



Банк России

№ 3 (47)



О ЧЕМ ГОВОРЯТ ТРЕНДЫ

Макроэкономика и рынки

Бюллетень Департамента исследований и прогнозирования

АПРЕЛЬ 2021

СОДЕРЖАНИЕ

КРАТКОЕ СОДЕРЖАНИЕ	3
1. Инфляция	5
1.1. Инфляция достигла локального пика в марте	5
1.2. Ценовые индексы PMI: глобальный рост инфляционного давления	11
2. Экономическая динамика	12
2.1. Промышленность в феврале: по-прежнему неоднородное восстановление	12
2.2. Дальнейший рост потребительского спроса в феврале	17
2.3. Рост экономики продолжился в марте	19
2.4. Кредитование: уверенный рост	22
3. Глобальная экономика, финансовые и товарные рынки	25
3.1. Восстановление зарубежных экономик остается неравномерным	25
3.2. Повышенная волатильность на мировых рынках в марте	31
3.3. Страны ОПЕК+ приступят к умеренному увеличению добычи	34
В ФОКУСЕ. Инвестиции в основной капитал – в фазе активного восстановления	38

Бюллетень подготовлен Департаментом исследований и прогнозирования по данным на 05.04.2021.

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

Замечания и предложения по содержанию просим отправлять по адресу dip1@cbr.ru.

Фото на обложке: Shutterstock/FOTODOM

Адрес: 107016, Москва, ул. Неглинная, 12

Официальный сайт Банка России: www.cbr.ru

© Центральный банк Российской Федерации, 2021

КРАТКОЕ СОДЕРЖАНИЕ

ИТОГИ

- В марте сохранилось повышенное инфляционное давление, в том числе из-за действия устойчивых проинфляционных факторов на стороне спроса и предложения. Мягкая денежно-кредитная политика и бюджетные меры продолжают поддерживать экономическую активность и внутренний спрос, в том числе через рост спроса на кредиты. Восстановление мировой экономики позитивно влияет на динамику российского экспорта и смежных отраслей, а также приводит к росту цен на мировом товарном рынке. В такой ситуации действие устойчивых факторов инфляции будет ослабевать, но постепенно, что обуславливает необходимость перехода к нейтральной денежно-кредитной политике. В итоге возврат годовой инфляции к 4,0% задержится до первой половины 2022 года.
 - В марте годовая инфляция достигла своего локального пика 5,8%. Отклонение инфляции от 4% в значительной степени связано с действием разовых факторов. Однако вклад устойчивых компонент роста цен в инфляцию усиливается.
 - В феврале российская экономика выросла с поправкой на негативный статистический эффект високосного года и сезонность. В марте экономическая активность также увеличилась, судя по оперативным показателям – в частности, по потреблению электроэнергии и отраслевым финансовым потокам.
 - Российский фондовый рынок в марте находился под воздействием преимущественно негативного внешнего новостного фона. Дальнейшее увеличение доходности длинных облигаций правительства США повысило премию за риск при инвестициях в рискованные активы, в том числе в странах с формирующимися рынками.

В ФОКУСЕ. Инвестиции в основной капитал – в фазе активного восстановления

- Инвестиции в основной капитал в 2020 г. снизились меньше, чем экономическая активность в целом. Основное сокращение инвестиций произошло в капиталоемких отраслях промышленности и услуг.
- В разрезе размера предприятий сильнее всего инвестиции снизились в малом бизнесе, обладающем меньшим запасом прочности и широко представленном в наиболее пострадавшем от последствий пандемии секторе услуг.
- В структуре инвестиций в основной капитал в 2020 г. сохранился позитивный долгосрочный тренд на увеличение доли наиболее производительных компонент: инвестиций в машины и оборудование и в интеллектуальную собственность.
- Инвестиции прошли «дно» спада в II квартале и начали восстанавливаться несколько позже, чем потребление. Однако с конца прошлого года инвестиционная

активность быстро увеличивается, превысив коронавирусный уровень. Это подтверждается в том числе уверенным ростом инвестиционного импорта, ускорением роста цен производителей инвестиционных товаров и данными оперативных индикаторов в начале 2021 года.

- Устойчивый рост средне- и долгосрочного корпоративного кредитования окажет поддержку инвестиционному спросу предприятий в дальнейшем. При этом по-прежнему высокая неопределенность, прецеденты административного регулирования в некоторых секторах, снижение поддержки со стороны бюджета, а также остающиеся пониженными инвестиции в добывающих отраслях (из-за действия сделки ОПЕК+) сдержат дальнейший быстрый рост инвестиций после завершения фазы активного восстановительного роста.

1. Инфляция

Достижение годовой инфляцией локального пика 5,8% в марте, вероятно, сменится снижением в апреле благодаря статистическим эффектам высокой базы апреля 2020 года. При этом дальнейшее замедление годовой инфляции может идти медленно в связи с инерционностью динамики цен и сохраняющимся преобладанием краткосрочных проинфляционных факторов.

Давление вверх на потребительские цены из-за роста издержек сохраняется, причем частично рост издержек носит *устойчивый* во времени характер. Так, в случае продолжения «суперцикла» на глобальных товарных рынках в условиях сохранения околонулевых процентных ставок и продолжения политики количественного смягчения в крупнейших мировых экономиках вероятен дальнейший рост цен на сырьевые товары российского экспорта и импорта (циклический фактор). Перестройка структуры потребительского спроса в России и в мире под посткоронавирусную новую норму вызывает дефицит предложения на рынках товаров (например, полупроводников и чипов), услуг (например, по цифровизации бизнес-процессов) и труда (например, специалистов в области информационно-компьютерных технологий), для восполнения которого требуется время. Это является структурным фактором роста издержек.

Влияние потребительского спроса в условиях роста издержек приобретает более выраженный *проинфляционный* характер. Низкая эластичность предложения на краткосрочном горизонте в условиях сохраняющихся логистических затруднений и роста издержек способствует повышению темпа роста цен в сегментах, в которых спрос уже восстановился или быстро восстанавливается. В результате реакция цен на изменение спроса стала асимметричной: при росте спроса цены растут быстрее, чем снижаются при понижении спроса.

Основные показатели устойчивых инфляционных процессов (включая трендовую инфляцию, модифицированную базовую инфляцию, медианную инфляцию, показатели сезонно-скорректированного роста цен по продовольственным, непродовольственным товарам и услугам) превышают 4% в пересчете на год. Снижение темпов роста этих показателей до 4% будет происходить постепенно, по мере возврата денежно-кредитной политики к нейтральной. Это заложит основу для возврата годовой инфляции к 4,0% в 2022 году.

1.1. Инфляция достигла локального пика в марте

- В марте годовая инфляция достигла локального пика и составила 5,79% после 5,67% в феврале. Месячный рост цен держится значительно выше уровня, соответствующего 4% в пересчете на год, отражая повышенное инфляционное давление на потребительском рынке.

- Восстановление спроса на товары и услуги приводит к тому, что влияние спроса на динамику цен становится проинфляционным, даже в наиболее пострадавших от коронакризиса отраслях, где это связано с ограничением со стороны предложения. Повышенный рост цен также поддерживается появлением новых проинфляционных факторов временного характера и устойчивым ростом вызванных пандемией издержек производителей.
- В апреле годовая инфляция замедлится из-за выхода из базы расчета всплеска цен в апреле 2020 года. При этом постепенное снижение месячных темпов роста цен с повышенных уровней приведет к дальнейшему устойчивому замедлению годовой инфляции только в конце 2021 года.
- Начавшийся процесс нормализации денежно-кредитной политики (ДКП) будет способствовать стабилизации инфляции на целевом уровне 4%. Это произойдет в первой половине 2022 года.

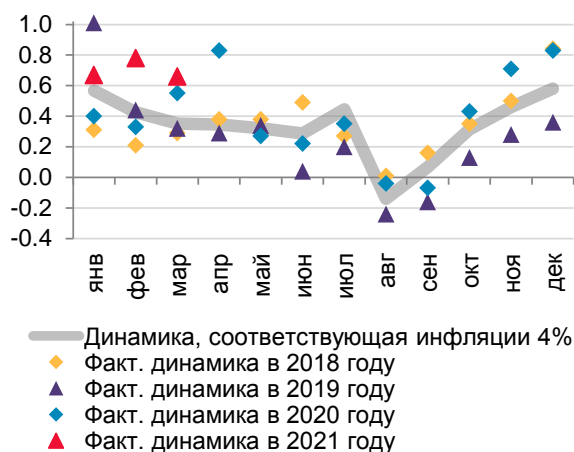
Инфляционное давление остается повышенным: месячный рост цен шесть месяцев подряд держится выше уровня, соответствующего 4%-ной инфляции в пересчете на год (Рисунок 1). Годовая инфляция достигла локального пика и составила в марте 5,79% после 5,67% в феврале (Рисунок 2). В апреле 2021 г. она снизится с учетом повышенных темпов роста цен в апреле 2020 г., но дальнейшее устойчивое снижение инфляции произойдет ближе к концу года по мере замедления месячных темпов роста цен и выхода из базы расчета повышенных темпов роста цен конца 2020 года.

Динамика инфляции продолжает складываться под воздействием большого количества разнонаправленных факторов, среди которых преобладают проинфляционные факторы. Дезинфляционное действие потребительского спроса по мере его восстановления сменяется проинфляционным из-за ограничений на стороне предложения. Эти ограничения вызваны как еще сохраняющимся действием санитарно-эпидемиологических норм, так и неготовностью производителей в ряде случаев быстро увеличить производство в ответ на активный рост спроса. Изменения в структуре потребительского спроса в пользу товаров и ряда услуг усиливают его проинфляционное действие в условиях наблюдаемой асимметричной реакции цен на изменение спроса: более быстрого роста цен при увеличении спроса, чем снижения цен при уменьшении спроса.

При этом действие проинфляционных факторов на стороне предложения, вызывающих рост издержек, оказалось более устойчивым, чем ожидалось, в том числе из-за появления новых факторов. К последним можно отнести, например, ухудшение эпизоотической ситуации. Основной действующий проинфляционный фактор – это «пандемийный» рост издержек производителей товаров и провайдеров услуг, вызванный глобальными и локальными проблемами с цепочками поставок, требованиями к санитарной и эпидемической защите, сохраняющимися ограничительными мерами. По мере улучшения эпидемической ситуации в мире и снятия ограничительных мер их влияние на дина-

мику цен будет постепенно ослабевать, замедляя рост цен. В перспективе в случае снижения издержек после нормализации ситуации с поставками возможно возникновение понижающего давления на отпускные цены.

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



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

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



Источник: Росстат.

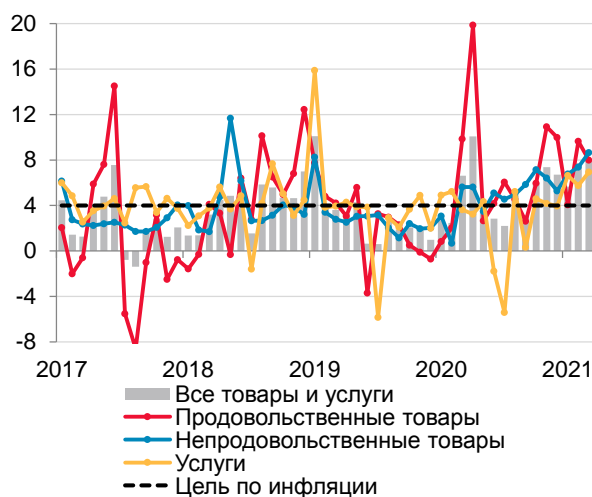
Месячный рост потребительских цен в *продовольственном сегменте* в марте остался на повышенном уровне (8,0% м/м SAAR), немного замедлившись по сравнению с прошлым месяцем из-за резкого удешевления плодоовощной продукции (Рисунок 3). Активное удешевление огурцов и помидоров в марте – компенсация более быстрого, чем обычно, роста цен, наблюдававшегося ранее из-за высоких затрат на обогрев теплиц в условиях холодной погоды прошедшей зимы. При этом рост цен на другие овощи и фрукты остается повышенным относительно прошлого года: снижение урожая уменьшило запасы отечественной продукции, а поступление нового урожая может произойти позже обычного из-за сдвига посевной кампании в южных регионах по причине холодной погоды. Это приводит к увеличению спроса на импортную продукцию, которая подорожала из-за ослабления рубля.

Рост цен на продукты питания, за исключением фруктов и овощей, резко ускорился в марте (до 14,4% м/м SAAR) в значительной степени из-за ухудшения эпизоотической ситуации (вспышек птичьего гриппа и африканской чумы свиней), что дополнительно усилило давление со стороны повышенных издержек производителей на фоне удорожания кормов, удобрений, импортного инкубационного яйца (Рисунок 4). Так, лидерами роста цен в отчетном месяце стали различные виды мяса, мясопродукты и яйца.

В марте возобновился рост цен на сахар, а на подсолнечное масло он резко ускорился на фоне проблем торговых сетей с закупкой этих товаров по фиксированным ценам у производителей. Это стало одной из причин продления Правительством действия соглашения о стабилизации цен на эти продукты (на сахар – до 1 июня, на подсолнечное масло – до 1 октября) и введения с 1 апреля дополнительных субсидий производителям. Также с 1 июля планируется повышение экспортной пошлины на подсолнечник, а с 1 сентября – введение демпфера на экспорт подсолнечного масла. На период действия

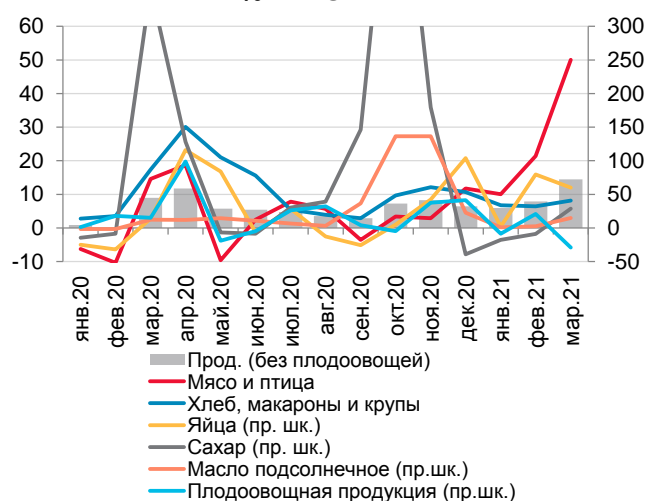
новых мер цены могут стабилизироваться, хотя в начале апреля их рост продолжился, однако увеличение срока их действия может привести к накоплению более значительных дисбалансов, созданию неконкурентных условий для крупных компаний и негативным последствиям для производства и инвестиций в отрасль в среднесрочном периоде.

Рисунок 3. Сезонно сглаженный рост цен, % м/м SAAR¹



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

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



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

Сезонно сглаженный рост цен на *непродовольственные товары* в марте продолжил ускоряться (до 8,7% м/м SAAR) на фоне продолжающегося восстановления спроса на многие категории, которое сталкивается с ограничениями на стороне предложения, в том числе глобального масштаба (ухудшение логистики, нехватка комплектующих в разных звеньях производственных цепочек) (Рисунок 3). Сохраняется повышенный рост цен на подакцизную продукцию (табак и бензин). При этом розничные цены на бензин растут вслед за оптовыми по мере переноса повышения мировых цен на нефть с учетом ежегодной индексации параметров демпфирующего механизма. Правительство скорректирует формулу, заложенную в механизм расчета демпфера. Это будет способствовать сохранению роста цен на топливо по итогам года не выше целевого уровня инфляции, устранив накопившиеся дисбалансы.

Дополнительным фактором, поддерживающим рост цен на непродовольственные товары, стало оживление спроса, которое наиболее сильно проявилось в сегменте товаров, связанных со строительством и приобретением жилья: строительные материалы, инструменты и оборудование, мебель. Цены на эти категории продолжили расти в марте, что может быть связано с активным ростом спроса на рынке недвижимости.

Отдельно стоит отметить повышенные темпы роста цен на импортные и отечественные легковые автомобили. Во многом это связано с перебоями в трансграничных

¹ «В соответствии с применяемой Банком России [методикой сезонной корректировки индекса потребительских цен](#) в марте была произведена ежегодная актуализация параметров сезонного сглаживания. Это привело к корректировке исторических рядов».

