



Банк России

№ 1 (45)



О ЧЕМ ГОВОРЯТ ТРЕНДЫ

Макроэкономика и рынки

Бюллетень Департамента исследований и прогнозирования

ЯНВАРЬ 2021

СОДЕРЖАНИЕ

КРАТКОЕ СОДЕРЖАНИЕ	3
1. Инфляция	5
1.1. Преобладание проинфляционных факторов в конце 2020 года	5
1.2. Рост цен в начале 2021 г. остается повышенным	11
1.3. Ценовые индексы PMI в декабре: инфляционное давление усилилось	14
2. Экономическая динамика	15
2.1. Стабилизация экономической активности в конце года	16
2.2. Деловая активность в январе оставалась на уровне прошлого квартала	21
2.3. Рост кредитования в 2020 г. поддержал восстановление экономической активности	23
3. Глобальная экономика, финансовые и товарные рынки	27
3.1. Неопределенность относительно восстановления мировой экономики остается повышенной	27
3.2. Рост инфляционных ожиданий в США сказывается на доходности локальных бумаг в РФ	32
3.3. Страны ОПЕК+ стремятся к поддержанию баланса спроса и предложения нефти на рынке	36
В ФОКУСЕ. Структурные облигации как потенциальная альтернатива депозитам: не все то золото, что блестит	40
Приложение	48

Бюллетень подготовлен Департаментом исследований и прогнозирования по данным на 28.01.2021.
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.com/FOTODOM
Адрес: 107016, Москва, ул. Неглинная, 12
Официальный сайт Банка России: www.cbr.ru
© Центральный банк Российской Федерации, 2021.

КРАТКОЕ СОДЕРЖАНИЕ

ИТОГИ

- Из-за коронакризиса динамика цен в России в 2020 г. отличалась повышенной волатильностью: периоды низких темпов роста цен сменялись периодами повышенных темпов, и наоборот. В итоге 2021 г. начался на волне повышенной ценовой динамики, определяемой в основном разовыми факторами, особенно в сегменте продовольственных товаров. Повторное введение части ограничений в России приостановило процесс восстановления экономики, но практически не сказалось на потребительском спросе и не создало дезинфляционного давления. При этом мягкая денежно-кредитная политика продолжает поддерживать экономическую активность и внутренний спрос, в частности через рост кредитования. По нашим оценкам текущий уровень инфляционного давления с поправкой на влияние временных и разовых факторов остается вблизи 4%.
 - В январе годовая инфляция превысила 5% и, вероятно, начнет снижаться с марта после прохождения локального максимума. Это отчасти связано с эффектом низкой базы. Эффект переноса произошедшего с марта 2020 г. ослабления рубля продолжает проявляться в потребительских ценах.
 - Экономика в целом в IV квартале «встала на паузу» из-за усиления ограничений и самоограничений, связанных с ростом заболеваемости коронавирусом. При этом в экспортных отраслях и отраслях промежуточного потребления восстановление продолжилось, в то время как потребительский спрос несколько снизился.
 - На российском финансовом рынке в первые три недели 2021 г. сохранились позитивные тенденции из-за увеличения глобального аппетита к риску.

В ФОКУСЕ. Структурные облигации как потенциальная альтернатива депозитам: не все то золото, что блестит

- В течение последнего года наблюдался рост интереса физических лиц к инструментам фондового рынка, в том числе к активам с повышенным риском. Притоку средств в структурные облигации способствовало как снижение ставок по банковским вкладам в условиях смягчения денежно-кредитной политики Банком России в течение 2020 г., так и рост волатильности на фондовом рынке на фоне повышенной неопределенности вокруг пандемии.
- Несмотря на то, что значительная часть структурных облигаций представляла из себя инструменты с защитой капитала, они остаются сложными для понимания и оценки. Они также несут в себе кредитные риски эмитента, включающие возможность банкротства и задержки платежей, а также риски ликвидности и рыночные риски при продаже на вторичном рынке.

- С учетом описанных рисков, а также явных и неявных комиссий, доходность таких продуктов с высокой долей вероятности будет ниже доходности от инвестирования в классические инструменты. Так, реализованная доходность по уже погашенным выпускам структурных облигаций в 2020 г. заметно уступала доходности депозитов, открытых в 2019 году.
- Если начинающие инвесторы будут разочарованы в доходности таких инвестиций, то может произойти сокращение спроса на новые выпуски при падении популярности данных продуктов, а также снижение доверия к фондовому рынку со стороны инвесторов в целом. Это несет риски повышения волатильности на финансовом рынке в результате усиления неравномерности в притоках и оттоках средств населения.
- На этом фоне важным является формирование полноценного понимания физическими лицами, не имеющими опыта инвестирования на фондовом рынке, всех рисков, которые связаны с переходом из статуса вкладчиков в статус инвесторов, включая возможность потери дохода и вложенных средств. Поэтому розничным инвесторам целесообразно воздерживаться от приобретения сложных инвестиционных продуктов, риски которых они не в состоянии в полной мере оценить.

1. Инфляция

В декабре годовая инфляция повысилась до 4,9% и в середине января, по оценке, до 5,1%. Опережающие индикаторы роста цен, в том числе цены производителей потребительских товаров и опросные данные предприятий указывают на возможность сохранения повышенных текущих месячных темпов роста цен (с поправкой на сезонность) в ближайшие недели вследствие роста издержек, несмотря на некоторое ослабление спроса на потребительские услуги.

Тем не менее прекращение со временем действия ряда проинфляционных факторов, в частности уменьшение эффекта переноса в цены ослабления рубля, приведет к началу замедления инфляции в марте.

В 2021 г., как и в прошедшем году, на динамику потребительских цен будут оказывать влияние разнонаправленные факторы. В частности, ожидаемая нормализация эпидемической ситуации в результате массового применения вакцин приведет к восстановлению спроса на товары и услуги, потребление которых было ограничено. В то же время спрос на другие товары и услуги, который ранее вырос в результате вынужденного замещения недоступных товаров и услуг, может ослабеть. Действие этих групп факторов частично уравнивает друг друга. Также будут постепенно сняты некоторые ограничения на стороне предложения, связанные с заболеваемостью, дистанционной работой, миграцией.

Произошедшее в 2020 г. смягчение ДКП с учетом временных лагов будет компенсировать действие дезинфляционных факторов со стороны спроса в 2021 году. При этом влияние дезинфляционных факторов будет определяться продолжительностью действия коронавирусных ограничений и последствий пандемии, а также бюджетной консолидации для совокупного спроса.

1.1. Преобладание проинфляционных факторов в конце 2020 года

- Инфляция в декабре 2020 г. ускорилась до 4,91% – с 4,42% в ноябре. Месячный сезонно сглаженный рост цен в декабре немного замедлился до 6,72% – с 7,32% SAAR¹ в ноябре, оставаясь заметно выше 4%. С учетом инерции, наблюдающейся в ценовой динамике, в ближайшие месяцы риски повышенного проинфляционного давления будут сохраняться.
- Баланс дезинфляционных и проинфляционных факторов в конце года сложился в пользу последних. Основной вклад в ускорение инфляции в последние несколько месяцев вносила динамика цен в продовольственном сегменте, которая во многом определялась ростом мировых цен на продовольствие, ослаблением рубля и снижением урожая некоторых отечественных сельскохозяйственных культур.

¹ SAAR (Seasonally Adjusted Annualized Rate) – сезонно сглаженная динамика в пересчете на год.

- Вместе с тем произошедшее ускорение темпов роста цен затронуло широкий набор компонент потребительской корзины. Это указывает на наличие не только кратковременных, но и более продолжительных проинфляционных факторов, связанных с ростом издержек вследствие противоэпидемических ограничений и повышенными инфляционными ожиданиями населения.
- Годовая инфляция достигнет локального пика в феврале 2021 г., после чего начнет замедляться. Мы ожидаем, что дезинфляционный эффект бюджетной консолидации будет во многом компенсироваться дальнейшим восстановлением экономической активности с учетом эффекта от уже принятых решений по смягчению ДКП. Это будет сопровождаться и проявлением проинфляционных факторов структурного характера со стороны шоков предложения, в частности, на рынке труда (дефицит работников и специалистов ряда профессий).
- Кроме того, ожидаемая нормализация эпидемической ситуации в результате массового применения вакцин приведет к восстановлению спроса на товары и услуги, потребление которых было ограничено. В то же время спрос на другие товары и услуги, выросший ранее в результате вынужденного замещения недоступных товаров и услуг, может ослабеть. В результате действие этих разнонаправленных групп факторов частично уравнивает друг друга, а динамика цен на разные группы товаров и услуг будет отличаться повышенной разнородностью.

Динамика инфляции в 2020 г. оказалась неравномерной и складывалась под действием большого количества проинфляционных и дезинфляционных факторов, как разового, так и более длительного характера. Снизившись в начале года до близких к минимумам 2018 г. значений, инфляция стала постепенно расти и в декабре достигла 4,91% (Рисунок 1). Основной вклад в ускорение роста цен в прошедшем году внесли цены продовольственных товаров, которые выросли на 6,69% г/г. В непродовольственных товарах рост цен также превысил 4% (4,79% г/г). В услугах, наоборот, значительное снижение спроса сдержало общую ценовую динамику (2,70% г/г). Такая разнородная ценовая динамика в разрезе укрупненных компонент потребительской корзины отражает одновременное действие значительного количества дезинфляционных и проинфляционных факторов в течение 2020 года. Эти факторы носили как кратковременный, так и более устойчивый характер (устойчивые факторы далее подчеркнуты):

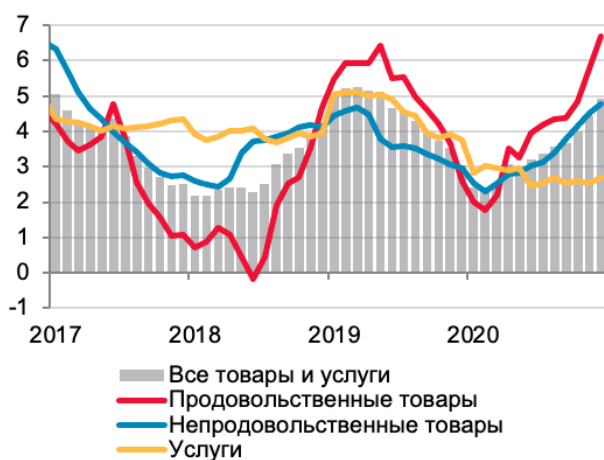
Дезинфляционные факторы:

- снижение спроса при падении доходов на фоне ограничительных мер;
- меньшая по сравнению с запланированной индексация цен на отдельные регулируемые услуги (образование);
- снижение цен на нефть (через динамику цен на топливо и издержки в транспорте);
- противоэпидемические ограничения, которые исказили динамику цен в «контактных» услугах.

Проинфляционные факторы:

- ослабление рубля и его перенос в цены;
- рост мировых цен на продовольствие и снижение урожая в отдельных сельскохозяйственных культурах;
- временный всплеск спроса на товары первой необходимости и длительного срока хранения в конце I квартала;
- рост издержек компаний, связанных с выполнением санитарно-эпидемиологических требований;
- переключение спроса населения с услуг на товары (часть может носить продолжительный характер);
- потеря производственного потенциала (в том числе временная в связи с ростом заболеваемости, ограничениями на работу в офисах);
- контрциклическая макроэкономическая политика: смягчение фискальной политики и ДКП, направленных на поддержку экономики и нейтрализацию повышенных дезинфляционных рисков, связанных со слабым спросом².

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



Источник: Росстат.

Рисунок 2. Динамика мировых и отечественных цен на продовольственные товары, % г/г



Источники: Росстат, FAO, расчеты ДИП.

