рубля в цены.

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



Источник: Росстат.

Рисунок 6. Динамика цен производителей в добыче нефти и производстве нефтепродуктов, % г/г

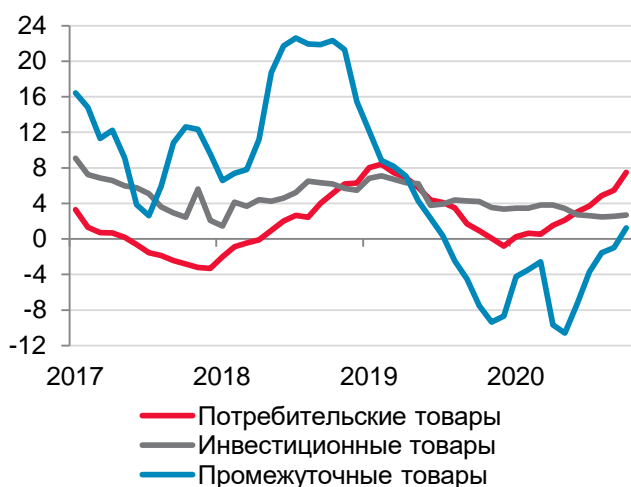


Источник: Росстат.

⁵ Рост цен на сахар носит восстановительный характер после значительного снижения цен в предыдущие годы.

⁶ В отличие от расчетов, приведенных выше, вместо агрегации по видам деятельности мы использовали агрегацию по сопоставимым товарам в структуре ИПЦ и ИЦП: мясопродуктам, рыбопродуктам, маслу и жирам, молочной продукции, макаронным изделиям, сахару, чаю, кофе, одежде, обуви, моющим и чистящим средствам, парфюмерно-косметическим товарам, бытовой электронике, мебели. Они составляют около 30% от потребительской корзины.

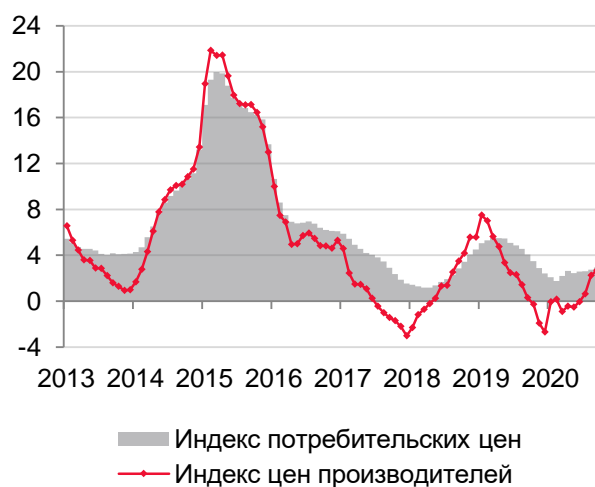
Рисунок 7. Динамика цен производителей по группам отраслей обрабатывающей промышленности, % г/г



Примечание. Вес потребительских, инвестиционных и промежуточных товаров в ИЦП промышленных товаров составляет 14,2, 19,1 и 30,5% соответственно.

Источники: Росстат, расчеты ДИП.

Рисунок 8. Динамика цен на отдельные сопоставимые товары в структуре ИПЦ и ИЦП, % г/г



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

Источники: Росстат, расчеты ДИП.

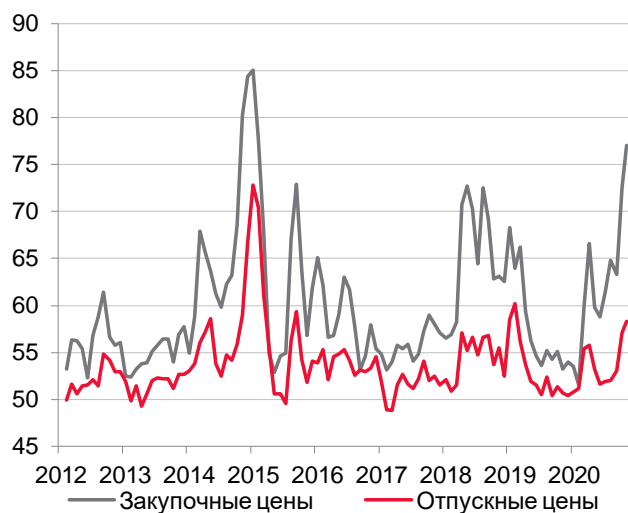
1.3. Ценовые индексы PMI в ноябре: инфляционное давление повысилось

- Ценовые индексы PMI указывают на ускорение роста отпускных цен в обрабатывающей промышленности и остающийся повышенным их рост в сфере услуг, несмотря на ослабление экономической активности. Основная причина – перенос ускоряющегося роста закупочных цен, вызванный не только ослаблением рубля, но и действием прочих факторов, повышающих издержки предприятий, причем не только временного характера.
- Индекс отпускных цен в обрабатывающей промышленности вырос в октябре до 58,3 п. с 57,1 п. в сентябре, указывая на ускорение роста цен на конечную продукцию производителей до максимального уровня с начала 2019 г., когда на динамике цен сказывалось увеличение базовой ставки НДС с 18 до 20%. Ускорение роста цен происходит на фоне ухудшения динамики выпуска и новых заказов, указывая на переключивание в конечные цены выросших издержек. Индекс закупочных цен вырос в ноябре до 77,1 п., максимального уровня с февраля 2015 г., как из-за ослабления рубля, так и из-за повышения цен на сырье поставщиками.
- В сфере услуг индекс отпускных цен стабилизировался в диапазоне 53–54 п. (53,6 п. в ноябре), указывая на повышенное инфляционное давление относительно уровня второго полугодия 2019 – начала 2020 гг. (Рисунок 10), которое вызвано переносом части роста издержек. Индекс закупочных цен вырос в ноябре до 64,5 п.,

максимального уровня с января 2019 года. Помимо ослабления рубля, которое является временным фактором, респонденты отмечают в качестве факторов увеличения издержек рост затрат на поддержание санитарных условий на рабочих местах и повышение зарплат (даже на фоне отмечаемого в опросах снижения занятости). Их действие является более продолжительным и устойчивым.

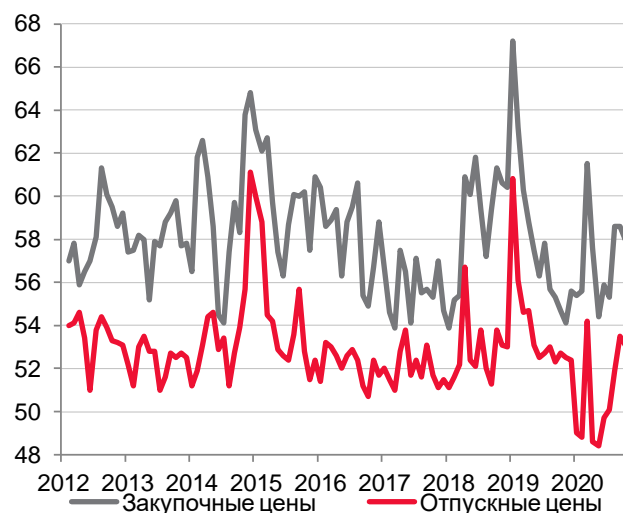
- В первом полугодии падение спроса вызвало снижение инфляционного давления в сфере услуг: индексы отпускных цен даже опускались ниже отметки 50 п., сигнализируя о возможном снижении цен. Текущий эпизод ухудшения эпидемической ситуации сопровождается гораздо более мягкой реакцией экономической активности в секторе услуг, которая не создает значительного дезинфляционного давления.

Рисунок 9. Ценовые индексы PMI в обработке, пунктов



Источник: IHS Markit.

Рисунок 10. Ценовые индексы PMI в сфере услуг, пунктов



Источник: IHS Markit.

2. Экономическая динамика

Судя по оперативным данным, в ноябре российская экономика показала околонулевую динамику по отношению к октябрю. С учетом роста в IV квартале 2019 г. годовое снижение ВВП, вероятно, усилится в IV квартале 2020 г. по сравнению с III кварталом. Возобновление восстановления экономики ожидается в первой половине 2021 года по мере спада пандемии и снятия большинства «коронавирусных» ограничений.

До нормализации эпидемической обстановки скорее всего будет превалировать консервативная модель потребительского поведения, сопровождаемая повышенной склонностью к сбережениям, сдвигами спроса от потребительских услуг к товарам, прежде всего продовольственным, а также в пользу товаров и услуг более низких ценовых категорий. Оперативная статистика потребления в ноябре подтверждает наметившийся тренд на экономию.

Вместе с тем отсутствие масштабных ограничений активности во время осеннего роста заболеваемости при умеренном снижении мобильности населения позволяет ожидать гораздо менее выраженных негативных эффектов на экономическую активность по сравнению с весной этого года. Возросший уровень адаптации производителей и потребителей к жизни в условиях ограничений также должен способствовать более мягкому прохождению экономики через период ограничений.

При этом кредитная активность в октябре сохранялась на высоком уровне, в том числе благодаря мягкой денежно-кредитной политике, регуляторным послаблениям и мерам господдержки. Это продолжает создавать оказывать поддержку внутреннему спросу, дополнительно смягчая эффект ограничений на экономическую активность.

Одновременно следует ожидать некоторого снижения кредитного качества банковского корпоративного кредитного портфеля в целом. Это произойдет из-за роста доли относительно менее платежеспособных заемщиков с истечением действия регуляторных послаблений и увеличения долговой нагрузки. Последнее связано с сокращением среднего срока до погашения выданных кредитов и снижением доходов заемщиков в период пандемии. Поэтому важно найти баланс между поддержанием роста кредитования, своевременным формированием необходимых резервов по выданным кредитам и постепенным прекращением кредитования неплатежеспособных компаний (компаний-зомби) с выводом последних с рынка или докапитализацией со стороны новых собственников (в случае наличия реальных перспектив восстановления платежеспособности после реструктуризации долга).

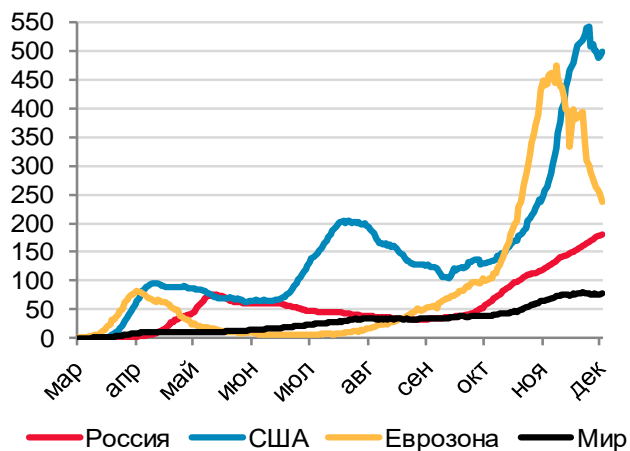
2.1. Сдержанная реакция экономической активности на ухудшение эпидемической ситуации в ноябре

- Наблюдаемое осенью ухудшение эпидемической ситуации по масштабу превосходит весенний эпизод (Рисунок 11). При этом оперативные индикаторы указывают на то, что негативное влияние пандемии на экономическую активность в IV квартале будет гораздо меньшим, чем в II квартале. Это объясняется прежде всего более мягким характером текущих ограничительных мер. При этом масштаб снижения мобильности населения сейчас меньше, чем весной, даже в странах, которые ввели общенациональные карантинные меры (Рисунок 12).
- Накопленный опыт введения ограничительных мер, который выразился, в том числе, в лучшей подготовленности систем здравоохранения, позволяет властям более тонко и точно балансировать между рисками дальнейшего распространения болезни и ограничения экономической активности. Также в текущей ситуации не происходит значительного нарастания проблем с глобальными производственными цепочками. Во-первых, эпидемическая обстановка в Китае, который вовлечен в значительную часть мировых производственных процессов, за последнее время

стабилизировалась. Во-вторых, осенние ограничительные меры в ключевых секторах экономики, как правило, не затрагивают значительным образом производственную деятельность.

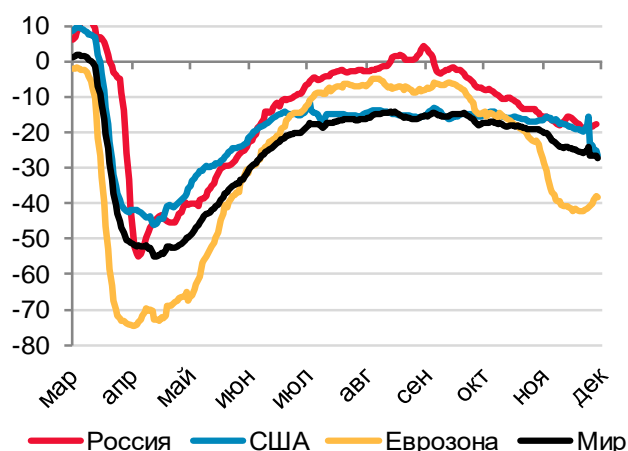
- Динамика оперативных индикаторов состояния деловой активности указывает на признаки стабилизации экономической активности в России на уровне сентября–октября при отсутствии выраженной реакции на ухудшение эпидемической ситуации, за исключением некоторых секторов услуг.
- Четырехнедельное скользящее среднее отклонение [входящих финансовых потоков](#) от «нормального» уровня в номинальном рублевом выражении к концу ноября вышло в положительную зону (Рисунок 13). Отклонение без учета добычи, производства нефтепродуктов на протяжении нескольких недель подряд держится в положительной зоне. Необходимо учитывать, что отраслевые финансовые потоки являются номинальными величинами, и уровень входящих платежей по сравнению докризисным уровнем включает в себя накопленный с начала текущего года рост цен и издержек. Тем не менее динамика платежей в октябре–ноябре указывает на отсутствие явных признаков значительного повторного ухудшения динамики экономической активности.
- В отраслях, ориентированных на потребительский спрос, уровень платежей остается стабильным и находится выше докоронавирусного уровня (Рисунок 14). При этом внутри данной группы прослеживается перераспределение спроса от потребительских услуг к потреблению товаров под влиянием частичного возврата ограничительных мер и усиления самоограничений. Другие индикаторы также указывают на изменение структуры потребления в связи с текущим ростом заболеваемости, свидетельствуя при этом о стабилизации или небольшом снижении потребительской активности в ноябре.
- Косвенные индикаторы указывают на то, что уровень производственной активности в ноябре оставался стабильным. Отставание от значений прошлого года уровня потребления электроэнергии, индикатора активности в энергоемких промышленных отраслях – в ноябре оставалось умеренным, как и в октябре (Рисунок 15). Объемы погрузки на сети железных дорог в ноябре несколько снизились (Рисунок 16). На возобновление снижения выпуска и новых заказов в обрабатывающей промышленности указывает динамика соответствующих индексов PMI.
- Основные риски для динамики экономической активности в мире связаны с дальнейшим развитием эпидемической ситуации. *С одной стороны*, новости о разработке и успешном испытании вакцины и возможность проведения массовой вакцинации к концу 2021 г. снижают риски существенного негативного влияния пандемии на динамику экономической активности. *С другой стороны*, повышенный уровень неопределенности будет оказывать продолжительный эффект как на потребительскую, так и на инвестиционную активность, сдерживая дальнейшее восстановление глобальной экономики даже по мере ожидаемой постепенной нормализации эпидемической обстановки.

Рисунок 11. Дневной прирост инфицированных коронавирусом на 1 млн. чел., (среднее за 7 дней)



Источник: Bloomberg Finance L.P.

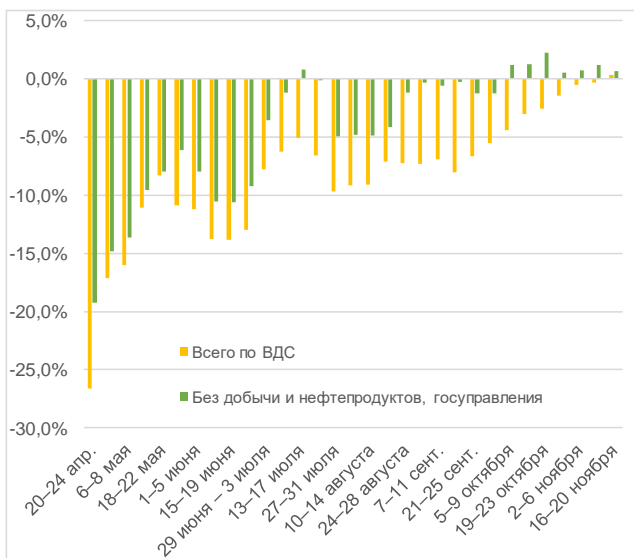
Рисунок 12. Посещение магазинов и мест отдыха, в % от медианы за период с 03.01 по 06.02, (среднее за 7 дней)



Примечание. При расчете средневзвешенных значений мобильности по группам стран в качестве весов использовался ВВП 2019 года.

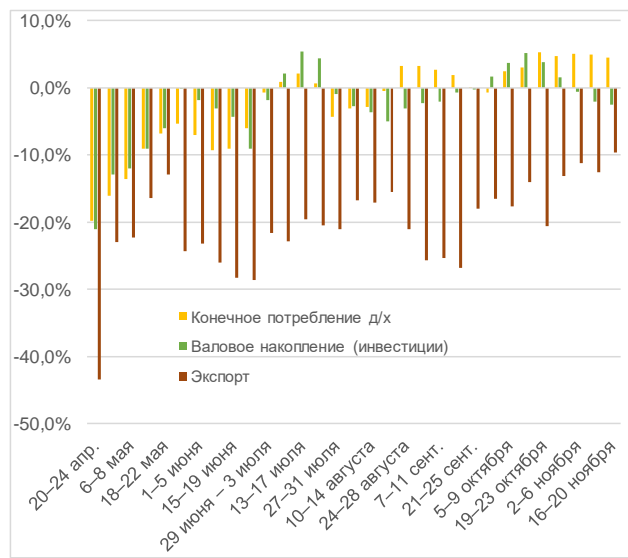
Источники: Google, WorldBank.

Рисунок 13. Скользящее среднее отклонение входящих платежей от «нормального» уровня за четыре недели



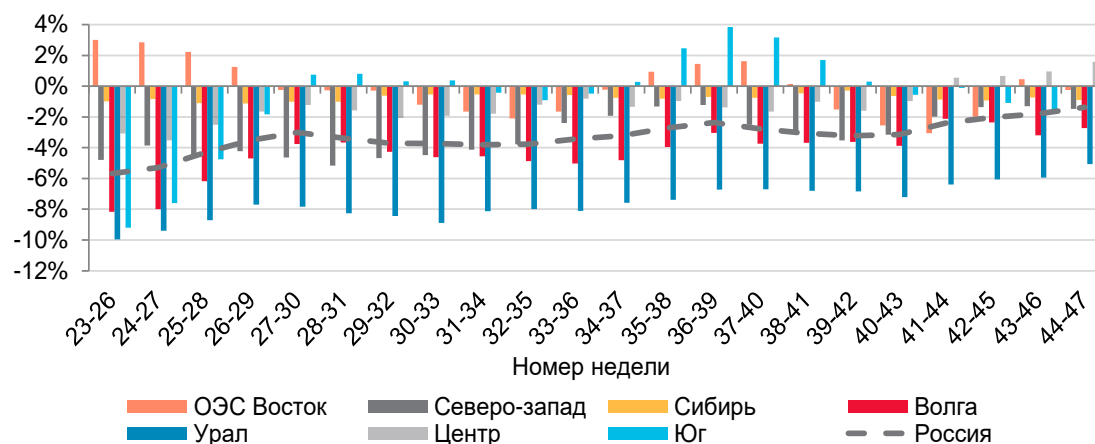
Источник: Банк России ([Мониторинг отраслевых финансовых потоков](#)).

Рисунок 14. Скользящее среднее отклонение входящих платежей от «нормального» уровня за четыре недели по группам отраслей



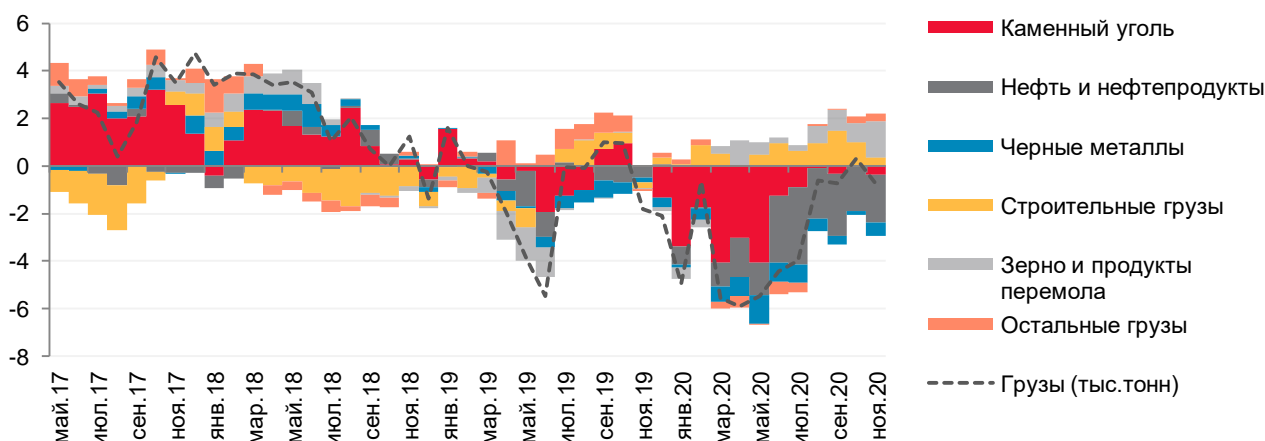
Источник: Банк России ([Мониторинг отраслевых финансовых потоков](#)).

Рисунок 15. Темпы прироста электропотребления, скользящее среднее за 4 недели с поправкой на температуру и число рабочих дней, % г/г



Источники: Системный оператор Единой энергетической системы, расчеты ДИП.