поставках электронных компонентов для них. Это негативно влияет на поставки готовых автомобилей на рынок, провоцируя дальнейший рост цен в условиях сохраняющегося роста спроса (см. также раздел 2 «Экономическая динамика»). Например, в марте АвтоВАЗ обновил прайс-листы на модельный ряд в сторону повышения², что привело к скачку цен на отечественные автомобили³. В свою очередь темпы удорожания импортных автомобилей остаются заметно выше 4% в годовом выражении.

В секторе услуг месячный рост цен в марте ускорился (до 6,9% м/м SAAR) по сравнению с февралем на фоне постепенного улучшения эпидемической ситуации и, как следствие, продолжающегося активного восстановления спроса на услуги, в том числе в секторах, наиболее пострадавших от действия ограничительных мер. Так, наиболее заметный вклад в рост цен внесли связанные с туризмом услуги – пассажирского транспорта, зарубежного туризма, гостиниц. Смягчение противоэпидемических ограничений на фоне улучшения ситуации с коронавирусной инфекцией продолжает способствовать восстановлению спроса и на другие рыночные услуги: например, бытовые услуги, рост цен на которые продолжил ускоряться.

Практически все аналитические показатели ценовой динамики указывают на то, что уровень инфляционного давления, очищенного от влияния временных и разовых факторов, продолжает нарастать на фоне восстановления экономической активности. Так, медиана распределения месячных сезонно сглаженных темпов роста по максимально дезагрегированным компонентам ИПЦ⁴ в конце 2020 г. вышла на уровень, близкий к 4% SAAR. В марте она выросла до 4,5% SAAR. (Рисунок 5). Значительно выше 4% держатся модифицированные показатели базовой инфляции, а трендовая инфляция в последние месяцы стала возрастать и отдаляться от уровня 4%, около которого колебалась почти год (Рисунок 6).

² Доля импорта (прямого и косвенного) в затратах и комплектующих российских автопроизводителей по разным оценкам варьируется от 30 до 50%.

³ [АвтоВАЗ повысил цены на все модели Lada](#) / Autonews / 15.03.2021.

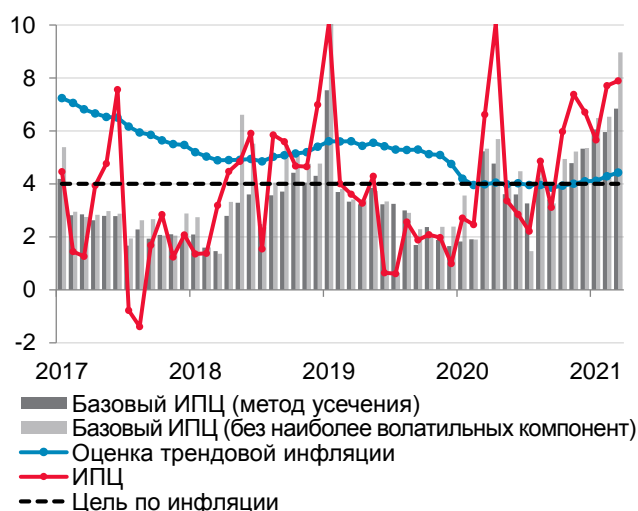
⁴ 556 компонент в корзине 2021 года.

Рисунок 5. Медиана месячных приростов цен, рассчитанная по дезагрегированным компонентам, % м/м SAAR



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

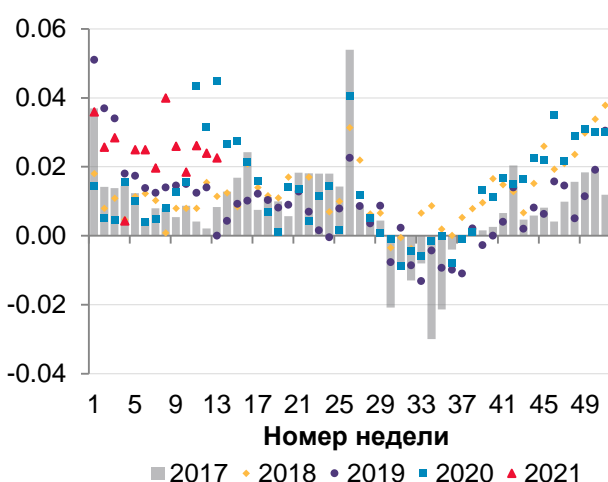
Рисунок 6. Модифицированные показатели базовой инфляции и оценка трендовой инфляции, % в годовом выражении



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

В начале апреля рост цен немного замедлился, но оставался на повышенном уровне. За первые пять дней месяца потребительские цены выросли на 0,1% (за полную неделю с 30 марта по 5 апреля – на 0,2%). Среднесуточный рост цен оставался повышенным относительно предыдущих лет, кроме аналогичного периода 2020 г., когда из-за ухудшения эпидемической ситуации наблюдался всплеск спроса на продовольствие (Рисунок 7). С учетом эффекта высокой базы апреля 2020 г. оценка годовой инфляции снизилась к 5 апреля до 5,66%.

Рисунок 7. Среднесуточный прирост цен, %



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

Рисунок 8. Темп роста стоимости и медиана распределения недельных приростов цен⁵, %



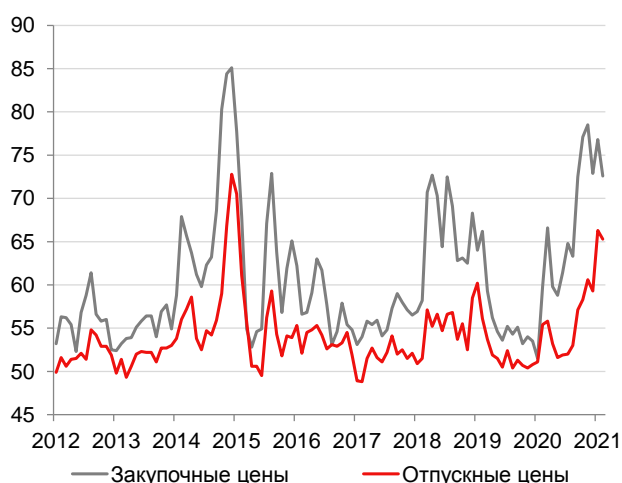
Источники: Росстат, расчеты ДИП.

⁵ Расчет сделан на основании расширенного списка товаров и услуг (без плодоовощной продукции и регулируемых тарифов). Ранее Росстат на еженедельной основе регистрировал 64 позиции товаров и услуг. С апреля 2020 г. список еженедельно наблюдаемых позиций был расширен до 100 категорий, с января 2021 г. – до 106.

1.2. Ценовые индексы PMI: глобальный рост инфляционного давления

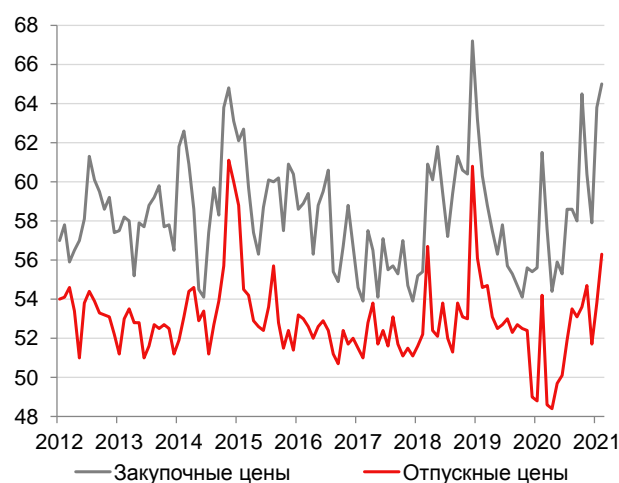
- Инфляционное давление в конце I квартала оставалось повышенным. На это указывает динамика ценовых индексов PMI: продолжающееся постепенное восстановление спроса накладывается на усиление ограничений на стороне предложения, прежде всего из-за ухудшения работы глобальных цепочек поставок, приводя к стабилизации роста цен на повышенных уровнях или его ускорению. Такая картина наблюдается в большинстве стран – как развитых, так и с формирующимися рынками.
- Индекс отпускных цен в российских обрабатывающих отраслях немного снизился в марте, но остался на повышенном уровне (Рисунок 9), в сфере услуг – вырос до максимума с начала 2019 г. (Рисунок 10). Основная причина – быстрый рост издержек (соответствующих индексов закупочных цен), который компании стараются частично переложить в отпускные цены на фоне восстановления спроса на их продукцию и услуги.
- Увеличение цен поставщиками вызвано проблемами с глобальными цепочками поставок, которые приводят к увеличению сроков поставок сырья и материалов: подындекс, характеризующий дисциплину поставщиков⁶ в обрабатывающих отраслях, продолжает снижаться (как в России, так и в других странах). Неопределенность относительно продолжительности пандемии остается высокой, поэтому влияние шоков предложения на динамику цен может оказаться затяжным.

Рисунок 9. Ценовые индексы PMI в обработке, пунктов



Источник: IHS Markit.

Рисунок 10. Ценовые индексы PMI в сфере услуг, пунктов



Источник: IHS Markit.

⁶ Suppliers' Delivery Times Index.

2. Экономическая динамика

В феврале российская экономика осталась на траектории роста. Ухудшение ряда макроэкономических показателей в годовом выражении связано со статистическим фактором (2020 г. был високосным) и не отражает текущие тенденции.

В отраслях внутреннего конечного спроса (потребительские и инвестиционные отрасли) в целом рост вернулся на свою среднесрочную траекторию после завершения процесса восстановления, сопровождавшегося повышенными темпами роста. При этом в некоторых потребительских отраслях производство сдерживается перебоями в трансграничных поставках (автомобилестроение), эпизоотической ситуацией (производство мяса кур и свиней), нехваткой рабочих-мигрантов (строительство).

Вместе с тем в отраслях промежуточного потребления и экспортных отраслях происходит активный восстановительный рост. Ему способствует улучшающаяся конъюнктура на мировых товарных рынках.

Кредитная активность остается высокой как в корпоративном, так и в розничном сегменте благодаря мягкой денежно-кредитной политике, регуляторным послаблениям и мерам господдержки. Это продолжает оказывать поддержку дальнейшему расширению внутреннего спроса.

2.1. Промышленность в феврале: по-прежнему неоднородное восстановление

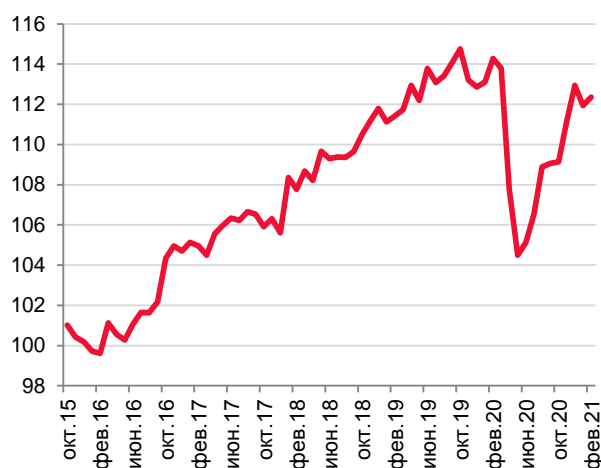
- В феврале снижение промышленного производства в годовом выражении усилилось из-за действия технических факторов: дополнительного дня в феврале високосного 2020 г. и эффекта высокой базы из-за закрытия крупных контрактов в ряде отраслей. Подтверждая этот вывод, месячная сезонно сглаженная динамика указывает на рост промышленного производства за счет добычи при стабилизации выпуска в обработке.
- Общий тренд выпуска промышленности остается положительным, при этом значительное влияние на месячную динамику могут оказывать различные временные/разовые факторы. В феврале снизилось производство в группах инвестиционных и потребительских отраслей по мере нормализации выпуска продукции в отдельных отраслях после существенного роста в предыдущие месяцы.
- В снижении выпуска в некоторых отраслях значительную роль играют шоки предложения (как временные, так и более устойчивые): нехватка комплектующих из-за новых регуляторных требований и влияние пандемии на цепочки поставок, холодная погода в ряде регионов, ухудшение эпизоотической ситуации, рост издержек на сырье.

В феврале промышленное производство снизилось на 3,7% г/г после снижения на 1,9% г/г в январе. На ускорение падения подействовал целый ряд факторов, среди которых *эффект високосного года*⁷, оказавший влияние на результаты работы отраслей с непрерывным циклом производства, и эффект *высокой базы* февраля 2020 года⁸. С учетом календарного эффекта снижение выпуска промышленности в феврале оказалось менее существенным – 1,3% г/г.

Наши оценки показывают, что промышленное производство несколько выросло в феврале на 0,4% м/м SA⁹ после снижения на 0,9% м/м SA в январе (Рисунок 11). На февральскую динамику повлияла корректировка вверх январских оценок общего выпуска (+0,6 п.п.) и выпуска обрабатывающих отраслей (+0,8 п.п.), что создало более высокую базу для сравнения.

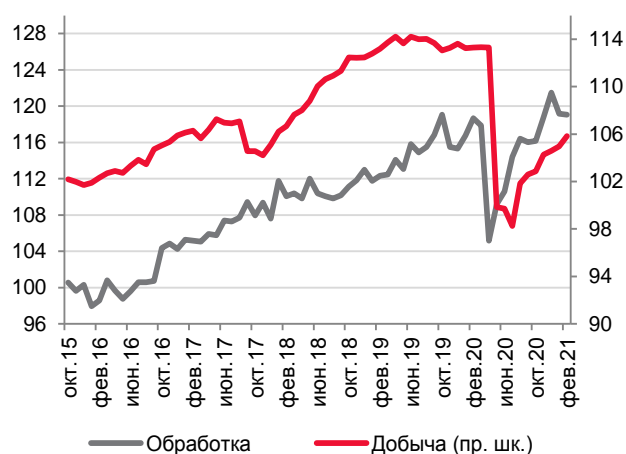
В секторе *добычи полезных ископаемых* рост объема производства в феврале ускорился до 0,8% м/м SA после повышения на 0,4% м/м SA в январе (Рисунок 12). Добыча сырой нефти и природного газа в феврале немного выросла (+0,2% м/м) в рамках соблюдения договоренностей ОПЕК+, но ее уровень по-прежнему отстает от прошлогоднего более чем на 10%. Отрасль вносила основной вклад в рост финансовых потоков¹⁰ на протяжении февраля, отражая как выросший объем добычи, так и повышение мировых цен.

Рисунок 11. Динамика индекса промышленного производства (2014 = 100)



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

Рисунок 12. Динамика индексов добычи полезных ископаемых и обрабатывающего производства (2014 = 100)



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

Оценка, сделанная на текущих данных, указывает на стабилизацию выпуска в *обрабатывающих производствах* (-0,1% м/м SA в феврале) после сокращения в январе на 1,9% м/м SA (Рисунок 12). Динамика выпуска в целом по сектору обработки сохраняет

⁷ В феврале 2020 г. было 29 календарных дней, в феврале 2021 г. – 28 дней. При этом число рабочих дней в феврале 2020 г. и феврале 2021 г. было одинаковым – 19 дней.

⁸ В феврале 2020 г. был закрыт ряд крупных контрактов в высокотехнологичных отраслях, активно росло производство в нефтехимической отрасли и фармацевтике.

⁹ Здесь и далее SA – с учетом сезонной корректировки (включая календарный фактор).

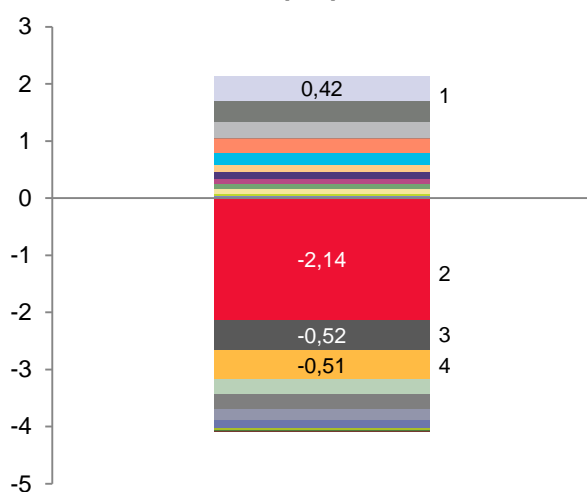
¹⁰ [Мониторинг отраслевых финансовых потоков](#)

положительный тренд, при этом в отдельные месяцы на объемы выпуска действуют различные временные/разовые факторы, увеличивающие его волатильность.