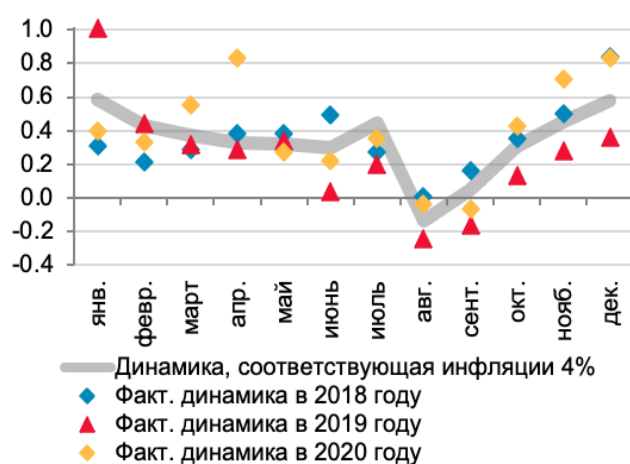
Существенный вклад в ускорение годового темпа роста цен в последние несколько месяцев вносила динамика цен на *продовольственные товары*, в частности, на сахар, подсолнечное масло, муку, макаронные и хлебобулочные изделия, а также плодоовощную продукцию. Основными факторами ускорения роста цен на эти продуктовые категории выступали рост мировых цен на продовольствие (которые достаточно тесно коррелированы с динамикой внутренних цен, Рисунок 2), сокращение предложения некоторых сельхозкультур вследствие более низкого урожая 2020 г. по сравнению с предыдущим годом (сахарной свеклы, подсолнечника, картофеля и овощей) и ослабление рубля. На

² В частности, такая политика поддержала занятость, зарплаты, а также доходы низкодоходных групп населения и способствовала быстрому восстановлению кредитования, в том числе потребительского.

рынке *непродовольственных товаров* и в *секторе услуг* годовая инфляция в декабре также ускорилась, но в меньшей степени, чем в продовольственном сегменте. Основными драйверами повышенного роста непродовольственных цен оставались товары, зависящие от динамики валютного курса.

За декабрь потребительские цены выросли на 0,83% м/м NSA³ (Рисунок 3). Сезонно скорректированный темп роста цен остался значительно выше уровня, соответствующего 4% инфляции, хотя и немного замедлился в декабре: до 6,72% – с 7,32% м/м SAAR в ноябре (Рисунок 4). В целом за IV квартал сезонно сглаженный рост цен составил 6,6% к/к SAAR.

Рисунок 3. Рост цен, соответствующий инфляции 4%, % м/м



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

Рисунок 4. Сезонно сглаженный рост цен, % SAAR



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

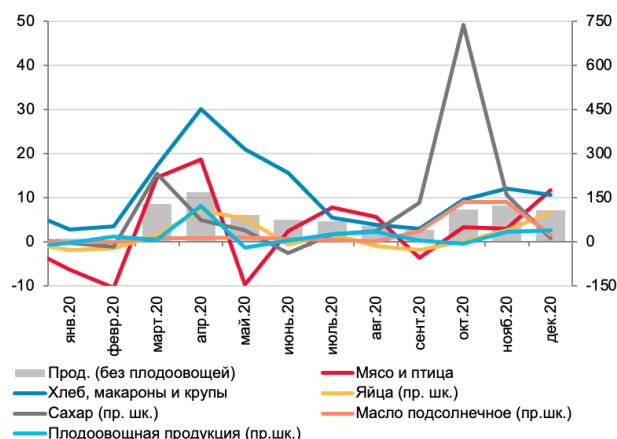
Декабрьский рост цен на продовольственные товары составил 10,40% после роста на 10,66% SAAR в ноябре. Принятые Правительством меры по заморозке цен на сахар и подсолнечное масло позволили стабилизировать ситуацию на этих рынках: рост цен с учетом сезонности на эти товары замедлился в декабре (Рисунок 5). По нашим оценкам, заморозка цен на указанные товары может вычесть *около 0,1 п.п.* из общего роста потребительских цен на конец I квартала 2021 года. При этом ускорился рост цен и на другие продовольственные товары: мясопродукты, рыбу, яйца и плодоовощную продукцию.

Темпы удорожания непродовольственных товаров в декабре несколько замедлились по сравнению с ноябрем, но остались повышенными (до 5,31% – с 6,48% SAAR). Распределенный во времени эффект переноса ослабления рубля продолжил оказывать проинфляционное влияние на ценовую динамику. Вместе с тем некоторое замедление темпов роста цен в сегменте непродовольственных товаров при стабильной динамике спроса в декабре, о которой свидетельствует ряд оперативных индикаторов, указывает на постепенное затухание этого эффекта.

³ NSA (*Non-Seasonally Adjusted*) – до очистки от сезонности.

Удорожание услуг в декабре составило 3,44% после 4,21% SAAR в ноябре. Некоторое замедление сезонно сглаженного темпа роста цен произошло из-за снижения цен на отдельные виды услуг: услуги связи и санаторно-оздоровительные. Отсутствие регистрации цен на услуги зарубежного туризма, а также сохранение ограничительных мер по ряду «контактных» услуг в целом, продолжают выступать источниками искажения ценовой динамики в услугах. Вместе с тем важно отметить, что осеннее ухудшение эпидемической ситуации, вероятно, приведет к дополнительной потере производственного потенциала вследствие выхода с рынка из-за накопленных финансовых потерь большей доли компаний. Прежде всего это коснется пострадавших отраслей и ряда услуг, попавших под ограничения. Данный процесс будет сопровождаться повышательным давлением ограничительных мер на себестоимость продукции для остающихся на рынке производителей.

Рисунок 5. Сезонно сглаженный рост цен на отдельные продовольственные товары, % SAAR



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

Рисунок 6. 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.

В целом давление со стороны цен производителей на потребительском рынке несколько усилилось к концу 2020 года. Об этом свидетельствует динамика цен производителей по корзине репрезентативных товаров, входящих в потребительскую корзину⁴. В декабре темп роста цен ускорился до 6,9% г/г с 5,0% г/г в ноябре и остался заметно выше темпа роста потребительских цен на сопоставимые товары⁵ (Рисунок 6). Главным образом на такую динамику повлияло ускорение удорожания производства многих пищевых продуктов: в условиях растущих издержек производители перекладывали часть из них на

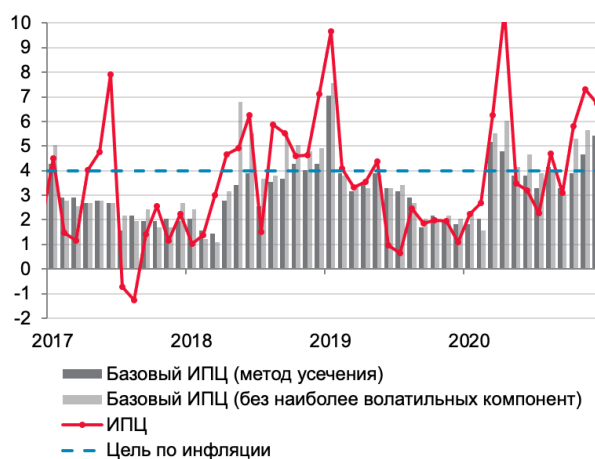
⁴ В расчете использовались сопоставимые товары в структуре ИПЦ и ИЦП, а именно: мясопродукты, рыбопродукты, масло и жиры, молочная продукция, макаронные изделия, сахар, чай и кофе, одежда, обувь, моющие и чистящие средства, парфюмерно-косметические товары, бытовая электроника, мебель. Они составляют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

⁵ В целом рост цен производителей к концу года ускорился до 3,6% г/г (в 2019 году цены было зафиксировано снижение цен на 4,3% г/г).

потребителей. Повышенный рост цен производителей в конце года указывает на вероятность сохранения инерции в динамике потребительских цен в первые месяцы 2021 года.

Ускорение роста цен в конце 2020 г. нельзя целиком списать на действие временных и разовых факторов. На некоторое усиление устойчивого инфляционного давления к концу 2020 г. дополнительно указывает динамика модифицированных показателей базовой инфляции и трендовой инфляции. Они менее чувствительны к влиянию факторов временного и разового характера, чем общий показатель инфляции. По нашим оценкам, среднее значение модифицированных показателей базовой инфляции в декабре повысилось до 5,35% (Рисунок 7). В целом за 2020 г. средний уровень модифицированных показателей базовой инфляции составил 4,2% SAAR, во втором полугодии – 4,5%. В свою очередь оценка трендовой инфляции⁶ в декабре 2020 года повысилась до 4,10% с 4,01% в ноябре. Оценка, рассчитанная на более коротком трехлетнем временном интервале, составила 4,11%.

Рисунок 7. Модифицированные показатели базовой инфляции, % SAAR



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

В начале 2021 г. годовая инфляция продолжит ускоряться и предположительно достигнет своего пика в феврале, после чего начнет снижаться на фоне одновременного замедления месячного роста цен и действия эффекта высокой базы 2020 года. Согласно прогнозу Банка России, инфляция снизится до диапазона 3,5–4,0% к концу 2021 года.

С одной стороны, замедлению месячного роста цен в дальнейшем должны способствовать ожидаемое постепенное смещение баланса краткосрочных факторов от проинфляционных к дезинфляционным. Это произойдет как по мере исчерпания обозначенных выше временных факторов, приводивших к повышенным темпам роста цен в последние месяцы, так и под влиянием последствий укрепления рубля, наблюдавшегося с начала ноября на фоне некоторого роста оптимизма на мировых рынках. С точки зрения более устойчивых факторов месячный рост цен на протяжении 2021 г., вероятно,

⁶ Подробнее см. заметку [«Оценка трендовой инфляции в декабре 2020»](#).

будет сдерживаться умеренным потребительским спросом в условиях постепенного и неоднородного в разрезе отраслей характера восстановления деловой активности на фоне рисков затяжного характера нормализации эпидемической ситуации. Кроме того, значительным фактором, сдерживающим рост цен в 2021 г., станет нормализация бюджетных расходов.

С другой стороны, отсутствие резкой просадки в динамике потребительской активности на фоне перспектив возврата экономики к восстановительному росту в первом полугодии 2021 г. (особенно в случае эффективности массовой вакцинации от коронавирусной инфекции) сдержит дезинфляционное влияние на стороне спроса. Поддержку спросу продолжают оказывать лаговые эффекты от принятых ранее решений по смягчению денежно-кредитной политики. На этом фоне порожденные кризисом структурные факторы на стороне предложения в условиях потери потенциала, скорее всего, также в определенной степени послужат источником некоторого повышательного ценового давления.

1.2. Рост цен в начале 2021 г. остается повышенным

- Рост цен в начале 2021 г. остается повышенным. За период с 1 по 25 января рост потребительских цен составил 0,78%⁷. Среднесуточный прирост цен оказался на повышенном уровне относительно соответствующего периода прошлых лет, за исключением 2019 г., когда происходил активный перенос увеличения ставки НДС в цены (Рисунок 8). Оценка годовой инфляции к 25 января повысилась до 5,3%.
- Исходя из недельных данных, наша предварительная оценка роста цен в январе находится в диапазоне 0,8–0,9% м/м NSA⁸ (Рисунок 9). В результате годовая инфляция в январе может ускориться до 5,3–5,4%.
- Таким образом, в январе рост цен четвертый месяц подряд превысит отметку 4% SAAR, а с сохранением инерции в ценовой динамике, может превысить ее и в феврале. Ввиду эффекта низкой базы начала прошлого года мы ожидаем, что локальный пик годовой инфляции будет достигнут в феврале, после чего она перейдет к снижению.
- Традиционно в январе на рост цен оказывает влияние индексация многих регулируемых тарифов и акцизов. Так, с 1 января 2021 г. подорожали проезд в общественном транспорте, железнодорожные перевозки, а также плата за жилье⁹, на 4% планомерно увеличены акцизы на бензин, дизельное топливо и моторные масла; также в

⁷ С 1 января 2021 г. число еженедельно наблюдаемых позиций расширилось до 106. Вместо услуги по одному дню проживания в гостинице было выделено пять типов гостиниц – от хостела до пятизвездочной гостиницы. Также был расширен список ежемесячно наблюдаемых категорий – до 556.

[Росстат увеличил число товаров и услуг, оцениваемых при расчете инфляции](#) / Росстат / 14.01.2021.

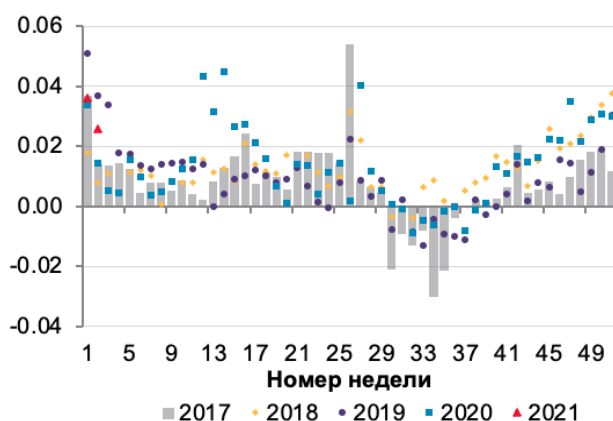
⁸ Без корректировки на сезонность.