Рисунок 16. Декомпозиция динамики погрузки на сети РЖД, % г/г



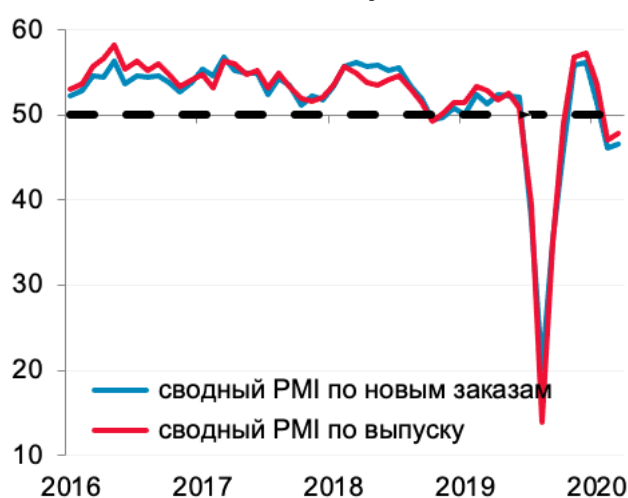
Источник: ПАО «РЖД».

2.2. Индексы PMI в ноябре: приостановка роста экономики в IV квартале

- Ноябрьское снижение индекса IHS PMI в российской экономике указывает на приостановку восстановительного роста деловой активности в связи с ухудшением эпидемической ситуации.
- Ухудшение наблюдалось в динамике внутреннего спроса и производства. При этом для промышленных предприятий внешний спрос растет второй месяц подряд, а в сфере услуг продолжает снижаться.
- В целом негативные эффекты на экономическую активность окажутся гораздо более ограниченными по сравнению с весной этого года благодаря точечному характеру действующих ограничительных мер.

Сводный индекс PMI по выпуску в ноябре немного вырос относительно октября: с 47,1 до 47,8 п. (Рисунок 17). Динамика индекса указывает на снижение объемов производства в экономике второй месяц подряд на фоне ослабления спроса. Это, в свою очередь, привело к дальнейшему сокращению занятости (Рисунок 19, Рисунок 20), так как респонденты отмечают снижение нагрузки на производственные мощности. Результаты опроса в ноябре показали разнонаправленную динамику по экспортным заказам: ускорение роста в обработке и усиление снижения в услугах. Это может отражать более жесткий характер действующих в странах – торговых партнерах России ограничений, в большей степени сдерживающий активность в секторе услуг.

Рисунок 17. Динамика сводных индексов PMI по России, пунктов



Источник: IHS Markit.

Замедление снижения сводного индекса PMI и деловой активности в целом по экономике объясняется более медленным падением в сфере услуг в ноябре по сравнению с октябрём. Нужно отметить, что текущий эпизод снижения активности заметно отличается по своей структуре и характеру от весеннего периода действия ограничительных мер. В марте–мае наиболее пострадавшим от действия ограничений оказался сектор услуг, который показывал существенно более слабую динамику, чем промышленность. Результаты опроса IHS свидетельствуют о том, что текущие ограничительные меры сильнее воздействуют на активность в обрабатывающей промышленности: индекс PMI в обработке просел сильнее, чем в сфере услуг. При этом важно отметить, что текущее ухудшение конъюнктуры было не таким сильным, как в весенние месяцы. Это связано с более мягким характером действующих ограничительных мер и меньшими перебоями с поставками как внутри страны, так и из-за рубежа.

Индекс PMI в обрабатывающих отраслях в ноябре указывает на ухудшение динамики деловой активности в секторе, снизившись до 46,3 п. с 46,9 п. в октябре (Рисунок 18). Основная причина обусловлена негативным эффектом на внутренний спрос от частичного возобновления ограничительных мер, связанных с усилением пандемии. Несмотря на снижение индекса в октябре, в IV квартале экономика, скорее всего, покажет

околонулевою динамикой. Так, индекс PMI является диффузным индексом, поэтому масштаб его снижения не всегда коррелирует с глубиной снижения реальных показателей. Похожая картина наблюдалась в 2019 г. при положительных темпах роста в промышленности. Снижение индекса PMI в ноябре может отражать увеличение количества респондентов, столкнувшихся с умеренным/небольшим снижением спроса и производства.

Снижение деловой активности в ноябре было обусловлено ослаблением спроса: индекс новых заказов снизился до 44,1 п. с 44,7 п. в октябре. Данное снижение произошло под влиянием падения внутренних поставок, поскольку экспортные заказы растут второй месяц подряд (52,4 п. в ноябре и 50,3 п. в октябре).

Рисунок 18. Динамика индексов PMI в обрабатывающей промышленности, пунктов



Источник: IHS Markit.

Рисунок 19. Динамика индексов PMI в обрабатывающей промышленности по закупочной активности и занятости, пунктов



Источник: IHS Markit.

Ослабление внутреннего спроса в ноябре привело и к ухудшению динамики выпуска: индекс снизился до 46,7 п. с 47,6 п. в октябре (Рисунок 18). Снижение производства, в свою очередь, отразилось на динамике занятости и закупочной активности. Респонденты в ноябре указывали на дальнейшее сокращение рабочих мест, закупок и оптимизацию запасов сырья и материалов (Рисунок 19).

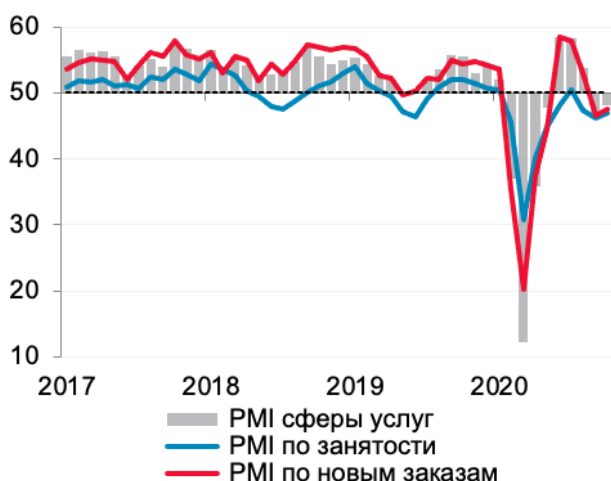
Деловые ожидания в отношении будущих объемов производства в ноябре немного выросли по сравнению с октябрем (60,5 п. после 59 п. в октябре). Сохранение умеренного оптимизма в отношении перспектив дальнейшего восстановления деловой активности подтверждает то, что многие производители расценивают текущий эпизод снижения активности как временный (Рисунок 21).

Индекс PMI в сфере услуг в ноябре повысился (до 48,2 п. после 46,9 п. в октябре), но пока остается ниже «пограничной» отметки 50 пунктов (Рисунок 20). Падение было обусловлено уменьшением объема новых заказов (47,5 п.). Респонденты связали это с проблемами/перебоями в поступлении денежных средств/доходов у клиентов, что могло

быть вызвано влиянием ограничительных мер. Внешний спрос в услугах ускорил падение до 41,4 п., снижение было самым быстрым с мая 2020 года. В отличие от обрабатывающей промышленности торговые партнеры в данном секторе испытывают на себе более сильное влияние ограничительных мер.

В ноябре занятость в сфере услуг сокращается третий месяц подряд (46,9 п.). Слабый спрос и, как следствие, снижение нагрузки на производственные мощности также оказали влияние на динамику незавершенных заказов: соответствующий подындекс показал резкое сокращение – до 42,2 пункта. Деловые ожидания относительно перспектив на ближайшие 12 месяцев в сфере услуг в ноябре повысились до 58 п., но этот уровень соответствует историческому минимуму, если не брать в расчет период действия ограничительных мер весной этого года (Рисунок 21).

Рисунок 20. Динамика индексов PMI в сфере услуг, пунктов



Источник: IHS Markit.

Рисунок 21. Динамика PMI по ожиданиям, пунктов



Источник: IHS Markit.

2.3. Сокращение выпуска базовых отраслей в октябре ускорилось

- В октябре 2020 г. динамика индекса базовых отраслей (ИБО⁷), рассчитываемого ДИП⁸, ухудшилась (-4,4% г/г после -2,3%⁹ г/г в сентябре) (Рисунок 22). Осеннее

⁷ Индекс базовых отраслей (ИБО) рассчитан путем агрегирования семи отраслевых индексов (производства продукции сельского хозяйства; добычи полезных ископаемых; выпуска продукции обрабатывающей промышленности; производства и распределения электроэнергии, газа и воды; грузооборота транспорта, оборота оптовой и розничной торговли) с весами, соответствующими доле отрасли в ВДС России в 2019 году. Состав индекса базовых отраслей, рассчитываемого ДИП, аналогичен используемому Росстатом при исчислении индекса физического объема выпуска товаров и услуг по базовым видам экономической деятельности, за исключением пассажирского транспорта. Индексы показывают в целом схожую динамику. При этом методика построения ИБО, в отличие от индекса Росстата, позволяет проводить декомпозицию по видам экономической деятельности и рассчитывать индекс базовых отраслей на уровне субъектов РФ с целью оперативного мониторинга экономической ситуации в отдельных регионах.

⁸ Департамент исследований и прогнозирования.

⁹ Росстат пересмотрел данные за сентябрь 2020 г. по отраслям промышленности, оптовой торговле, грузообороту транспорта.

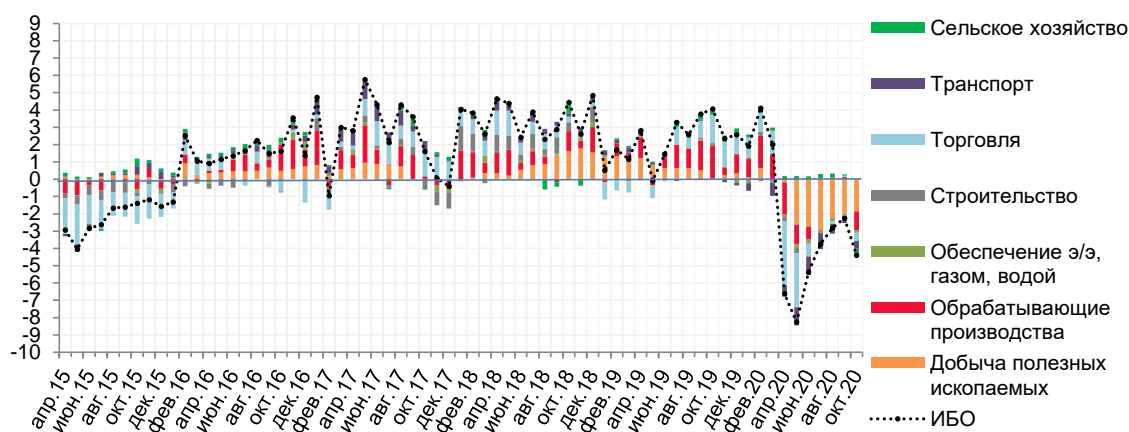
ухудшение эпидемической обстановки прервало тренд на восстановление экономики, наметившийся летом по мере постепенного снятия более жестких весенних ограничений. Ухудшение динамики ИБО в годовом выражении также связано с негативным календарным эффектом (меньшее количество рабочих дней, чем в октябре 2019 г.) и эффектом высокой базы. Вместе с тем текущее замедление экономической динамики благодаря точечному характеру ограничительных мер окажется гораздо более мягким по сравнению с II кварталом. Так, по нашим оценкам, сокращение ВВП по итогам 2020 г. окажется вблизи 4%, или даже несколько ниже данного уровня (Рисунок 23).

- Отрицательные темпы роста в октябре показали все основные базовые отрасли, включая сельское хозяйство, где сокращение производства наблюдается впервые с 2018 года. В обрабатывающей промышленности и оптовой торговле выпуск в годовом выражении снизился после роста показателей в предыдущие месяцы. В строительной и транспортной деятельности темпы падения практически не изменились с сентября. Незначительное улучшение динамики наблюдалось в добыче полезных ископаемых и розничной торговле.
- В октябре сокращение добычи полезных ископаемых несколько замедлилось (-8,8% г/г после -9,4% г/г в августе), однако отрасль продолжает вносить наибольший отрицательный вклад (примерно половину) в отклонение ИБО вниз от уровня прошлого года.
- В обрабатывающей промышленности в октябре ситуация ухудшилась. После положительной динамики в августе–сентябре¹⁰ темпы роста выпуска в октябре упали до -4,4% г/г (после +0,5% г/г в сентябре). Среди отстающих отраслей – производители нефтепродуктов, строительных материалов, электрооборудования, автотранспортных и прочих транспортных средств, кожевенных изделий.
- Падение показателей в промышленном секторе отражается на деятельности транспортного комплекса (-4,0% г/г после -3,9% г/г в сентябре). В деятельности трубопроводного транспорта на фоне падения нефтедобычи сокращение грузооборота составило -7,4% г/г. В то же время в деятельности железнодорожного транспорта практически по всем основным видам грузов погрузка выросла (+0,4% г/г в октябре), за исключением нефти и нефтепродуктов, железной руды и черных металлов.
- В торговой деятельности сохраняются отрицательные темпы роста в розничной торговле, однако в октябре отставание от прошлогоднего уровня сократилось (-2,4% г/г после -3,0% г/г). Улучшение динамики наблюдается как в продажах продуктов питания (-3,6% г/г после -4,6% г/г), так и в непродовольственном ретейле (-1,1% г/г после -1,3% г/г). В то же время слабая потребительская активность населения и спад выпуска в промышленности негативно сказались на октябрьских показателях оптовой торговли (-1,9% г/г после +2,3% г/г).

¹⁰ С учетом пересмотра Росстатом данных по обрабатывающей промышленности.

- В строительном комплексе в октябре объем работ остался практически на уровне предыдущего года (-0,1% г/г)¹¹. Среди федеральных округов (ФО) лидирующие позиции у Центрального ФО (+9,8% г/г) в основном за счет нескольких субъектов, включая Москву и Московскую область; Северо-Кавказского ФО (+18,9% г/г) при росте объемов практически во всех субъектах; Уральского ФО (+14,7% г/г) на фоне активного строительства инфраструктуры для ТЭК.
- В сельском хозяйстве впервые с 2018 года производство продукции отрасли снизилось (-6,6% после +1,4% г/г в сентябре). Сокращение валового выпуска произошло на фоне отставания от прошлогодних показателей сбора урожая большинства основных видов сельхозкультур, урожай которых собирается осенью (по состоянию на 1 ноября – подсолнечника, сахарной свеклы, картофеля, овощей). Кроме того, в животноводстве отмечается снижение выпуска продукции мясного направления (-0,3% г/г), что в основном связано с ухудшением показателей в птицеводческой отрасли. Основными причинами возникновения данной ситуации является падение доходности производителей при росте себестоимости (за счет удорожания комбикормов, а также импортных составляющих на фоне ослабления рубля) и слабого спроса на внутреннем рынке (населения, общепита). При этом растущий экспорт продукции недостаточен для того, чтобы компенсировать рост издержек.
- Таким образом, структурно отставание объемов производства в базовых отраслях от уровня прошлого года в основном связано с добычей полезных ископаемых и смежными отраслями (транспорт, оптовая торговля). В потребительском и инвестиционном (строительство) сегментах экономики отставание гораздо меньше.

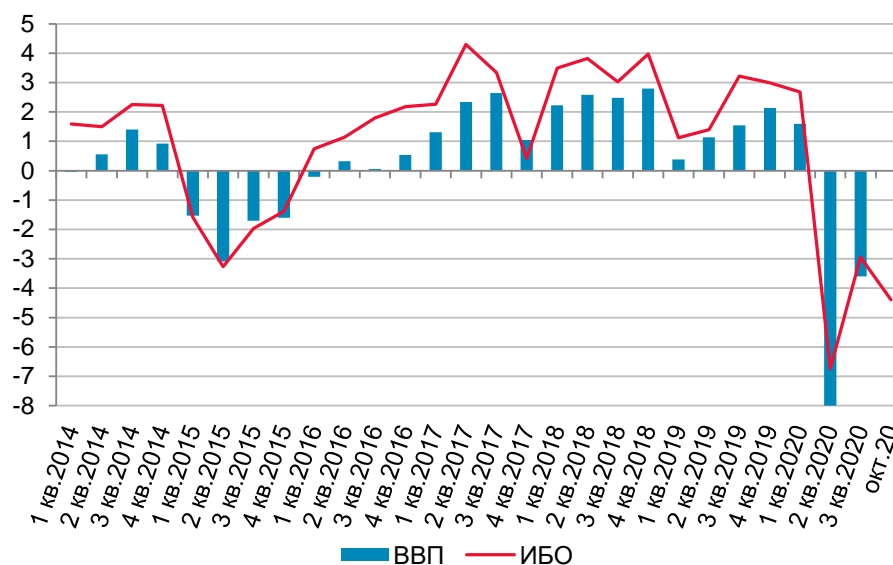
Рисунок 22. Вклад отраслевых компонент в динамику ИБО в 2015–2020 годах, % г/г



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

¹¹ Предварительная оценка по строительству может существенно измениться после получения полной статистической отчетности.

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



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

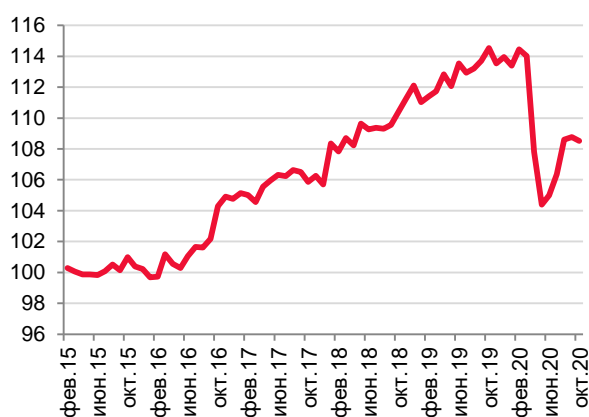
2.4. Сохранение слабой динамики выпуска в отраслях промежуточного спроса

- В октябре снижение промышленного производства в годовом выражении ускорилось до 5,9% г/г после сокращения на 3,6% г/г в сентябре. Относительно прошлого месяца объем промышленного производства несколько снизился (-0,2% м/м SA¹²).
- Выпуск в добыче полезных ископаемых продемонстрировал небольшой рост (+0,3% м/м SA) на фоне стабилизации объемов добычи нефти.
- Снижение выпуска в промышленности обусловлено сокращением объемов производства в обработке (-0,4% м/м SA), который во многом обусловлен возобновлением падения в нефтепереработке. Негативный вклад внесло снижение производства готовых металлических изделий (-6,1% м/м SA), а также в фармацевтике (-7,4% м/м SA) в результате сложностей запуска системы мониторинга движения лекарственных препаратов.
- В большинстве других отраслей обрабатывающей промышленности в октябре наблюдался рост в месячном выражении с поправкой на сезонность, в том числе в крупных отраслях: металлургии (+2,7% м/м SA) и пищевой промышленности (+0,8% м/м SA).

¹² Здесь и далее сезонно сглаженные месячные темпы роста представлены с учетом оценок Банка России.

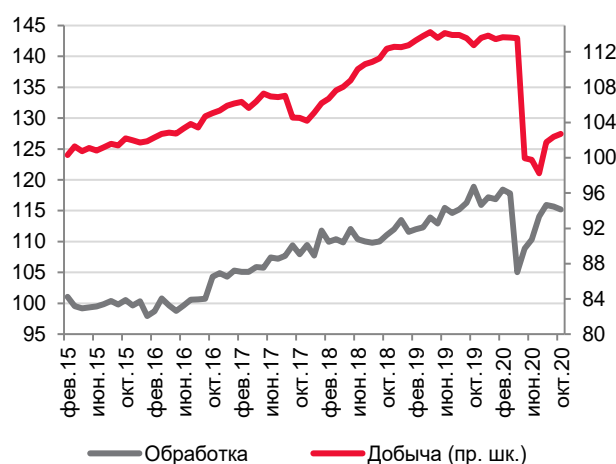
В октябре падение промышленного производства в годовом выражении ускорилось до 5,9% г/г после сокращения на 3,6% г/г в сентябре¹³. Ускорение снижения частично объясняется календарным фактором¹⁴: с его учетом падение составило 5,4% г/г. Также повышенной волатильности годовой динамики в сентябре–октябре способствовал временный положительный всплеск в октябре 2019 г., который создал эффект высокой базы. С поправкой на сезонность промышленное производство, по нашим оценкам, в октябре показало снижение на 0,2% мм SA¹⁵ (Рисунок 24). Это близко к оценке ЦМАКП с поправкой на сезонный и календарный факторы (сокращение на 0,4% м/м SA), которая основывается на изначальном расчете индекса по сравнительно более узкому кругу товаров-представителей и устранении выбросов, связанных в том числе с ошибками отчетности. Данные Росстата указывают на нулевой рост промышленности в октябре с поправкой на сезонность.

Рисунок 24. Динамика индекса промышленного производства (2014 = 100)



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

Рисунок 25. Динамика индексов добычи полезных ископаемых и обрабатывающих производств (2014 = 100)



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

В добывающей промышленности в октябре продолжилось замедление падения относительно прошлого года: сокращение составило -8,8% г/г (в сентябре -9,4% г/г). Относительно сентября объем добычи полезных ископаемых в октябре несколько вырос

¹³ Росстат пересмотрел данные по промышленному производству за сентябрь 2020 года. Значения индексов промышленного производства, добычи полезных ископаемых и практически всех отраслей обрабатывающих производств были пересмотрены вверх. Наиболее значительной корректировке подверглись обрабатывающие производства: сентябрьское падение на 1,6% г/г было пересмотрено в сторону роста на 0,5% г/г (повышение на 2,1 п.п.). Среди отраслей сектора обработки наиболее существенно выросла оценка выпуска в производстве бумаги и бумажных изделий, где сентябрьское падение на 5,5% г/г было пересмотрено в сторону роста на 4,7% г/г (повышение оценки на 10,2 п.п.), и производстве прочих транспортных средств и оборудования, где сентябрьское падение на 11,7% г/г было пересмотрено в сторону менее глубокого снижения на 3,2% г/г (повышение оценки на 8,5 п.п.).

¹⁴ В октябре 2020 г. было на один рабочий день меньше, чем в октябре 2019 года.

¹⁵ Вслед за пересмотром данных Росстатом в октябре также были изменены спецификации процедуры сглаживания. В результате волатильность некоторых сглаженных рядов увеличилась, в особенности это отразилось на ряде производства автотранспортных средств, а также компьютеров, электронных и оптических изделий.