Группа *инвестиционных отраслей* показала снижение выпуска второй месяц подряд. Значительный вклад внесли сокращение производства компьютеров, электронных и оптических изделий (-4,5% м/м SA) – оно уверенно росло в конце предыдущего года, а также снижение производства прочей неметаллической минеральной продукции (-4,4% м/м SA), которое, с одной стороны, могло быть вызвано временным снижением спроса со стороны строительной отрасли из-за сильного похолодания в феврале, а с другой стороны, может быть косвенным сигналом более устойчивого сокращения активности в строительстве, на что указывает продолжившееся в марте снижение финансовых потоков в строительные отрасли¹⁰.

Разворот в динамике группы *потребительских отраслей* связан с сокращением фармацевтического производства (-14,5% м/м SA в феврале), вероятно, вызванным окончанием выполнения крупных заказов, в том числе государственных. Небольшое снижение выпуска в феврале показала также пищевая промышленность (-0,5% м/м SA) в тех подотраслях, которые столкнулись с ростом издержек и/или другими шоками предложения (например, вспышкой птичьего гриппа). Одним из основных драйверов отрицательной динамики выпуска потребительских отраслей стало падение производства легковых автомобилей (-4,3% м/м SA в феврале) после двух месяцев роста. Снижение производства легковых автомобилей в феврале, вероятно, обусловлено нехваткой чипов для модулей, которая может затянуться не менее чем на полгода.

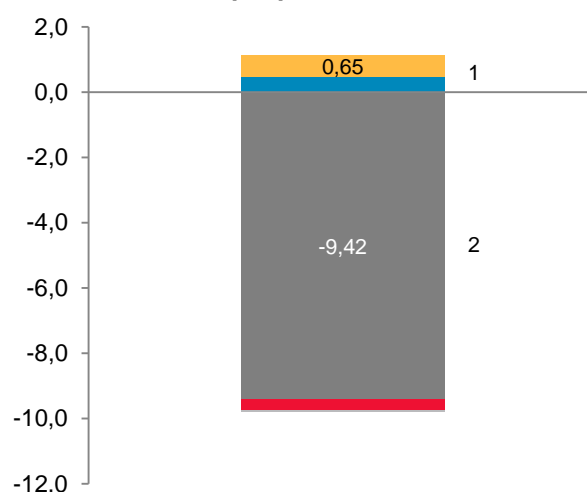
Рисунок 13. Вклад отдельных отраслей в прирост сектора обрабатывающей промышленности в феврале, п.п. г/г



- 1 Производство лекарственных средств и материалов
- 2 Производство кокса и нефтепродуктов
- 3 Производство готовых металлических изделий, кроме машин и оборудования
- 4 Производство металлургическое

Источники: Росстат, расчеты ДИП.

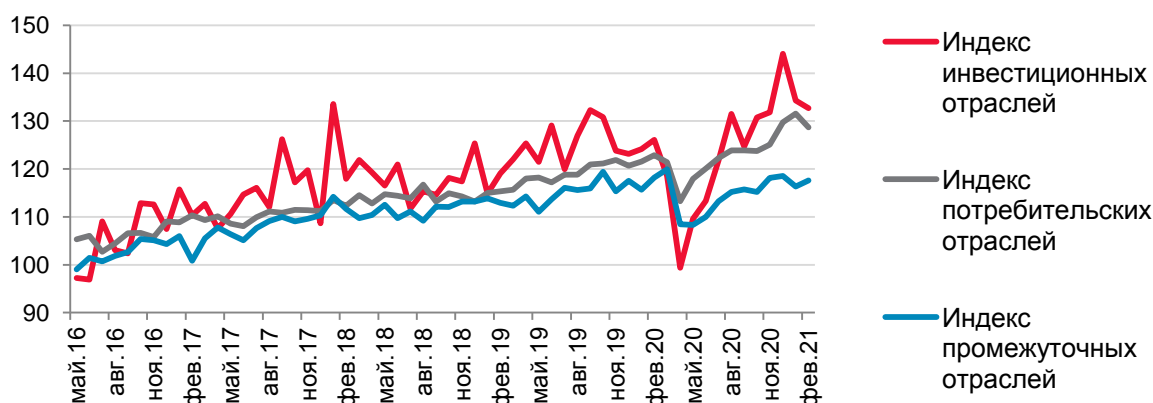
Рисунок 14. Вклад отдельных отраслей в прирост добывающей промышленности в феврале, п.п. г/г



- 1 Добыча угля
- 2 Добыча сырой нефти и природного газа

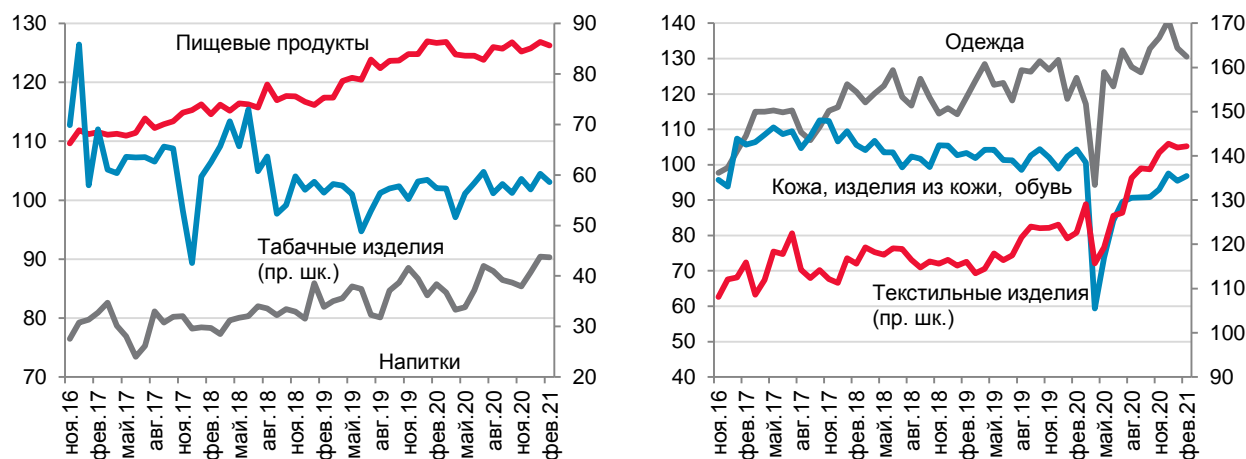
Основную поддержку выпуску в секторе обработки в феврале оказала группа *промежуточных отраслей*. Наиболее значительный вклад в положительную динамику выпуска этой группы внесло производство кокса и нефтепродуктов (+2,5% м/м SA в феврале), которое выросло вслед за повышением добычи нефти. Нефтепереработка лидировала по росту входящих финансовых потоков¹⁰ в конце февраля.

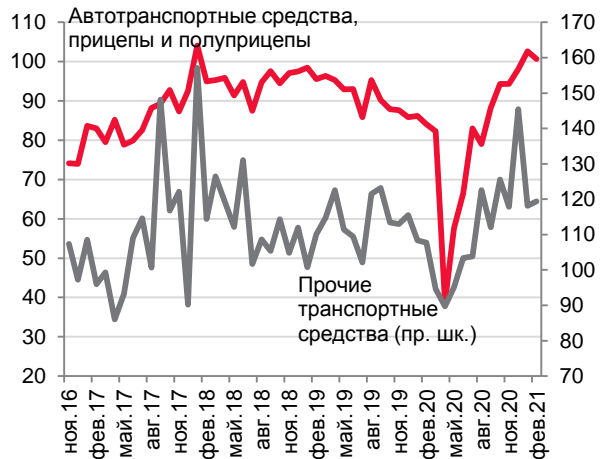
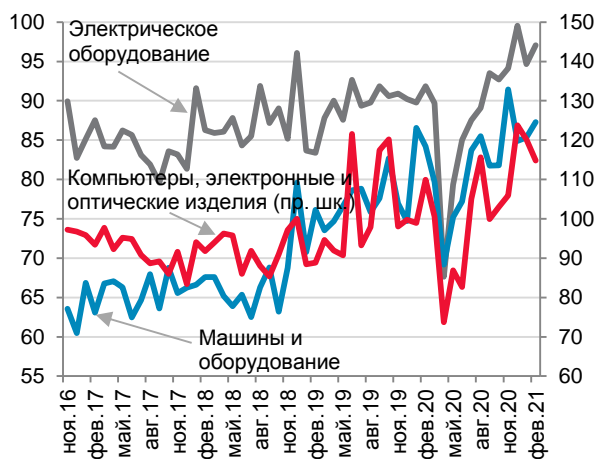
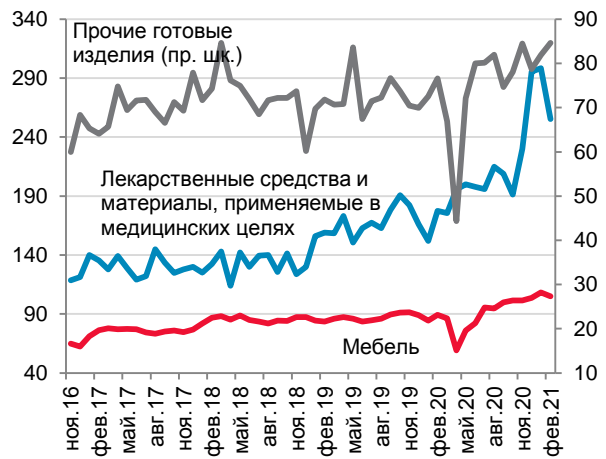
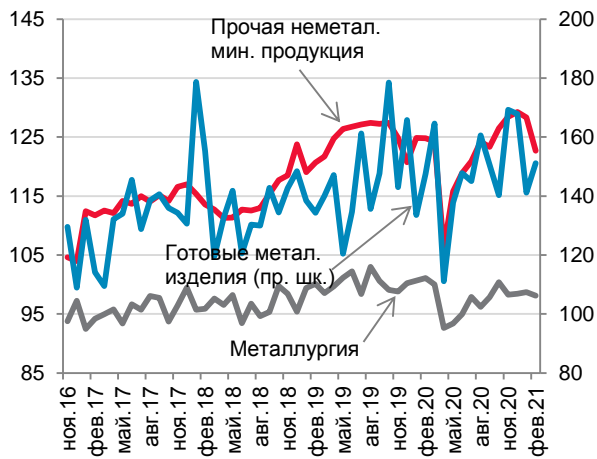
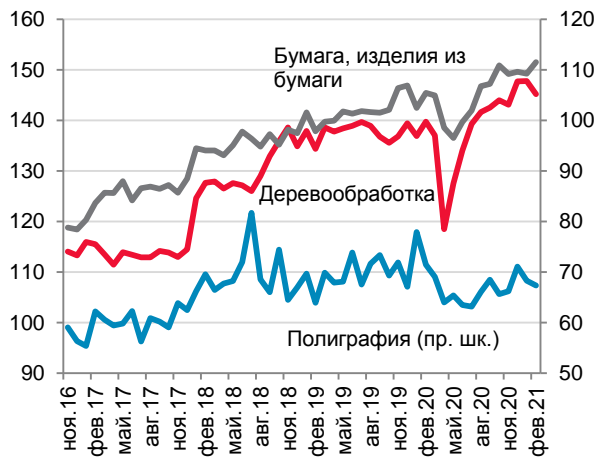
Рисунок 15. Производство групп отраслей обрабатывающей промышленности, янв. 2016=100%, сезонность устранена



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

Рисунок 16. Производство отраслей обрабатывающей промышленности, дек. 2012=100%, сезонность устранена





Источники: Росстат, расчеты ДИП.

2.2. Дальнейший рост потребительского спроса в феврале

- Из-за высокой базы высокосного 2020 г. розничные продажи в феврале снизились на 1,1% г/г. Однако их уровень продолжает восстанавливаться – +0,5% м/м SA. Поддержку динамике потребления оказывает продолжающееся снижение уровня безработицы.
- Рост благосостояния и улучшение ожиданий позволили населению продолжить наращивать потребление продовольственных товаров. Потребление непродовольственных товаров осталось стабильным после сильного роста в январе, что может объясняться постепенным переключением спроса на сферу услуг, которая продолжает восстанавливаться.
- Оперативные индикаторы марта на фоне улучшений на рынке труда и ожидаемой активизации роста зарплат фиксируют годовой рост потребительских расходов.

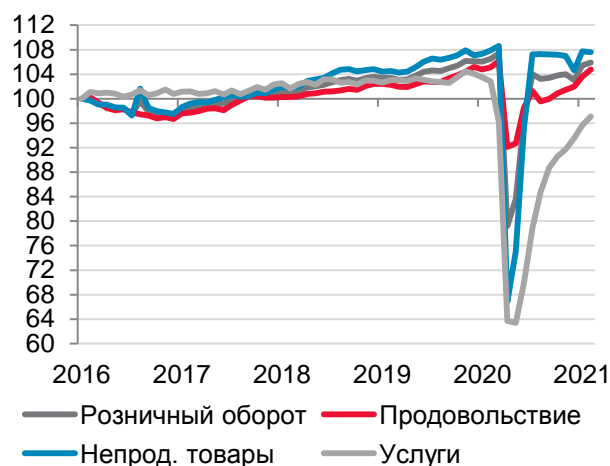
В феврале рост потребительского спроса замедлился. После выхода розничного товарооборота на докризисный уровень в январе (-0,1% г/г) февральский показатель оказался ниже прошлогоднего (-1,1% г/г). Однако это полностью объясняется эффектом базы высокосного 2020 г. (Рисунок 17). Сезонная корректировка указывает на продолжение роста потребления: 0,5% м/м SA после увеличения на 2,3% м/м SA в январе (Рисунок 18).

Рисунок 17. Динамика оборота сектора услуг, розничной торговли, продовольствия и непродовольственных товаров, % г/г



Источник: Росстат.

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



Источники: Росстат, расчет ДИП.

Рост благосостояния и улучшение ожиданий позволили населению продолжать наращивать потребление *продовольственных товаров* – 1,1% м/м SA. Потребление *непродовольственных товаров* стабилизировалось (-0,2% м/м SA) после значительного роста на 3,0% м/м SA в январе. Это, вероятно, объясняется активизацией восстановления в сфере услуг. На фоне улучшения эпидемиологической обстановки, дальнейшего

смягчения ограничений и снижения воспринимаемого населением риска, связанного с коронавирусом, отставание потребления услуг от уровней предыдущего года в феврале сократилось до 6,0% г/г, а месячный прирост составил 1,5% SA.

Поддержку динамике потребления продолжает оказывать улучшение ситуации на рынке труда. Согласно данным Росстата, численность занятого населения в феврале продолжила восстановление и составила 70,7 млн человек, что на 0,37 млн ниже, чем в феврале 2020 года. Уровень безработицы снизился еще на 0,1 п.п., достигнув 5,6% (Рисунок 19). Снижению безработицы способствует сохраняющийся относительно высокий спрос на труд. По нашим оценкам на данных платформы HeadHunter, без учета здравоохранения, где наблюдалась нормализация ситуации¹¹, рост числа вакансий в феврале ускорился.

Существенный вклад в повышение уровня занятости вносит восстановление активности в сфере услуг. В условиях роста внутреннего туризма на фоне закрытия границ число вакансий в туризме увеличилось на 36% г/г. Высокий рост спроса на рабочую силу демонстрирует также сфера спорта и красоты – 27% г/г. Активное восстановление спроса на рабочую силу в пострадавших отраслях сферы услуг косвенно указывает на то, что структурная компонента в приросте безработицы оказалась небольшой.

Рост зарплаты в январе сильно замедлился после резкого роста в декабре 2020 г., что подтверждает гипотезу о том, что скачок зарплат в конце 2020 г. был вызван переносом части выплат с начала 2021 г. в преддверии повышения НДФЛ до 15% для доходов выше 5 млн рублей в год. Номинальный рост оказался незначительно выше инфляции, реальный – близким к нулю (5,3 и 0,1% г/г соответственно) (Рисунок 20).

Рисунок 19. Уровень безработицы, %



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

Рисунок 20. Динамика заработной платы, % г/г



Источник: Росстат.

Оперативные индикаторы марта на фоне улучшений на рынке труда и ожидаемой активизации повышения зарплат указывают на годовой рост потребительских расходов.

¹¹ В декабре и январе число вакансий в медицинской сфере выросло в шесть раз относительно уровня годичной давности, что, вероятно, было связано с развертыванием кампании по массовой вакцинации населения от коронавируса.

Номинальное увеличение трат на продовольствие отражает повышенный рост цен на эту категорию при стабильных объемах потребления в реальном выражении. Вместе с тем в марте продолжается активизация потребления в ранее стагнировавших категориях сектора услуг (кафе, отели, авиабилеты).