⁹ [Что и на сколько подорожает в 2021 году](#) / РБК / 01.01.2021.

пределах инфляции были повышены акцизы на алкоголь, при этом на табак они были увеличены на 20%¹⁰.

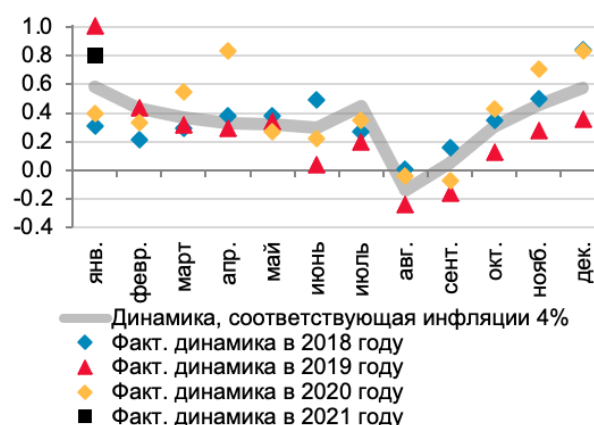
- На фоне принятых мер Правительства по сдерживанию роста цен на отдельные продукты питания темп удорожания корзины социально значимых продовольственных товаров в начале января продолжил замедляться (Рисунок 11). Однако по-прежнему наблюдался ускоренный рост цен на мясо кур, рыбу, муку, чай, макаронные изделия, что является результатом переноса роста издержек и роста мировых цен на зерно.
- Повышение цен на легковые автомобили выступило основным фактором ускорения роста цен на непродовольственные товары (Рисунок 11), внося существенный вклад в различие между медианой и средним ростом стоимости корзины товаров (без плодоовощной продукции), наблюдаемых на недельной основе (Рисунок 12). Среди других компонент непродовольственных товаров можно отметить сохранение повышенного роста цен на медикаменты, увеличение темпов удорожания сигарет и спичек, некоторых видов электротоваров и бытовой техники. По другим категориям рост цен оставался умеренным. При этом декомпозиция недельного роста цен в начале года указывает на существенный вклад со стороны дооценки в рост цен ненаблюдаемых на недельной основе категорий (Рисунок 10).
- В условиях роста мировых цен на нефть с середины декабря началось повышение оптовых цен на бензин (Рисунок 13). Это начало оказывать давление на потребительские цены на бензин на фоне планового повышения условной цены отсечения при расчете демпферной надбавки. В результате при прочих равных условиях уменьшается доходность поставок нефтепродуктов на внутренний рынок и создаются стимулы для повышения розничных цен. Впрочем, демпфирующий механизм настроен так, что увеличение условной цены должно удерживать рост цен на топливо вблизи целевого уровня инфляции.

Рисунок 8. Среднесуточный прирост цен, %



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

Рисунок 9. Рост цен, соответствующий инфляции 4% в пересчете на год, %/м



Примечание. Значение за январь 2021г. – предварительная оценка по недельным данным.

Источники: Росстат, расчеты ДИП.

¹⁰ [Акцизы на топливо в России с 1 января проиндексируют на 4%](#) / ТАСС / 26.12.2020.

Рисунок 10. Декомпозиция недельного роста цен



Примечание. На графике отсутствуют значения за первую неделю 2017-2020 гг., поскольку в эти периоды средние цены несопоставимы. Значение для первой недели 2021 г. рассчитано с использованием приростов из релиза Росстата, данные по которым теперь публикуются по широкому набору категорий.

Источники: Росстат, расчеты ДИП.

Рисунок 11. Рост цен товаров, наблюдаемых на недельной основе



Примечание. Расчет сделан на основании расширенного списка товаров. Список социально значимых продовольственных товаров первой необходимости, на которые могут устанавливаться предельно допустимые розничные цены, взят из постановления Правительства РФ от 15.07.2010 г. №530 (без фруктов и овощей).

Источники: Росстат, расчеты ДИП.

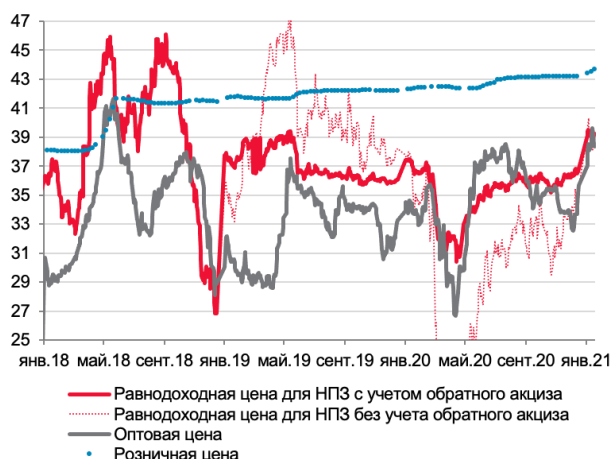
Рисунок 12. Темп роста стоимости и медиана распределения недельных приростов цен, %



Примечание. Расчет выполнен для товаров без учета плодоовощной продукции. На графике отсутствуют значения за первую и пятую недели для 2018–2020 гг., поскольку в эти периоды средние цены несопоставимы. Значение для первой недели 2021 г. рассчитано с использованием приростов из релиза Росстата, которые теперь публикуются по широкому набору категорий.

Источники: Росстат, расчеты ДИП.

Рисунок 13. Динамика цен на бензин марки АИ-92, руб./л

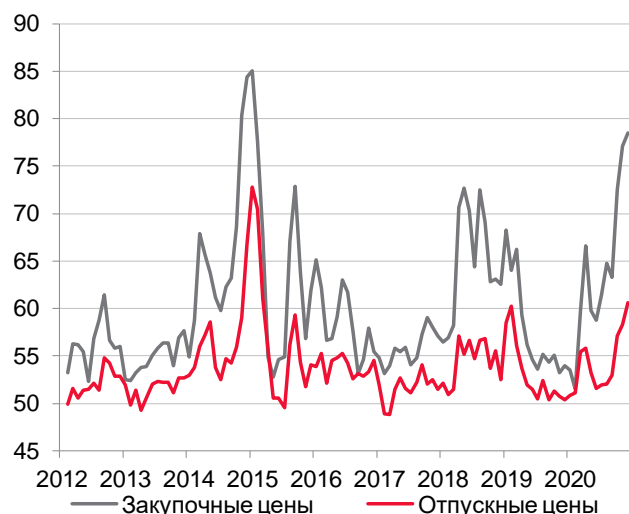


Источники: СПБМТСБ, Росстат, расчеты ДИП.

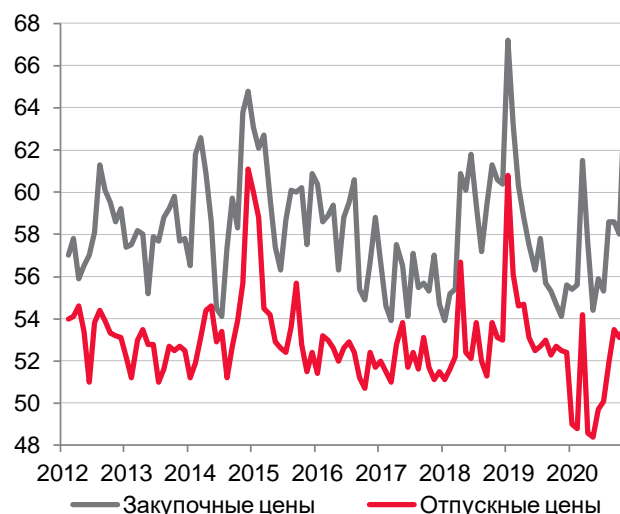
1.3. Ценовые индексы PMI в декабре: инфляционное давление усилилось

- Динамика ценовых индексов PMI указывает на повышение инфляционного давления в конце 2020 года. Индексы отпускных цен как в обрабатывающих отраслях, так и в сфере услуг в декабре выросли до многолетних максимумов (в обработке – с марта 2015 г., в услугах – с февраля 2019 г.) (Рисунок 14, Рисунок 15). Основная причина – значительный рост издержек, который компании имеют возможность перекладывать в конечные цены в условиях отсутствия признаков ухудшения в динамике потребительского спроса, несмотря на осложнение эпидемической ситуации в IV квартале.
- На рост издержек указывает динамика индексов закупочных цен. В обработке индекс вырос до максимального с января 2015 г. уровня, в услугах – снизился после пика в ноябре, но остался на повышенном уровне относительно среднего значения с начала наблюдений в 2001 году. Основные причины этого, по словам респондентов, связаны с влиянием динамики курса и увеличением цен поставщиками.
- Акцентирование респондентами внимания на курсовом даже на фоне произошедшего с первой половины ноября укрепления рубля подтверждает растянутость во времени эффекта переноса курса в цены. Впрочем, по нашему мнению, отложенный повышательный эффект на закупочные и отпускные цены от ослабления рубля в III квартале будет исчерпан в ближайшие месяцы.
- В свою очередь увеличение цен поставщиками могло быть вызвано ухудшением работы системы поставок из-за действия ограничительных мер как в России, так и других странах. Например, соответствующий подындекс¹¹ в обрабатывающих отраслях в декабре снизился. По мере снятия ограничений и улучшения эпидемической ситуации можно ожидать улучшения работы логистических цепочек. Однако этот процесс, скорее всего, будет носить весьма постепенный характер с учетом сохраняющейся неопределенности относительно продолжительности пандемии, а также вероятного затяжного и неоднородного характера восстановления деловой активности (даже по мере нормализации эпидемической ситуации).

¹¹ Suppliers' Delivery Times Index.

Рисунок 14. Ценовые индексы PMI в обработке, пунктов

Источник: IHS Markit.

Рисунок 15. Ценовые индексы PMI в сфере услуг, пунктов

Источник: IHS Markit.

2. Экономическая динамика

Судя по оперативным данным, в IV квартале российская экономика показала околонулевую динамику по отношению к III кварталу с учетом сезонного фактора. В результате спад ВВП по итогам 2020 г., скорее всего, окажется меньше 4%.

Сколько-нибудь значимого снижения общего уровня экономической активности не произошло во многом благодаря восстановлению в экспортных отраслях и производстве товаров промежуточного потребления. Потребительский спрос в целом несколько снизился.

Возобновление восстановления российской экономики ожидается в первой половине 2021 г. по мере спада волны пандемии и снятия большинства «коронавирусных» ограничений.

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

Тем не менее, в 2021 г. следует ожидать некоторого снижения показателей кредитного качества банковского корпоративного кредитного портфеля в целом. Это произойдет из-за роста доли относительно менее платежеспособных заемщиков по мере прекращения действия регуляторных послаблений и увеличения долговой нагрузки.

2.1. Стабилизация экономической активности в конце года

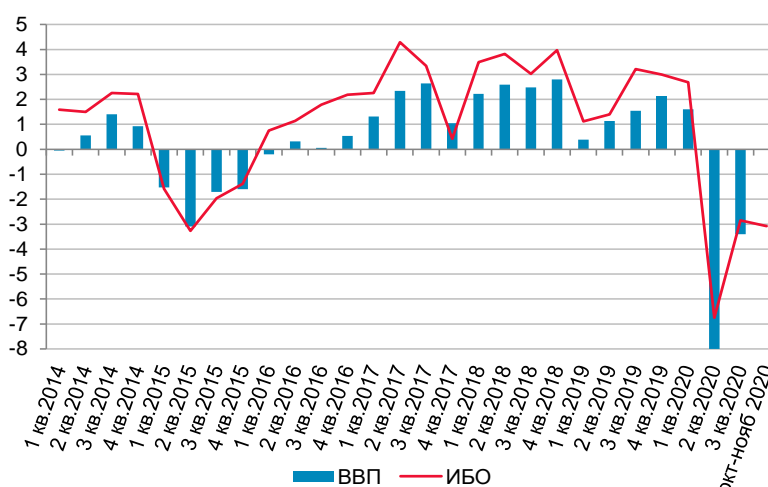
- Смягчению влияния ухудшения эпидемической ситуации на динамику деловой активности в российской экономике в конце года способствовали как более точечный по сравнению с весной прошлого года характер ограничений, так и постепенная адаптация субъектов экономики к новым условиям.
- Предварительная оценка указывает на стабилизацию ВВП в IV квартале близко к уровню III квартала. В результате спад ВВП по итогам 2020 г., скорее всего, окажется меньше 4%.
- Меньшее по масштабу, чем ожидалось в середине года, снижение ВВП в 2020 г. во многом вызвано более быстрым возобновлением активности в III квартале: восстановление внутреннего спроса после снятия основных ограничительных мер было поддержано ростом бюджетных расходов и расширением кредитования.
- Часть изменений в структуре спроса и производства, наблюдавшихся в 2020 г., будет носить перманентный характер. Это указывает на вероятную потерю потенциала выпуска как минимум на период подстройки и перераспределения факторов производства к структурным изменениям.