(+0,3% м/м SA). Суточная добыча нефти остается стабильной на фоне выполнения условий сделки ОПЕК+: рост за октябрь составил +0,4% (в сентябре по сравнению с августом: +0,7%).

Главным образом на октябрьское снижение совокупного выпуска в промышленности повлияло падение производства в обработке на 0,4% м/м SA (по оценке ЦМАКП сокращение выпуска было чуть больше – на 0,9% SA). В годовом выражении выпуск сократился на 4,4% г/г в октябре (Рисунок 25). С учетом исчерпания положительного импульса от снятия большей части весенних ограничительных мер, который нашел отражение в уверенном росте выпуска обрабатывающего сектора в летние месяцы, а также общего ослабления экономической динамики в IV квартале в связи с ухудшением эпидемической обстановки, начиная с сентября восстановление производства приостановилось. Таким образом, можно ожидать, что динамика выпуска обрабатывающего сектора продолжит оставаться умеренной в ближайшие месяцы.

Переходя к анализу динамики выпуска в разрезе укрупненных отраслей, следует отметить, что наиболее сильное падение продемонстрировали отрасли из группы *промежуточного* спроса. В октябре после трех месяцев восстановления производство в крупнейшей отрасли (нефтепереработке) снизилось на 2,4% м/м SA. Выпуск в этом секторе вслед за добычей нефти примерно на 10% отстает от докоронавирусного уровня. Продолжилось снижение выпуска готовых металлических изделий (-6,1% м/м SA). На сохраняющуюся в течение октября–ноября слабую динамику в отрасли указывали и сохраняющиеся на пониженном уровне [потоки входящих платежей в данной группе отраслей](#).

Поддержку промежуточным отраслям оказала металлургия (+2,7% м/м SA). Также в производстве бумаги и бумажных изделий продолжилось восстановление выпуска (+2,7% м/м), благодаря чему после затяжного провала объем производства превысил докоронавирусный уровень начала 2020 года.

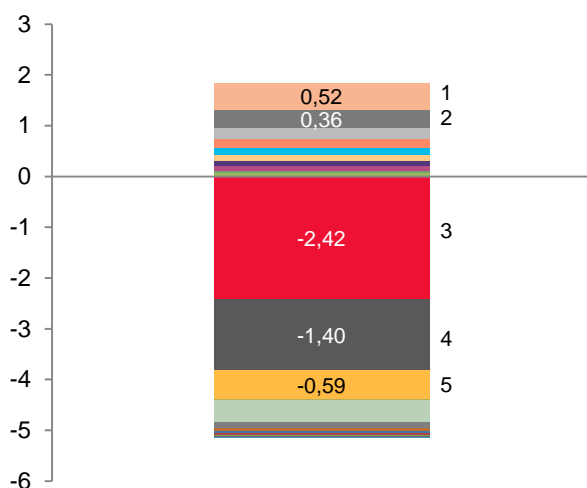
Практически во всех отраслях, ориентированных на производство *потребительских* товаров длительного пользования, наблюдалась сдержанная динамика выпуска. Положительный вклад в динамику выпуска потребительских товаров длительного пользования внесло производство автотранспортных средств, прицепов и полуприцепов (+5,9% м/м SA). Несмотря на замедление роста продаж новых легковых автомобилей в октябре (+0,6% м/м SA), сезонно скорректированный объем продаж на протяжении последних двух месяцев держится на 5–6% выше среднего уровня 2019 г. и превышает докоронавирусный уровень начала 2020 года.

В отраслях, ориентированных на производство товаров *повседневного спроса*, в октябре наблюдалась разнонаправленная динамика выпуска. В пищевой промышленности возобновился рост (+0,8% м/м SA), благодаря которому производство практически вернулось на уровень начала года. Производство лекарственных средств и материалов, напротив, продемонстрировало существенное падение (-7,4% м/м SA). По оценкам ЦМАКП это может быть обусловлено [сложностями с запуском](#) работы информационной системы мониторинга движения лекарственных препаратов. Косвенно в подтверждение

данной гипотезы может говорить тот факт, что входящие финансовые потоки в фармацевтической отрасли в октябре также временно сократились с повышенных значений до докризисных уровней. Возобновление роста поступлений, который фиксируется в Мониторинге отраслевых финансовых потоков в начале ноября, вероятно, свидетельствует о развороте в динамике выпуска.

Группа *инвестиционных* отраслей внесла положительный вклад в динамику выпуска обработки. Основным источником роста стало производство прочих транспортных средств и оборудования (+3,2% м/м SA). Положительную динамику также продемонстрировало производство прочей неметаллической минеральной продукции (+2,6% м/м SA): в октябре выпуск вернулся к росту после небольшого снижения месяцем ранее, что позволило показателю выйти на докоронавирусный уровень начала 2020 года. Остальные отрасли инвестиционного спроса показали гораздо более сдержанную динамику выпуска.

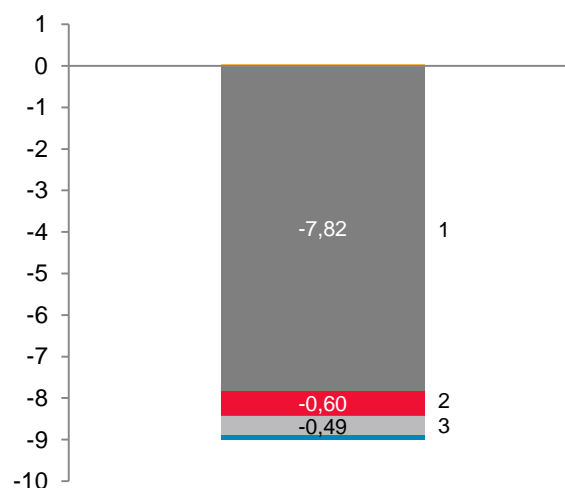
Рисунок 26. Вклады отдельных отраслей в прирост обрабатывающей промышленности, п.п. г/г



- 1 Производство химических веществ и химических продуктов
- 2 Производство металлургическое
- 3 Производство кокса и нефтепродуктов
- 4 Производство готовых металлических изделий, кроме машин и оборудования
- 5 Производство компьютеров, электронных и оптических изделий

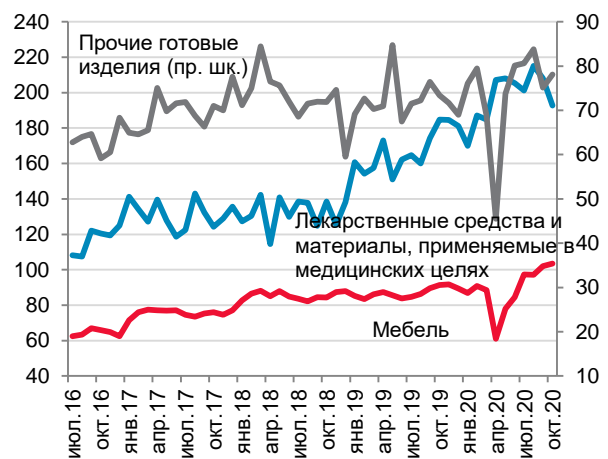
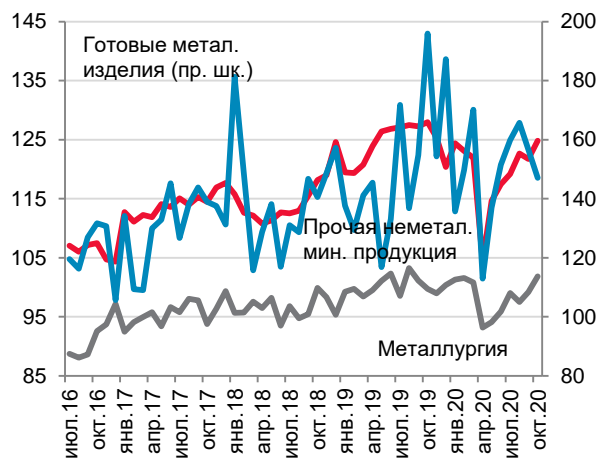
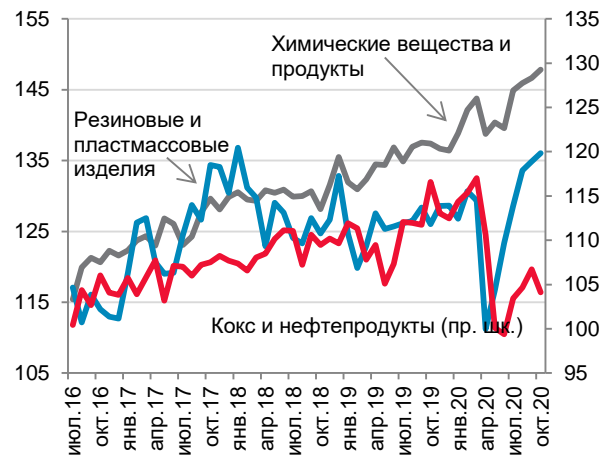
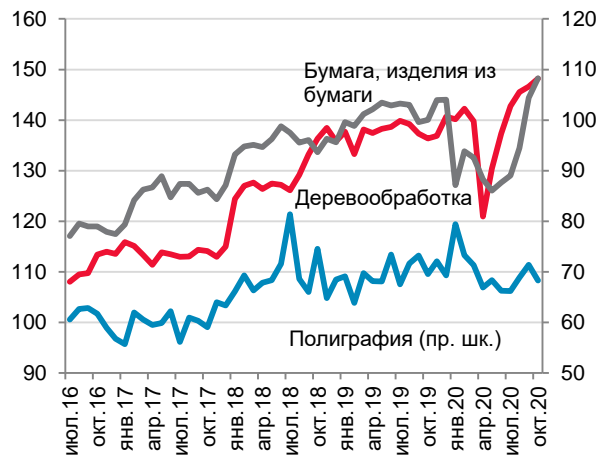
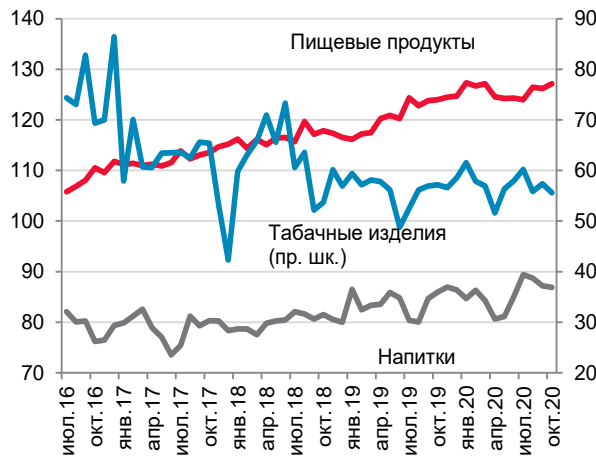
Источники: Росстат, расчеты ДИП.

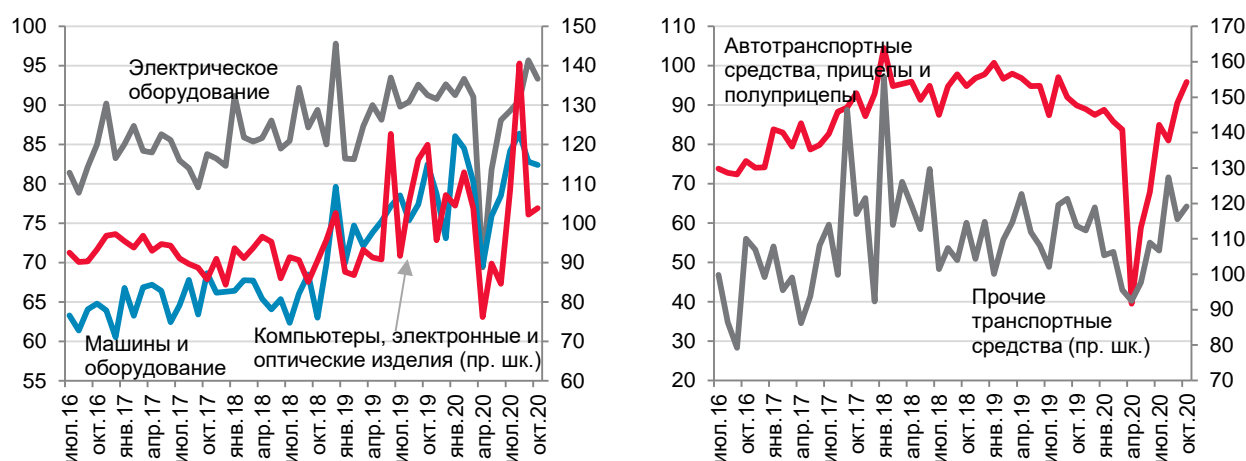
Рисунок 27. Вклады отдельных отраслей в прирост добывающей промышленности, п.п. г/г



- 1 Добыча сырой нефти и природного газа
- 2 Предоставление услуг в области добычи полезных ископаемых
- 3 Добыча угля

Рисунок 28. Производство отраслей обрабатывающей промышленности, дек. 2012=100%, сезонность устранена





Источники: Росстат, расчеты ДИП.

2.5. Потребительский спрос стабилизировался в октябре–ноябре

- Отсутствие масштабных ограничений активности в период осеннего подъема заболеваемости позволило обороту розничной торговли продолжить умеренный рост в октябре (0,3% м/м SA). В основе положительной динамики – ускоренный рост потребления продовольственных товаров (0,7% м/м SA), что может объясняться закупками впрок и переключением потребления с услуг общественного питания в условиях усиления самоограничений.
- Снижение мобильности населения значительно замедлило восстановление сектора платных услуг. Впервые с мая годовое падение объема услуг ускорилось (-13,4% г/г), а месячный сезонно сглаженный рост объема услуг, согласно оценкам, замедлился до 2,0% м/м.
- Консервативная модель потребительского поведения, сопровождаемая повышенной склонностью к сбережениям, скорее всего будет превалировать до нормализации эпидемической обстановки. Оперативная статистика потребления в ноябре подтверждает наметившийся тренд на экономию, указывая при этом на ослабление спроса в непродовольственных и сервисных категориях при сохраняющейся стабильности продуктовой розницы.

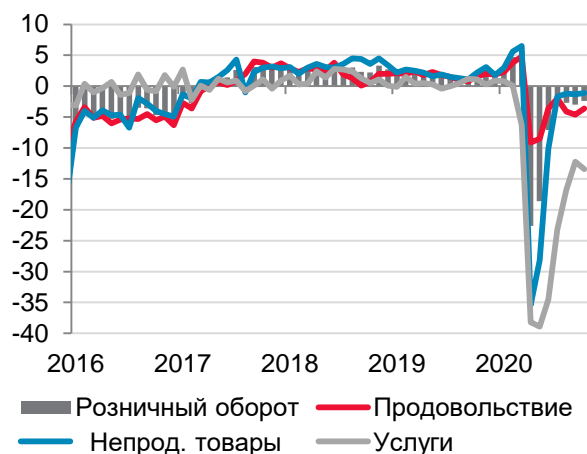
Несмотря на то что ежедневный прирост числа инфицированных коронавирусом в октябре значительно превысил пиковые показатели весны, более мягкий и узконаправленный характер вводимых осенью ограничительных мер позволил обороту розничной торговли продолжить умеренный рост (0,3% м/м SA после 0,1% м/м SA в сентябре¹⁶). В годовом выражении снижение розничной торговли замедлилось с 3,0% г/г в сентябре до 2,4% г/г в октябре (Рисунок 29). В основе положительной динамики – ускоренный рост

¹⁶ Здесь и далее динамика месячных темпов представлена с устранением сезонности.

потребления продовольственных товаров (0,7% м/м SA). Это может частично объясняться увеличением закупок впрок, хотя и гораздо менее выраженным по сравнению с весенним эпизодом. Росту продаж продовольствия могло также способствовать усиление самоограничений населения, отразившееся в том числе в переключении потребления с услуг общественного питания (кафе, рестораны, столовые и так далее) на потребление продовольственных товаров. Непродовольственная розница третий месяц подряд демонстрирует околонулевые темпы месячного прироста с поправкой на сезонность (-0,1% в октябре после 0,0% в августе и сентябре) (Рисунок 30).

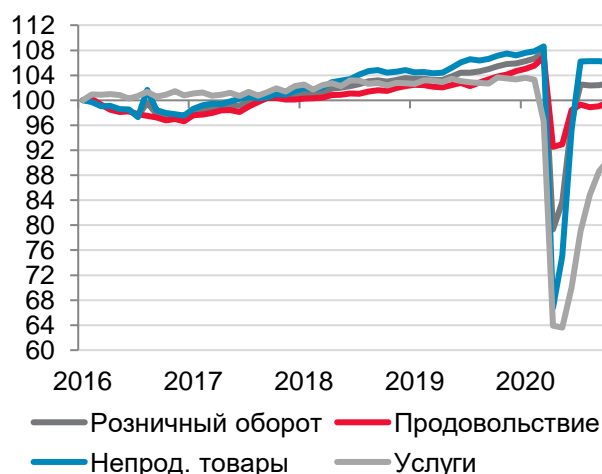
Снизившаяся мобильность населения¹⁷ на фоне ухудшения эпидемической ситуации резко затормозила восстановление сектора платных услуг, который впервые с мая показал ускорение годового падения до 13,4% (после снижения на 12,2% г/г в сентябре), а в месячном выражении его рост составил 2,0% м/м SA (7,4 и 4,5% в августе и сентябре соответственно). В разрезе категорий в октябрьских расходах россиян влияние текущего ухудшения эпидемической обстановки заметно в динамике расходов на транспорт – авиаперелеты (-49,6% г/г), железнодорожные перевозки, локальный транспорт (-30,3% г/г), каршеринг и такси. Вместе с тем на фоне перехода на удаленные формы занятости устойчивый рост показали телекоммуникационные услуги (20,1% г/г).

Рисунок 29. Динамика оборота сектора услуг, розничной торговли, продовольствия и непродовольственных товаров, % г/г



Источник: Росстат.

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



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

После некоторого роста оптимизма потребителей в сентябре, связанного в том числе с ускорением роста зарплат (номинальных – до 6,0% г/г, реальных – до 2,2% г/г), в начале IV квартала стали преобладать менее позитивные тенденции. Оперативная статистика по бюджетным поступлениям от НДФЛ за октябрь ранее указала на вероятное замедление роста заработных плат, доля которых в структуре доходов россиян вместе с социальными выплатами остается почти на 5 п.п. выше аналогичного показателя прошлых лет (Рисунок 31). Сдерживающее влияние на доходы населения в IV квартале

¹⁷ Индекс мобильности Apple к концу ноября снизился до уровня начала лета.

предположительно окажут также неустойчивость доходов от предпринимательской деятельности в условиях пандемии, снижение инвестиционного дохода и окончание программ соцподдержки.

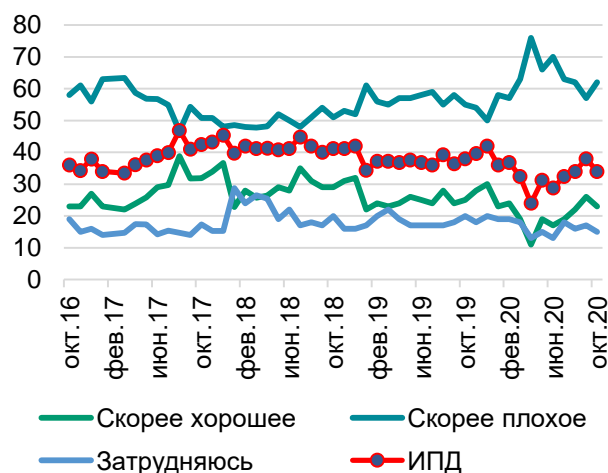
В этих условиях россияне ухудшили ожидания относительно экономической ситуации в ближайшем будущем. Индекс потребительского доверия, рассчитываемый ВЦИОМ, вернулся к августовскому уровню (Рисунок 32). При этом если в течение летних месяцев значительным было число колеблющихся в ответе на вопросы о благоприятности получения кредитов, наращивания трат или накоплений, то к октябрю в ожиданиях россиян наступила большая определенность и доля затрудняющихся ответить пополнила ряды пессимистично настроенных граждан. На этом фоне умеренно консервативная модель потребительского поведения, сопровождающаяся повышенной склонностью к сбережениям, скорее всего, будет превалировать до нормализации эпидемической обстановки.

Рисунок 31. Структура денежных доходов населения, %



Источник: Росстат.

Рисунок 32. Индекс потребительского доверия ВЦИОМ, п.; ответы на вопрос «Как вы думаете, сейчас хорошее время, чтобы делать крупные покупки, или нет?»



Источник: ВЦИОМ.

В ближайшие месяцы, вероятно, сохранится стабилизация потребительской активности на фоне ухудшившейся эпидемической ситуации. Это будет сопровождаться укреплением тренда на экономию – как на повседневных тратах, так и в целом¹⁸. По оценкам «Ромир», доли покупателей, которые выбирают дешевые бренды и товары только по скидкам, в следующем году продолжит рост до 38 и 26% соответственно. В связи с этим торговые сети корректируют ассортимент в пользу товаров эконом-сегмента и запускают новые форматы для экономных потребителей¹⁹. Обороты онлайн-

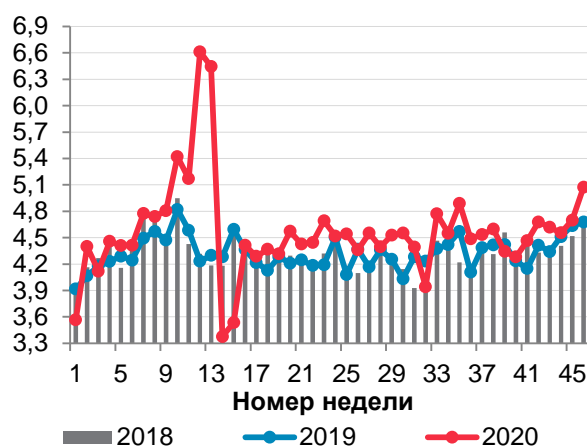
¹⁸ Согласно данным [Nielsen](#), в оборотах розницы выросла доля «собственных торговых марок», дискаунтеров и промо-продаж. 10/11/2020.

¹⁹ Магнит, X5 запускают магазины формата «жесткий дискаунтер», [Fix Price](#) заключил крупнейшую региональную сделку на рынке складской недвижимости. 13/11/2020.