2.3. Рост экономики продолжился в марте

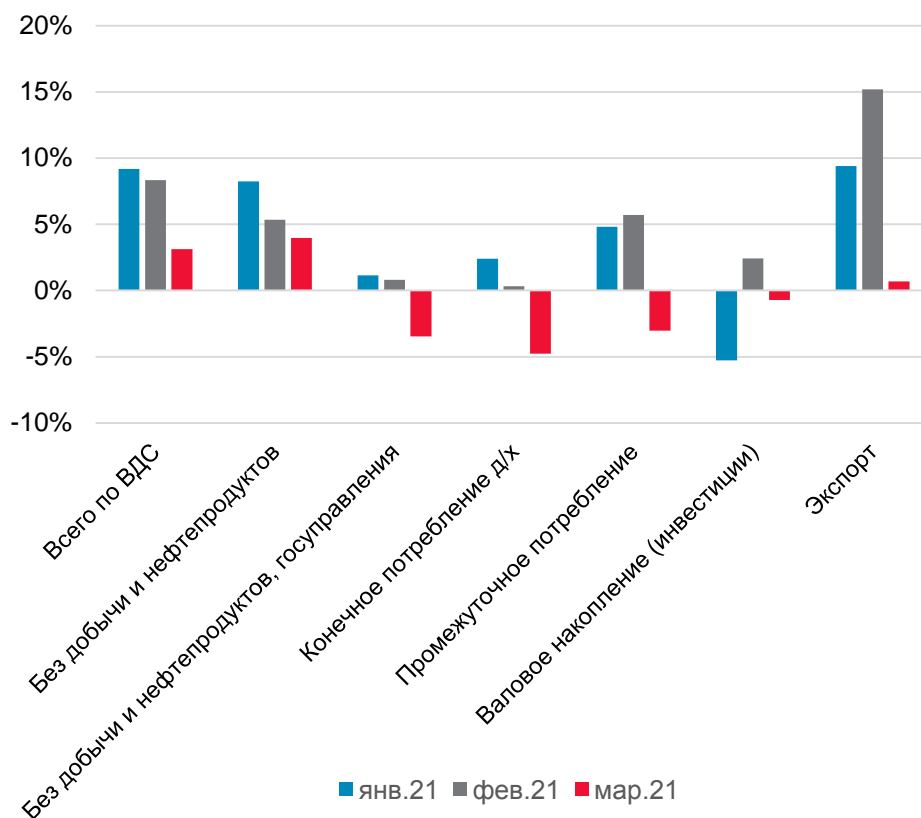
- Динамика различных оперативных индикаторов за март указывает на продолжение роста экономики в марте. При этом фаза восстановления, сопровождающаяся повышенными темпами роста, вероятно, пройдена. Мы ожидаем, что в ближайшие кварталы темпы роста экономики будут постепенно замедляться, но в условиях закрытия отрицательного разрыва выпуска в ряде отраслей будут держаться выше потенциальных темпов.
- Индексная оценка ВВП по ДФМ-модели, основанная на краткосрочной статистике и оперативных индикаторах, указывает на рост ВВП в I квартале в размере 0,8–0,9% к/к SA. Тем не менее в условиях неоднородного характера восстановления экономики на фоне проявления долгосрочных структурных последствий коронакризиса, данная модельная оценка пока характеризуется относительно более широким доверительным интервалом по сравнению с докризисным периодом.
- Одним из факторов риска остается эпидемическая ситуация в мире, которая за последний месяц обострилась. Это повышает риски замедления восстановления мировой экономики и, как следствие, российского экспорта. В некоторых отраслях промышленности рост выпуска начинают сдерживать проблемы на стороне предложения, связанные прежде всего с ухудшением работы глобальных цепочек поставок.
- Согласно данным по отраслевым платежам в платежной системе Банка России, в марте входящие потоки во все укрупненные отрасли, кроме государственного спроса, не показали роста в месячном выражении. Однако в целом входящие платежи оставались близко к уровню IV квартала 2020 г. или несколько выше него (Рисунок 21).
- Потребление электроэнергии продолжило рост, отражая уверенное восстановление в энергоемких отраслях (Рисунок 22). Значительное превышение докоронавирусных уровней сохраняется в ОЭС¹² Центра, где уверенная динамика электропотребления во многом объясняется ростом промышленности¹³. Потребление электроэнергии демонстрирует выраженный рост также в ОЭС Юга в условиях активизации внутреннего туризма на фоне закрытия границ. В свою очередь потребление электричества в ОЭС Урала, где сосредоточены основные нефтедобывающие промыслы, сдерживается выполнением условий сделки ОПЕК+.
- Опросные индикаторы указывают на некоторое замедление роста в обрабатывающей промышленности: соответствующие подындексы PMI по выпуску и новым за-

¹² Объединенная энергетическая система.

казам в марте немного снизились, но остались в зоне роста. Схожую динамику демонстрируют финансовые потоки в обрабатывающих отраслях. При этом значительно ускорился рост в секторе услуг, отражая постепенное снятие ограничительных мер.

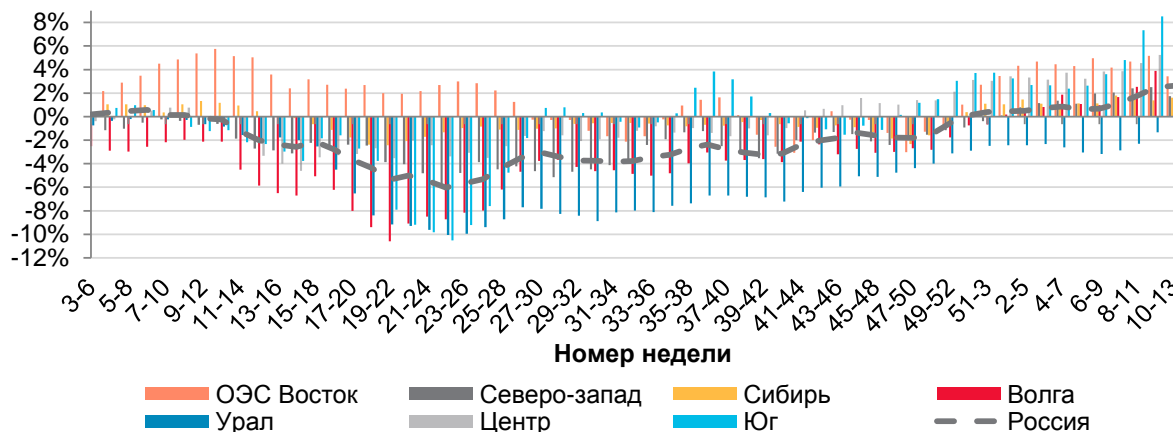
- Оперативные индикаторы потребительской активности говорят о ее продолжающемся росте. Индекс потребительской активности в марте держится на максимальных для 2021 г. уровнях. При этом в отдельных ранее стагнировавших категориях сектора услуг (развлечения, отели, авиабилеты) наблюдается значимое усиление динамики потребления как в годовом, так и месячном выражении (Рисунок 23, Рисунок 24).

Рисунок 21. Динамика сезонно сглаженных входящих финансовых потоков, % от уровня IV квартала 2020 года



Источники: Банк России, Мониторинг отраслевых финансовых потоков.

Рисунок 22. Темпы прироста электропотребления, скользящее среднее за четыре недели с поправкой на температуру и число рабочих дней, % г/г



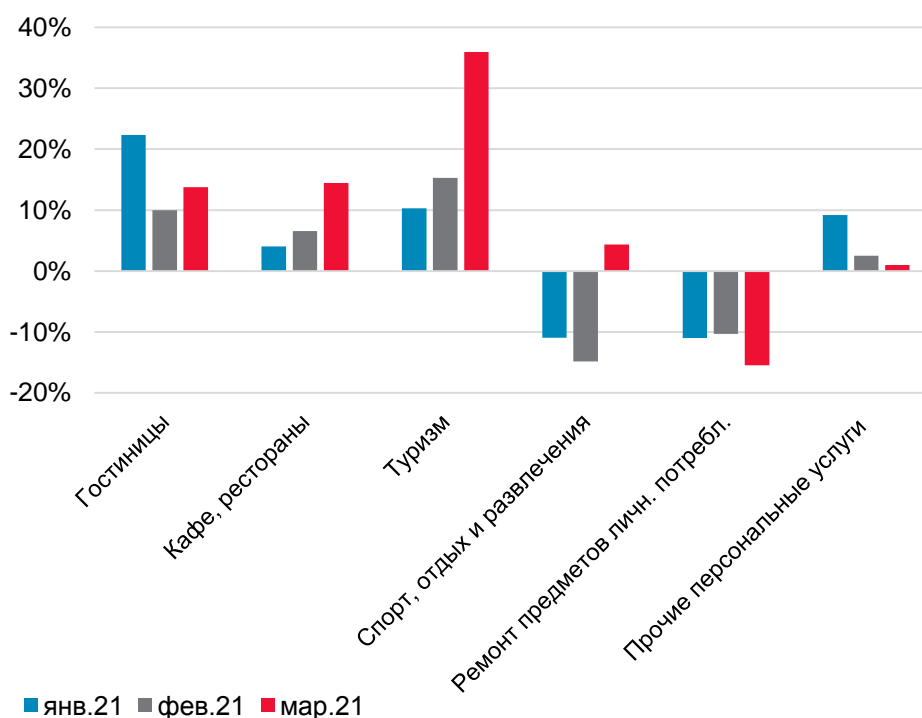
Источники: Системный оператор Единой Энергетической системы.

Рисунок 23. Изменение реальных расходов на товары и услуги в марте, % г/г



Источник: Лаборатория «СберДанные».

Рисунок 24. Динамика сезонно сглаженных входящих финансовых потоков, % от уровня IV квартала 2020 года



Источники: Банк России, Мониторинг отраслевых финансовых потоков.

2.4. Кредитование: уверенный рост

- В феврале 2021 г. продолжился быстрый рост ипотечного кредитования под влиянием мягкой денежно-кредитной политики и действия льготных программ. Однако, вероятно, в течение этого года рост ипотечного кредитования несколько замедлится относительно текущих уровней. Основные причины – повышение цен на недвижимость и постепенный возврат Банка России к нейтральной денежно-кредитной политике.
- Продолжается уверенный рост в сегментах необеспеченного потребительского кредитования и автокредитования. Постепенное возвращение к нейтральной денежно-кредитной политике приведет к стабилизации темпов роста потребительского кредитования. Несмотря на это, потребительский спрос останется основным драйвером роста экономики в среднесрочной перспективе.
- Качество кредитов, выданных физическим лицам, остается стабильным. Этому способствуют сохранение консервативной политики банков в отношении новых выданных и уверенное восстановление экономической активности и доходов населения. В дальнейшем мы ожидаем постепенного улучшения качества обслуживания кредитов (за исключением реструктурированных).

В феврале низкие процентные ставки и действие льготных программ продолжали поддерживать рост ипотечного сегмента: объем выдач новых кредитов в рублях в 1,5 раза превысил показатели февраля 2020 года. Годовой прирост выдач превысил январские значения (37% г/г), но оказался ниже показателей декабря 2020 г. (62% г/г). Прирост выдач по договорам участия в долевом строительстве составил 50%, что сопровождается ростом объема строящихся многоквартирных домов с [использованием механизма счетов эскроу](#). Низкий уровень процентных ставок также стимулирует рефинансирование кредитов: объем выдач кредитов, предоставленных на погашение ранее выданных кредитов, вырос более чем в два раза в годовом выражении.

В ближайшие месяцы ипотечный сегмент, вероятно, останется основным драйвером роста розничного кредитования. При этом следует обратить внимание на рост [среднего чека по ипотеке](#), который объясняется не только низкими ставками и льготными программами, но и происходящим одновременно с этим ростом цен на жилье. Мы ожидаем, что удорожание жилья и возврат к нейтральной денежно-кредитной политике приведут к некоторому замедлению темпов роста кредитования в ипотечном сегменте относительно текущих уровней.

Прирост необеспеченного потребительского кредитования продолжил ускоряться, составив в феврале 1,6% м/м SA. Трехмесячный аннуализированный темп прироста вырос до 16,27%, что вскоре приведет и к ускорению годового роста необеспеченных кредитов. При этом, по данным [НБКИ](#), количество выданных потребительских кредитов за месяц практически не изменилось, однако [наблюдался рост среднего чека](#). Это объясняется ростом цен на товары и услуги, а также политикой банков, которые предпочитают выдавать кредиты наиболее платежеспособным заемщикам. Об оживлении в сегменте необеспеченного потребительского кредитования говорит и существенный рост выдач краткосрочных кредитов физическим лицам в рублях, наблюдавшийся в феврале.

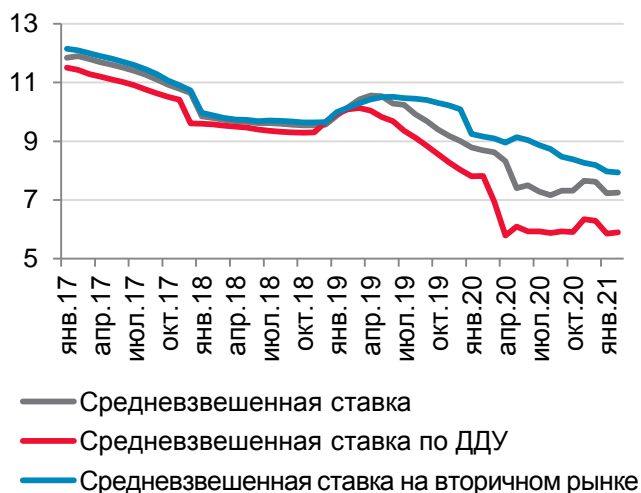
Восстановление необеспеченного потребительского кредитования вызвано оживлением спроса. По данным «[СберИндекс](#)», в феврале наблюдался рост потребительских трат – в частности, в сегментах «Развлечения» и «Спорт». Кроме того, улучшение ситуации на рынке труда привело к стабилизации доходов граждан, что увеличило их шансы на получение кредитов. При этом, согласно [Мониторингу отраслевых финансовых потоков](#), в феврале восстановление потребительского спроса несколько замедлилось по сравнению с январской динамикой, причем схожая тенденция наблюдалась и в марте. Необеспеченное потребительское кредитование продолжает сдерживаться также [консервативной политикой банков](#). В совокупности данные наблюдения свидетельствуют о том, что в ближайшие месяцы необеспеченное потребительское кредитование в целом продолжит уверенный рост, но дальнейшего значимого его ускорения ожидать не следует.

Прирост автокредитования составил 1,3% м/м SA, оказавшись сопоставимым с июльскими значениями. Объем выдач автокредитов в рублях на 22% превысил январские значения и на 28% – значения февраля 2020 года. Согласно данным [НБКИ и Автостата](#), рост количества купленных в кредит автомобилей объясняется наличием льготных программ¹⁴ и ожиданием роста цен на автомобили в дальнейшем. С одной стороны, сохранение льготных программ будет продолжать поддерживать динамику автокредитования.

¹⁴ Программы «Первый автомобиль» и «Семейный автомобиль».

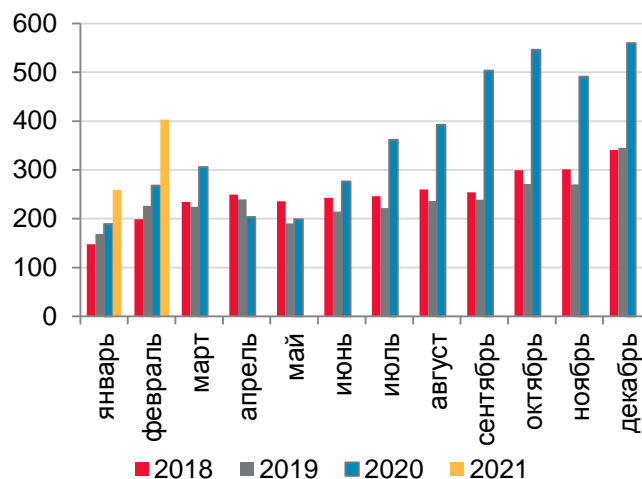
С другой стороны, спрос на автомобили и на автокредиты может несколько снизиться в случае существенного роста цен.