Последствия осенне-зимнего эпизода ухудшения эпидемической ситуации оказались гораздо более мягкими для экономики по сравнению с весенним эпизодом. В первую очередь этому способствовали более точечный характер ограничительных мер по сравнению с весенним эпизодом, приведший к умеренному сокращению мобильности населения, а также произошедшая постепенная адаптация производителей и потребителей к изменившимся условиям.

По предварительной оценке, экономическая активность в IV квартале оказалась близкой к уровню III квартала. Так, динамика индекса базовых отраслей в октябре–ноябре указывает лишь на небольшое ускорение годового снижения ВВП в IV квартале с -3,4% в III квартале (Рисунок 16).

Таким образом, спад российской экономики по итогам 2020 г. окажется гораздо более умеренным, чем прогнозировалось в середине прошлого года, и, скорее всего, составит меньше 4%. При этом мы полагаем, что произведенный Росстатом положительный пересмотр макростатистики за 2018–2019 гг. не послужит основанием для последующего пересмотра вниз текущей оценки по ВВП в 2020 г. вследствие эффекта базы (см. врезку «*О влиянии ретроспективного пересмотра динамики экономической активности в 2018–2019 гг. на оценку роста в 2020 году*»).

Рисунок 16. Динамика квартального индекса физического объема ВВП и ИБО, % г/г



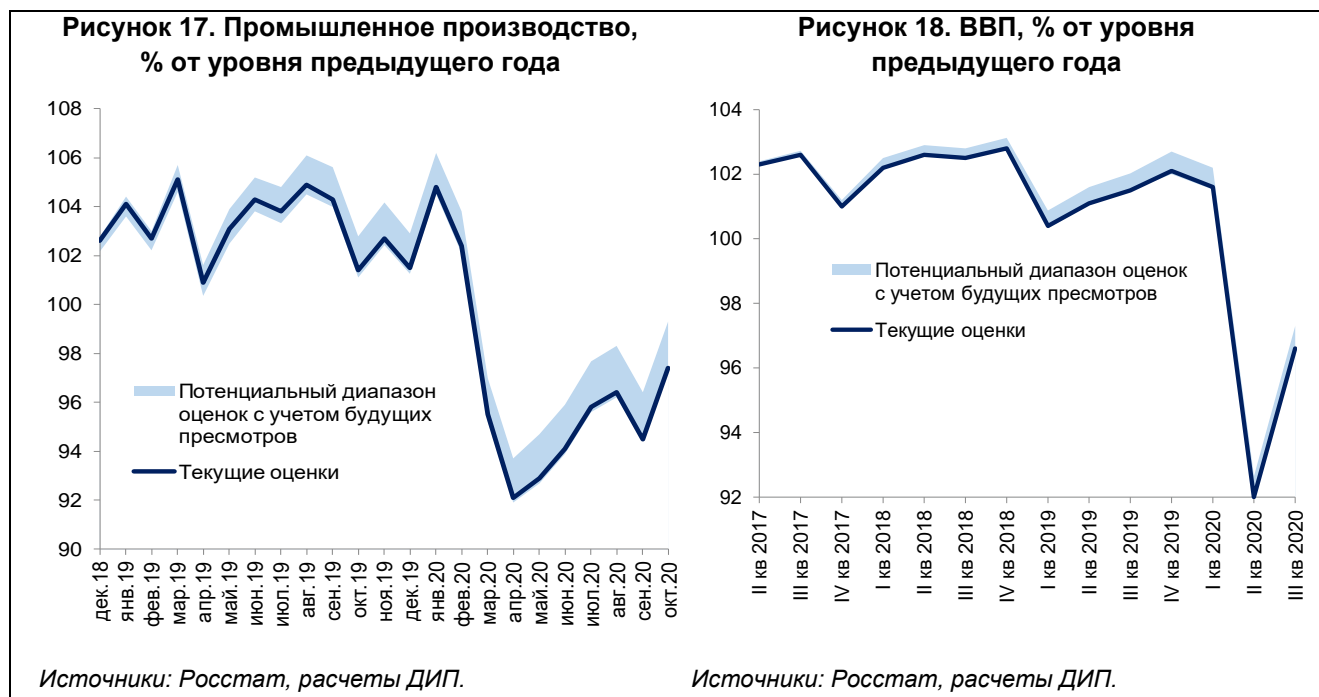
Источники: Росстат, расчеты ДИП.

О влиянии ретроспективного пересмотра динамики экономической активности в 2018–2019 гг. на оценку роста в 2020 году

Росстат в течение прошлого года значительно пересмотрел динамику основных показателей экономической активности за 2018–2020 годы. В частности, рост ВВП в 2018 и 2019 гг. был скорректирован вверх (на 0,3 и 0,7 п.п. соответственно). Среди прочего это было вызвано пересмотром динамики промышленного производства, в том числе и за прошедший год: новые данные показали, что спад промышленного производства в период проявления наиболее острой фазы кризиса на фоне введенных ограничительных мер в II квартале 2020 г. оказался более сдержанным по сравнению с первоначальными оценками.

Увеличение базы сравнения 2018–2019 гг. не подразумевает автоматического ухудшения текущих оценок динамики ВВП в 2020 году. Напротив, наш анализ истории прошлых пересмотров динамики основных макропоказателей показывает, что с высокой вероятностью можно ожидать дальнейшего пересмотра вверх и оценок ВВП за 2020 г. (Рисунок 17, Рисунок 18).

Так, необходимо отметить, что первые оценки динамики промышленного производства и ВВП, как правило, пересматриваются в сторону увеличения. При этом масштаб пересмотра за весь период наблюдений составлял до 2 п.п. для промышленности и в пределах 0,6–0,7 п.п. для ВВП.



Отметим основные факторы, которые в значительной степени помогли существенно смягчить спад экономики по итогам 2020 года:

1. **Рост социальных расходов бюджета, направленных на поддержку доходов и спроса.** Пик антикризисных бюджетных расходов пришелся на конец II – начало III квартала.
2. **Смягчение денежно-кредитной политики.**
3. **Меры, направленные на поддержку кредитования.** Регуляторные послабления позволили банкам наращивать кредитование как корпоративного сектора, так и домашних хозяйств.
4. **Краткосрочный положительный импульс от снятия большей части ограничительных мер в конце II квартала.** *Во-первых*, это отразилось в более активном по сравнению с первоначальными ожиданиями восстановлении экономической активности в летние месяцы, которое происходило в условиях опережающего закрытия разрыва выпуска в отраслях потребительского спроса. *Во-вторых*, точечный характер ограничений в связи с осенним ростом заболеваемости сдержал динамику потребления от более резкой просадки.
5. **Замещение зарубежного туризма внутренним.** Дополнительный стимул росту внутреннего спроса придало фактическое закрытие границ из-за действующих противоэпидемических ограничений. В результате сезонный рост туристических потоков перераспределился в пользу отечественных курортов. Также часть не потраченных на зарубежные поездки средств трансформировалась в рост спроса на товары, прежде всего, непродовольственные.

Несмотря на восстановление, в конце года уровень *потребительской активности* оставался значительно ниже докоронавирусного, а в его структуре произошли существенные изменения, часть которых может носить перманентный характер. Это нашло отражение в частичном замещении потребления услуг потреблением товаров, которое произошло в период ухудшения эпидемической ситуации осенью. Так, уровень розничных продаж уже достаточно близок к докоронавирусному, тогда как объем оказанных потребительских услуг к концу года был на 12,5% ниже уровня начала года (Рисунок 19). В целом за 2020 г. оборот розничной торговли снизился на 4,1%, а объем оказанных услуг – на 17,3%. По мере улучшения эпидемической ситуации и снятия ограничительных мер, особенно в случае успешности массовой вакцинации, можно ожидать постепенной нормализации структуры потребления в пользу услуг. Однако структура потребления в средне- и долгосрочной перспективе вряд ли будет в точности повторять докоронавирусную по нескольким причинам.

Во-первых, перманентные изменения в предпочтениях и модели потребительского поведения, обусловленные произошедшей адаптацией к последствиям коронакризиса, возможным сохранением повышенной (относительно докризисных уровней) нормы сбережений, еще в течение достаточно продолжительного периода времени могут отражаться как минимум в частичном отказе от потребления отдельных видов услуг, прежде всего «контактных».

Во-вторых, опыт массового перехода на удаленную работу в ряде сфер указал на отсутствие потери эффективности в рабочем процессе. Данное обстоятельство попутно открывает для работодателей возможность экономить на затратах, связанных с размещением части сотрудников в офисе. В конечном счете это повлечет за собой снижение спроса на сопутствующие офисной работе услуги (городской транспорт, офисные помещения, общественное питание и так далее).

Безусловно, отдельные сектора экономики выигрывают от структурных изменений: связь, онлайн-торговля и другие. В целом структурные изменения спроса могут приводить к временному снижению *уровня* потенциального выпуска на время подстройки и перераспределения факторов производства, которые обеспечат возврат к *темпам* потенциального роста в дальнейшем.

Помимо роста потребительского спроса, во втором полугодии наметились признаки постепенного восстановления *инвестиционного спроса*. Как и в случае с потреблением, определенную поддержку оказал рост инвестиционных расходов бюджета. Тем не менее стоит отметить, что в целом глубина падения инвестиций оказалась гораздо меньше, чем можно было ожидать с учетом значительного роста неопределенности. В целом за январь–сентябрь 2020 г. инвестиции в основной капитал снизились на 4,1%.

Мы ожидаем, что, несмотря на мягкую ДКП, динамика инвестиционной активности в 2021–2022 гг. будет оставаться сдержанной. Это может объясняться несколькими причинами, а именно:

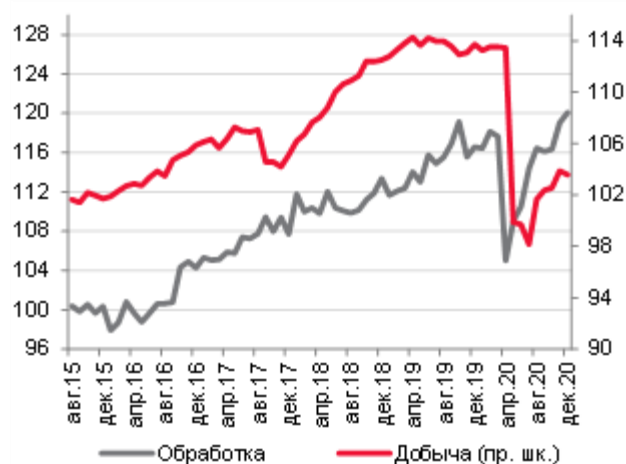
- повышенной неопределенностью в отношении сроков нормализации эпидемической ситуации и связанных с этих перспектив дальнейшего восстановления деловой активности;
- уже произошедшим сокращением инвестиционных программ системообразующими предприятиями и лагами в принятии будущих инвестиционных решений;
- ограниченным доступом к финансированию малого и среднего бизнеса, который не связан с ценовыми условиями кредитования.

Рисунок 19. Динамика розничной торговли и потребительских услуг, индекс SA, 100 = январь 2016



Источник: Росстат, расчеты ДИП.