площадок в дни скидок («всемирный день шоппинга») также удвоились. При этом в сервисах доставки отмечают падение величины среднего чека. В целом все больше людей отказываются от импульсивных покупок.

Оперативная статистика потребления в ноябре подтверждает взятый тренд на экономию и демонстрирует ослабление спроса в непродовольственных (-3,8% г/г за 3 недели ноября по данным Сбербанка) и сервисных (-29,5% г/г) категориях при сохраняющейся стабильности продуктовой розницы (3,5% г/г). Замедлились отклонение финансовых потоков в отрасль розничной торговли (с 19,9% г/г в октябре до 10,8% г/г в ноябре) и прирост еженедельных повседневных расходов, по данным Ромир²⁰ (с 5,3 до 3,6% г/г (Рисунок 33). Бенефициарами самоизоляции населения становятся те же сегменты, что и весной (Рисунок 34).

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



Источник: Ромир.

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



Источник: Лаборатория «СберДанные».

²⁰ [Недельные расходы достигли рекордного с апреля значения](#) / Исследовательский холдинг «Ромир». 17/11/2020.

2.6. Ситуация на рынке труда улучшилась

- В октябре уровень безработицы снизился второй месяц подряд на фоне ускорения роста числа размещенных вакансий. Улучшению ситуации на рынке труда способствует наметившийся общий тренд на постепенное восстановление деловой активности после снятия большинства весенних ограничительных мер, несмотря на признаки сдерживающего влияния на экономическую динамику в IV квартале со стороны частичного возврата ограничительных мер в связи с усилением пандемии осенью.
- При этом важно учитывать, что значимые риски для экономики, связанные с эпидемической обстановкой, сохранятся и после прохождения текущего эпизода всплеска заболеваемости. Это станет одним из факторов, сдерживающих процесс дальнейшего восстановления деловой активности и связанной с этим нормализации ситуации на рынке труда.
- Драйвером роста средней реальной заработной платы на 2,2% г/г сентябре стало восстановление роста зарплат в частном секторе при умеренном замедлении роста оплаты труда в госсекторе.

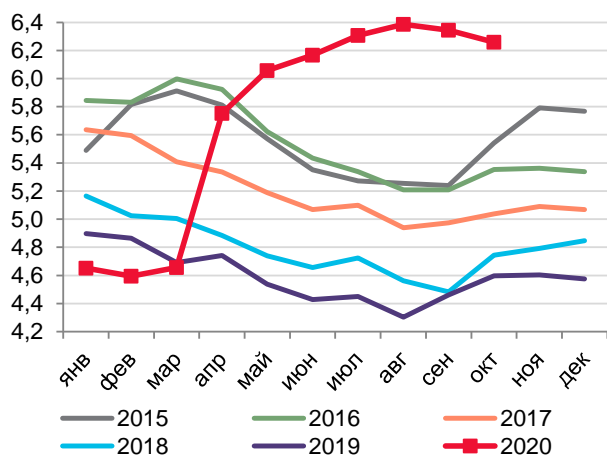
В октябре продолжилось снижение безработицы. С исключением сезонности уровень безработицы уменьшился до 6,3% с 6,5% в сентябре (без исключения сезонности снижение составило менее 0,1 п.п., до 6,3% – Рисунок 35). Численность безработных сократилась на 83 тыс., до 4,694 млн человек.

Снижению безработицы способствовало завершение доплат к пособию по безработице с 1 октября и постепенное восстановление экономической активности, которое вызывает рост спроса на труд. Согласно данным органов службы занятости в сентябре произошел первый с начала коронавирусной эпидемии рост числа размещенных вакансий – на 3,0% г/г (Рисунок 36). Альтернативные статистические данные рекрутингового агентства HeadHunter, демонстрирующие схожую с официальной статистикой динамику показателя в 2020 г., указывают на ускорение роста спроса на труд в октябре. Более того, рост количества вакансий впервые с середины 2019 г. превысил рост количества резюме (18,0% г/г против 11,0% г/г). Тем не менее мы полагаем, что поскольку указанная статистика в разной степени охватывает различные отрасли экономики, к ее потенциальной интерпретации с точки зрения оценки общего восстановления спроса на труд нужно относиться с осторожностью. Последнее особенно важно учитывать в условиях вызванной последствиями кризиса неоднородной экономической динамики в отраслях. В частности, ноябрьская динамика подындекса PMI в части занятости показала ухудшение (см. подраздел 2.2).

Улучшение было зафиксировано в динамике оплаты труда. В сентябре темп роста средней реальной заработной платы ускорился до 2,2% г/г с 0,1% г/г в августе (Рисунок 37). По нашим оценкам, этому способствовало восстановление роста заработной платы в частном секторе до 4,0% г/г (в августе: 0,5% г/г), в то время как в государственном секторе рост заработной платы замедлился до 11,3% г/г (в августе: 13,2% г/г) в условиях постепенного

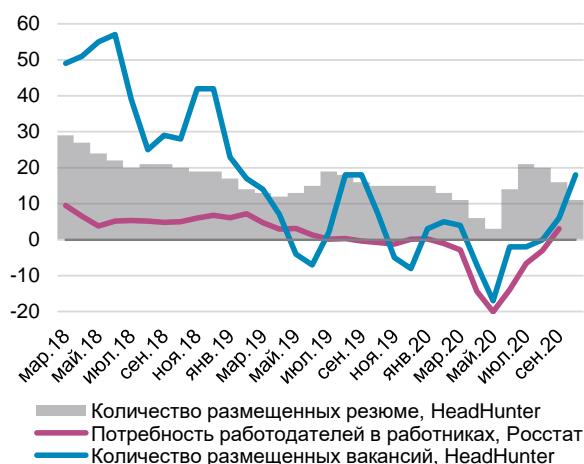
снижения программ поддержки населения со стороны бюджета. Дополнительным фактором, замедляющим дальнейший годовой рост заработных плат, станет меньшая индексация зарплат в госсекторе (с 1 октября на 3,0% против 4,3% годом ранее).

Рисунок 35. Уровень безработицы в 2015–2020 гг., %



Источник: Росстат.

Рисунок 36. Потребность работодателей в работниках, % г/г



Источники: Росстат, HeadHunter.

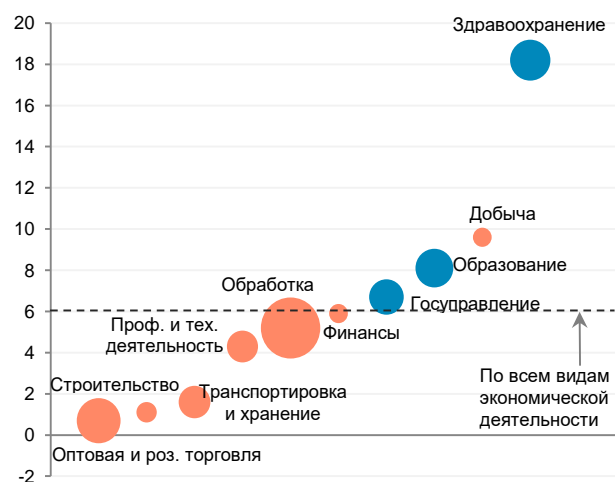
Дальнейшее изменение ситуации на рынке труда напрямую зависит от траектории восстановления экономической активности на фоне сохраняющихся эпидемических рисков. Несмотря на то, что текущий рост заболеваемости сопровождается менее жесткими ограничительными мерами точечного характера по сравнению с ситуацией в II квартале 2020 г., оперативные данные свидетельствуют о сдерживающем влиянии ухудшения эпидемической ситуации на экономику в IV квартале.

Рисунок 37. Темп роста номинальных и реальных зарплат, % г/г



Источник: Росстат.

Рисунок 38. Динамика заработной платы по видам экономической деятельности за сентябрь 2020 г., % г/г



Примечание. Размеры кружков соответствуют долям в фонде оплаты труда.

Источники: Росстат, расчеты ДИП.

2.7. Банковский сектор в октябре: ускорение роста основных видов кредитования

- Банковское кредитование набирает обороты, реагируя на значительное смягчение денежно-кредитной политики и принятые регуляторные и макропруденциальные меры. При этом ухудшение эпидемической ситуации в октябре слабо повлияло на динамику основных показателей банковского сектора. Исключением стало ухудшение динамики вкладов населения из-за не соответствующего обычной сезонности повышения спроса на наличные рубли.
- Рост розничного кредитования ускорился до 2% м/м, в первую очередь за счет ипотеки. Продление льготной программы и исторически низкие ставки могут поддерживать рост ипотеки в ближайшие месяцы. Ускорение наблюдается также в сегменте необеспеченного потребительского кредитования и автокредитовании.
- Рост рублевого корпоративного кредитования ускорился до 1,2% м/м за счет долгосрочных и среднесрочных кредитов и сопровождался сохранением опережающего роста кредитов финансовым организациям.
- Прибыль банковского сектора остается высокой, в том числе благодаря регуляторным послаблениям Банка России, позволяя банкам наращивать кредитование.

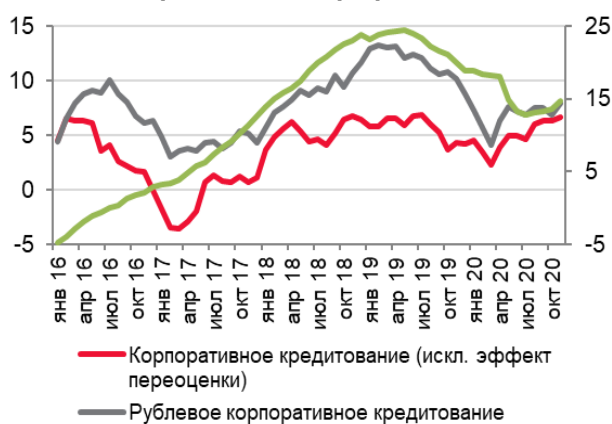
В октябре 2020 г. рост розничного кредитования продолжил ускоряться – с 1,7 до 2,0% м/м SA, трехмесячный аннуализированный темп составил 23,2% (Рисунок 39), годовые темпы ускорились с 13,5 до 14,7% (Рисунок 40).

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



Источник: Банк России.

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

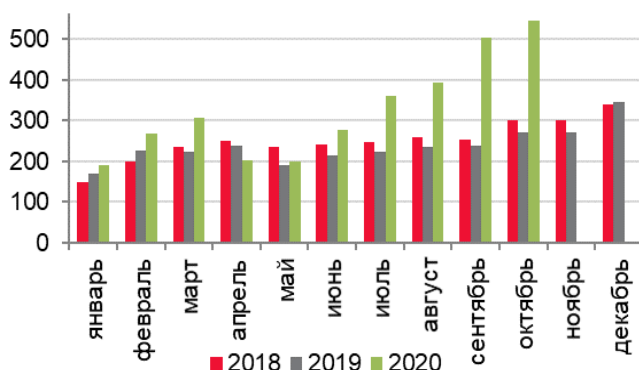


Источник: Банк России.

Рост розничного кредитования продолжает поддерживаться ипотекой. Объем выданных ипотечных кредитов в октябре 2020 г. вдвое превысил значение октября 2019 г. (Ри-

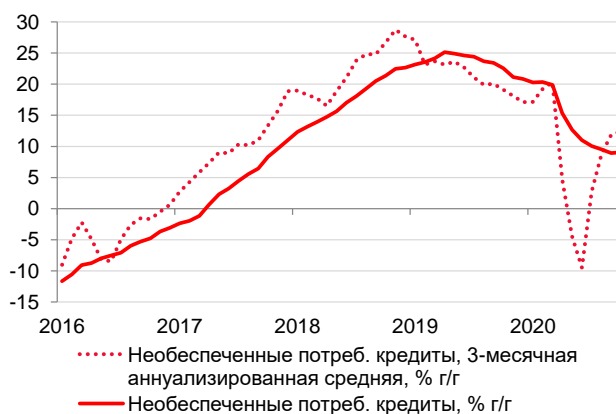
сунок 41) (в сентябре прирост был выше и составлял 110% г/г). Средний прирост рублевой задолженности за три месяца составил 2,8% м/м SA²¹ (с учетом ипотечных ценных бумаг: 2,5%). Рост выдач по-прежнему обусловлен действием льготных программ ипотеки и низким уровнем ставок (Рисунок 43), активизировавшим рост спроса на рефинансирование и кредиты для покупки жилья на вторичном рынке.

Рисунок 41. Динамика ипотечного кредитования, млрд рублей



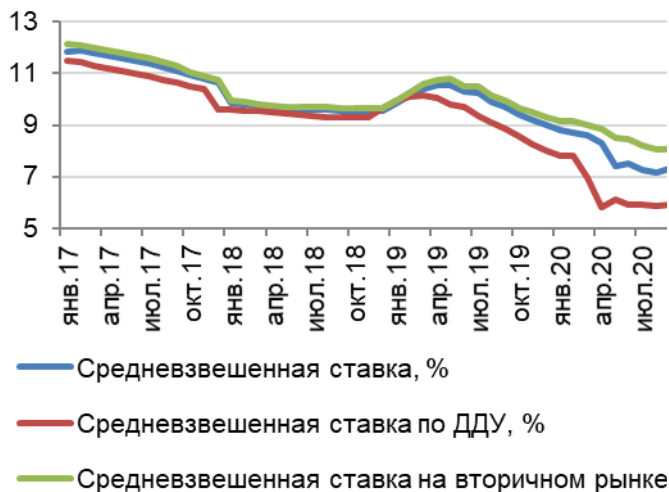
Источник: Банк России.

Рисунок 42. Динамика необеспеченных потребительских кредитов, %



Источник: Банк России.

Рисунок 43. Динамика процентных ставок на ипотечном рынке, % годовых



Источник: Банк России.

Рост автокредитования, по предварительной оценке, ускорился с 0,8 до 2,0% м/м SA²². Продолжение действия льготных программ и смещение структуры продаж автомобилей в сторону машин, купленных в кредит, сохранит умеренные темпы роста этого сегмента.

²¹ Годовой прирост задолженности составил 22,2%, уннуализированный трехмесячный темп – 39,7% (с учетом ипотечных ценных бумаг (ИЦБ) – 34%).

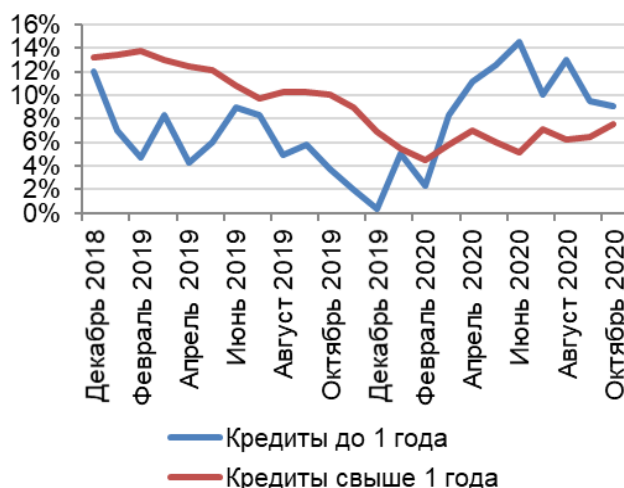
²² Трехмесячный аннуализированный темп вырос до 15,6%.

По предварительной оценке, темп роста необеспеченного потребительского кредитования в октябре 2020 г. вырос с 0,9 до 1,2% м/м SA, оставшись, тем не менее, ниже уровня 2019 г.²³ (Рисунок 42). По данным НБКИ и ОКБ выдачи кредитных карт значительно сократились, а кредитов наличными – практически не изменились. Таким образом, ускорение могло поддержать POS-кредитование. В ближайшие месяцы нет предпосылок для значительного ускорения роста необеспеченного потребительского кредитования. Банки проводили консервативную политику, которая дополнительно может быть ужесточена на фоне ухудшения эпидемической ситуации. Отсутствие дальнейшего ускорения может быть связано также с насыщением отложенного потребительского спроса и более осторожным поведением потребителей.

В октябре 2020 г. рост рублевого кредитования нефинансовых организаций ускорился с 0,3 до 1,3% м/м SA²⁴, что было обеспечено долгосрочным и среднесрочным кредитованием (Рисунок 44). Продолжающийся рост кредитов свыше 1 года может объясняться инвестиционным спросом, о чем говорит [динамика отраслевых финансовых потоков](#).²⁵ Его также мог поддержать запуск [новых проектов многоквартирного строительства \(+70% г/г\)](#) и мягкие денежно-кредитные условия. Снижение объема краткосрочного кредитования может быть связано с уменьшением потребности компаний в компенсации выпадающих доходов и прекращением действия некоторых программ поддержки²⁶.

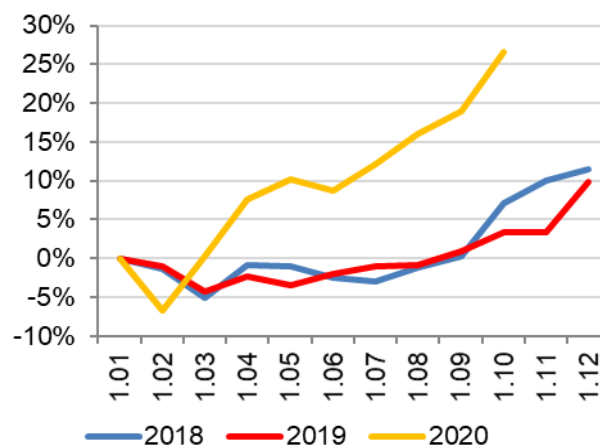
В октябре продолжился рост кредитов финансовым организациям, превосходящий сезонные паттерны прошлых лет (Рисунок 45). В значительной мере он обеспечивается кредитованием участников банковских групп, в частности, лизинговых и страховых организаций. Это может указывать на опосредованную поддержку корпоративного сектора через каналы небанковского финансирования.

Рисунок 44. Динамика кредитов нефинансовым организациям, % г/г



Источник: Банк России.

Рисунок 45. Накопленная динамика кредитов финансовым организациям, % к началу года



Источник: Банк России.

²³ Трехмесячный аннуализированный темп прироста составил 12,4%

²⁴ Трехмесячный аннуализированный темп прироста составил 9,7%.

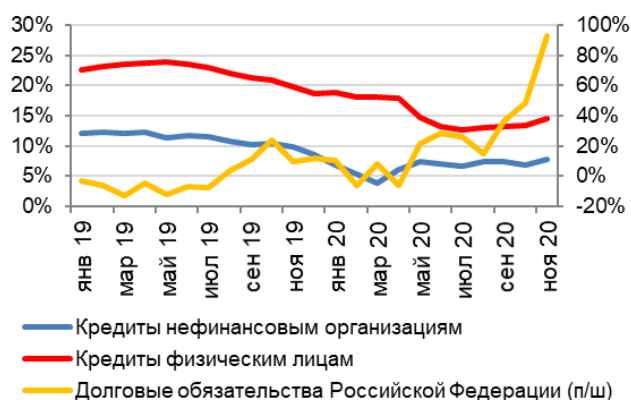
²⁵ В отраслях, ориентированных на инвестиционный спрос, входящие потоки в октябре превысили «нормальный уровень» на 0,4%, в то время как в сентябре наблюдалось «отставание» на 0,2%.

²⁶ В соответствии с постановлением Правительства РФ №696-П от 16.05.2020, льготные кредиты на возобновление деятельности предоставляются предприятиям по 01.11.2020.

Рост кредитования ускоряется при одновременном наращивании вложений банков в ОФЗ (Рисунок 46). Банки наращивают вложения в ОФЗ для управления процентным риском и выполнения нормативов ликвидности. Это не отражается на кредитных возможностях, определяемых рисками кредитования и размером капитала.

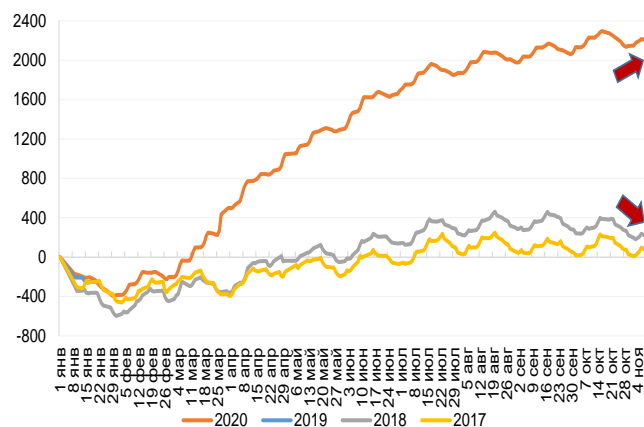
В октябре прирост рублевых вкладов физических лиц замедлился с 1,3 до 0,2% м/м SA, без учета эскроу-счетов вклады сократились на 0,3% м/м SA. Сохраняется рост вкладов до востребования и до 30 дней при сокращении объема прочих вкладов. Снижение в октябре сопровождалось нетипичным для обычной сезонности ростом наличности в обращении (Рисунок 47) вследствие ухудшения эпидемической ситуации. Похожая картина наблюдалась при подъеме заболеваемости весной.

Рисунок 46. Годовые темпы роста кредитования и вложений банков в ОФЗ, % г/г



Источник: Банк России.

Рисунок 47. Накопленный с начала года прирост наличности, млрд. руб.



Источник: Банк России.

Доля просроченной задолженности по кредитам нефинансовым организациям в октябре снизилась с 8,0 до 7,9%, по кредитам финансовым организациям – с 2,8% до 2,7%, по розничным кредитам осталась на уровне 4,7%. Доля неработающих ссуд²⁷ снизилась как по физическим (с 7,7 до 7,6%), так и по юридическим лицам (с 10,7 до 10,5%). Завершение периода кредитных каникул пока существенно не повлияло на качество обслуживания ссуд, при этом в октябре [не произошло](#) значительного роста количества заявлений на реструктуризацию от физических лиц и МСП. Это говорит о стабилизации качества кредитного портфеля банков.

С начала года банковским сектором была получена прибыль в размере 1 588 млрд руб., что лишь на 6,4% меньше значений января-сентября 2019 года. Прибыль поддерживается кредитованием, снижением стоимости фондирования, общим увеличением деловой активности, в том числе [на финансовых рынках](#), а также действием регуляторных послаблений Банка России, которые позволили отложить досоздание резервов. В следующем году досоздание резервов может снизить прибыль банков.