Рисунок 25. Динамика ставок на ипотечном рынке, %



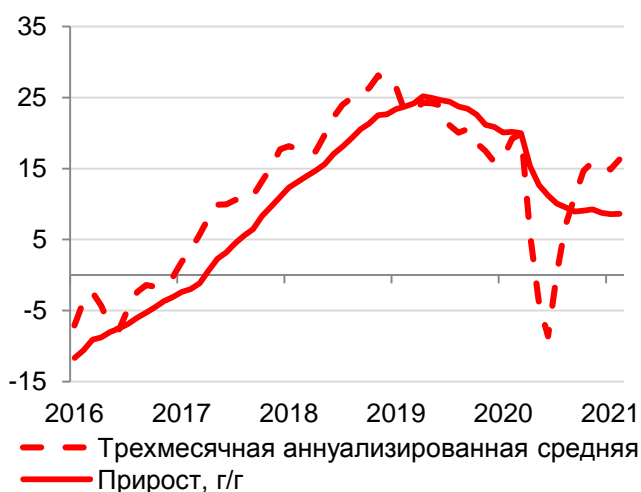
Источник: Банк России.

Рисунок 26. Объемы новых предоставленных ипотечных жилищных кредитов (млрд руб.)



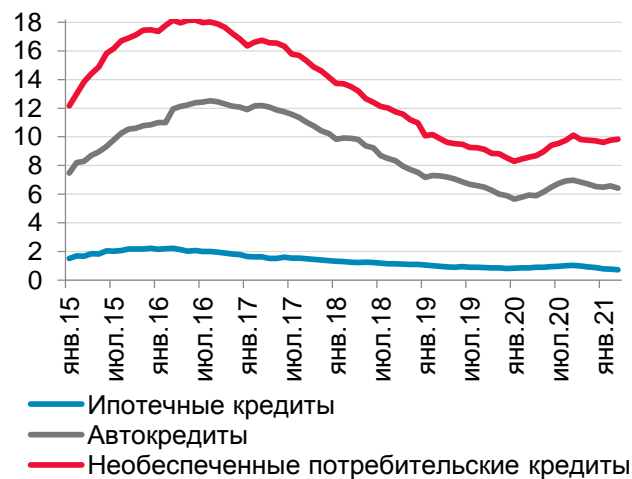
Источник: Банк России.

Рисунок 27. Динамика необеспеченных потребительских кредитов, %



Источник: Банк России.

Рисунок 28. Доля задолженности, просроченной на 90 дней и более, в кредитных требованиях, %



Источник: Банк России.

Качество розничных кредитных требований остается стабильным: доля проблемных и безнадежных ссуд за февраль практически не изменилась¹⁵, составив 7,4%, доля неработающих ссуд¹⁶ снижается как по необеспеченным потребительским кредитам и автокредитам, так и по ипотеке. Мы ожидаем, что по мере дальнейшего восстановления деловой активности качество обслуживания кредитов (за исключением реструктурированных) будет постепенно улучшаться.

¹⁵ Рассматриваются ссуды IV–V категорий качества, по данным формы банковской отчетности 0409115.

¹⁶ Рассматриваются ссуды, просроченные на 90 дней и более, по данным формы банковской отчетности 0409115.

3. Глобальная экономика, финансовые и товарные рынки

3.1. Восстановление зарубежных экономик остается неравномерным

- Эпидемическая ситуация ухудшается в большинстве регионов мира. За европейскими странами, продлившим или ужесточившим карантинные ограничения до конца апреля, может последовать и ряд других стран. Динамика экономической активности остается неоднородной в разных странах и регионах.
- Несмотря на сохраняющиеся логистические проблемы на стороне предложения, влияние мер бюджетной поддержки на фоне постепенного роста мобильности населения заметно поддержит восстановление экономики США в ближайшие кварталы. В еврозоне продление или ужесточение ограничительных мер отсрочит восстановление деловой активности к докризисным уровням. В Китае рост замедляется до более устойчивых темпов, а ключевым драйвером становится внутренний спрос при некотором ослаблении динамики внешнего.
- Ослабление действия дезинфляционных факторов при устойчивом проявлении проинфляционных на фоне постепенного восстановления спроса создает предпосылки для начала нормализации ДКП в некоторых СФР. Этот процесс может также подпитываться ожиданиями более раннего, чем предполагалось ранее, ужесточения ДКП в крупнейших экономиках, прежде всего США.

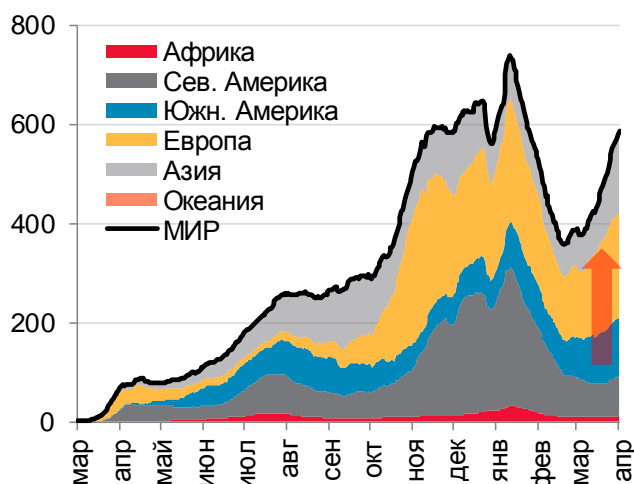
Covid-19: эпидемическая ситуация в мире начинает ухудшаться

Число новых случаев заражения коронавирусом в мире продолжает непрерывно увеличиваться с конца февраля (Рисунок 29). Растет число стран и регионов, где наблюдается ухудшение ситуации, продолжается распространение более контагиозных вариантов вируса.

Риски продления и ужесточения ограничений начинают реализовываться в Европе. В условиях усиления распространения эпидемии большинство крупных стран ЕС продлили или ужесточили ограничения¹⁷, что привело к остановке восстановления мобильности в еврозоне (Рисунок 30). Продление или возвращение ограничений может также коснуться и других стран, которые не успели провести массовую вакцинацию.

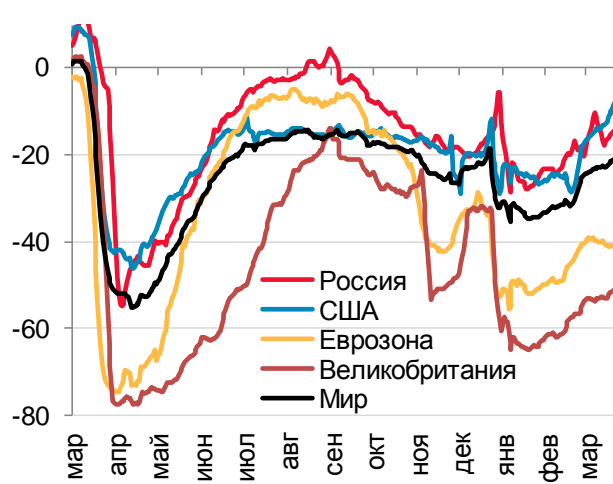
¹⁷ <https://www.bbc.com/news/explainers-53640249>

Рисунок 29. Дневной прирост новых случаев, тыс. чел., среднее за 7 дней



Источник: Oxford University.

Рисунок 30. Посещение магазинов и мест отдыха, прирост в % от медианы за период с 3 января по 6 февраля 2020 г., среднее за 7 дней



Источник: Bloomberg Finance L.P.

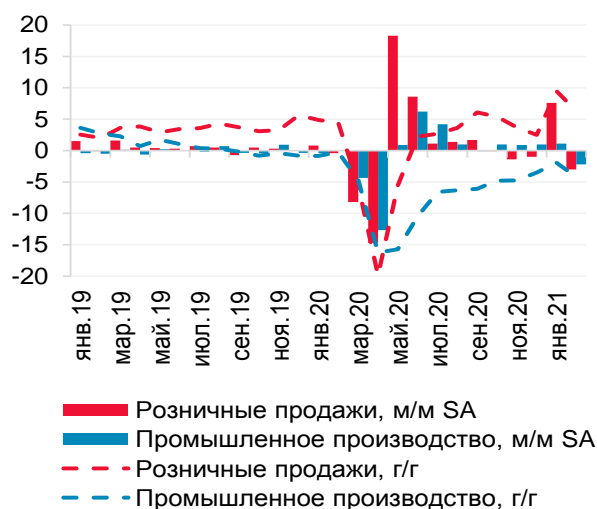
США: временная пауза в восстановлении экономики в феврале

Экстремальные погодные условия сдержали потребительскую и производственную активность в феврале. Из-за сильных холодов, вынудивших потребителей больше оставаться дома, розничные продажи просели на 3,0% м/м SA (Рисунок 31), а личные расходы домохозяйств снизились на 1,2% м/м SA. В условиях сохраняющихся логистических проблем и нехватки отдельных комплектующих также сократилось промышленное производство (на 2,2% м/м SA)¹⁸.

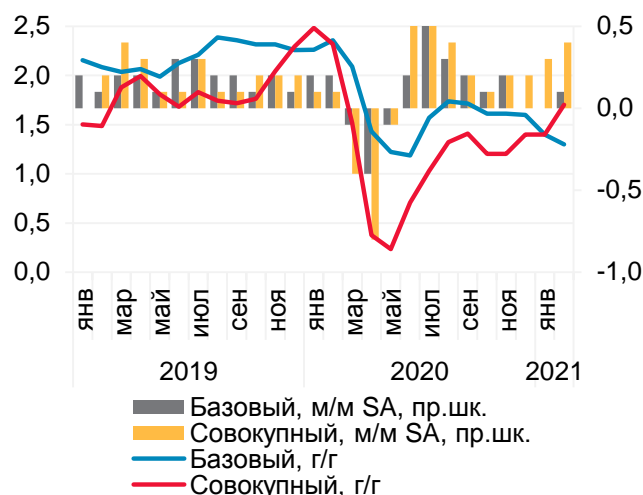
В случае дальнейшей нормализации эпидемической ситуации и ускорения темпов вакцинации рост мобильности населения, восстановление рынка труда на фоне принятых стимулирующих фискальных мер, трата накопленных ранее сбережений населением будут способствовать уверенному росту экономической активности в ближайшие кварталы.

Вместе с тем рост потребительских цен в феврале ускорился до 0,4% с 0,3% м/м SA (до 1,7% с 1,4% г/г), отражая повышение инфляционного давления (Рисунок 32). Это происходит под влиянием как постепенного восстановления спроса, так и сдерживающих факторов на стороне предложения. Так, устойчивый рост зарплат в совокупности с продолжающимся ростом цен на нефть, увеличением издержек из-за перебоев поставок и увеличением разрыва между производством и потреблением могут привести к дальнейшему нарастанию инфляционного давления устойчивого характера. На этом фоне повысились инфляционные ожидания участников финансового рынка, что привело к повышению доходностей длинных гособлигаций США.

¹⁸ Производство в добывающей промышленности снизилось на 5,4% м/м SA (+0,5% м/м SA без учета эффекта погодных условий), а в обрабатывающей промышленности – на 3,1% м/м SA (-0,5% м/м SA без учета эффекта погодных условий).

Рисунок 31. Динамика розничных продаж и промышленного производства, %

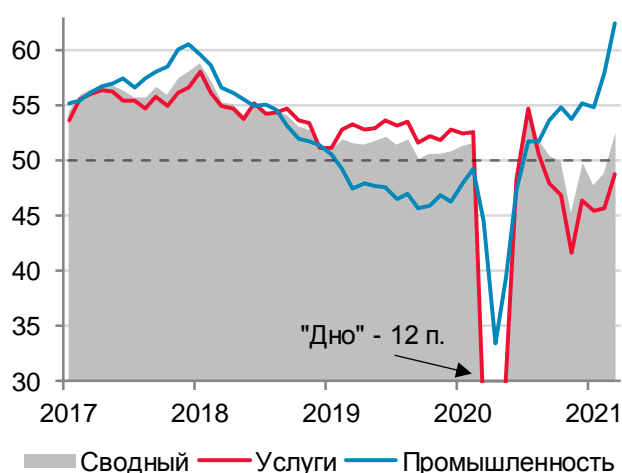
Источник: Bloomberg Finance L.P.

Рисунок 32. Рост ИПЦ и БИПЦ в США, %

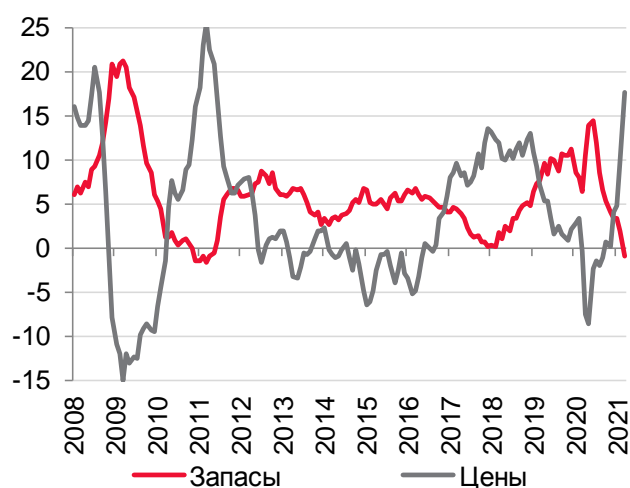
Источник: Bloomberg Finance L.P.

Еврозона: продление ограничений задержит восстановление экономики

Предварительная оценка сводного PMI еврозоны в марте указывает на возврат экономики к росту: индекс вырос до 52,5 пункта, оказавшись заметно лучше ожиданий (Рисунок 3). Значительная разница между уровнями индексов в услугах и обработке сохраняется. PMI в обработке увеличился до рекордного уровня за всю историю наблюдений — 62,5 пункта. Индекс в секторе услуг повысился до 48,8 пункта, что формально соответствует сокращению активности.

Рисунок 33. Индексы PMI еврозоны, пунктов

Источник: Bloomberg Finance L.P.

Рисунок 34. Оценка отпускных цен и запасов в промышленности, пунктов

Источник: Еврокомиссия.

Однако большая часть респондентов в марте была опрошена до объявлений о продлении/ужесточении ограничений, которые позволяют ожидать лишь непродолжитель-

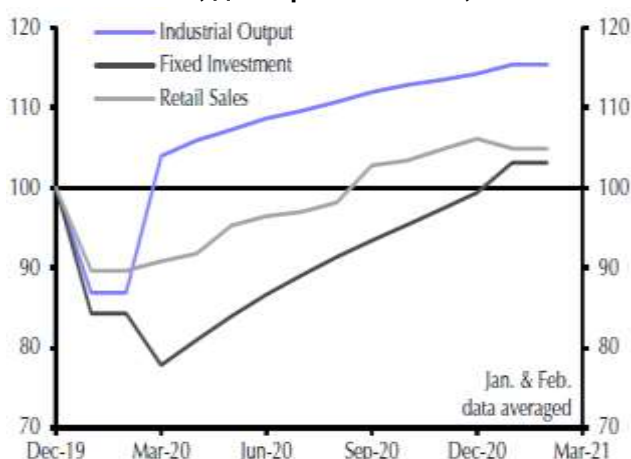
ного улучшения ситуации и слабого роста экономики в II квартале. Аналитики уже понизили прогнозы роста ВВП еврозоны на 2021 г. на величину в пределах 0,5 процентного пункта. Такие прогнозы означают, что восстановление экономики до докризисного уровня может занять на квартал дольше, чем ожидалось еще в начале марта.

Рост инфляции с 0,9% в феврале до 1,3% в марте соответствовал консенсус-прогнозу и был вызван увеличением инфляции энергоресурсов с -1,7 до + 4,3% г/г. Вопреки ожиданиям базовая инфляция снизилась с 1,1 до 0,9% г/г отчасти из-за эффекта отложенных зимних распродаж. Дальнейшее увеличение инфляции энергоресурсов, по оценкам аналитиков, добавит около 0,5 п.п. к общей инфляции к июлю. Кроме того, снижение запасов и задержки в поставках приводят к росту ожидаемых цен на промтовары (Рисунок 34), а индекс отпускных цен PMI в обработке в марте достиг рекордно высокого за 10 лет уровня. Мы ожидаем, что поддержку росту цен во второй половине года окажут восстановление внутреннего спроса по мере ослабления ограничений.