Рисунок 20. Динамика выпуска в добыче и обработке, 100 = январь 2016

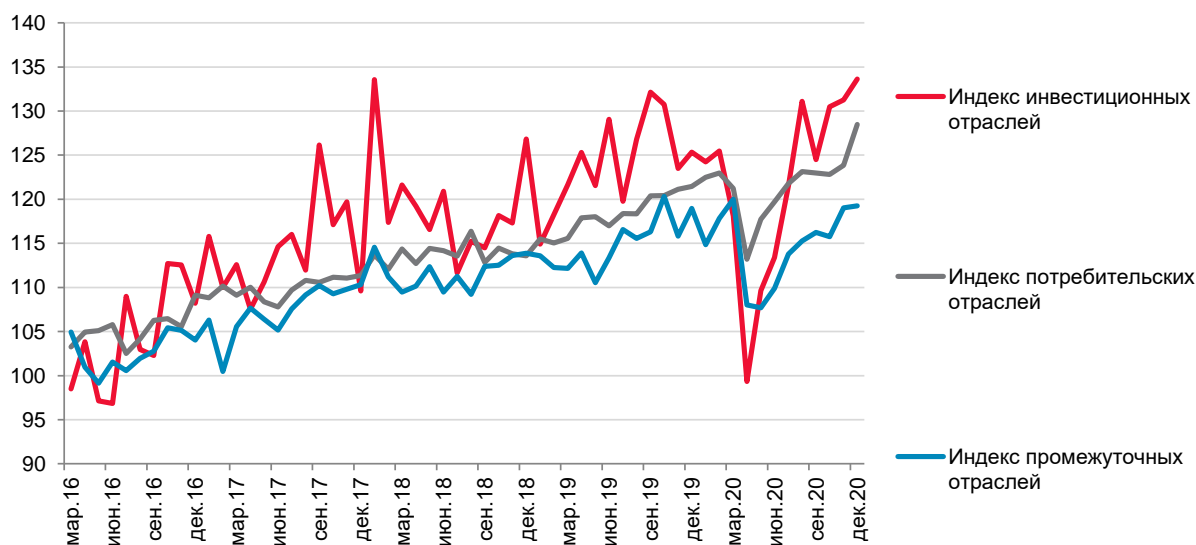


Источники: Росстат, расчеты ДИП.

В свою очередь динамика производственной активности в целом хорошо отражала изменения как в динамике, так и в структуре внутреннего и внешнего спроса. Уровень промышленного производства к концу года оставался ниже докоронавирусного: снижение выпуска по итогам года составило 2,9%. При этом основной вклад в это снижение внесла динамика добычи полезных ископаемых, в частности нефти. Снижение экономической активности в мире привело к падению спроса на нефть на мировых рынках. Страны ОПЕК+ отреагировали на это заключением соглашения о снижении уровня добычи: в России ее уровень в конце 2020 г. был ниже докоронавирусного на 11,5%. В результате добыча полезных ископаемых в 2020 г. снизилась на 7,0%.

При этом выпуск в обрабатывающих отраслях немного вырос по отношению к 2019 г. (на 0,3%) (Рисунок 20). Производство в отраслях потребительского спроса *превысило* докоронавирусный уровень на фоне восстановления спроса на товары и значительного снижения импорта (Рисунок 21). Объем производства в инвестиционных отраслях также восстановился, но его динамика пока остается неустойчивой.

Рисунок 21. Динамика выпуска в обрабатывающих отраслях, 100 = январь 2016



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

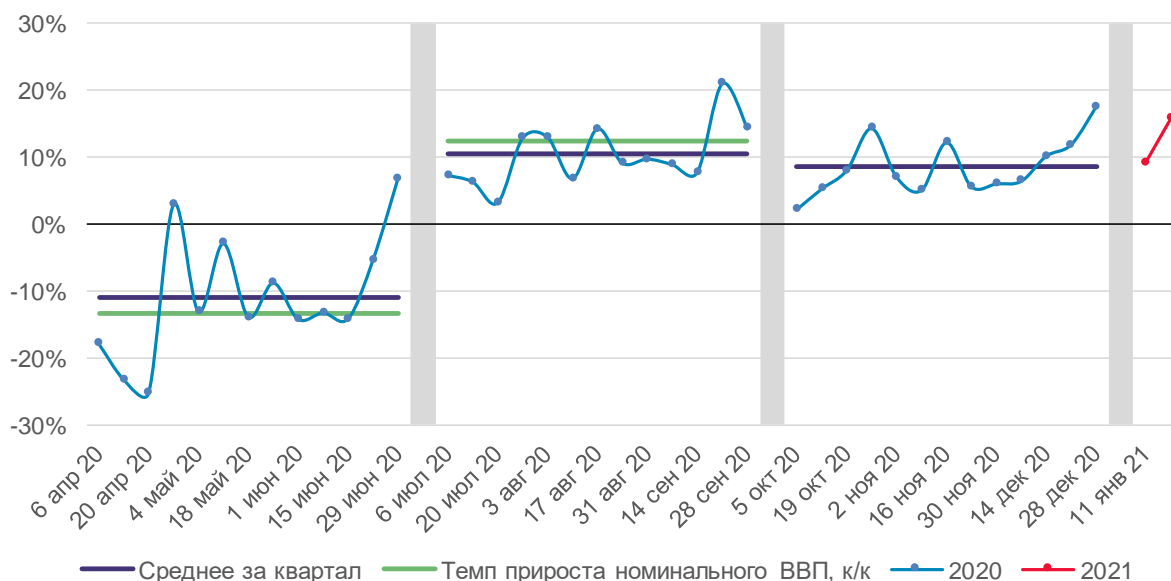
Таким образом, в среднесрочной перспективе основными драйверами роста экономики, скорее всего, продолжат оставаться потребительский спрос и внешние рынки.

2.2. Деловая активность в январе оставалась на уровне прошлого квартала

- Согласно январским оперативным индикаторам, экономическая активность в начале 2021 г. в целом оставалась на уровне прошлого квартала.
- Недельное отклонение объема входящих платежей от среднего уровня IV квартала 2020 г. на первых двух рабочих неделях 2021 г. (11–15 и 18–22 января) оказалось положительным, составив 9,3% и 15,8% (Рисунок 22), но было почти полностью обеспечено ростом финансовых потоков в отрасли государственного потребления и добыче (Рисунок 23). Отклонение без учета добычи, нефтепродуктов и государственного управления было близким к нулю (-0,6% и +0,5%). При этом динамика по группам отраслей являлась разнонаправленной: значительный рост в экспорте на фоне повышения нефтяных цен, более скромный рост в конечном и промежуточном потреблении и снижение финансовых потоков в инвестиционных отраслях.
- Данные Лаборатории «СберИндекс» указывают на стабилизацию потребительских расходов на уровне прошлого года. Постепенное улучшение эпидемической ситуации и начало массовой вакцинации от коронавирусной инфекции могут привести к усилению активности в сфере услуг и изменению структуры спроса от товаров к услугам.
- Динамика потребления электричества также свидетельствует об отсутствии значимых изменений в деловой активности в энергоемких отраслях (Рисунок 24). Уровень

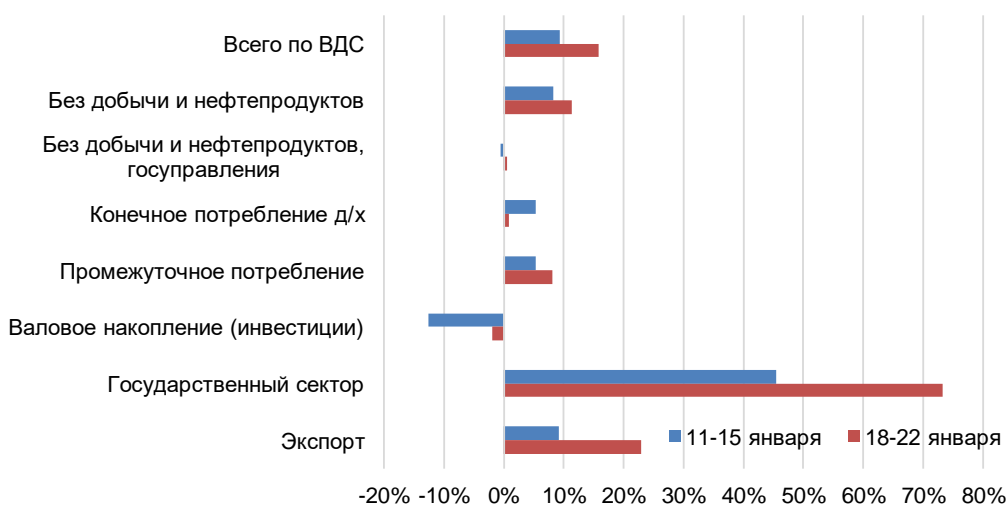
потребления с поправкой на температурный и календарный факторы в начале января был близок к значениям начала прошлого года. Структурно пониженный уровень в нефтедобывающих регионах компенсировался ростом потребления в ОЭС Центра и Юга. Последнее могло быть вызвано отказом от зарубежных поездок и ростом внутренних туристических потоков на фоне остающихся закрытыми границ.

Рисунок 22. Отклонение входящих платежей от среднедневного уровня предыдущего квартала, %



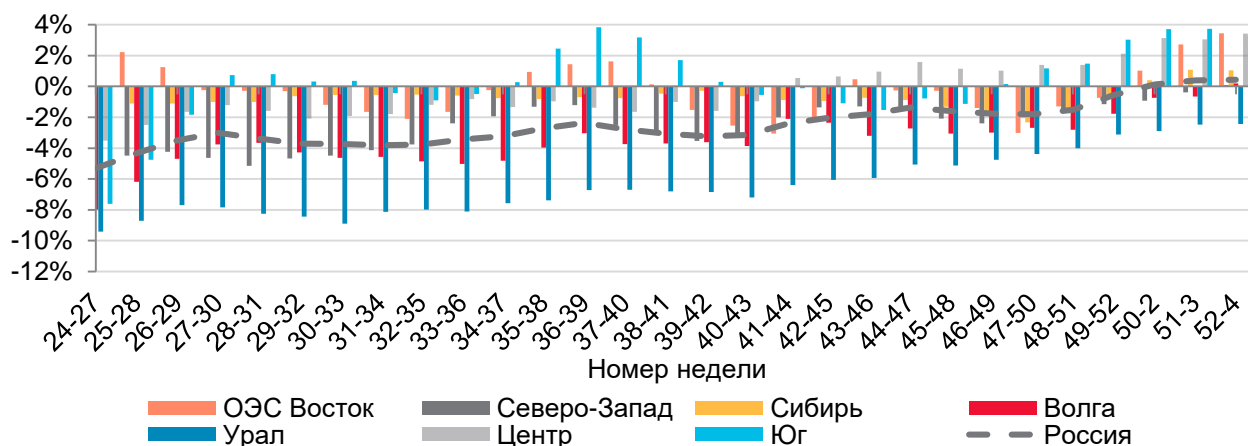
Источник: Банк России ([Мониторинг отраслевых финансовых потоков](#)).

Рисунок 23. Отклонение входящих платежей от среднедневного уровня на первой неделе января от предыдущего квартала, %



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

Рисунок 24. Темпы прироста электропотребления, скользящее среднее за четыре недели с поправкой на температуру и число рабочих дней, % г/г



Источники: Системный оператор Единой энергетической системы, расчеты ДИП.

2.3. Рост кредитования в 2020 г. поддержал восстановление экономической активности

- Несмотря на сохранение консервативной политики банков в отношении выдачи ссуд на фоне повышенной неопределенности в экономике и связанного с этим роста кредитных рисков, проведенное смягчение денежно-кредитной политики в сочетании с временными регуляторными послаблениями оказали заметное положительное влияние на динамику кредитования в 2020 году.
- Драйвером роста розничного кредитования в конце года была ипотека. При этом увеличение ипотечного портфеля, судя по всему, происходит за счет надежных заемщиков, что в том числе привело к росту доли одобрений ипотечных кредитов банками при снижении доли одобрений по другим розничным кредитам.
- Качество обслуживания кредитов в 2020 г. ухудшилось незначительно. Поддержку оказало действие программ реструктуризации и кредитных каникул. По окончании действия регуляторных послаблений в 2021 г. отражение качества кредитов не будет искажаться данными факторами. Это может ограничить возможности некоторых банков по наращиванию кредитования.

В течение 2020 г. динамика кредитования складывалась под влиянием ряда разнонаправленных факторов. С одной стороны, рост кредитования сдерживали общее снижение экономической активности и повышение неопределенности, которые стимулировало банки к ужесточению стандартов выдач и проведению осторожной кредитной политики. Введение Банком России в 2019 г. надбавок к коэффициентам риска в зависимости от ПДН способствовало консервативному поведению банков в начале 2020 года.