²⁷ К неработающим ссудам относятся ссуды IV-V категорий качества, определенные по форме отчетности 0409115.

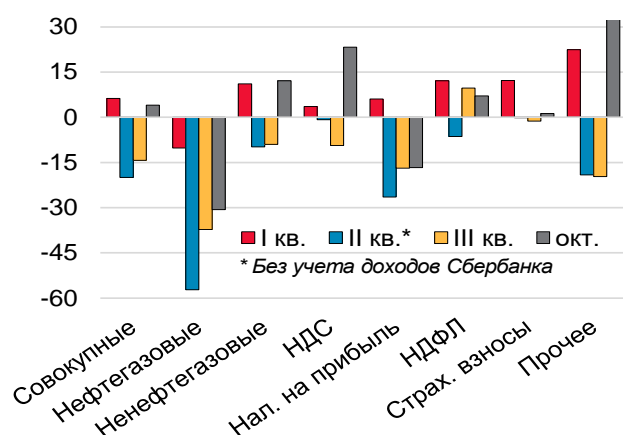
2.8. Ускорение финансирования нацпроектов увеличило расходы бюджета в октябре

- В октябре *доходы* расширенного бюджета вернулись к годовому росту в реальном выражении (4%). Ускорение роста нефтегазовых доходов объясняется переходом в положительную область поступлений по налогам на потребление и ускорением роста неналоговых доходов. Падение нефтегазовых доходов усилилось из-за лагового влияния снижения цены нефти в сентябре.
- Годовой рост *расходов* ускорился до 11% в реальном выражении вследствие ускорения роста закупок товаров и услуг и расходов на социальное обеспечение, прежде всего в результате значительного роста финансирования национального проекта «Демография». При этом в октябре снизились капитальные вложения.
- Скользящие за 12 месяцев совокупный и нефтегазовый первичный дефицит бюджета слабо изменились относительно сентября. Основным источником финансирования дефицита остаются ОФЗ: чистое размещение за октябрь стало рекордным (1,44 трлн руб.).
- Мы ожидаем исчерпания положительного эффекта бюджета на годовой рост ВВП и сдерживающего влияния начиная с II квартала 2021 года. Также в 2021 г. ожидается умеренный сдерживающий эффект на инфляцию.

Доходы. По данным Казначейства России, в *октябре* совокупные доходы *расширенного бюджета* в реальном выражении²⁸ вернулись к росту: 4% г/г после -5% г/г в сентябре (Рисунок 48). Данная динамика объясняется ускорением роста нефтегазовых доходов до 12% г/г с 1% г/г в сентябре. В его основе переход в положительную область поступлений по налогам на потребление (НДС, акцизы) и значительное ускорение роста неналоговых доходов, характеризующихся сильной волатильностью. Вместе с тем поступления по налогу на прибыль вернулись к годовому снижению после сентябрьского всплеска. Продолжающееся замедление годового роста поступлений по НДФЛ указывает на вероятное замедление роста заработных плат в начале IV квартала. Кроме того, усилилось падение нефтегазовых доходов (в реальном выражении до 31% г/г с 27% г/г в сентябре), прежде всего из-за лагового влияния снижения цены нефти в сентябре (Рисунок 49).

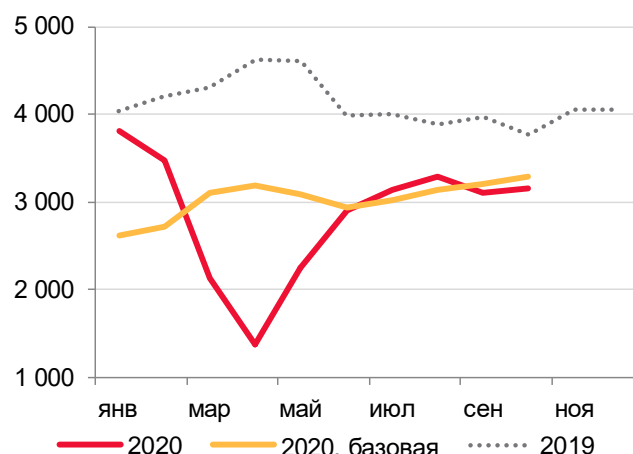
²⁸ В качестве прокси дефлятора мы используем среднее значение между индексом потребительских цен и индексом цен производителей. В III квартале и октябре 1 и 2% г/г соответственно.

Рисунок 48. Динамика доходов расширенного бюджета, в реальном выражении, % г/г



Источники: Казначейство России, Росстат, расчеты ДИП.

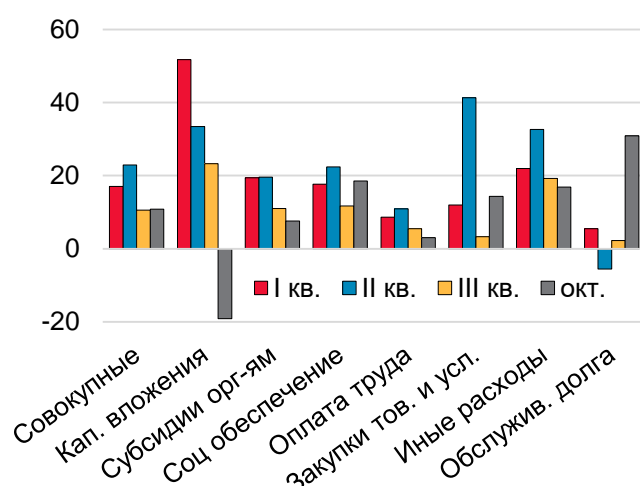
Рисунок 49. Цена нефти Urals, руб./барр.



Источники: Банк России, Минфин России, расчеты ДИП.

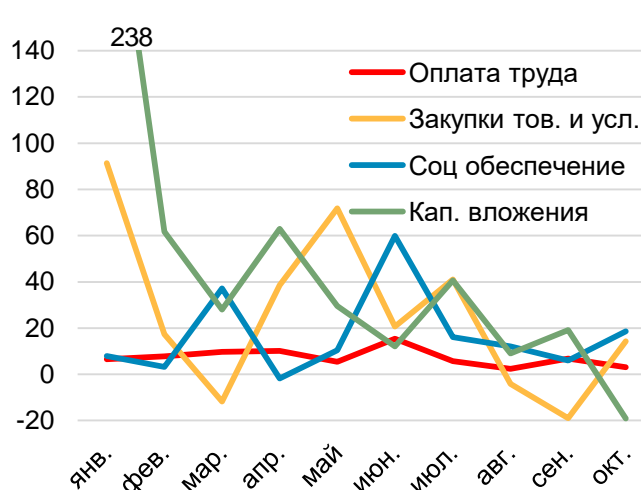
Расходы. Годовой рост расходов расширенного бюджета в реальном выражении ускорился в октябре до 11% с 5% в сентябре (Рисунок 50). Ускорился годовой рост закупок товаров и услуг и расходов на социальное обеспечение при снижении капитальных вложений (Рисунок 51). Одним из ключевых факторов данной динамики стал значительный рост финансирования национальных проектов (+52% г/г в октябре), основную часть которого обеспечил проект «Демография».

Рисунок 50. Динамика расходов расширенного бюджета, в реальном выражении, % г/г



Источники: Казначейство России, Росстат, расчеты ДИП.

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



Источники: Казначейство России, Росстат, расчеты ДИП.

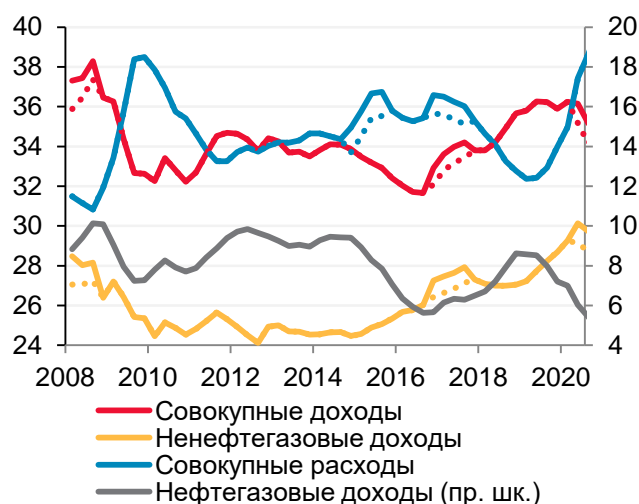
Сальдо бюджета и источники финансирования. В октябре скользящие за 12 месяцев доходы и расходы расширенного бюджета в % к ВВП выросли (Рисунок 52). Скользящие за 12 месяцев совокупный дефицит и нефтегазовый первичный дефицит слабо

изменились относительно сентября²⁹ (Рисунок 53). Контрциклическое влияние бюджетной политики снижается, но она продолжает вносить вклад в восстановление экономической активности, сглаживая последствия ухудшения эпидемиологической ситуации.

Основным источником финансирования бюджетного дефицита остаются внутренние заимствования. Минфин России продолжил опережающими темпами размещать ОФЗ. Чистое размещение ценных бумаг Минфином за октябрь составило 1,44 трлн руб. (3,74 трлн руб. с начала года)³⁰.

В соответствии с бюджетным правилом в октябре расширились объемы продажи валюты ФНБ для компенсации выпадающих базовых нефтегазовых доходов (продано валюты на 0,13 трлн руб.).

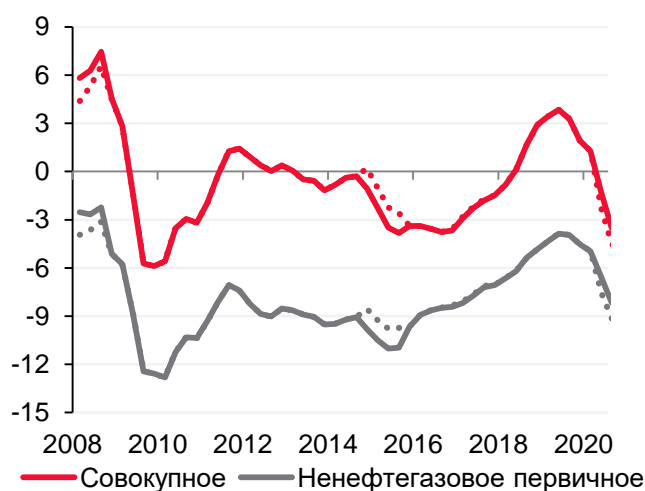
Рисунок 52. Основные показатели расширенного бюджета (% ВВП, скользящее за 12 месяцев)



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 ОГК и приватизации Роснефти в 2016 г., доходы от сделки с акциями ПАО Сбербанк в 2020 году.

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



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

Прогноз. В ближайшие месяцы мы ожидаем умеренного снижения доходов и роста расходов расширенного бюджета за скользящие 12 месяцев. Положительное влияние на годовой рост ВВП сохранится, но демпфирующий эффект бюджета снизится вследствие прохождения пика роста расходов и дна снижения доходов. Начиная с II квартала 2021 г. мы ожидаем сдерживающего влияния на годовой рост ВВП вследствие бюджетной консолидации и постепенного возврата к бюджетному правилу. Также в 2021 г. ожидается умеренный сдерживающий эффект бюджета на инфляцию.

²⁹ По нашим оценкам без учета доходов от сделки с акциями ПАО Сбербанк совокупный дефицит вырос до 4,7% ВВП, а нефтегазовый первичный – снизился до 9,2% ВВП.

³⁰ Фактическая выручка.

3. Глобальная экономика, финансовые и товарные рынки

3.1. Ухудшение эпидемической ситуации сдержит восстановление мировой экономики в IV квартале

- Прирост числа инфицированных коронавирусом в мире стабилизировался, при этом влияние вводимых ограничительных мер на экономическую активность в IV квартале будет менее выраженным, чем в II квартале, из-за их более мягкого и избирательного характера по сравнению с весенним эпизодом. Впрочем, неопределенность относительно дальнейшего развития эпидемической ситуации остается повышенной.
- В США ограничительные меры властей сдерживают рост потребительской активности, но не препятствуют наращиванию промышленного производства с учетом низких запасов и уже превысившего докоронавирусный уровень потребления. В октябре рост потребительских цен оказался околонулевым, отражая проявление краткосрочных дезинфляционных рисков с учетом заметного ослабления спроса из-за ухудшения эпидемической ситуации. При этом вероятное возобновление уверенного восстановления спроса после прохождения текущего всплеска заболеваемости коронавирусом, в том числе в свете ожидаемого нового пакета стимулирующих мер, может значительно ускорить рост ИПЦ ближе к второй половине 2021 г. с учетом произошедшей потери потенциала на стороне предложения в наиболее пострадавших отраслях.
- Низкая инфляция в еврозоне при ожидаемом снижении ВВП в IV квартале станет веским основанием для дальнейшего смягчения ДКП на декабрьском заседании ЕЦБ. Чрезвычайные программы покупки активов и предоставления долгосрочной ликвидности европейским банкам, вероятно, будут выступать в качестве основных инструментов при дальнейшей калибровке ДКП в еврозоне. При этом замедление инфляции и повышенные риски ухудшения динамики экономической активности, в том числе из-за Brexit, уже привели к расширению объема покупок активов Банком Англии.
- Китайская экономика продолжает активно восстанавливаться, в том числе благодаря смягчению денежно-кредитной политики и стимулирующим мерам бюджетной политики. Ухудшение динамики внешнего спроса – основной фактор риска для роста экономики наряду с эпидемическими рисками.

Covid-19: признаки стабилизации эпидемической ситуации в мире при высокой неопределенности дальнейшей динамики

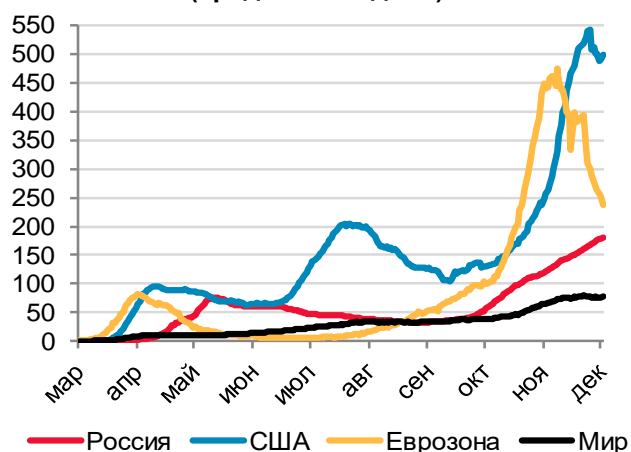
Ежедневный прирост числа инфицированных коронавирусом в мире стабилизировался к концу ноября, но остается в несколько раз выше пиковых значений предыдущих кварталов (Рисунок 54). Ситуация неоднородна по странам: самое значительное число

заражений (с поправкой на численность населения) в США и еврозоне, а Китай по-прежнему сталкивается лишь с локальными вспышками эпидемии.

Несмотря на введенные многими странами общенациональные карантинные меры, снижение мобильности населения и, следовательно, экономической активности значительно меньше, чем в II квартале (Рисунок 55).

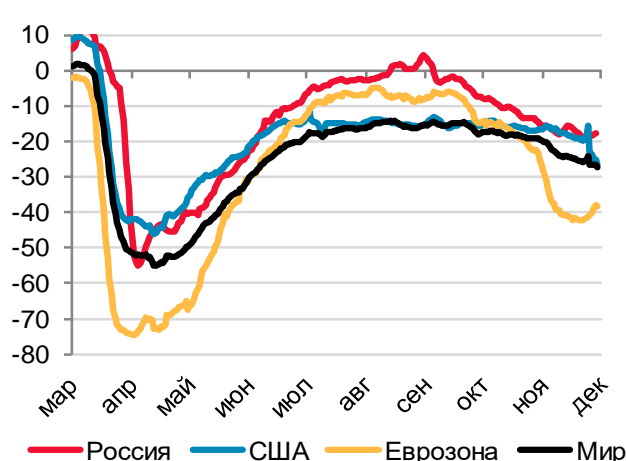
Неопределенность относительно дальнейшего развития ситуации вокруг пандемии остается высокой. Всемирная Организация Здравоохранения видит риски роста заболеваемости в начале следующего года.

Рисунок 54. Дневной прирост инфицированных коронавирусом на 1 млн. чел., (среднее за 7 дней)



Источник: Bloomberg Finance L.P.

Рисунок 55. Посещение магазинов и мест отдыха, в % от медианы за период с 03.01 по 06.02, (среднее за 7 дней)



Примечание: при расчете средневзвешенных значений мобильности по группам стран в качестве весов использовался ВВП 2019 года.

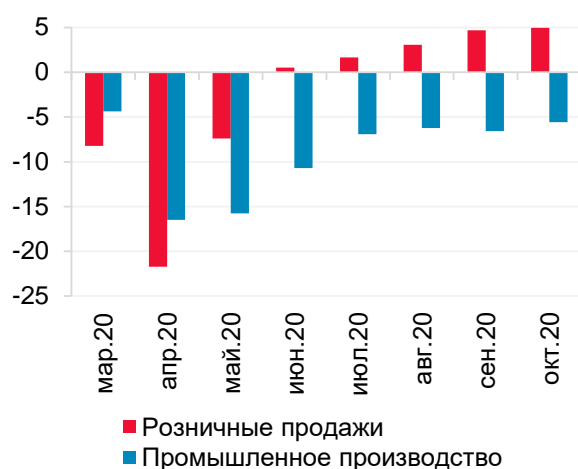
Источники: Google, WorldBank.

США: замедление роста потребительской активности при сохранении оптимизма у производителей

Рост потребительской активности в США значительно замедлился в октябре. Розничные продажи выросли на 0,3% м/м SA³¹ (в сентябре 1,6% м/м SA) (Рисунок 56). Замедление роста во многом вызвано осенним всплеском заболеваемости и связанным с этим возвратом части ограничений со стороны властей. Дополнительными сдерживающими факторами являются снижение реальных располагаемых доходов (на 0,8% м/м SA) в условиях завершения программ поддержки населения и отсутствия на данный момент действующего решения по новому пакету мер, ужесточение требований по выдаче кредитов со стороны банков, а также замедление восстановления на рынке труда из-за вводимых ограничительных мер.

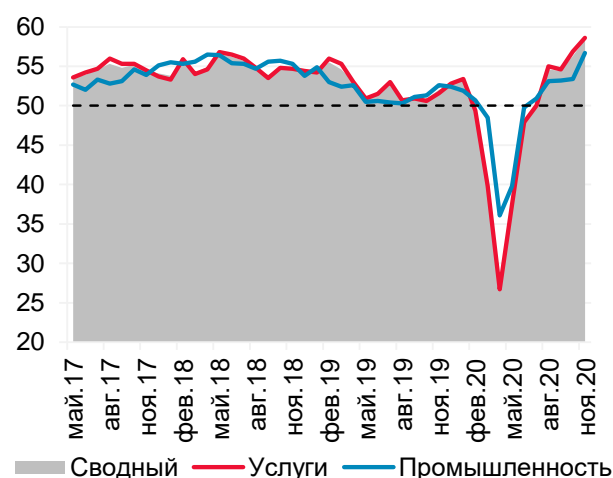
³¹ Рост розничных продаж контрольной группы товаров (за исключением автомобилей, бензина, строительных материалов и услуг общественного питания) в октябре составил 0,1% м/м SA.

Рисунок 56. Розничные продажи и промышленное производство, отклонение от февраля 2020 г., п.п.



Источник: Bloomberg Finance L.P.

Рисунок 57. Индексы IHS Markit PMI, пунктов



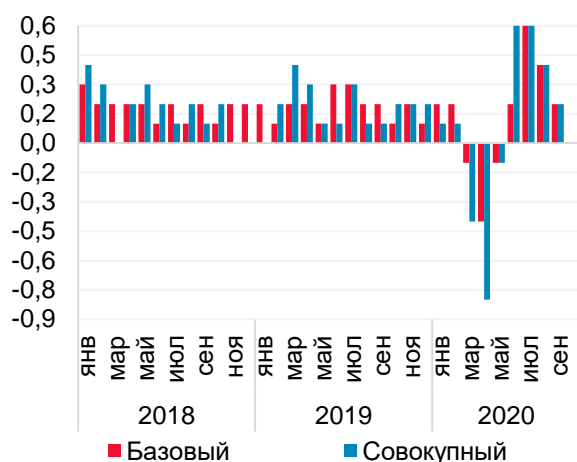
Источник: Bloomberg Finance L.P.

Восстановление производственной активности в октябре, наоборот, ускорилось. Промышленное производство выросло на 1,1% м/м SA, но остается на 5,6% ниже докризисного уровня (Рисунок 56). Рост индексов IHS Markit PMI за ноябрь существенно превысил ожидания рынка, контрастируя с динамикой в других странах: сводный индекс повысился на 2,1 п., до 58,4 п., за счет ускорения роста как в промышленности (+3,3 п., 56,7 п.), так и в сфере услуг (+1,7 п., 58,6 п.) (Рисунок 57). Источником умеренного позитива, вероятно, выступают улучшившиеся перспективы для дальнейшей динамики деловой активности на фоне новостей о разработке эффективной вакцины, а также предположительное исчезновение части неопределенности после прошедших президентских выборов.

Таким образом, в ближайшие месяцы можно ожидать дальнейшего восстановления производства при стабилизации или даже некотором снижении потребительской активности. В отличие от весенних мер вводимые в последние месяцы ограничения слабо затрагивают сторону предложения за пределами сектора услуг. Также в настоящее время отсутствуют значимые сбои в поставках из Китая и мировой торговле в целом, наблюдавшиеся в начале года. Кроме того, уровень запасов готовой продукции остается пониженным, что на фоне уже превысившего докоронавирусный уровень потребления и позитивных ожиданий может создавать стимулы для увеличения производства.