Китай: внутренний спрос становится драйвером роста экономики

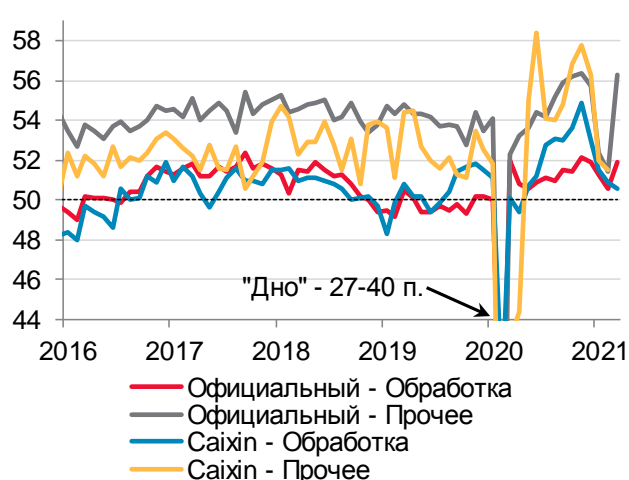
Макроэкономические показатели Китая за январь–февраль оказались лучше ожиданий, указывая, тем не менее, на замедление роста экономики в начале 2021 г. (Рисунок 35). С одной стороны, из-за действующих ограничений на поездки рабочие-мигранты были вынуждены остаться рядом с рабочими местами на время китайского Нового года. Благодаря этому в среднем за январь–февраль, по оценкам Capital Economics, рост промышленного производства сохранился на уровне 0,7% м/м SA, а инвестиций в основной капитал – ускорился до 2,5% м/м SA (в декабре 0,7 и 2,1% м/м SA соответственно). С другой стороны, ограничения на поездки привели к снижению розничных продаж в январе–феврале на 0,4% м/м SA после роста на 1,3% м/м SA в декабре.

Рисунок 35. Основные макропоказатели Китая, декабрь 2019 = 100, SA



Источник: Capital Economics.

Рисунок 36. Индексы PMI Китая, пунктов



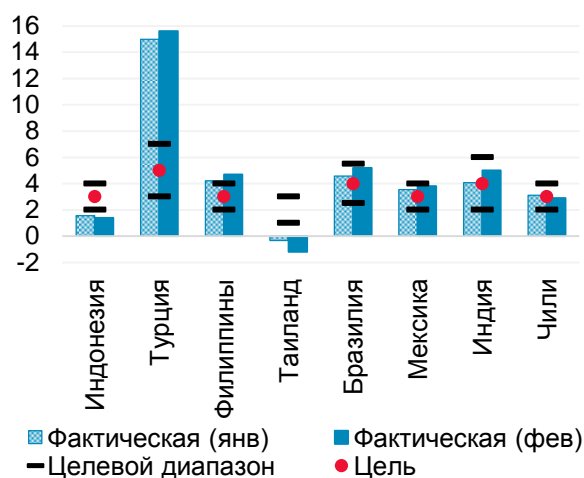
Источник: Bloomberg Finance L.P.

Мартовские индексы PMI в Китае дают неоднозначные сигналы о динамике экономической активности в промышленности. Официальный PMI в обрабатывающей промышленности вырос, в то время как Caixin PMI снизился (Рисунок 36). Учитывая, что Caixin PMI включает большую долю экспортеров, чем официальный PMI, расхождение индексов косвенно свидетельствует о постепенном выходе внутреннего спроса на лидирующую роль в росте китайской экономики. Это подтверждается также повышением официального индекса PMI в прочих видах деятельности.

Переход к нормализации ДКП в СФР не за горами?

В феврале в большинстве СФР¹⁹ наблюдался рост инфляционного давления. Инфляция в половине стран, входящих в периметр нашего анализа, оставалась в рамках целевых диапазонов. В Турции и на Филиппинах рост цен превышает целевые диапазоны, а в Индонезии и Таиланде отклоняется от них вниз (Рисунок 37). При этом наиболее волатильные компоненты инфляции (прежде всего цены на топливо) продолжают оказывать существенное влияние на ускорение роста стоимости потребительской корзины.

Рисунок 37. Совокупная инфляция и целевые диапазоны в избранных СФР, % г/г



Источник: Bloomberg Finance L.P.

Рисунок 38. Базовая инфляция в избранных СФР, % г/г



Источник: Bloomberg Finance L.P.

Рост базовой инфляции в большинстве СФР (Рисунок 38) прежде всего вызван перекладыванием в цены возросших издержек в условиях восстановления спроса, а также последствием ограничений на стороне предложения, в значительной мере связанных с логистикой. Кроме того, на повышенном уровне остаются инфляционные ожидания.

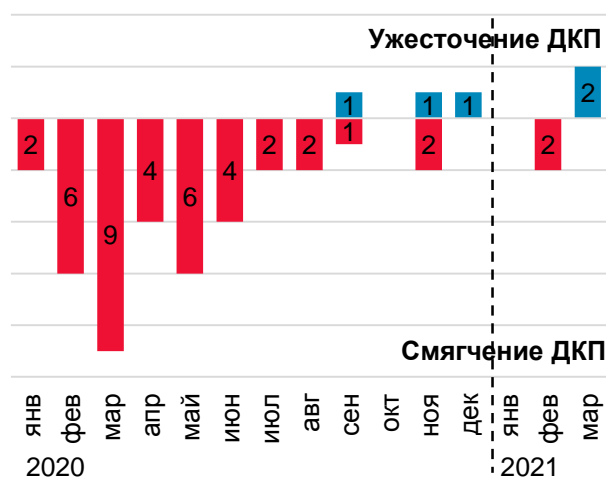
Впрочем, в некоторых странах (Индонезия, Таиланд и Чили) базовая инфляция снизилась или осталась неизменной. Эти страны объединяет относительно медленное восстановление внутреннего спроса, которое ограничивается слабостью на рынке труда,

¹⁹ В периметр анализа мы включаем восемь СФР: Индонезия, Турция, Филиппины, Таиланд, Бразилия, Мексика, Индия, Чили.

зависящем от сферы услуг, в том числе международного туризма. Восстановление этого сектора экономики, вероятно, будет самым поздним и долгим, поскольку требует полномасштабного открытия границ. Оно видится возможным только при значительном улучшении эпидемической ситуации в ключевых странах – импортерах туристических услуг. Вероятно, это определит более позднее начало нормализации ДКП в таких странах.

В условиях роста инфляционного давления в некоторых СФР намечается или уже начался переход к постепенной нормализации ДКП. Так, Банк Бразилии повысил ключевую ставку на 75 б.п., до 2,75% годовых. Также в марте снова увеличил ключевую ставку Банк Турции (на 200 б.п., до 19,0%), где преобладают проинфляционные риски на среднесрочном горизонте. Сохраняют ключевые ставки без изменений Таиланд, Индия, Чили и Филиппины. Снизил ставки на 25 б.п. в феврале Мексика и Индонезия (Рисунок 39).

Рисунок 39. Количество повышений/снижений ключевой ставки в избранных СФР по сравнению с предыдущим месяцем



Источник: Bloomberg Finance L.P.

В последующие месяцы процесс нормализации ДКП в некоторых СФР может продолжиться. К вероятному усилению инфляционного давления прежде всего будут вести внутренние факторы вследствие постепенного снятия ограничений, возобновления работы предприятий и переноса издержек производителей в цены по мере дальнейшего постепенного восстановления спроса.

Кроме того, СФР также сталкиваются с внешними факторами, которые могут приводить к временному ускорению роста цен. Как уже отмечалось выше, на фоне масштабных стимулирующих фискальных мер в США выросли инфляционные ожидания участников рынка, повысились доходности государственных облигаций США. Регуляторы СФР пока сдержанно комментируют данный фактор в своих официальных заявлениях. Однако он может стать одним из аргументов в пользу ускоренной нормализации ДКП СФР. Рынок ожидает повышения ключевых ставок на одном из ближайших заседаний в Бразилии, Индии и на Филиппинах.

3.2. Повышенная волатильность на мировых рынках в марте

- Повышение базовых доходностей вместе с общим ростом волатильности на мировых финансовых рынках привели к росту доходностей гособлигаций стран СФР и ослаблению их валют в марте–начале апреля.
- Ситуация на российских рынках также развивалась в соответствии с указанными тенденциями. При этом высокий уровень спреда доходностей ОФЗ и ключевой ставки (260 б.п.) способствовал росту привлекательности госбумаг для российских инвесторов. Несмотря на активное сокращение позиций нерезидентами, интерес российских банков к покупкам позволил Минфину России значительно нарастить объем заимствований в марте.

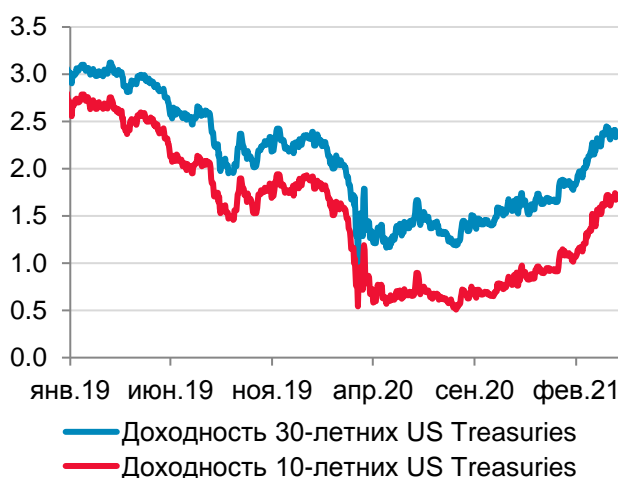
Глобальные финансовые рынки

Волатильность на мировых фондовых рынках с начала марта оставалась повышенной. Фондовые индексы протестировали новые исторические максимумы (индекс S&P поднялся выше отметки в 4000 пунктов) при перемежающихся волнах роста и коррекций.

Решение ФРС США 17 марта оказало поддержку рисковому активам: регулятор подтвердил, что сворачивания программ количественного смягчения не предполагается, а покупка активов планируется до достижения целей по максимальной занятости и ценовой стабильности. Ожидания рынка и членов ФРС относительно момента начала нормализации политики пока в целом совпадают – первое повышение ставки возможно не раньше 2023 года. Несмотря на это, доходности 10-летних казначейских облигаций США в конце марта повысились до 1,77%, после чего скорректировались в начале апреля – до 1,70%. Повышение доходностей длинных гособлигаций США вызвано увеличением инфляционных ожиданий на фоне действия третьего фискального пакета и восстановления экономики США.

Повышенная волатильность на мировых финансовых рынках и рост базовых доходностей в США оказывали давление на рынки СФР в марте. Выросли доходности госбумаг в местной валюте: доходности 10-летних гособлигаций Мексики прибавили 80 б.п., Южной Африки – 51 б.п., Индонезии – 11 базисных пунктов. Валюты СФР преимущественно ослабли к доллару США: бразильский реал потерял 1,85%, индонезийская рупия – 2,0%, однако южноафриканский ранд и мексиканское песо укрепились (+3,3 и 2,6% соответственно).

Рисунок 40. Динамика доходностей казначейских облигаций США



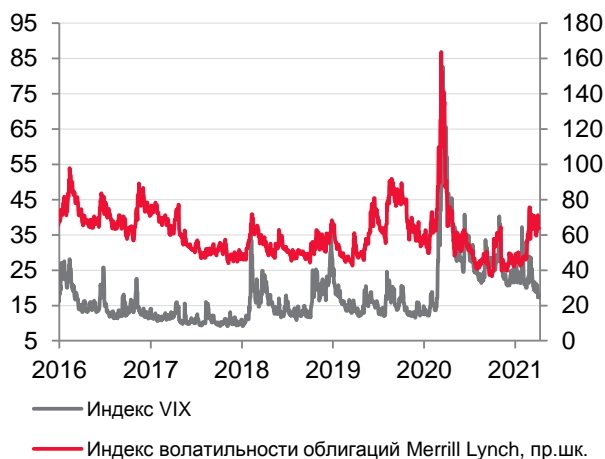
Источник: Bloomberg Finance L.P.

Рисунок 41. Динамика курсов валют развивающихся стран и доллара США



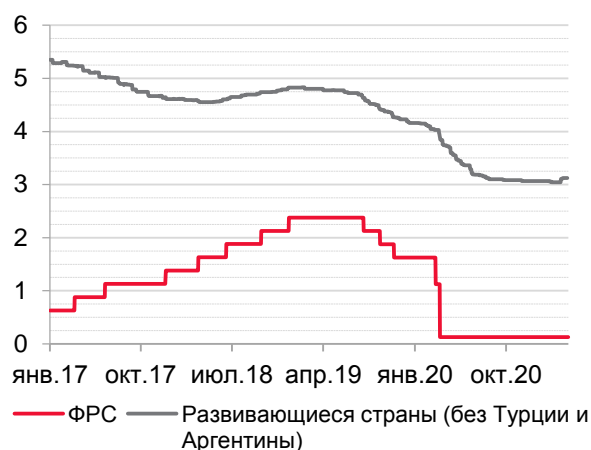
Источник: Bloomberg Finance L.P.

Рисунок 42. Динамика индексов волатильности



Источник: Bloomberg Finance L.P.

Рисунок 43. Динамика ключевых ставок центральных банков, % годовых



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

Российский рынок

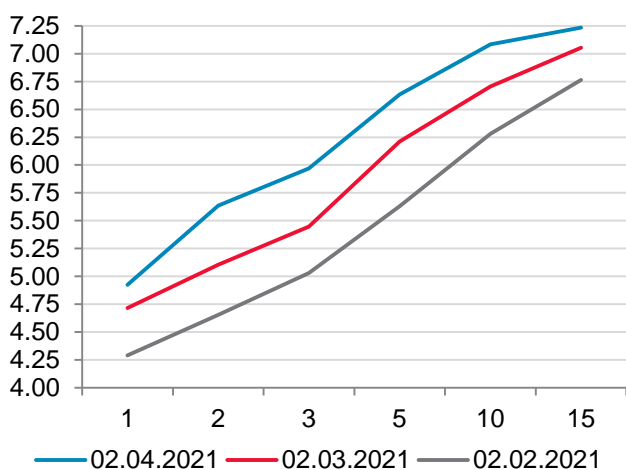
Российский рынок не остался в стороне от глобальных тенденций: отношение к риску ухудшилось, что вызвало рост стоимости российской риск-премии с 92 до 113 базисных пунктов.

Рост доходностей в США и ухудшение внешних настроений привели к повышению доходностей российских госбумаг: доходность 10-летней ОФЗ выросла на 33 б.п. с начала марта (до 7,1 б.п.). Из-за активного сокращения позиций нерезидентами (основной объем продаж нерезидентов пришелся на средне- и долгосрочные бумаги со сроками погашения выше 5 лет) во второй половине марта доходности превышали уровень 7,3%, однако благодаря спросу со стороны российских банков к началу апреля доходности несколько снизились. Угол наклона кривой ОФЗ уменьшился (с 163 до 140 б.п.), однако это произошло за счет более быстрого роста доходностей в коротком сегменте.

Снижение аппетита к риску привело также к ослаблению рубля с начала марта на 2,24%, что соответствует середине диапазона изменения курсов большинства валют СФР за обозначенный период.

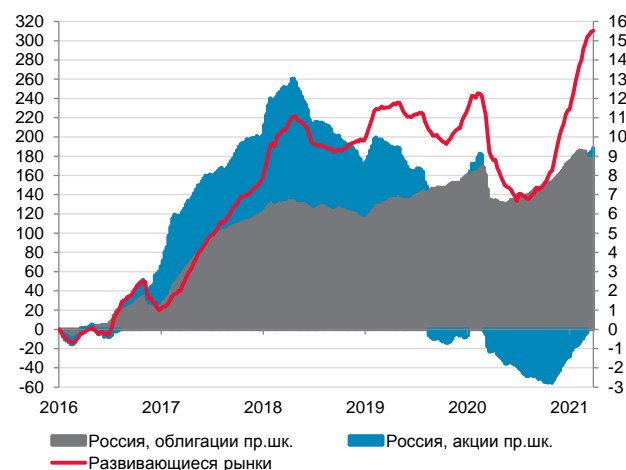
Спрос со стороны российских участников позволил Минфину значительно нарастить объем заимствований в марте. План привлечения I квартала был выполнен на 77%, причем без использования флоатеров, как это было в 2020 году. Высокий спрос на бумаги с постоянным купоном указывает на то, что текущий уровень доходности ОФЗ (спред между ключевой ставкой и доходностью 10-летней ОФЗ составляет 260 б.п., что выше уровня коронавирусного периода марта–апреля 2020 г.) является привлекательным для институциональных инвесторов.