С другой стороны, поддержку расширению кредитования оказали переход к мягкой денежно-кредитной политике, стимулировавший рост спроса на кредиты даже на фоне снижения доходов населения и компаний, действие льготных программ как розничного (ипотека¹² и автокредитование¹³), так и корпоративного кредитования, различные регуляторные послабления для банков в части макропруденциальной политики¹⁴ и в части подхода к оценке качества кредитов и формированию резервов. В итоге продолжившийся рост банковского кредитования оказал значимую поддержку динамике экономической активности, внося вклад в нейтрализацию среднесрочных дезинфляционных рисков, порожденных коронакризисом.

В розничном кредитовании рост портфеля за 2020 г. в целом немного замедлился до 13,5% – с 18,9% г/г в 2019 году. В конце года уверенный рост кредитования продолжался: в декабре прирост розничного кредитования ускорился до 1,0% – с 0,6% м/м SA в ноябре (Рисунок 25, Рисунок 26).

Согласно данным [НБКИ](#), в декабре 2020 г. продолжилось снижение персонального кредитного рейтинга заемщиков – физических лиц, наиболее заметное – по потребительским кредитам и автокредитам, что может объясняться окончанием периода кредитных каникул. В соответствующих сегментах в 2020 г. [снизился уровень одобрения заявок](#), отражая сохранение консервативного подхода банков к оценке рисков в условиях повышенной неопределенности.

При этом в части одобрения заявок наблюдался рост в ипотечном сегменте. Смягчение ДКП Банком России и действие льготных программ ипотечного кредитования оказали значимую поддержку прежде всего в период наиболее острого проявления экономических последствий пандемии. Вместе с тем данные банковской отчетности за II и III кварталы указывают на рост доли ипотечных кредитов, по которым долговая нагрузка заемщиков составляла менее 50%. Такая картина, по нашему мнению, косвенно отражает факт достаточно активного использования текущих благоприятных условий ипотечного кредитования населением с более высоким уровнем дохода. В особенности это характерно для наиболее крупных российских городов, которые в соответствии с общепринятыми международными стандартами отличаются низкой доступностью жилья. По большей части состоятельные домохозяйства уже обеспечены собственным жильем, поэтому приобретение ими нового жилья в значительной степени продиктовано инвестиционными мотивами. По имеющимся независимым оценкам, связанный с таким возможным «перегревом» риск роста цен на первичном рынке уже сейчас как минимум на уровне отдельных крупных агломераций перекрывает выгоду от снижения ставок по ипотеке.

¹² Программа ипотеки с господдержкой, дальневосточной ипотеки, сельской ипотеки, семейной ипотеки.

¹³ Программы «Первый автомобиль» и «Семейный автомобиль».

¹⁴ В конце I квартала Банк России ослабил макропруденциальную политику, снизив коэффициенты риска по ряду требований: снижение или отмена надбавок к коэффициентам риска по ряду кредитных требований в ипотечном сегменте и в сегменте необеспеченных потребительских кредитов.

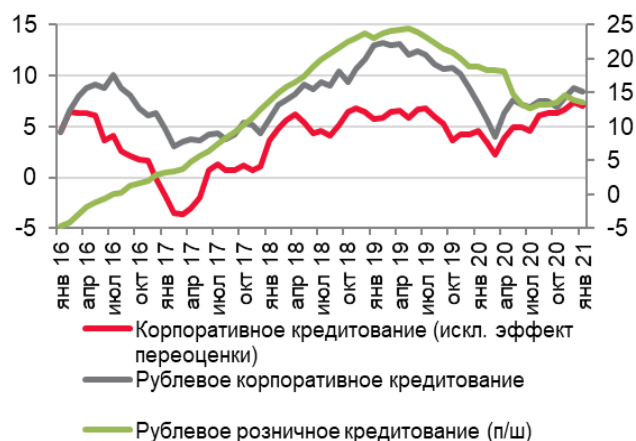
В сегменте необеспеченного кредитования снижение ставок по кредитам в течение 2020 г. было менее выраженным по сравнению с другими сегментами: эффект от смягчения денежно-кредитной политики частично компенсировался повышательным влиянием на ставки со стороны роста кредитных рисков.

Рисунок 25. Динамика кредитования, 3-месячная аннуализированная средняя, %



Источник: Банк России.

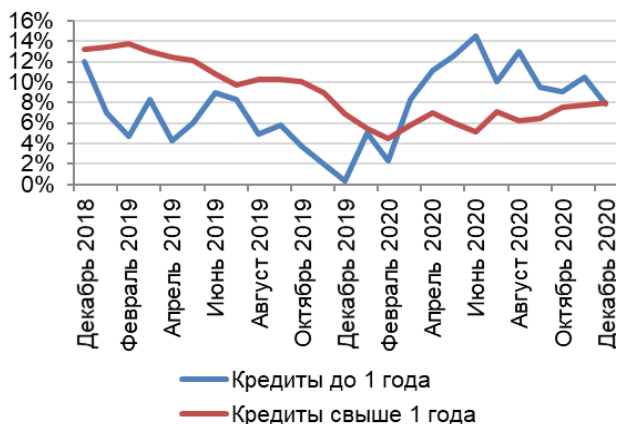
Рисунок 26. Годовые темпы роста кредитного портфеля, % г/г



Источник: Банк России.

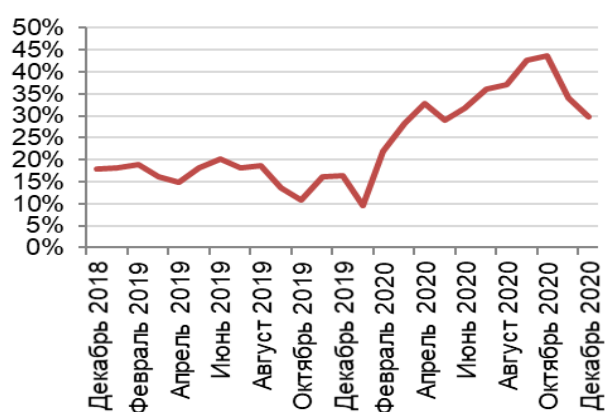
Рост рублевых корпоративных кредитов в 2020 г. немного ускорился: до 8,4% – с 7,2% в 2019 г. (Рисунок 27). В середине года рост ускорился за счет краткосрочных кредитов, однако к концу года их динамика несколько скорректировалась вниз на фоне прекращения действия льготных программ и списания части льготных кредитов. При этом продолжающееся ускорение роста средне- и долгосрочных кредитов, которые по мере нормализации деловой активности после прохождения наиболее острой фазы кризиса в II квартале также постепенно замещают краткосрочные кредиты, оказывает поддержку инвестиционной активности.

Рисунок 27. Динамика кредитов нефинансовым организациям, % г/г



Источник: Банк России.

Рисунок 28. Динамика кредитов финансовым организациям, % г/г

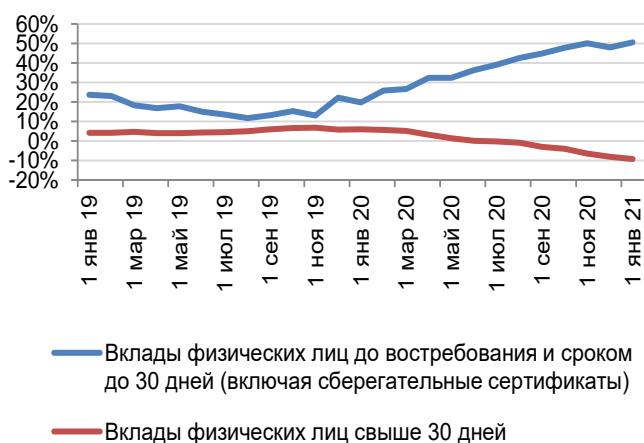


Источник: Банк России.

Среднегодовой прирост рублевых вкладов физических лиц в 2020 г. остался примерно на уровне 2019 г., составив 0,8% м/м SA. При этом значительно поменялась структура вкладов. *Во-первых*, активно росли остатки средств на эскроу-счетах: почти на 1 трлн рублей¹⁵. Без их учета среднемесячный рост депозитов замедлился с 0,8% в 2019 г. до 0,5% м/м SA в 2020 году. *Во-вторых*, поменялась срочная структура вкладов (Рисунок 29). Повышенная неопределенность в сочетании со снижением ставок по долгосрочным вкладам на фоне смягчения денежно-кредитной политики привела к смещению предпочтений населения в сторону краткосрочных вкладов. В связи с этим многие банки стали предлагать накопительные счета, ставка по которым незначительно отличается от ставки по срочным депозитам.

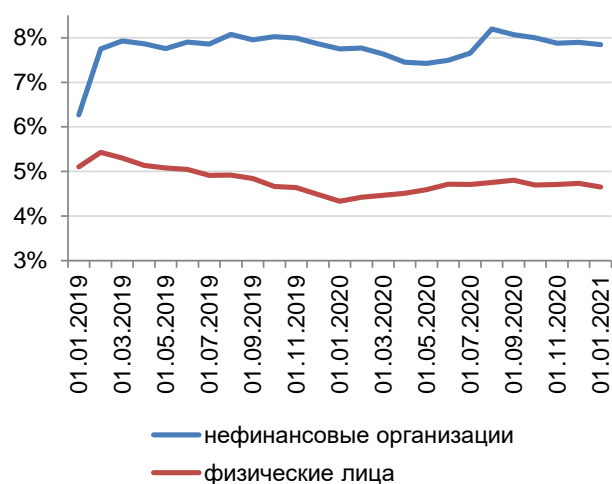
Качество обслуживания кредитов в 2020 г. в целом осталось близким к уровню 2019 г., в том числе благодаря [программам реструктуризации и кредитных каникул](#)¹⁶. Величина резервов на возможные потери¹⁷ на конец 2020 г. выросла. Рост резервов в 2020 г. был вызван усилением неопределенности, ухудшением финансового состояния заемщиков и колебаниями валютного курса. Сохраняется повышенная неопределенность относительно дальнейшей динамики качества кредитов и резервов по мере завершения действия регуляторных послаблений в 2021 году. Платежеспособность многих заемщиков в 2020 г. снизилась. Часть из них столкнулась с достаточно длительными последствиями пандемии и структурных изменений спроса, вызванных ей. Отражение в балансах банков реального положения дел заемщиков позволит избежать накопления проблем в будущем, но при этом может в краткосрочном периоде ограничить потенциал отдельных банков по наращиванию кредитования.

Рисунок 29. Годовые темпы роста вкладов населения в разбивке по срочности, % г/г



Источник: Банк России.

Рисунок 30. Доля просроченной задолженности в кредитных требованиях, %



Источник: Банк России.

¹⁵ Остатки на счетах эскроу на конец 2020 г. составляли 1117 млрд руб., на конец 2019 г. – 139 млрд рублей.

¹⁶ Согласно опросам кредитных организаций, за период с конца марта по конец декабря была проведена реструктуризация кредитов физических лиц на сумму 0,86 трлн руб. (по 75 КО), а объем задолженности по реструктурированным кредитам юридическим лицам составил 5,1 трлн рублей (по 33 крупнейшим КО).

¹⁷ С учетом корректировки по МСФО9.

Впрочем, относительно высокий уровень прибыли, полученной банковским сектором в 2020 г., может сгладить возможные негативные последствия завершения действия регуляторных послаблений. Прибыль за 2020 г. в целом (1,6 трлн руб.) оказалась всего на 6,3% ниже показателя за 2019 г., что во многом объясняется ее низкими значениями в первой половине года. Финансовый результат банковского сектора в 2020 г. был поддержан динамикой чистого процентного и чистого комиссионного доходов (рост на 8,4 и 10,0% соответственно).

Снижение ставок повлияло как на процентные доходы, так и на расходы, но уменьшение расходов пока оказалось более значительным: срочность пассивов банков меньше, чем активов, поэтому они быстрее реагируют на изменение уровней процентных ставок. Ожидая потенциального снижения процентных доходов, банки наращивали комиссионные доходы за счет расчетно-кассового обслуживания, переводов денежных средств и оказания посреднических услуг по брокерским и аналогичным договорам. Необходимо учитывать, что финансовый результат банков в 2020 г. был поддержан операциями с иностранной валютой и драгоценными металлами (рост более, чем в четыре раза).