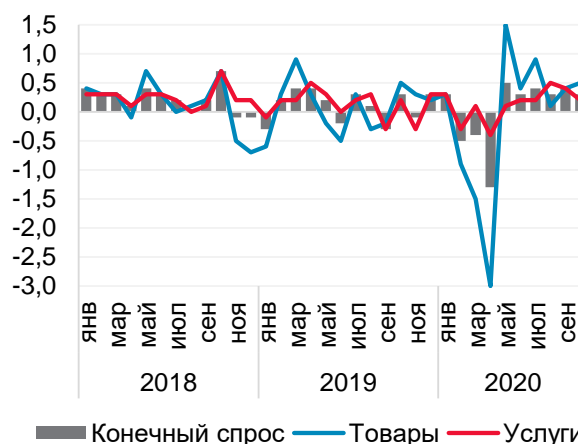
В октябре дезинфляционное влияние на фоне ухудшения эпидемической ситуации усилилось: месячный рост потребительских цен приостановился после замедления роста в августе и сентябре. Совокупный и базовый индексы цен остались на сентябрьском уровне с учетом сезонной корректировки (ожидался рост на 0,2% м/м SA) (Рисунок 58). Динамика базовой инфляции указывает на снижение цен на основные товары на 0,2% м/м SA и рост цен на основные услуги на 0,1% м/м SA. Рост цен производителей в октябре составил 0,2% м/м SA, превысив ожидания рынка. Индекс цен производителей (ИЦП) товаров и услуг конечного спроса в октябре вырос на 0,3% м/м SA при росте цен на товары на 0,5% м/м SA и на услуги на 0,2% м/м SA (Рисунок 59).

Рисунок 58. ИПЦ и базовый ИПЦ, % м/м SA



Источник: Bloomberg Finance L.P.

Рисунок 59. ИПЦ на конечный спрос, товары и услуги, % м/м SA



Источник: Bloomberg Finance L.P.

Несмотря на текущее замедление роста цен, вызванное последствиями распространения пандемии, уже в следующем году ценовая динамика может достаточно быстро развернуться при опережающем закрытии отрицательного разрыва выпуска в ряде отраслей. Так, постепенное прохождение пика заболеваемости при переходе к масштабной вакцинации должно во многом нивелировать влияние сдерживающих спрос ограничений и самоограничений, связанных с коронавирусом. Восстановлению спроса дополнительно поспособствует и вероятное принятие в перспективе нового пакета стимулирующих мер. На этом фоне рост спроса на продукцию и услуги отраслей, которые в разгар пандемии вынуждены были существенно сократить собственные мощности, должен оказать повышательное давление на цены ближе ко второму полугодю 2021 года.

Еврозона: высокая вероятность снижения ВВП в IV квартале

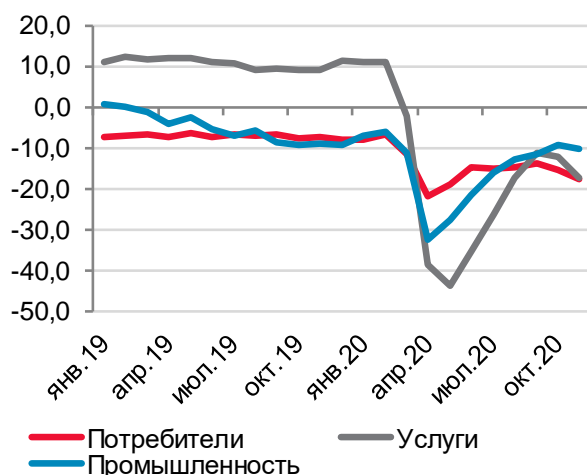
Карантинные ограничения в странах еврозоны ожидаемо привели к ухудшению настроений предпринимателей и потребителей (Рисунок 60) и падению экономической активности, прежде всего в секторе услуг. Однако спад является гораздо менее выраженным по сравнению с ситуацией весной (Рисунок 61).

Общая и базовая³² инфляция стабилизировались в октябре на уровнях -0,3% и 0,2% г/г (Рисунок 62). Дезинфляционное влияние слабого спроса, [по оценкам ЕЦБ](#), сохранится и в условиях ожидаемой постепенной нормализации эпидемической ситуации. Вместе с [задержкой в согласовании бюджета ЕС](#) (включающим фонд восстановления в размере 750 млрд евро), это послужит веским основанием для расширения и продления операций рефинансирования (TLTRO) и программы покупки активов в условиях пандемии (PEPP). По [словам главы ЕЦБ К. Лагард](#), в целом «регулятор рассматривает все

³² Базовая инфляция – это инфляция без учета цен на энергоресурсы, еду, напитки и табак.

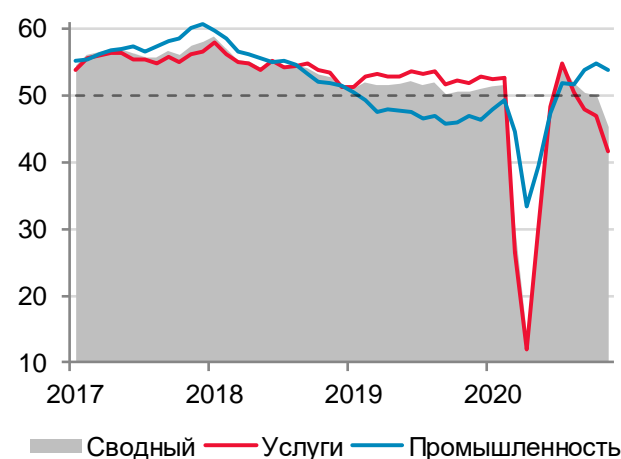
варианты» для поддержки спроса и компенсирования происходящего замедления инфляции, но программы PEPP и TLTRO «доказали свою эффективность в текущих условиях» и поэтому, вероятно, «останутся основными инструментами для корректировки ДКП».

Рисунок 60. Индексы уверенности предпринимателей и потребителей, п.п.



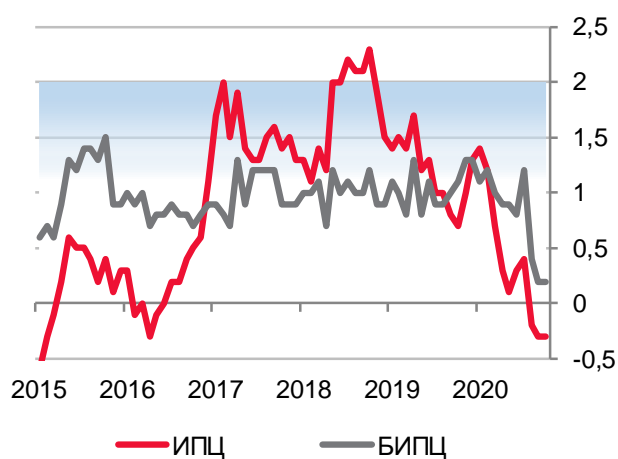
Источник: Европейская комиссия.

Рисунок 61. Индексы PMI в еврозоне, пунктов



Источник: Bloomberg Finance L.P.

Рисунок 62. Общая и базовая инфляция в еврозоне, % г/г



Источник: Евростат.

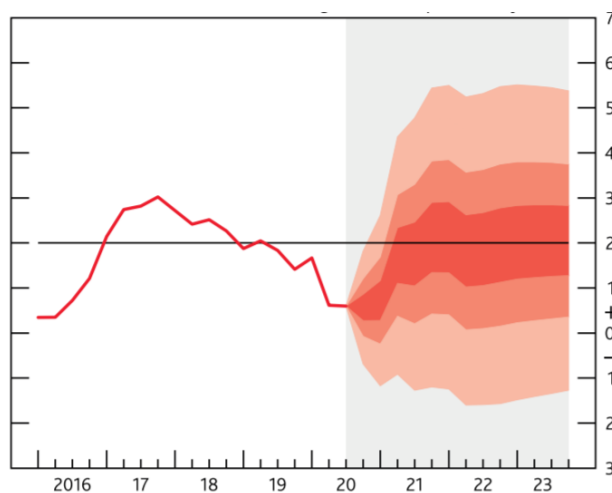
Великобритания: Банк Англии увеличил размеры программы покупок активов

Банк Англии в целях достижения целевого показателя инфляции в среднесрочной перспективе увеличил таргетируемый объем гособлигаций на балансе на 150 млрд фунтов стерлингов, до 875 млрд фунтов стерлингов. По состоянию на начало ноября на балансе регулятора находилось почти 700 млрд фунтов стерлингов таких облигаций, и за III квартал величина выросла на 60 млрд фунтов стерлингов. Ожидается, что инфляция

останется на уровне 0,5% г/г или чуть выше в течение зимних месяцев, после чего повысится до целевого уровня (Рисунок 63) вследствие выхода из базы расчета эффектов снижения цен на энергоносители и НДС.

Согласно обновленным прогнозам Банка Англии, ВВП в IV квартале снизится на 2% к/к из-за введения новых ограничительных мер (Рисунок 64). При этом регулятор указал на «необычайно высокую неопределенность», вызванную не только пандемией, но и незавершенными переговорами по торговым условиям Brexit. По оценке Банка Англии, в I квартале 2021 г. задержка экспортных операций на границе из-за Brexit внесет отрицательный вклад в ВВП в размере 1 процентного пункта. При негативном сценарии развития торговых переговоров и ситуации с эпидемией не исключены дополнительные меры монетарного стимулирования, в том числе возможен переход к отрицательным ставкам³³.

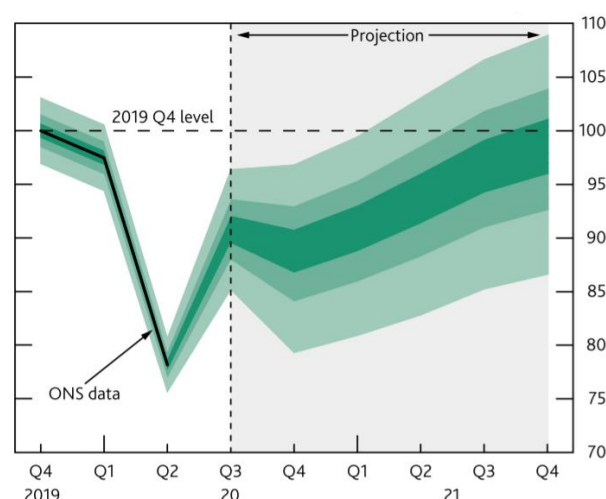
Рисунок 63. Прогнозы инфляции на 2020-2023 гг., % г/г



Примечание: оранжевая заливка соответствует 30, 60 и 90%-ным доверительным интервалам.

Источник: Банк Англии.

Рисунок 64. Прогнозы динамики реального ВВП, индекс (IV кв. 2019 г. = 100)



Примечание: зеленая заливка соответствует 30, 60 и 90%-ным доверительным интервалам.

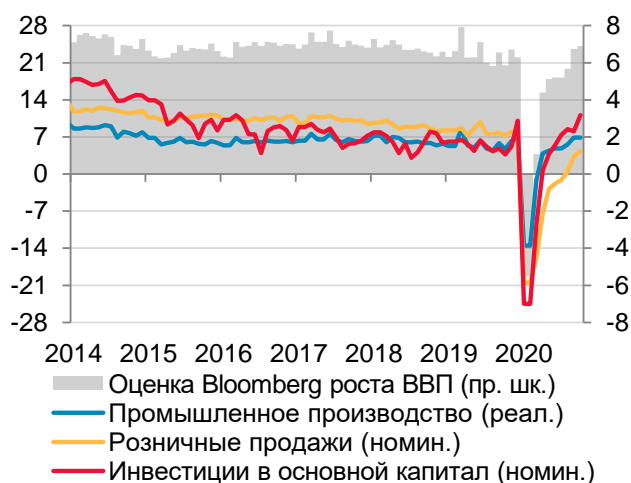
Источник: Банк Англии.

Китай: частное потребление и производство услуг в реальном выражении вернулись на докризисные траектории роста

Основные макроэкономические показатели Китая за октябрь указывают на продолжающееся ускорение роста деловой активности. Рост инвестиций в основной капитал ускорился до 11,1% г/г (в сентябре: 8,1% г/г), максимального темпа с начала 2016 г. (Рисунок 65), чему способствует поддержка со стороны государственного бюджета. Улучшение настроений населения и продолжающееся снижение уровня безработицы помогают восстановлению роста розничных продаж: 4,3% г/г после 3,3% г/г в сентябре. Частное потребление и производство услуг в Китае в реальном выражении вернулись на докризисные траектории роста. На относительно высоком уровне (6,9% г/г) остался рост промышленного производства, поддерживаемый растущим внешним спросом (Рисунок 66).

³³ Банк Англии заявил об изучении готовности банков к отрицательным ставкам.

Рисунок 65. Основные макропоказатели Китая, % г/г



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

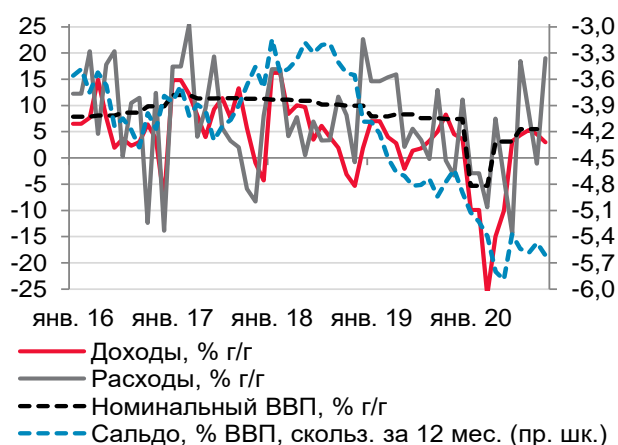
Рисунок 66. Динамика товарного экспорта из Китая (долл. США), % г/г



Примечание. Данные за январь и февраль усреднены.
Источник: Capital Economics.

Поддержку экономической активности продолжают оказывать принятые в разгар эпидемии решения по бюджетной и денежно-кредитной политике. Так, рост государственных заимствований для финансирования возросшего дефицита (Рисунок 67), а также эффект снижения процентных ставок в экономике в первой половине года продолжают способствовать ускорению роста кредитования (Рисунок 68).

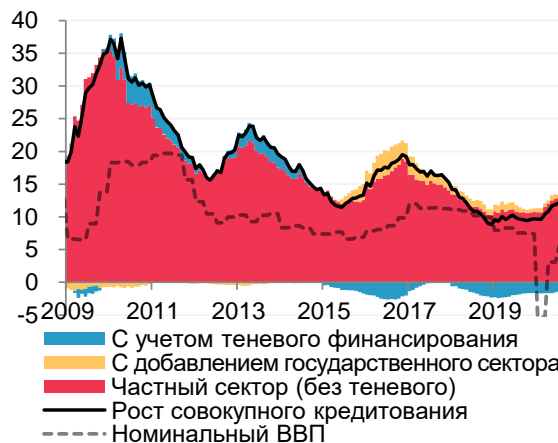
Рисунок 67. Показатели консолидированного бюджета Китая*, % ВВП



* Без учета внебюджетных фондов.

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

Рисунок 68. Рост кредитования в Китае, % г/г



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

Мы ожидаем, что в ближайшие месяцы рост экономической активности в Китае может дополнительно ускориться. Этому будут способствовать поддержка со стороны бюджета, сохранение уверенной динамики кредитования, а также повышенного уровня расходов населения за счет средств, накопленных в период действия ограничительных мер. Основным риском в настоящее время является ухудшение эпидемической ситуации в стране и мире. Так, введение многими странами жестких ограничительных мер может существенно ослабить внешний спрос на китайские товары.

3.2. Мировые финансовые рынки встречают зиму с оптимизмом

- Новости относительно успешного испытания вакцин от коронавируса способствовали росту спроса на рискованные активы на мировых финансовых рынках. Все основные мировые фондовые индексы выросли, при этом доходность 10-летних казначейских облигаций США по итогам месяца почти не изменилась.
- Отсутствие сигналов относительно перспектив корректировки ФРС США программ выкупа активов в ближайшее время позитивно сказывается на стоимости рискованных активов. Валюты стран с формирующимися рынками укреплялись к доллару США, а доходности госбумаг в большинстве стран снижались в течение ноября.
- Смена настроений на внешних рынках сказалась и на российском финансовом рынке. Стоимость российской риск-премии снизилась в ноябре с 106 до 80 б.п., рубль укрепился к доллару США (+ 4,5%), доходности госбумаг снизились на 15–30 базисных пунктов.
- Минфин России с опережением выполнил заявленный на IV квартал план по размещениям ОФЗ: с начала квартала по состоянию на 25.11.2020 размещено ОФЗ на 2,3 трлн руб. (преимущественно в бумагах с плавающим купоном). Благоприятный внешний фон также позволил Минфину разместить два выпуска еврооблигаций на общую сумму 2 млрд евро.
- Небольшой объем первичного предложения в ОФЗ с фиксированным доходом и возвращение интереса со стороны иностранных инвесторов способствовали снижению доходностей госбумаг. При этом объемы первичного предложения на рынке корпоративных облигаций также продолжают расти, однако банки менее активно участвуют в первичных размещениях.

Глобальные финансовые рынки

Позитивный настрой начал возвращаться в ноябре на мировые финансовые рынки. Этому в большой степени способствовали позитивные новости относительно успешных испытаний вакцин от коронавируса, разработанных компаниями Pfizer и BioNTech, а позднее и AstraZeneca. С начала ноября практически все основные фондовые рынки торговались в «зеленой зоне»: индекс S&P прибавил 11,3%, NASDAQ –11,9%, Euro Stoxx 50 – 22,5%, CSI 300 – 7,9%.

Доходность 10-летних казначейских облигаций США почти не изменилась по итогам ноября (0,83%). В опубликованном протоколе прошедшего заседания ФРС США говорится, что члены Комитета по открытым рынкам обсуждали возможность предоставления дополнительных сигналов в отношении стратегии и объемов покупки облигаций «в довольно скором времени», однако в ближайшей перспективе такая корректировка не требуется.

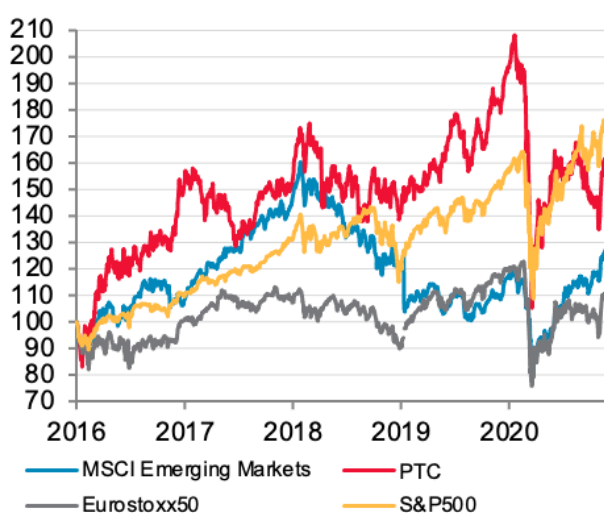
Позитивный настрой инвесторов способствовал росту спроса на рискованные активы. Так, валюты стран с формирующимися рынками преимущественно росли к доллару

США: сильнее всего с начала ноября укрепился бразильский реал (+7,8%) и колумбийское песо (+7,0%). Индонезийская рупия прибавила 3,7%.

Доходности гособлигаций большинства стран с формирующимися рынками на этом фоне снизились: доходности 10-летних госбумаг Мексики и Индонезии упали на 45 и 41 б.п., соответственно, Южной Африки – на 35 б.п., Венгрии – на 8 б.п.

Дальнейшее развитие ситуации на финансовых рынках будет во многом зависеть от прогресса с производством и применением вакцин, а также от перспектив сохранения или корректировки стимулирующих программ монетарными властями.

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



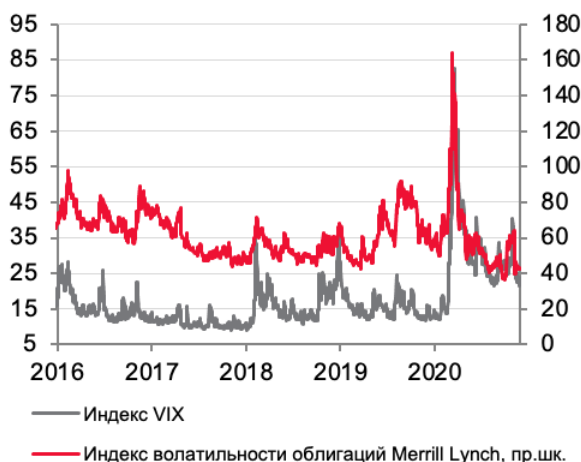
Источник: Bloomberg Finance L.P.

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 ЛПГ

Российский рынок

В целом с начала ноября российский рынок чувствовал себя более уверенно по сравнению с первыми осенними месяцами. Этому также способствовали рост оптимизма на рынках при повышении аппетита к риску: стоимость российской риск-премии снизилась со 106 до 80 б.п., рубль укрепился к доллару США (+ 4,5%).

Минфину удалось с опережением выполнить заявленный на IV квартал план по размещениям ОФЗ: с начала квартала по состоянию на 25.11.2020 размещено ОФЗ на 2,3 трлн. рублей (всего с начала года привлечения Минфина составили 5,16 трлн рублей, из них 61% был размещен с начала осени). Кроме того, произошедшее некоторое улучшение внешнего фона позволило Минфину разместить два выпуска еврооблигаций в евро на общую сумму 2 млрд евро.

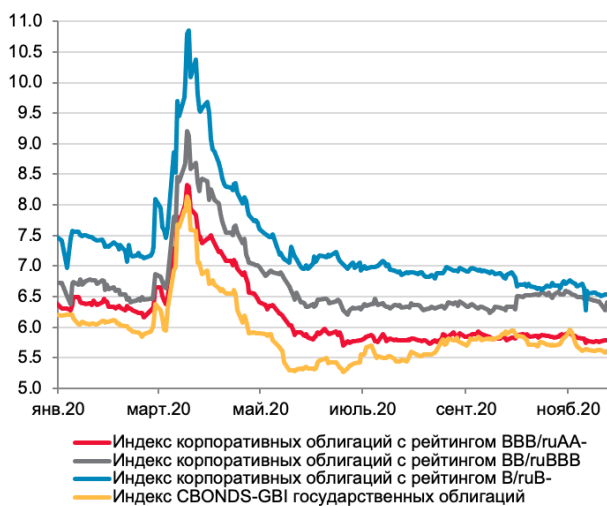
Как и в начале осени, основной объем размещений Минфина в ноябре пришелся на флоатеры ОФЗ, доход по которым зависит от накопленной ставки RUONIA (91%). До конца 2020 г. Минфин может привлечь еще 350 млрд руб., что является скорее максимальной суммой в случае благоприятных условий на рынке, нежели жестким планом. Таким образом, уже выполненный план размещений на IV квартал дает Минфину больше потенциальных опций для дальнейших действий, позволяя «прощупывать» рыночный спрос на другие типы бумаг с разными сроками погашения. В то же время потенциальный объем заимствований может стать фактором, препятствующим существенному снижению доходностей до конца года.