Рисунок 44. Кривая купонной доходности ОФЗ, %



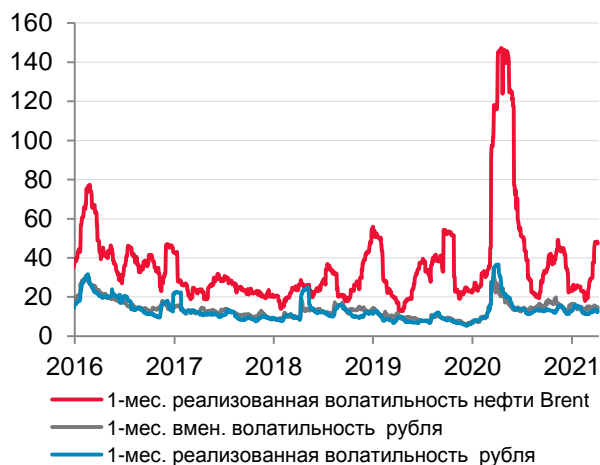
Источник: Bloomberg Finance L.P.

Рисунок 45. Динамика потоков в фонды развивающихся стран и России, млрд долл. США, накопленным итогом с начала 2016 года



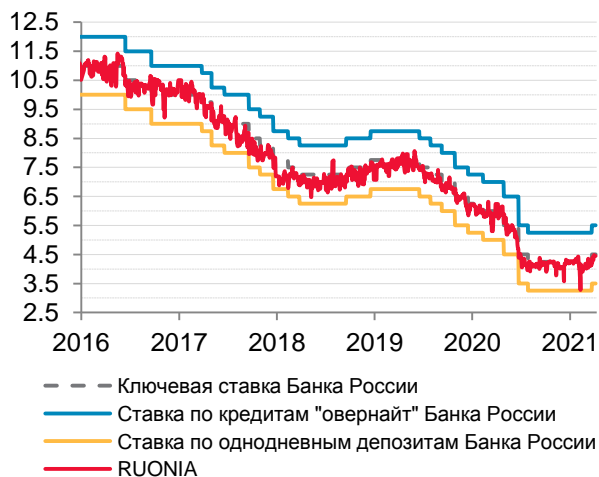
Источник: EPFR.

Рисунок 46. Волатильность курса рубля и цены нефти



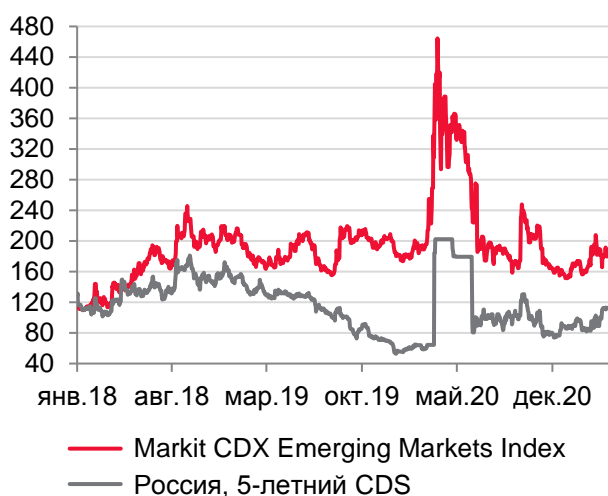
Источник: Bloomberg Finance L.P.

Рисунок 47. Процентный коридор Банка России и краткосрочная ставка рынка МБК, % годовых



Источники: Банк России, Bloomberg Finance L.P.

Рисунок 48. Динамика 5-летних CDS в России и развивающихся странах, б.п.



Источник: Bloomberg Finance L.P.

Рисунок 49. Наклон кривых доходностей гособлигаций стран с формирующимися рынками (10Y-2Y), б.п.

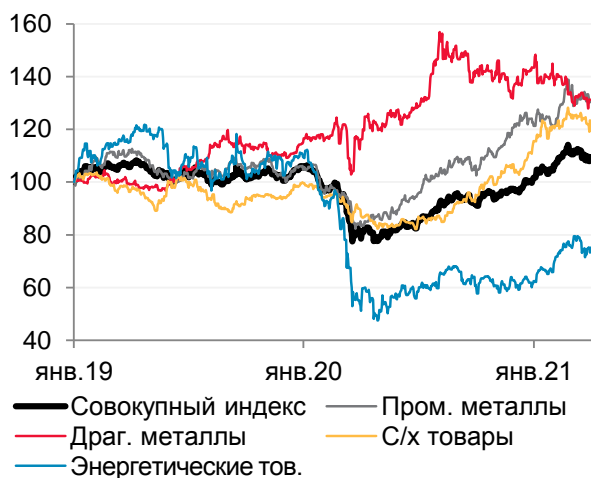


Источник: Bloomberg Finance L.P.

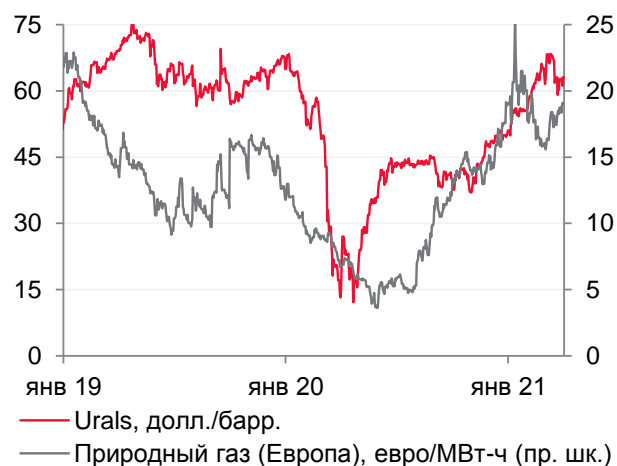
3.3. Страны ОПЕК+ приступят к умеренному увеличению добычи

- Цена нефти Urals снизилась до 63 долл. США / барр. после неустойчивого роста длинных и сокращения коротких позиций на нефть в последние месяцы.
- Поддержку нефтяным ценам продолжает оказывать консервативная политика стран ОПЕК+ в отношении квот. Сланцевые производители под давлением инвесторов пока вынуждены сдерживать восстановление добычи для максимизации текущих свободных денежных потоков. При этом средняя цена прибыльности добычи сланцев остается существенно ниже текущей цены нефти, создавая стимулы для расширения добычи.
- Поддержка ценам нефти, оказываемая со стороны стран ОПЕК+, прежде всего Саудовской Аравии, позволяет ожидать сохранения нефтяных цен в ближайшие месяцы на уровне, близком к текущему. На более длинном горизонте мы ожидаем снижения цены нефти по мере активизации деятельности сланцевых производителей и улучшения ситуации с бюджетом у крупнейших стран – экспортеров нефти.

В период с 5 марта по 2 апреля 2021 г. индекс цен сырьевых товаров Bloomberg потерял 2%. Цены энергетических и сельскохозяйственных товаров снизились на 5 и 3% соответственно при повышении цен драгоценных металлов на 1% (Рисунок 50). Цена нефти Urals, по данным Bloomberg, уменьшилась на 8%, до 63 долл. США / барр., при росте цены природного газа на европейском хабе TTF на 16%, до 19,1 евро/МВт-ч (Рисунок 51).

Рисунок 50. Индексы Bloomberg цен товаров и металлов (01.01.2018 = 100)

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

Рисунок 51. Цена нефти Urals и природного газа в Европе

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

Среди факторов, повлиявших на снижение цен, можно выделить новый виток ухудшения эпидемической обстановки во многих странах, который уже привел к продлению, а в отдельных странах – и к ужесточению ограничений. Также ускорился рост запасов нефти и нефтепродуктов в США вопреки прогнозу Управления энергетической информации США (EIA) и привычной для марта сезонности, что может указывать на смещение баланса от дефицита к излишку на глобальном рынке жидкого топлива.

Поддержку нефтяным ценам оказало принятое 1 апреля решение стран ОПЕК+ о переходе к умеренному повышению добычи. При максимальном месячном шаге 0,5 млн барр. в сутки повышение добычи составит 0,35 млн барр. в сутки в мае и июне и 0,45 млн барр. в сутки в июле. Россия и Казахстан, получившие эксклюзивное право повысить добычу в феврале–апреле, в мае–июле смогут нарастить добычу меньше, чем остальные страны²⁰. Саудовская Аравия постепенно вернет на рынок 1 млн барр. в сутки добровольно сокращенной в феврале добычи: 0,25 млн в мае, 0,35 млн в июне и 0,4 млн в июле. Участники рынка ожидают, что восстановление спроса опередит планируемый рост добычи.

Однако рост мирового предложения нефти может оказаться значительно выше ожиданий. Предварительные оценки Bloomberg за март показывают активизацию роста добычи Ирана (Рисунок 52). Это может указывать на вероятность заключения новой ядерной сделки в ближайшее время и подготовку Ирана к снятию санкций. Опыт 2016 г. показал, что страна может быстро нарастить добычу до досанкционного уровня. Снятие ограничений на поставки нефти Ираном может привести к появлению предложения нефти еще на 1,5 млн барр. в сутки в дополнение к уже запланированному росту добычи. Также обращают на себя внимание рост добычи в Ливии до максимального уровня с середины 2013 г. и ухудшение степени следования квотам со стороны традиционных нарушителей сделки ОПЕК+ (Ирак, Конго, Экваториальная Гвинея) (Рисунок 53).

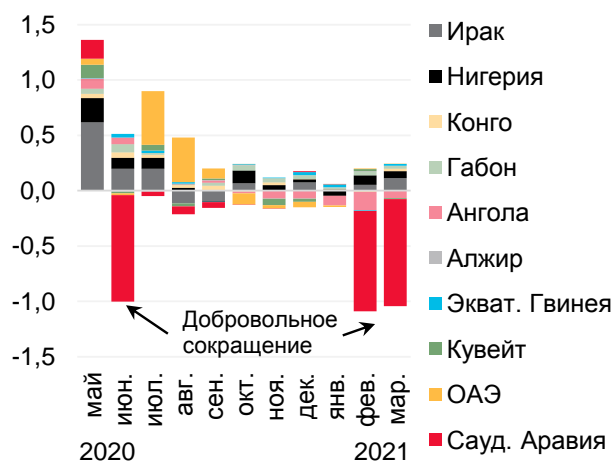
²⁰ Россия сможет повышать добычу почти на 0,04 млн барр. в сутки каждый месяц.

Рисунок 52. Добыча нефти и запасы в танкерах Ирана



Источник: Bloomberg Finance L.P.

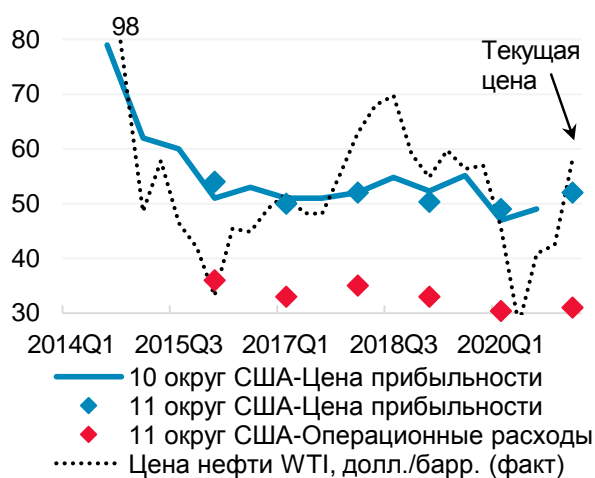
Рисунок 53. Отклонение добычи нефти ОПЕК от квот («+» – превышение квот), млн барр. в сутки



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

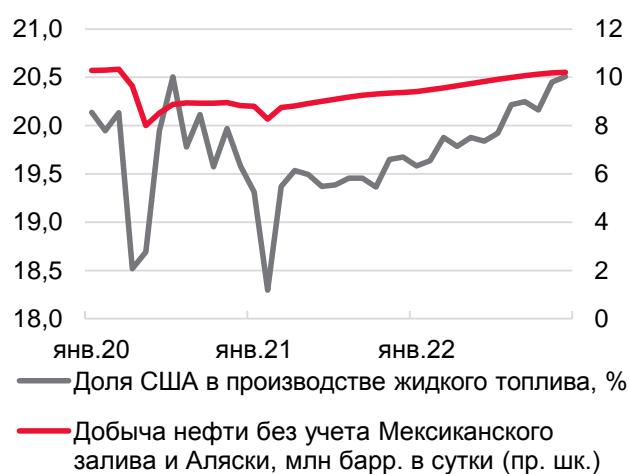
Хотя в настоящее время производители сланцевой нефти под давлением инвесторов вынуждены²¹ придерживаться стратегии увеличения свободных финансовых потоков для выплаты повышенных дивидендов акционерам и погашения долга²², вероятность значительного роста добычи сланцевой нефти в ближайшие годы при сохранении цен на повышенном уровне остается высокой: операционные издержки и цена прибыльности добычи находятся сейчас значительно ниже текущего уровня цен (Рисунок 54). EIA в марте повысило прогноз производства жидкого топлива в США на конец 2022 г. сразу на 0,64 млн барр. в сутки, что будет означать восстановление доли сланцевых производителей на рынке до допандемийного уровня (Рисунок 55).

Рисунок 54. Цена нефти WTI, соответствующая операционным издержкам и обеспечивающая прибыльность добычи сланцев, долл. США / барр.



Источники: EIA, ФРБ Далласа, ФРБ Канзас Сити.

Рисунок 55. Восстановление США на рынке жидкого топлива (оценки и прогноз EIA)



Источники: EIA, расчеты ДИП.

²¹ Matador Resources Co. и EOG Resources Inc., объявившие о планах сильного наращивания добычи, столкнулись с падением котировок своих акций.

²² Подразумевает сдерживание планов по наращиванию добычи.

В целом текущая политика стран ОПЕК+, прежде всего Саудовской Аравии, позволяет ожидать сохранения нефтяных цен в ближайшие месяцы на уровне, близком к текущему. В частности, Саудовской Аравии высокая цена нефти требуется для балансирования бюджета. На текущий год бюджет королевства запланирован с дефицитом 12% ВВП и, по оценкам МВФ, балансируется при цене нефти 68 долл. США / баррель. Однако в последующие годы мы ожидаем снижения цены нефти по мере активизации деятельности сланцевых производителей и улучшения ситуации с бюджетом у крупнейших стран – экспортеров нефти по мере восстановления экономики после коронакризиса.

В ФОКУСЕ. Инвестиции в основной капитал – в фазе активного восстановления

- Инвестиции в основной капитал в 2020 г. снизились меньше, чем экономическая активность в целом. Значительное сокращение инвестиций в 2020 г. произошло в капиталоемких отраслях промышленности и услуг.
- В разрезе размера предприятий сильнее всего инвестиции снизились в малом бизнесе, обладающем меньшим запасом прочности и широко представленном в наиболее пострадавшем от последствий пандемии секторе услуг.
- В структуре инвестиций в основной капитал в 2020 г. сохранился позитивный долгосрочный тренд на увеличение доли наиболее производительных компонент: инвестиций в машины и оборудование и в интеллектуальную собственность.
- Инвестиции прошли «дно» спада в II квартале и начали восстанавливаться несколько позже, чем потребление. Однако с конца прошлого года инвестиционная активность быстро увеличивается, превысив коронавирусный уровень. Это подтверждается в том числе уверенным ростом инвестиционного импорта, ускорением роста цен производителей инвестиционных товаров и данными оперативных индикаторов в начале 2021 года.
- Устойчивый рост средне- и долгосрочного корпоративного кредитования окажет поддержку инвестиционному спросу предприятий в дальнейшем. При этом по-прежнему высокая неопределенность, прецеденты административного регулирования в некоторых секторах, снижение поддержки со стороны бюджета, а также остающиеся пониженными инвестиции в добывающих отраслях (из-за действия сделки ОПЕК+) сдержат дальнейший быстрый рост инвестиций после завершения фазы активного восстановительного роста.

Устойчивый рост средне- и долгосрочного корпоративного кредитования, в том числе благодаря мягкой денежно-кредитной политике, окажет поддержку инвестиционному спросу предприятий в дальнейшем. При этом сохраняющаяся высокая неопределенность, возросшие риски регулирования в некоторых секторах, снижение поддержки со стороны бюджета, а также остающиеся пониженными инвестиции в добывающих отраслях (из-за действия сделки ОПЕК+) сдержат дальнейший быстрый рост инвестиций после завершения фазы активного восстановительного роста.