3. Глобальная экономика, финансовые и товарные рынки

3.1. Неопределенность относительно восстановления мировой экономики остается повышенной

- Дневной прирост числа инфицированных коронавирусом в мире остается высоким. Европейские страны продляют существующие ограничения, а в некоторых случаях и ужесточают их, что снижает мобильность граждан. Темпы вакцинации в мире остаются ниже ожидаемых. Это повышает риски более позднего восстановления деловой активности в мире по сравнению с ожиданиями в конце прошлого года.
- В США и еврозоне потребительская активность в конце года оставалась пониженной, главным образом – в секторе услуг. В то же время производственная активность в условиях низких запасов постепенно догоняет потребительский спрос, восстановление которого началось раньше и происходило быстрее.
- Инфляционное давление в США и еврозоне остается пониженным, и его дальнейшая динамика во многом зависит от восстановления экономики, в том числе от принятия новых стимулирующих мер. С учетом эффективности уже принятых стимулирующих мер фискального и монетарного стимулирования, а также наличия пространства для их возможного дальнейшего расширения ускорение роста цен и нормализация денежно-кредитной политики, скорее всего, будет происходить гораздо быстрее в США, чем в еврозоне.
- Торговое соглашение по Brexit сохранит беспоплатную торговлю товарами между ЕС и Великобританией. Это примерно на треть снизит потенциальные потери

выпуска Великобритании по сравнению с сценарием жесткого Brexit. Тем не менее последствия в 2021 г. будут значимыми.

- По итогам IV квартала рост ВВП Китая оказался выше уровня до пандемии – 6,5% г/г. По итогам 2020 г. в целом был зафиксирован рост на 2,3%. С учетом замедления роста кредитования и ожидаемой нормализации бюджетной политики темпы роста деловой активности в ближайшие месяцы, скорее всего, скорректируются к более умеренным уровням.

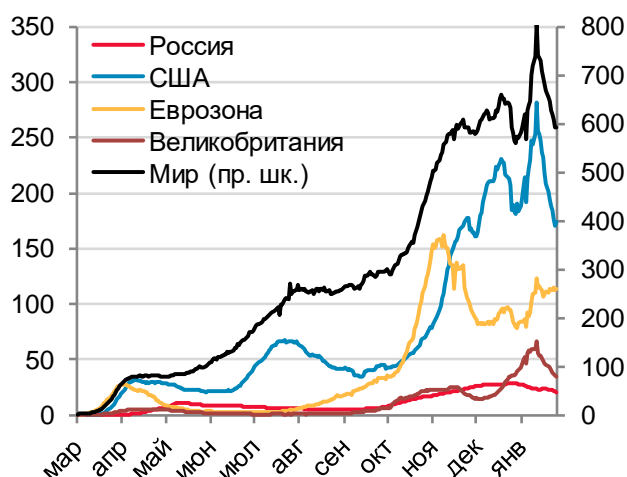
Covid-19: неопределенность остается высокой

Дневной прирост числа инфицированных коронавирусом в мире ускорился в самом начале 2021 г. (Рисунок 31), поскольку проведение тестов откладывалось на первую рабочую неделю года. Снижение числа новых случаев к концу января отражает некоторое улучшение ситуации в отдельных странах.

Быстрый рост числа новых случаев в Великобритании побудил страну ввести новые ограничения: до середины февраля людям запрещено покидать дома без необходимости. Другие европейские страны также были вынуждены продлить существующие ограничения. Это негативно сказывается на мобильности граждан, однако в целом она остается значительно выше, чем в весенние месяцы 2020 г. (Рисунок 32).

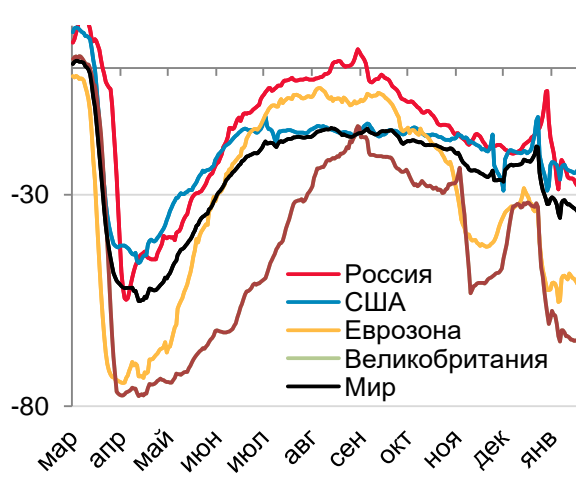
Вакцинация идет более чем в 50 странах, но ее темпы остаются ниже ожиданий. Так, на 14 января в США было вакцинировано 9,7 млн. человек, в то время как изначально планировалось вакцинировать 20 млн человек уже [к концу 2020 года](#). В Европе вакцинация происходит еще медленнее. В отдельных странах задержки возникают из-за проблем с поставками вакцины и/или отсутствия необходимой для вакцинации инфраструктуры.

Рисунок 31. Дневной прирост инфицированных коронавирусом, тыс. чел. (среднее за 7 дней)



Источник: Bloomberg Finance L.P.

Рисунок 32. Посещение магазинов и мест отдыха, прирост в % от медианы за период 3 января – 6 февраля (среднее за 7 дней)



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

Источники: Google, WorldBank.

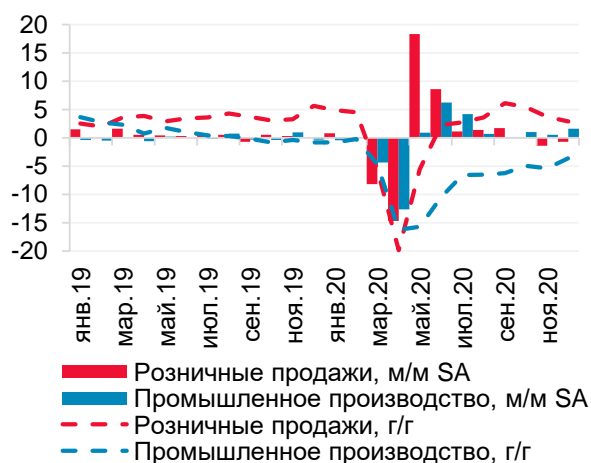
США: сохранение слабого потребительского спроса и ухудшение ситуации на рынке труда в конце года

В IV квартале 2020 г. потребительская активность в США сократилась на фоне ухудшения эпидемической ситуации, напряженной ситуации на рынке труда, высокой степени неопределенности и завершения действия программ поддержки. Розничные продажи в декабре снизились на 0,7% м/м SA.

Ослабление потребительского спроса отражается и в ценовой динамике. В декабре рост базового ИПЦ замедлился с 0,2 до 0,1% м/м SA (остался на уровне 1,6% г/г). При этом общий рост потребительских цен ускорился с 0,2 до 0,4% м/м SA (с 1,2 до 1,3% г/г) вследствие роста цен на энергоресурсы. Восстановление цен на энергоносители, рост инфляционных ожиданий, возможный рост спроса по мере вакцинации населения, дополнительный фискальный стимул и эффект низкой базы должны повысить инфляцию в первом полугодии 2021 года.

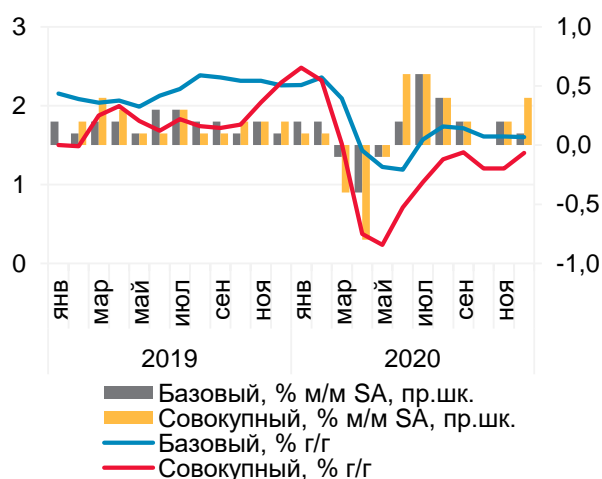
В свою очередь производственный сектор продолжает восстановление. Рост промышленного производства в декабре ускорился до 1,6% м/м SA, отражая частичное замещение потребления услуг потреблением товаров в связи с действием ограничительных мер. Январский IHS Markit PMI в обрабатывающей промышленности, по предварительной оценке, вырос до исторического максимума в 59,1 пункта. Поддержку текущей динамики промышленного производства оказывают закрытие разрыва с потреблением, восстановление которого началось раньше, а также низкий уровень запасов и значительно меньшие ограничения по сравнению с весенним эпизодом ухудшения эпидемической ситуации.

Рисунок 33. Динамика розничных продаж и промышленного производства, %



Источник: Bloomberg Finance L.P.

Рисунок 34. Рост ИПЦ и БИПЦ в США, %



Источник: Bloomberg Finance L.P.

Ситуация на рынке труда в IV квартале ухудшалась с учетом негативного влияния ужесточения ограничительных мер на ситуацию в секторе услуг. В декабре число новых рабочих мест вне сельскохозяйственного сектора впервые с марта снизилось (на 140 тыс.). Для поддержки потребительской активности в декабре был одобрен второй пакет фискальных мер, предполагающий, в частности, прямые выплаты населению и

временное увеличение пособий по безработице. Однако слабая декабрьская статистика, вероятно, усилит аргументы в пользу принятия дополнительных стимулирующих мер, предусматривающих увеличение размера прямых выплат и продление программы повышенных пособий по безработице до сентября.

ФРС по итогам заседания, прошедшего 26-27 января, не изменила основных параметров денежно-кредитной политики. Регулятор подтвердил, что политика будет оставаться мягкой еще продолжительное время. В своей коммуникации ФРС связывает перспективы относительно дальнейшей нормализации экономической активности с успешностью массовой вакцинации, вероятно, оценивая данные перспективы с умеренным оптимизмом. Так, из январского пресс-релиза была исключена фраза о том, что коронавирусная инфекция создает значительные среднесрочные риски для экономики.

Еврозона: продление ограничений повышает риски затяжного восстановления экономики

Хотя деловые ожидания заметно улучшились под конец года после новостей об утверждении вакцин, рост заболеваемости в начале 2021 г. продолжился. Ограничения, введенные в ноябре-декабре, практически не затронули производственную активность, но ожидаемо снизили активность в секторе услуг. Промышленность продолжила устойчивое восстановление. Инфляция сохраняется на низком уровне.

Розничные продажи в еврозоне в ноябре перешли к снижению, сократившись на 6,1% м/м (-2,9% г/г) (Рисунок 35). Наиболее сильно продажи упали во Франции и Италии из-за введения карантина. Декабрьский PMI в сфере услуг повысился на 4,7 п., но остается на уровне, сигнализирующем о продолжающемся спаде (46,4 п.).

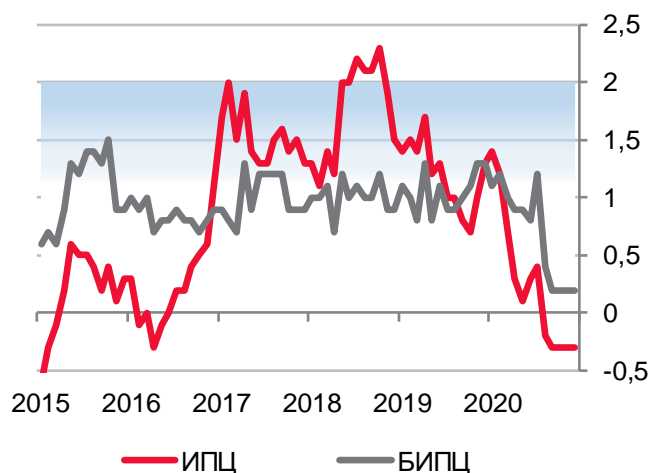
Годовое снижение промышленного производства в ноябре замедлилось с 3,5 до 0,6% г/г (Рисунок 35). Декабрьский PMI в обработке позволяет ожидать дальнейшего улучшения ситуации (55,2 п.).

Рисунок 35. Промышленное производство и розничные продажи в еврозоне, % г/г



Источник: Bloomberg Finance L.P.