Угол наклона кривой ОФЗ (10 лет – 1 год) снизился с начала ноября на 33 б.п. (до 137 б.п.) за счет снижения доходности 10-летней бумаги. Отсутствие значительного первичного предложения ОФЗ с фиксированным купоном и возвращение интереса иностранных инвесторов, которые традиционно предъявляют спрос в этом сегменте рынка, способствовали снижению доходностей в сегменте *2 года – 10 лет* на 15–30 базисных пунктов.

Объемы первичного предложения на рынке корпоративных облигаций продолжают расти: всего с начала года российские юридические лица (включая банки и финансовые институты) разместили облигаций на сумму 2,1 трлн рублей. Однако на ликвидности рынка корпоративных облигаций негативно сказывается менее активное участие банков в покупках на первичном рынке (по состоянию на конец октября доля вложений кредитных организаций в облигации, выпущенные в 2020 г., составила 37% по сравнению с 61% по состоянию на конец I квартала).

Тем не менее, по нашему мнению, спрос банков на корпоративные облигации в этом году не был вытеснен увеличением объема размещений Минфина. Спрос на ОФЗ с плавающим купоном во многом связан с низким процентным риском инструмента; вложения в корпоративные облигации определяют возможность получения дополнительного дохода (подробнее см. раздел «В фокусе: Есть ли эффект замещения между растущим рынком ОФЗ и рынком корпоративных облигаций?»).

Рисунок 73. Доходности к погашению ОФЗ и корпоративных облигаций



Источник: Cbonds.

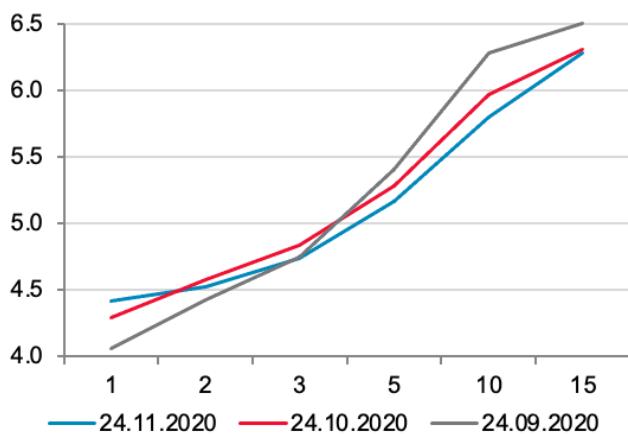
Рисунок 74. Объем размещенных выпусков локальных корпоративных облигаций на конец года, в %



Примечание: данные за 2020 г. по 25.11.2020 включительно.

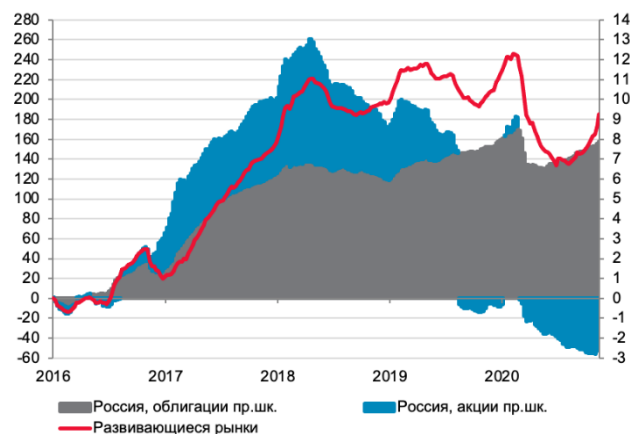
Источник: Cbonds.

Рисунок 75. Кривая доходности ОФЗ, %



Источник: Bloomberg Finance L.P.

Рисунок 76. Динамика потоков в фонды развивающихся стран и России, млрд долл. США, накопленным итогом с начала 2016 года



Источник: EPFR.

Рисунок 77. Волатильность курса рубля и цены нефти



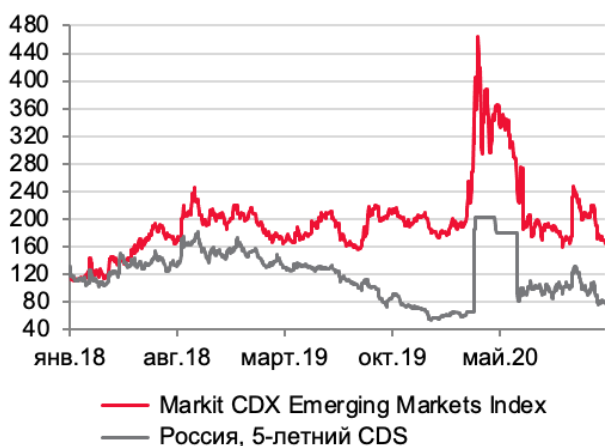
Источник: Bloomberg Finance L.P.

Рисунок 78. Процентный коридор Банка России и краткосрочная ставка рынка МБК, % годовых



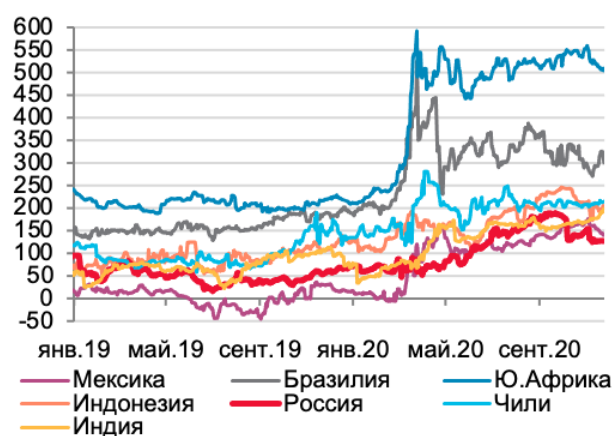
Источники: Банк России, Bloomberg Finance L.P.

Рисунок 79. Динамика 5-летних CDS в России и развивающихся странах, б.п.



Источник: Bloomberg Finance L.P.

Рисунок 80. Наклон кривых доходностей гос-облигаций стран с формирующимися рынками (10Y-2Y), б.п.



Источник: Bloomberg Finance L.P.

3.3. ОПЕК+ растягивает повышение добычи до начала II квартала

- Ожидание внедрения эффективной вакцины от коронавируса в 2021 г. привело к росту цен большинства сырьевых товаров. Нефтяные цены вернулись к уровню начала марта.
- Дополнительное повышательное давление на нефтяные цены оказали данные о существенном сокращении нефтяных запасов в США и Китае, а также решение

стран ОПЕК+ сделать более плавным запланированное с 1 января 2021 г. расширение квот на добычу нефти. При этом решение ОПЕК+ сформировало неопределенность на рынке и бэквордацию фьючерсной кривой нефти.

- Сдерживают оптимизм инвесторов текущее ухудшение эпидемической ситуации и новые ограничительные меры властей многих стран, способствующие продолжающемуся ухудшению прогнозов состояния рынка жидкого топлива международными организациями.

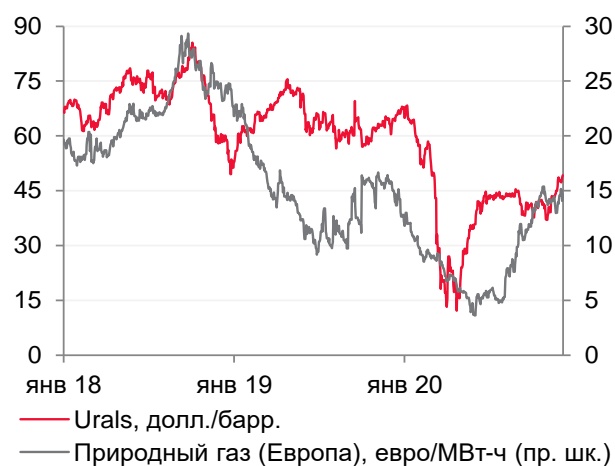
За период с 9 ноября по 4 декабря индекс цен сырьевых товаров Bloomberg прибавил 2%. Цены промышленных металлов и сельскохозяйственных товаров выросли на 8 и 2% соответственно при неизменных ценах энергетических товаров и драгоценных металлов (Рисунок 81). Нефть оказалась среди лидеров роста, вернувшись к уровню начала марта. По данным Bloomberg, цена нефти Urals выросла на 17%, до 49 долл. США/барр., цена природного газа на европейском хабе ТТФ – на 6%, до 14,7 евро/МВт-ч (Рисунок 82).

Рисунок 81. Индексы Bloomberg цен товаров и металлов (01.01.2018 = 100)



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

Рисунок 82. Цена нефти Urals и природного газа в Европе



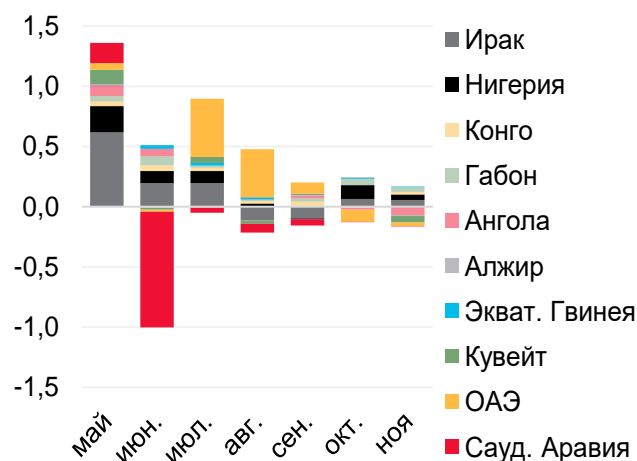
Источники: Bloomberg Finance L.P., расчеты ДИП.

Росту аппетита к риску на мировых финансовых рынках способствовали новости о разработке нескольких эффективных вакцин от коронавируса.

Росту цены нефти дополнительно способствовало сохранение высокой степени следования квотам странами ОПЕК+ (Рисунок 83, Рисунок 84) и их решение замедлить запланированное на 2021 г. расширение квот на добычу нефти. С 1 января квоты будут расширены на 0,5 млн барр. в сутки, после чего ежемесячно страны будут оценивать целесообразность дальнейшего ослабления квот шагом до 0,5 млн барр. в сутки. В результате квоты могут быть расширены на 2 млн барр. в сутки к началу II квартала 2021 года. Ранее планировалось одномоментное расширение на эту величину уже с 1 января 2021 года. Данное решение будет способствовать сохранению дефицита нефти на мировом рынке и продолжению сокращения накопленных в первом полугодии 2020 г. избыточных нефтяных запасов (Рисунок 85). Вместе с тем долгие и трудные переговоры ОПЕК+,

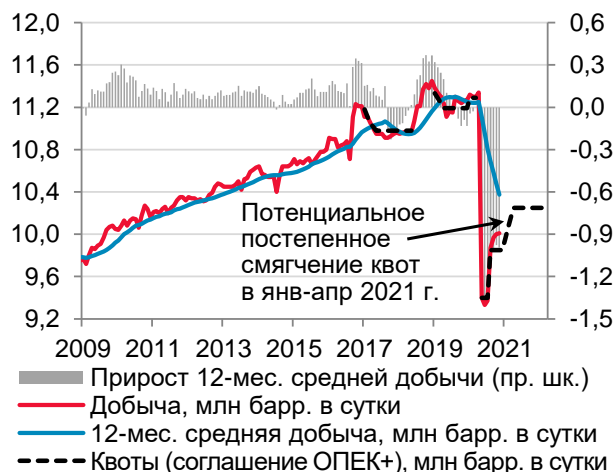
а также неопределенность относительно дальнейшей динамики добычи стран ОПЕК+ сформировали относительно высокую неопределенность на рынке, что выразилось в переходе фьючерсной кривой нефти к бэквордации (Рисунок 86). По всей видимости, это объясняется массовым хеджированием производителей, прежде всего сланцевой нефти.

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



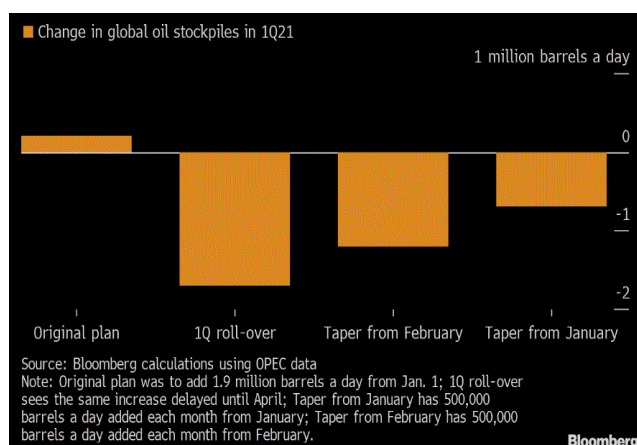
Источники: Bloomberg Finance L.P., расчеты ДИП.

Рисунок 84. Добыча нефти и газового конденсата в России



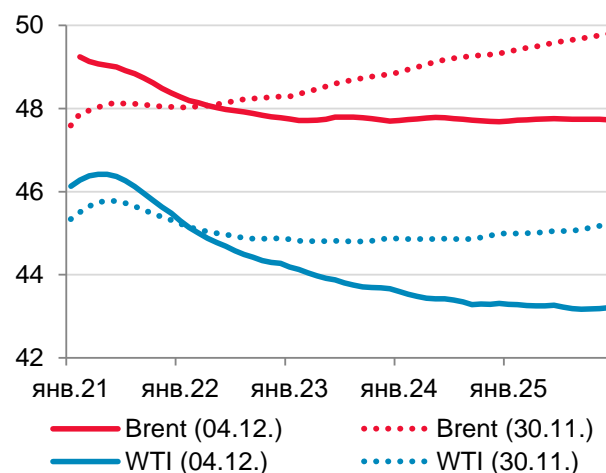
Источники: Bloomberg Finance L.P., расчеты ДИП.

Рисунок 85. Сальдо на рынке жидкого топлива в 2021 г. при различных сценариях смягчения квот ОПЕК+, млн барр. в сутки



Источник: Bloomberg Finance L.P.

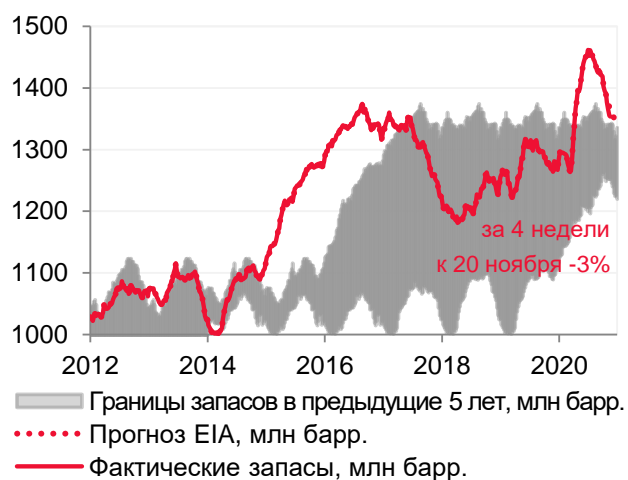
Рисунок 86. Положение фьючерсной кривой Brent и WTI до и после решения ОПЕК+, долл. США/барр.



Источник: Bloomberg Finance L.P.

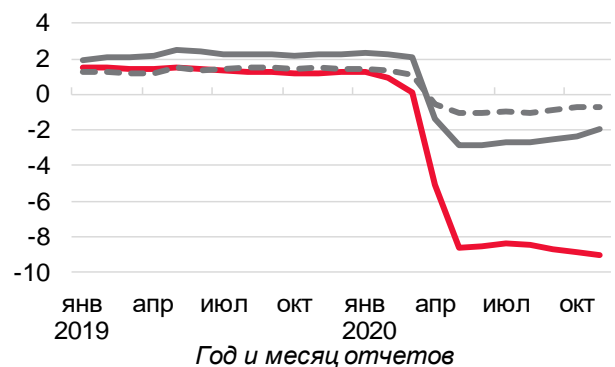
Поддержку нефтяным котировкам оказывает также существенное сокращение нефтяных запасов. Снижение запасов в США идет с заметным опережением прогноза Управления энергетической информации США (EIA) (Рисунок 87). Также данные Bloomberg указывают на устойчивую тенденцию сокращения запасов в Китае. Этому способствует умеренное снижение потребления нефтепродуктов в мире в последние месяцы (Рисунок 89), не смотря на ухудшение эпидемической ситуации и введение новых ограничений мобильности населения (Рисунок 55).

Рисунок 87. Коммерческие запасы нефти и нефтепродуктов в США



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

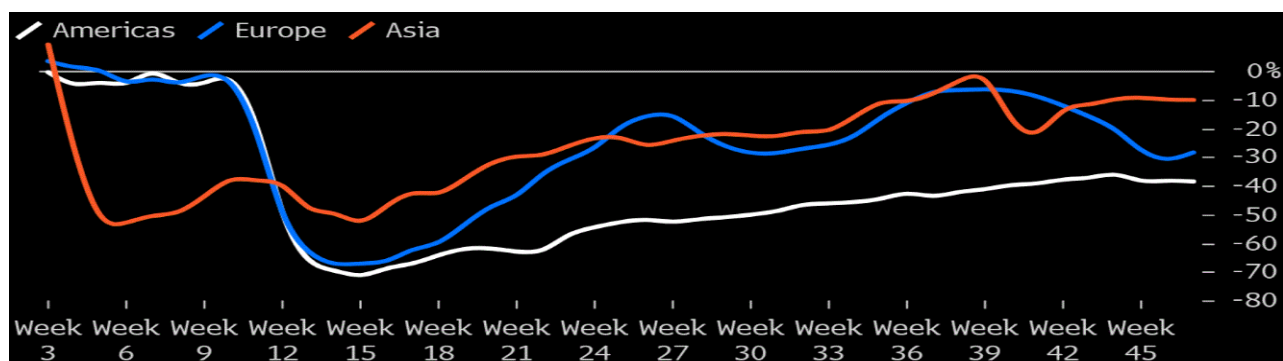
Рисунок 88. Пересмотр прогнозов основных показателей рынка жидкого топлива на 2020 г. в месячных отчетах международных организаций*



* Среднее из прогнозов EIA, МЭА и ОПЕК.

Источники: EIA, МЭА, ОПЕК.

Рисунок 89. Динамика потребления автомобильного топлива в Америке, Европе и Азии, % г/г



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

Сдерживают оптимизм инвесторов ухудшение эпидемической ситуации и новые ограничительные меры властей многих стран (см. подраздел 1.3.1.), а также продолжающееся ухудшение прогнозов состояния рынка жидкого топлива ведущими международными организациями (EIA, Международное энергетическое агентство (МЭА) и ОПЕК). Организации привычно для последних месяцев пересмотрели прогноз динамики спроса в 2020 г. в сторону более глубокого падения, а прогноз предложения – в сторону менее сильного снижения, в том числе из-за большей устойчивости добычи нефти к низким ценам (Рисунок 88). Так, в США устойчиво восстанавливается буровая активность сланцевых компаний. Также активно восстанавливается добыча в Ливии.

Несмотря на новости об успешных испытаниях вакцин, остается высокой неопределенность в отношении скорости их внедрения и влияния на нормализацию ситуации в мировой экономике. Например, МЭА в своем отчете подчеркнуло, что пока слишком рано прогнозировать, каким образом и когда использование вакцины поможет нормализовать ситуацию в мировой экономике и, как следствие, на нефтяном рынке.

В ФОКУСЕ. Есть ли эффект замещения между растущим рынком ОФЗ и рынком корпоративных облигаций?

- С начала 2020 г. Минфин России в целях финансирования дефицита государственного бюджета нарастил объем заимствований на внутреннем рынке до 5,1 трлн. рублей. На наш взгляд, проводимые в настоящее время Минфином заимствования не выступают значимым фактором вытеснения корпоративных заимствований государственными, поскольку характер инвестирования во флоатеры (ОФЗ-ПК) и корпоративные облигации различается. Вложения банков в ОФЗ с плавающим купоном осуществляются для покрытия процентного риска и, в отличие от корпоративных облигаций, не создают нагрузку на банковский капитал и положительно сказываются на нормативах ликвидности.
- При значительном росте объемов российского рынка облигаций сегменты рынка изменились неравномерно: благодаря активному размещению ОФЗ Минфином сильнее всего вырос сектор госбумаг. Сектор корпоративных облигаций также вырос, но его рост оказался в три раза меньше.
- На фоне сохраняющейся потребности компаний в заемных ресурсах рынок корпоративных облигаций наряду с кредитами выглядит эффективным инструментом привлечения долгового финансирования для заемщиков. Это подтверждается растущими объемами первичных размещений.
- Вместе с тем более низкая ликвидность рынка корпоративных облигаций по сравнению с рынком ОФЗ в сочетании с невысокими премиями на первичных размещениях снижают привлекательность корпоративных облигаций для наиболее активных инвесторов (банков). Неопределенность в отношении внешних факторов, которые также порождают различные сценарии реализации денежно-кредитной политики на среднесрочном горизонте, повышает вероятность более высокой волатильности стоимости активов. Такой риск негативно сказывается на относительной привлекательности корпоративных облигаций для банков и, по нашему мнению, является основным фактором, сдерживающим развитие рынка корпоративных облигаций и приведшим к сокращению доли участия банков в первичных размещениях.
- Особенности восстановления рынка после периода повышенной волатильности в марте-апреле (отсутствие существенного расширения кредитных спредов, снижение объемов покупок корпоративных облигаций наиболее активными участниками рынка – банками) еще больше снизили ликвидность сегмента корпоративных облигаций.
- Нарастивание позиций в ОФЗ российскими банками снижает профицит ликвидности в банковской системе, пока привлеченные государством средства не направлены на финансирование расходов. Однако при необходимости некоторые банки могут компенсировать возможный временный отток ликвидности через операции репо с Банком России и Федеральным казначейством или на межбанковском кредитном

рынке. При этом вложения во флоатеры минимально сказываются на использовании рыночных лимитов банка и не должны влиять на покупки корпоративных облигаций торгово-инвестиционными подразделениями.