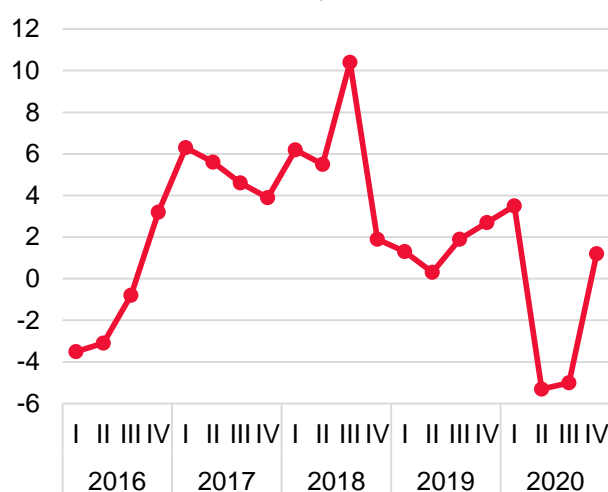
По итогам 2020 г. инвестиции в основной капитал снизились всего на 1,4% – меньше, чем ВВП (-3,0%). Квартальная динамика инвестиционной активности в целом повторила общую экономическую динамику: дно спада было достигнуто в II квартале на фоне действия наиболее жестких ограничительных мер по всему миру, после чего экономика начала восстанавливаться. Активное восстановление потребительского спроса началось уже в III квартале, тогда как инвестиционного – на квартал позже, но гораздо более высокими темпами. В итоге в IV квартале 2020 г. инвестиции в основной капитал выросли на 1,2% г/г, то есть превысили докоронавирусный уровень (Рисунок 56).

Вместе с тем динамика инвестиций в основной капитал значительно разошлась с динамикой валового накопления основного капитала²³ в 2020 году. Валовое накопление сократилось на 4,3%²⁴, что связано со значительным снижением чистого приобретения ценностей, которое является прямым следствием прекращения покупок золота Банком России с II квартала 2020 года. С поправкой на данный фактор динамика инвестиций в основной капитал и валового накопления основного капитала в 2020 г. оказались схожими.

Несмотря на пандемию, в 2020 г. продолжилось изменение структуры инвестиций в пользу более производительных. Доля вложений в нежилые здания снизилась (43,4%) при увеличении доли вложений в машины и оборудование (38,6%) и объекты интеллектуальной собственности (5,3%) (Рисунок 57). Происходящее изменение видовой структуры инвестиций приближает ее к структуре развитых стран, где капитальные вложения в машины и оборудование превышают вложения в здания, а доля инвестиций в объекты интеллектуальной собственности составляет более 10%.

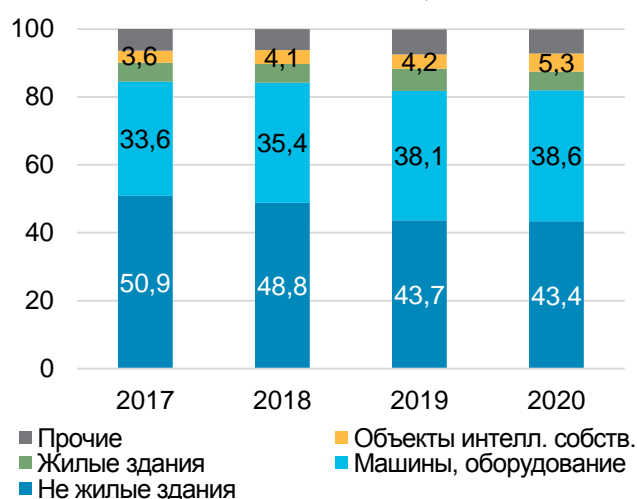
Значительная часть инвестиций в машины и оборудование удовлетворяется за счет импорта, который во многих случаях обладает конкурентными преимуществами, в том числе технологическими. Поэтому сохранение позитивной тенденции к увеличению доли этой компоненты в инвестициях может привести к структурному повышению доли импорта в ВВП и изменению структуры торгового и платежного баланса.

Рисунок 56. Динамика инвестиций в основной капитал, % г/г



Источник: Росстат.

Рисунок 57. Видовая структура инвестиций в основной капитал, %



Источник: Росстат.

Снижение капитальных вложений в 2020 г. произошло неравномерно по отраслям экономики: их динамика в целом совпала с изменением экономической активности. Тянули инвестиции вниз капиталоемкие отрасли промышленности и услуг, в наибольшей мере затронутые коронакризисом. Сильно снизились капитальные вложения в торговле

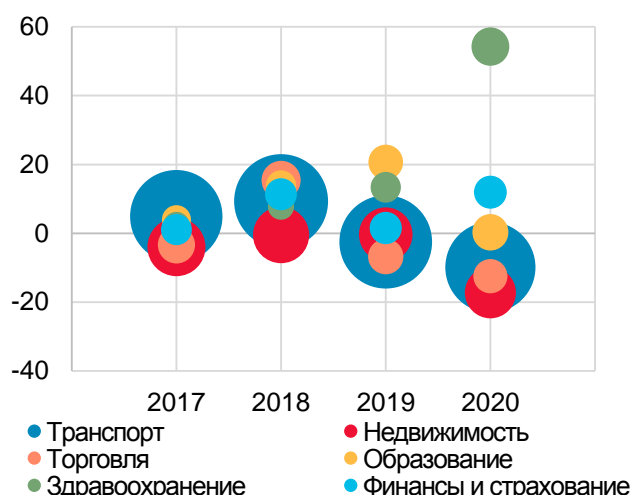
²³ СНС.

²⁴ Квартальная динамика также демонстрирует значительное восстановление инвестиционной активности в конце года: -2,1% г/г в IV квартале по сравнению с -7,9% г/г в III квартале.

и транспорте в условиях закрытия границ, введения ограничительных мер и действия сделки ОПЕК+ (в части трубопроводного транспорта). Вместе с тем наблюдался рост инвестиций в секторах, столкнувшихся с ростом спроса в период пандемии: здравоохранение, финансы, информационные технологии, курьерская деятельность (Рисунок 58). Рост инвестиций показала также обрабатывающая промышленность благодаря таким секторам, как производство лекарств и пищевых продуктов (Рисунок 59), выпуск в которых вырос по итогам года.

Неоднородной была динамика инвестиций и по размеру предприятий. Сильнее всего спад инвестиций затронул предприятия малого бизнеса, которые обладают меньшим запасом прочности и при этом в относительно большей степени представлены в наиболее пострадавшем секторе услуг. По оценкам НИУ–ВШЭ, инвестиции малого бизнеса сократились на 2,3% г/г²⁵, в то время как крупный и средний бизнес уменьшил капитальные вложения лишь на 1,1% г/г. Это соотносится с данными РСПП²⁶, согласно которым серьезные последствия коронакризиса ощутили на себе 60% малых предприятий и только 35% крупных компаний.

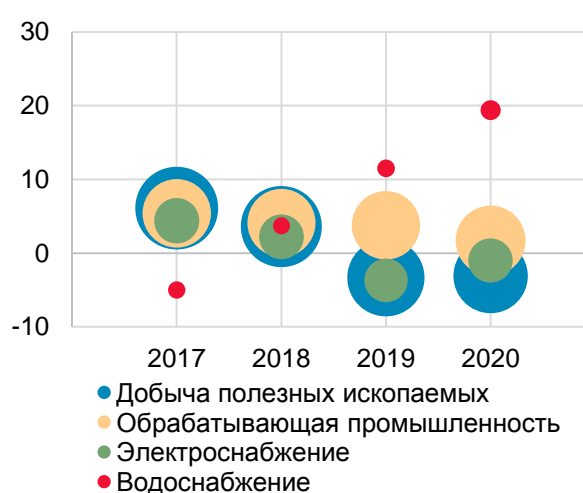
Рисунок 58. Динамика инвестиций в сфере услуг, % г/г



Примечание. Объем круга – доля отрасли в структуре инвестиций.

Источники: Росстат, расчеты ДИП.

Рисунок 59. Динамика инвестиций в промышленном секторе, % г/г



Примечание. Объем круга – доля отрасли в структуре инвестиций.

Источники: Росстат, расчеты ДИП.

Для большинства секторов сокращение инвестиций стало логичной реакцией на падение выручки в результате сжатия спроса на продукцию, вызванного как непосредственно действием ограничительных мер, так и структурными изменениями спроса вследствие пандемии (Рисунок 60). Однако в ряде секторов наблюдалась обратная динамика. Так, предприятия сельского хозяйства и операций с недвижимым имуществом сократили инвестиции, несмотря на существенный рост прибыли. Это может объяс-

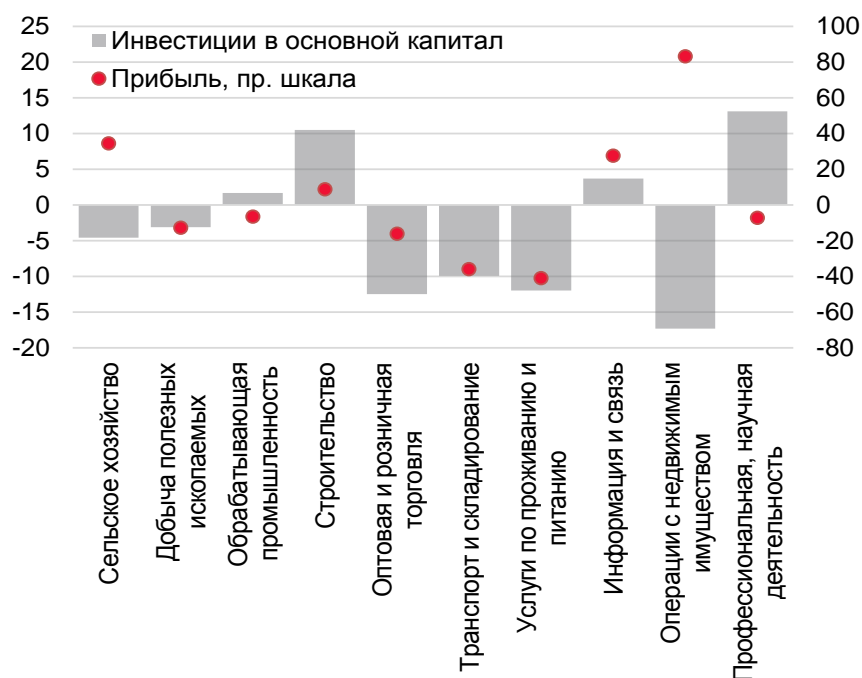
²⁵ <https://dcenter.hse.ru/mirror/pubs/share/direct/451772827.pdf>

²⁶ <https://www.rspp.ru/events/pov/u-rossiyskoy-ekonomiki-est-povody-dlya-optimizma-v-2021-godu/>

няться паузой в инвестиционном цикле, наблюдаемом в сельском хозяйстве в последние годы. Производители сельскохозяйственной продукции могли исчерпать возможности для расширения предложения в условиях ограниченности рынков сбыта, что привело к сокращению запланированных и реализуемых инвестиционных программ. Новые долгосрочные инвестиции при этом, вероятно, будут отложены до стабилизации экономической ситуации.

Рост прибыли в секторе недвижимости был сосредоточен в некапиталоемких подотраслях риелторских услуг. Улучшение финансового результата в этом секторе отражает оживление на вторичном рынке жилья, которое последовало за ростом спроса на первичном рынке, поддержанного смягчением ДКП и действием льготных программ. Напротив, предприятия обрабатывающей промышленности и профессиональной, научной деятельности увеличили инвестиции на фоне сокращения прибыли. Рост инвестиций может объясняться поддержкой со стороны государства, а в обрабатывающей промышленности – также закупкой медицинского оборудования для производства новых лекарственных препаратов, модернизацией нефтеперерабатывающих заводов и увеличением производственных мощностей пищевой промышленности для удовлетворения растущего потребления на внутреннем рынке.

Рисунок 60. Динамика прибыли и инвестиций в основной капитал в 2020 г., % г/г

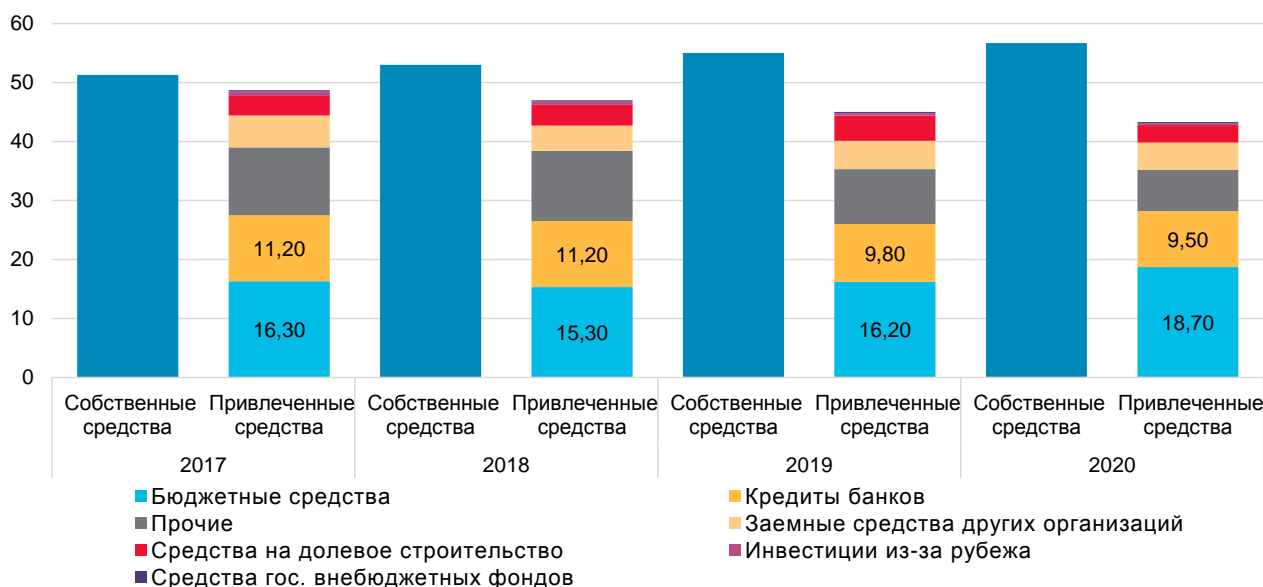


Источник: Росстат.

Безусловно, важную поддержку инвестиционной активности оказал госсектор. В 2020 г. доля привлеченных бюджетных средств в структуре финансирования капитальных вложений выросла на 2,5 п.п., до 18,7%. При этом доля банковских кредитов сократилась совсем незначительно: расширение кредитования было поддержано смягчением

денежно-кредитной политики и мерами поддержки Банка России (Рисунок 61). Собственные средства компаний продолжают являться основным источником финансирования инвестиций, как и в других странах мира.

Рисунок 61. Структура инвестиций в основной капитал по источникам финансирования, %



Источник: Росстат.

Зафиксированное в конце 2020 г. восстановление инвестиционной активности, вероятно, продолжится и в 2021 г. в результате восстановления деловой активности и доходов бизнеса. На продолжение активного роста инвестиций в начале года указывают различные опросные²⁷ и оперативные экономические²⁸ индикаторы.

После периода быстрого восстановления инвестиций можно ожидать замедления темпов их роста до уровней предыдущих лет. Неопределенность относительно средние и долгосрочных последствий пандемии остается высокой, в некоторых отраслях риски инвестиций увеличиваются из-за неожиданных и значительных изменений регулирования (например, в сельском хозяйстве и пищевой промышленности). Пониженным останется уровень инвестиций в капиталоемких добывающих отраслях, прежде всего нефтяной: полноценное восстановление добычи нефти до уровня потенциала в рамках сделки ОПЕК+ ожидается только к середине 2022 года. При этом структурные изменения, катализатором которых послужил коронакризис, открывают новые возможности для видов деятельности, оказавшихся востребованными в период пандемии (фармацевтика, здравоохранение, курьерская деятельность), а также для секторов, которые будут востребованы в новой посткоронавирусной экономике (online-услуги, информация и связь).

²⁷ [Компонента инвестиции индекса RSBI в феврале удерживается у рекордно высоких уровней, а деловая активность в сегменте МСБ начала расти впервые с января прошлого года.](#)

²⁸ В начале года продолжилось улучшение динамики инвестиционного импорта.

Александр Морозов

Директор

Владислав Абрамов

Артур Ахметов

Ирина Богачева

Сергей Власов

Валерия Кобяк

Татьяна Кузьмина

Софья Мякишева

Екатерина Петренива

Алексей Поршаков

Белла Рабинович

Александра Стерхова

Анна Цветкова

Яна Чернышова

Дмитрий Чернядьев