Необходимость финансирования масштабных мер государственной поддержки экономики в условиях беспрецедентного по масштабу и структуре мирового кризиса, связанного с распространением пандемии коронавируса, отразилась в том числе в существенном увеличении объемов заимствований на финансовом рынке.

Рост государственных заимствований на финансовом рынке часто приводит к изменению форм кривых доходностей, а также влияет на формирование стоимостных условий привлечения финансирования финансовыми и нефинансовыми компаниями. Доходности госбумаг являются безрисковыми ставками, и они лежат в основе ценообразования остальных сегментов рынка облигаций. С точки зрения такого потенциального влияния на корпоративные заимствования мы попытались проанализировать, как происходило восстановление рынка публичного долга для корпоративных заемщиков после периода высокой волатильности в марте–апреле и какое влияние на него оказал рост объемов выпуска ОФЗ.

Рынок в 2020 году

По данным депозитарной отчетности³⁴, объем российского рынка облигаций вырос за 10 месяцев 2020 г. на 20%³⁵, превысив 36 трлн рублей в номинальном выражении. Наибольший рост в абсолютных показателях произошел в сегменте государственных бумаг³⁶ (+3 трлн рублей (Рисунок 90 и Рисунок 91)). Однако в относительном выражении доля государственного сектора выросла лишь на 0,6 процентного пункта. Наибольший прирост продемонстрировала доля облигаций иностранных эмитентов³⁷ (2,6 п.п., или + 1,94 трлн руб.); однако доля остальных секторов рынка облигаций снизилась в процентном отношении.

Основными инвесторами на российском рынке облигаций остаются кредитные организации (Рисунок 92). За ними следуют пенсионные фонды (НПФ, ПФР) и иные финансовые организации, при этом доля их вложений незначительно сократилась (-1,2 п.п.). Нерезиденты также представляют значительную группу на российском рынке облигаций (14,3%), однако особенностью этой группы инвесторов является концентрация вложений в сегменте гособлигаций (по состоянию на 30.10.2020 83,5% вложений нерезидентов, отраженных на счетах в российских депозитариях, приходилось на госбумаги). Вложения

³⁴ Формы 0420415 и 0409711.

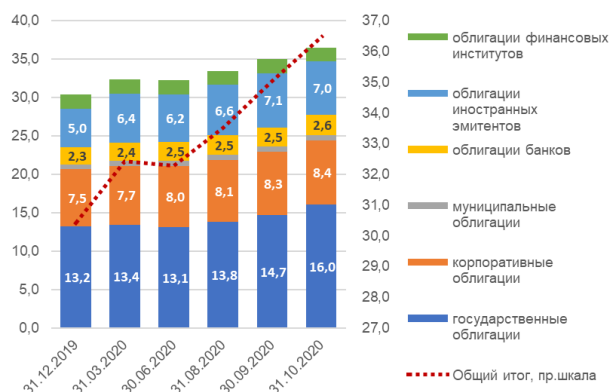
³⁵ Объем облигаций на счетах в российских депозитариях, включая еврооблигации Российской Федерации и облигации иностранных эмитентов.

³⁶ К государственным облигациям относятся выпуски облигаций федерального займа, еврооблигаций РФ, государственные сберегательные облигации, облигации Банка России.

³⁷ Облигации иностранных эмитентов, содержащиеся на счетах в российских депозитариях, включают как еврооблигации, выпущенные иностранными «дочками» российских компаний, так и облигации иных иностранных эмитентов, приобретенные клиентами российских депозитариев.

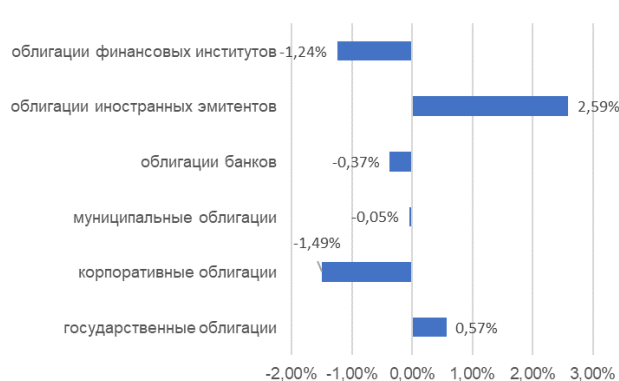
физических лиц в облигации также выросли (+0,8 п.п.), однако доля их инвестиций составляет менее 10% (7,1%).

Рисунок 90. Объем российского рынка облигаций, трлн руб.



Источник: Банк России.

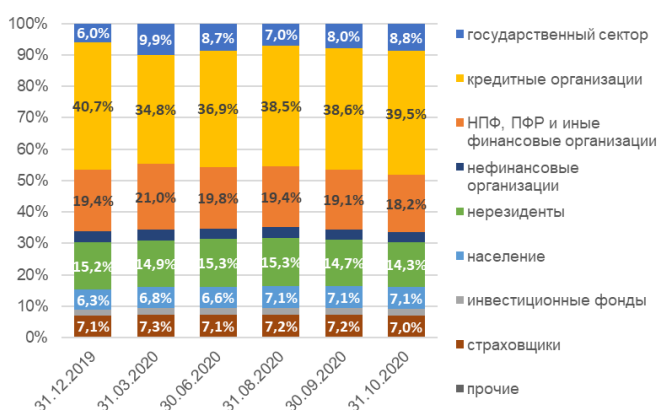
Рисунок 91. Изменение доли сегментов рынка облигаций, %



Источник: Банк России.

Вложения государственного сектора³⁸ состоят как из собственных портфелей облигаций, так и из бумаг, полученных по операциям репо с российскими банками, в связи с чем рост их доли связан по большей части с перераспределением бумаг на счетах в российских депозитариях от кредитных организаций в рамках операций репо с Банком России и Федеральным казначейством. Непосредственно в сегменте *корпоративных облигаций* (к которым мы относим облигации нефинансовых компаний, торгующиеся на российском рынке) основная доля инвестиций приходится также на российские банки и пенсионные организации (Рисунок 93).

Рисунок 92. Инвесторы на российском рынке облигаций, %



Источник: Банк России.

Рисунок 93. Инвесторы в корпоративные облигации, %



Источник: Банк России.

³⁸ Банк России, Федеральное казначейство и иные организации.

Несмотря на рост объемов размещений ОФЗ, вложения основных типов инвесторов в корпоративные облигации не снижаются. Однако темпы роста рынка госбумаг (обусловленные ростом предложения ОФЗ Минфином) могут способствовать замедлению темпов роста корпоративных облигаций (в относительном выражении объем рынка корпоративных облигаций вырос меньше рынка ОФЗ в 2020 г.). Для того чтобы разобраться в причинах отставания рынка корпоративных облигаций, остановимся более подробно на том, как происходило восстановление этого сегмента рынка после периода повышенной волатильности в марте–апреле.

Восстановление после острой фазы коронавируса

С приходом коронакризиса на российский финансовый рынок сегмент корпоративных облигаций на фоне повышенной волатильности столкнулся с потерей как покупателей, так и продавцов. В результате ликвидность рынка существенно ухудшилась. Снижение количества покупателей в периоды повышенной волатильности вполне объяснимо. В свою очередь отсутствие желания российских инвесторов избавляться от дешевеющих позиций вызвано следующими причинами.

Во-первых, во время падения рынка практически нет покупателей, а инвесторы, которые были бы готовы купить облигацию данного эмитента, закладывают в цену достаточно большой дисконт, позволяющий им компенсировать рыночный и кредитный риски. При этом среди держателей корпоративного долга почти нет нерезидентов, которые в кризисные периоды стремятся быстрее избавиться от более рискованных облигаций по любой цене, чтобы минимизировать потери и переключиться на безрисковые активы.

Во-вторых, продажа облигаций российскими инвесторами по цене покупателя на падающем рынке часто означает фиксацию продавцом убытка по позиции, что может негативно сказаться на оценке работы трейдера или управляющего портфелем. Для российских инвесторов такая продажа, как правило, происходит только в случае резкого роста кредитного риска и появления угрозы дефолта эмитента по облигациям. При отсутствии угрозы дефолта инвесторы предпочитают удерживать бумагу до погашения, получая периодический доход и выплату номинала при погашении облигации.

Кризис, с которым рынки столкнулись в марте, не спровоцировал волну корпоративных дефолтов (в том числе благодаря принятым стимулирующим мерам поддержки и регуляторным послаблениям) в отличие от предыдущих кризисов, когда повышенная волатильность приводила к заметному росту кредитного риска. Однако резкий рост доходностей, нарастание неопределенности и отсутствие желающих продать потерявшие в цене бумаги привели к исчезновению ликвидности на вторичном рынке корпоративных облигаций.

Восстановление рынка в этом году заметно отличалось от прошлых эпизодов повышенной волатильности. После предыдущих кризисных периодов, как правило, ликвидность на рынок корпоративных облигаций начинала возвращаться с первыми новыми размещениями, с которыми выходили высококачественные эмитенты «первого эше-

лона» (компании с высоким кредитным рейтингом). Выпуски таких эмитентов размещались по новым послекризисным уровням доходности, устанавливая ориентир кредитных спредов для размещений остальным эмитентам.

Благодаря «расторговыванию» новых рыночных выпусков на рынок корпоративных облигаций начинала возвращаться ликвидность, а стоимость таких облигаций быстро росла, позволяя активным инвесторам получить дополнительный доход в виде роста капитальной стоимости облигации. При этом большая часть облигаций, выпущенных до кризисного периода, как правило, не возвращалась на вторичный рынок, оставаясь в портфелях конечных инвесторов до погашения.

После коронакризисного периода повышенной волатильности в марте – апреле наблюдалась иная картина. *Во-первых*, как мы уже отмечали, в результате падения рынка не произошло существенного расширения кредитных спредов эмитентов «первого эшелона». Первые послекризисные размещения корпоративных облигаций происходили на фоне ралли на рынке ОФЗ, однако не привели к притоку ликвидности на рынок корпоративных облигаций.

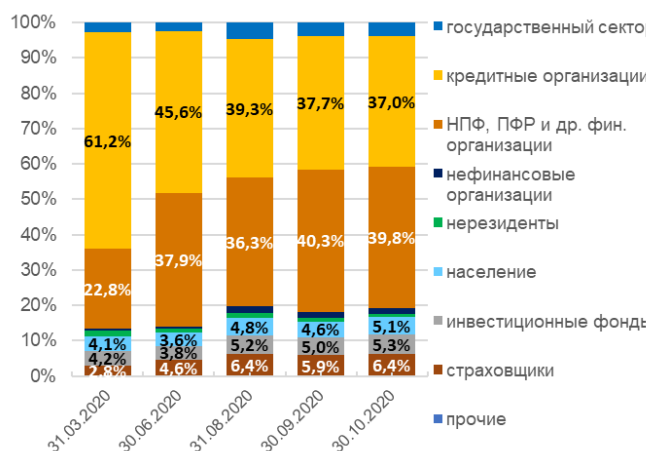
Во-вторых, несмотря на относительно неактивный вторичный рынок, объем первичных размещений продолжал расти. Так, по данным информационного портала [Cbonds](#), объем выпущенных в обращение облигаций в рублях эмитентов корпоративного и финансового секторов на 25.11.2020 уже превысил 2,1 трлн руб. (для сравнения: в 2019 г. было размещено облигаций на 2,6 трлн руб., в 2018 – на 1,5 трлн руб.).

Структура спроса

Еще одна интересная тенденция, которую мы наблюдаем на рынке корпоративных облигаций, касается изменения структуры спроса. Основные объемы вложений в новые облигации нефинансовых компаний сместились в 2020 г. в пользу пенсионных и иных финансовых организаций, а также страховых компаний (Рисунок 94). Пенсионные фонды и страховые компании являются классическими институциональными инвесторами, которые, как правило, покупают бумаги и держат их до погашения.

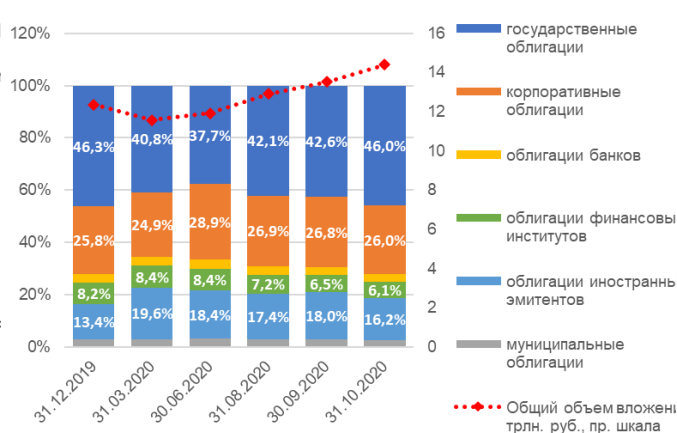
При этом доля наиболее активных инвесторов, которые могут приобретать бумаги в том числе с целью заработать на росте капитальной стоимости облигации (кредитных организаций), снизилась с 61 до 37%. Представляется, что снижение объема инвестирования в новые выпуски российскими банками является одной из причин недостаточной ликвидности вторичного рынка корпоративных облигаций.

Рисунок 94. Вложения в облигации нефинансовых эмитентов, размещенные в 2020 г., (накопленным итогом, % от общего объема размещений)



Источник: Банк России.

Рисунок 95. Вложения кредитных организаций в облигации, %



Источник: Банк России.

Рост первичного предложения ОФЗ

На первый взгляд, снижение объема вложений банков в новые выпуски корпоративных облигаций может показаться очевидным последствием роста размещений ОФЗ. Всего с начала года по состоянию на 18.11.2020 Минфин России уже [привлек на внутреннем рынке 5,1 трлн руб. через выпуск ОФЗ](#). При этом, по данным НКО АО НРД, в сентябре–ноябре³⁹ (в этот период Минфин разместил более 60% общего объема ОФЗ в этом году) именно российские банки выступали основными покупателями на аукционах ОФЗ (приобретая 89% размещенного объема в этот период).

С одной стороны, привлечение ликвидности Минфином в результате продажи ОФЗ банкам до момента совершения расходов снижает профицит ликвидности в банковской системе, но кредитные организации могут временно (до поступления бюджетных средств в кредитные организации для финансирования госрасходов) увеличивать объем средств, привлекаемых от Банка России и Федерального казначейства по сделкам репо, или средств на межбанковском кредитном рынке. Именно такую ситуацию мы наблюдаем последнее время на российском рынке (подробнее см. информационно-аналитический комментарий [«Ликвидность банковского сектора и финансовые рынки», №10 \(56\), октябрь 2020 г.](#)).

С другой стороны, приобретение ОФЗ с плавающим купоном (91% размещенных с начала осени ОФЗ приходится на ОФЗ-ПК), доход по которым зависит от накопленной ставки RUONIA, интересно не столько торговым подразделениям банков, сколько подразделениям, занимающимся управлением активами и пассивами. Во-первых, ОФЗ-ПК помогают управлять процентным риском банка, снижая чувствительность доходов банка

³⁹ По состоянию на 18.11.2020.

к уровню ставок денежного рынка; во-вторых, они позволяют банкам повысить нормативы ликвидности. В сочетании с возможностью в случае необходимости привлечь фондирование от Банка России или Федерального казначейства посредством операций репо наращивание вложений в ОФЗ-ПК не должно осложнять работу торговых подразделений банков по приобретению и торговле активами, в том числе корпоративными облигациями.

Причина в эмитентах?

Причина снижения интереса банков к покупке корпоративных облигаций может быть связана с отсутствием потребности или желания эмитентов выходить на первичный рынок.

После резкого снижения на рынке в марте, доходности облигаций снижались. Благодаря мягкой денежно-кредитной политике, к которой Банк России перешел в 2020 г., а также отсутствию усиления кредитных рисков доходности облигаций эмитентов «первого эшелона» (к которому мы условно относим эмитентов с кредитными рейтингами «BBB-»/«Baa3» и выше) уже в начале лета опустились ниже докоронакризисных уровней (Рисунок 96). При этом стоимость привлечения на облигационном рынке эмитентов «второго эшелона» (компаний с кредитными рейтингами от «BB-»/«Ba3» до «BB+»/«Ba1») снизилась до уровней, по которым происходили размещения эмитентов первого эшелона год назад.

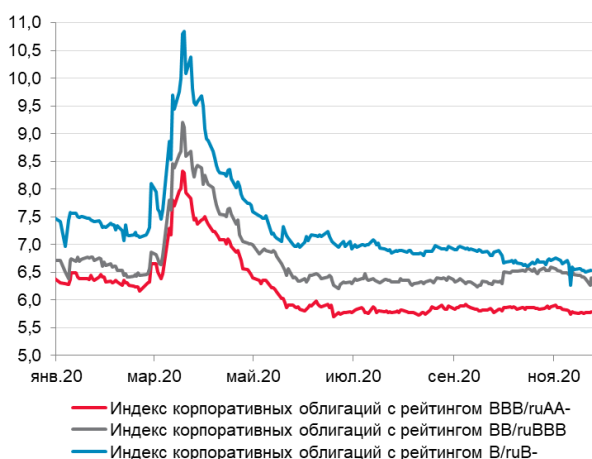
Следует отметить, что в течение 2020 г. на рынке не наблюдалось значительного перераспределения первичного предложения в пользу эмитентов какой-либо рейтинговой группы, которое могло бы повлиять на спрос со стороны кредитных организаций (Рисунок 97). Также необходимо учитывать еще один важный фактор: в 2020 г. банки существенно нарастили портфель корпоративных кредитов: прирост корпоративного портфеля с начала года составил рекордную с 2014 г. величину – 8,7%⁴⁰.

Последнее обстоятельство указывает на стабильную потребность компаний в заемных ресурсах. Таким образом, рост кредитного портфеля банков при замедлении инвестиций в корпоративные облигации может быть вызван либо нежеланием эмитентов использовать облигации в качестве механизма привлечения долгового финансирования, либо меньшей привлекательностью облигаций по сравнению с кредитами для банков.

Достаточно активный первичный рынок и растущие объемы размещений свидетельствуют о сохранении интереса эмитентов к рынку облигаций. На наш взгляд, основной причиной снижения интереса банков к новым выпускам корпоративных облигаций может являться меньшая привлекательность облигаций по сравнению с кредитованием в текущих условиях.

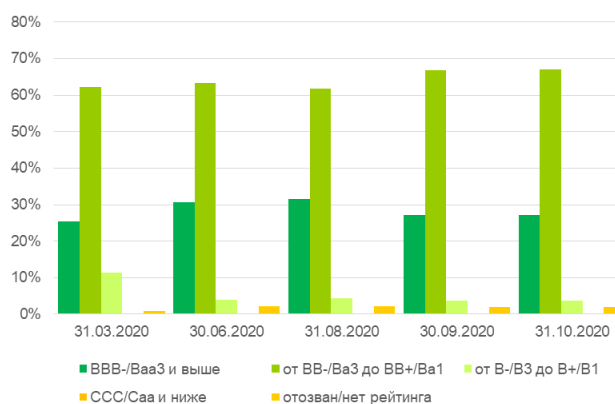
⁴⁰ Информационно-аналитический материал [«О развитии банковского сектора Российской Федерации в октябре 2020 года»](#)

Рисунок 96. Динамика доходностей корпоративных облигаций, % годовых



Источники: сайт www.cbonds.ru, Банк России.

Рисунок 97. Рейтинговая структура корпоративных облигаций, размещенных в 2020 г. (накопленным итогом, % от общего объема размещений)



Источник: сайт www.cbonds.ru, Банк России.

Важно отметить, что при сравнении условий выдачи кредита и приобретения облигаций для банка ценовые условия не всегда могут оказывать определяющее значение. При этом сравнение уровней процентных ставок по кредиту и доходностей облигаций не совсем корректно в силу различной специфики долговых инструментов. Кредит (в отличие от облигаций, представляющих публичное долговое обязательство) является двусторонним договором, который может содержать условия по обеспечению кредита, возможность досрочного истребования кредитором или погашения заемщиком, возможность пересмотра ставки по кредиту. К тому же при выдаче кредита могут учитываться отношения банка с клиентом, стремление развивать продажи комиссионных продуктов («негласные» договоренности, которые не отражаются в кредитном договоре, но могут влиять на ценообразование кредита). Однако такие особенности кредита всегда присутствовали в деятельности банков.

Меры господдержки заемщиков в определенной степени способствовали более активному кредитованию заемщиков с повышенным уровнем риска. Однако банки не являются традиционными инвесторами в сегмент высокодоходных облигаций (заемщикам с кредитными рейтингами «В+»/«В-» и ниже), к которому, как правило, относятся такие заемщики.

Представляется, что определяющее влияние на снижение интереса банков к корпоративным облигациям оказало изменение рыночных условий и ожиданий в отношении изменения процентных ставок и кредитных спредов.

Для кредитных организаций как наиболее активной части инвесторов часто важна возможность заработать дополнительный доход от роста капитальной стоимости при продаже облигации. Однако меньшая ликвидность рынка корпоративных облигаций по сравнению с рынком ОФЗ и неопределенность в отношении внешних факторов повышают вероятность более высокой волатильности стоимости облигаций.

Таким образом, увеличение объемов размещений ОФЗ, по нашему мнению, не может являться в настоящее время причиной снижения объемов покупок банками корпоративных облигаций. Кредитование на текущий момент может являться предпочтительной альтернативой в силу сложившегося уровня кредитных спредов, недостаточной ликвидности рынка и неопределенности в отношении ожиданий по траектории денежно-кредитной политики в 2021 году.

Вместе с тем проводимые Минфином заимствования не выступают значимым фактором вытеснения корпоративных заимствований государственными, поскольку цели инвестирования в корпоративные облигации и ОФЗ с плавающим купоном различаются. Вложения банков в ОФЗ с плавающим купоном в большой степени связаны с низким процентным риском инструмента и, в отличие от корпоративных облигаций, не создают нагрузку на банковский капитал.

Александр Морозов

Директор

Владислав Абрамов

Ирина Богачева

Сергей Власов

Наталья Карлова

Татьяна Кузьмина

Екатерина Петренева

Светлана Попова

Алексей Поршаков

Елена Пузанова

Белла Рабинович

Александра Стерхова

Юлия Ушакова

Анна Цветкова

Дмитрий Чернядьев

Ксения Яковлева