Рисунок 36. Общая (ИПЦ) и базовая инфляция (БИПЦ) в еврозоне, % г/г



Источник: Bloomberg Finance L.P.

Инфляция в декабре оставалась отрицательной пятый месяц подряд, зафиксировавшись на уровне -0,3% г/г (Рисунок 36) (базовая инфляция¹⁸ осталась на отметке 0,2% г/г).

В ходе декабрьского заседания ЕЦБ было высказано мнение, что дальнейшее снижение доходностей гособлигаций (и без того находящихся на низком уровне) может оказывать незначительное влияние на экономический рост и инфляцию, увеличивая при этом риски для финансовой стабильности¹⁹. Это подчеркивает актуальность инициированного ЕЦБ стратегического пересмотра денежно-кредитной политики в части коммуникации. Восстановление инфляционного давления во многом будет зависеть от распространения коронавируса, а также от темпов вакцинации населения и ее эффективности.

На заседании 21 января ЕЦБ ожидаемо оставил параметры ДКП без изменений²⁰. Председатель ЕЦБ К. Лагард указала на то, что риски для экономики из-за затягивания карантинных ограничений сохраняются, но стали чуть менее выраженными, благодаря старту вакцинации. ЕЦБ видит улучшение перспектив мировой экономики, в том числе в связи с заключением торговой сделки по Brexit. При этом регулятор отметил, что не следует стремиться к дальнейшему расширению программ поддержки кредитования при условии, что заявленные на данный момент объемы на горизонте планирования ДКП уже создадут в достаточной степени благоприятные финансовые условия для постепенного разгона инфляции и усиления экономической динамики. С учетом гибкости текущей политики неявного контроля кривой доходности регулятор, вероятно, не внесет изменений в политику до второй половины года.

Великобритания: вступило в силу торговое соглашение с ЕС

Торговое соглашение между Великобританией и ЕС было заключено в преддверии Рождества и вступило в силу 1 января 2021 года²¹. Худшего варианта – выхода без соглашения – удалось избежать, и беспошлинная торговля товарами с ЕС сохранится, что снизит издержки Brexit для обеих сторон. Тем не менее торговля все равно пострадает из-за пограничного контроля, бюрократии и различных проверок. Также соглашение не предусматривает свободного доступа на рынок ЕС для финансового сектора, составляющего около 7% ВВП Великобритании. По оценкам [OBR](#), при выходе без торгового соглашения страна недополучила бы 6% от потенциального ВВП на горизонте в шесть лет, выход с соглашением приведет к потере 4%.

Китай: рост экономической активности станет более умеренным

Рост ВВП Китая в IV квартале повысился до 6,5% г/г (4,9% г/г в III квартале), превысив также уровень до пандемии 6,0% г/г (Рисунок 37). Причем альтернативные оценки Capital Economics и Bloomberg указывают на еще более сильный рост китайской экономики.

¹⁸ Без учета еды, табака, алкоголя, энергетической компоненты.

¹⁹ <https://www.ecb.europa.eu/press/accounts/2021/html/ecb.mg210114~14ef04b8bd.en.html>

²⁰ <https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2021/html/ecb.mp210121~eb9154682e.en.html>

²¹ <https://www.ft.com/content/f336aac0-ae6a-4fe5-96e6-673016880922>

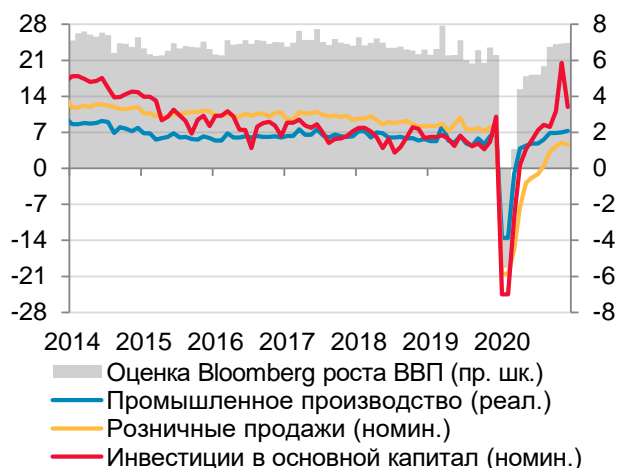
Основной вклад в ускорение темпов роста экономики внесло восстановление активности в секторе услуг (до 6,7% г/г с 4,3% г/г в III квартале). Кроме того, до максимального значения с 2017 г. повысился рост промышленного производства (7,3% г/г в декабре) (Рисунок 38). В структуре ВВП по использованию значительно ускорился рост инвестиций в основной капитал и розничных продаж. Этому способствовали высокие расходы бюджета, сохраняющийся эффект от смягчения денежно-кредитных условий в первой половине года, а также возврат занятости к уровню до коронавируса и повышение уверенности экономических агентов. Высокий мировой рост на потребительские товары из Китая, прежде всего связанные с пандемией, а также общее смещение потребления от услуг к товарам стимулировали опережающий рост китайского экспорта относительно импорта.

Рисунок 37. Официальная и альтернативная оценка роста ВВП Китая, % г/г



Источник: Capital Economics.

Рисунок 38. Основные макропоказатели Китая, % г/г



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

Однако в последующие месяцы можно ожидать замедления роста экономической активности в Китае. Декабрьские официальные и Caixin PMI заметно снизились относительно ноябрьских уровней. К понижению темпа роста экономики приведут ожидаемое умеренное ужесточение бюджетной политики, а также наблюдаемое с ноября замедление кредитования экономики относительно повышенных уровней II-IV кварталов.

3.2. Рост инфляционных ожиданий в США сказывается на доходности локальных бумаг в РФ

- Начало года сопровождалось обновлением исторических максимумов или превышением значений до пандемии основными фондовыми индексами. Рост доходностей долгосрочных казначейских облигаций США, который отражает повышение долгосрочных инфляционных ожиданий и рефляционный эффект экономической политики, способствовал росту доходностей госбумаг стран с формирующимися рынками.

- Дальнейшая динамика финансовых рынков во многом зависит от скорости и успешности вакцинации и ее влияния на развитие эпидемической ситуации и скорость восстановления мировой экономики.
- Настроения на российском рынке следовали за динамикой мировых финансовых рынков. Доходности долгосрочных ОФЗ увеличивались вслед за ростом доходностей казначейских облигаций США и стран СФР.
- Ухудшение внешнего фона обусловило слабый спрос со стороны нерезидентов на средне- и долгосрочные ОФЗ с фиксированным купоном. Спрос российских участников на бумаги с фиксированным доходом может оказаться недостаточным для проведения заявленного объема размещений в I квартале.

Глобальные финансовые рынки

Новый 2021 год на мировых финансовых рынках начался позитивно. В первую торговую неделю некоторые индексы акций (S&P, Daх) обновили исторические максимумы, остальные также показали стремительный рост, достигнув или превысив значения до пандемии. Однако в последующие торговые дни фондовые рынки скорректировались из-за роста политических рисков в США, а также опасений по поводу возможных трудностей с одобрением нового пакета фискальных стимулов, анонсированного кабинетом Джо Байдена. В результате с начала года изменение основных фондовых индексов составило: S&P +2,5%, EuroStoxx 50 -0,2%, CSI300 + 7,0%.

Инвесторов все больше беспокоит вопрос о том, насколько долго ФРС США будет сохранять стимулирующую политику и когда возможно ожидать сокращения баланса ФРС. Пока представители ФРС заявляют, что в обозримом будущем этого не произойдет. Тем не менее стимулирующая денежно-кредитная и фискальная политика уже привела к росту долгосрочных инфляционных ожиданий: доходности 10-летних казначейских облигаций заметно выросли (1,05%), достигнув уровня марта 2020 года. Показатель вмененной инфляции (breakeven inflation) на горизонте 10 лет вырос до 2,1%, приблизившись к локальным максимумам конца 2018 года.

Выступление Джанет Йеллен в Конгрессе США, в ходе которого она указала на важность фискальных стимулов для экономики, особенно в условиях минимальных процентных ставок, добавило оптимизма финансовым рынкам, способствовало повышению аппетита к риску.

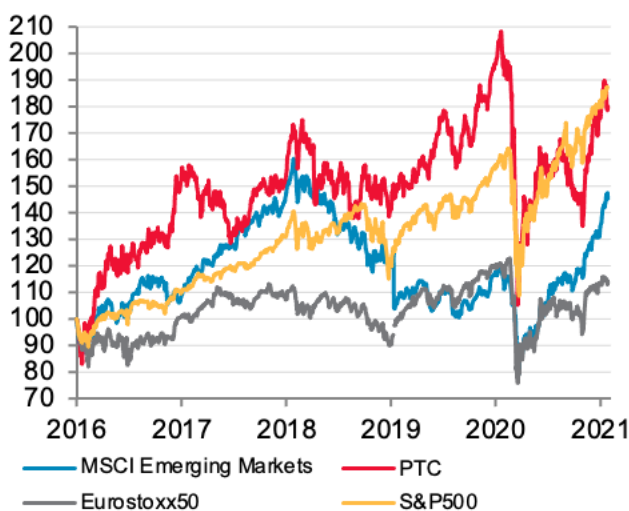
Доходности госбумаг стран СФР росли с начала года вслед за доходностями казначейских облигаций США, однако ожидание новых стимулирующих мер в США способствовало общему росту интереса к рисковому активам и позволило замедлить рост доходности госбумаг стран с формирующимися рынками. С начала года 10-летние гособлигации Индонезии прибавили 36 б.п. (6,2%), Индии – 4 б.п. (5,9%), Бразилии – 92 б.п. (7,8%).

Для валют СФР начало года также было не очень удачным: доллар США рос благодаря ожиданиям новых стимулирующих мер, а также на фоне опасений, вызванных

ростом числа заболевших коронавирусом (несмотря на начатую в конце прошлого года вакцинацию) и возобновлением карантинных мер. В результате с начала года южноамериканский ранд потерял 2,9%, бразильский реал – 2,8%, индонезийская рупия практически не изменилась.

Развитие ситуации на мировых финансовых рынках во многом будет определяться скоростью и эффективностью вакцинации, а также ее влиянием на эпидемическую обстановку.

**Рисунок 39. Динамика индексов акций
(январь 2016 г. = 100)**



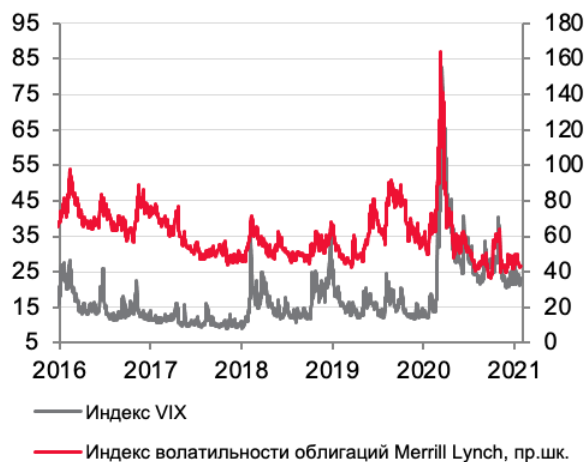
Источник: Bloomberg Finance L.P.

**Рисунок 40. Динамика курсов валют
развивающихся стран и доллара США**



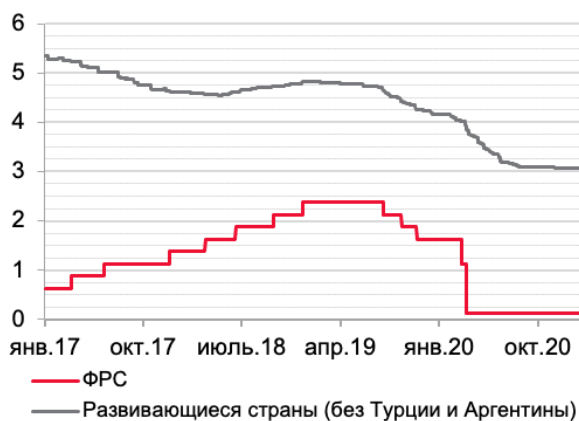
Источник: Bloomberg Finance L.P.

**Рисунок 41. Динамика индексов
волатильности**



Источник: Bloomberg Finance L.P.

**Рисунок 42. Динамика ключевых ставок
центральных банков, % годовых**



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

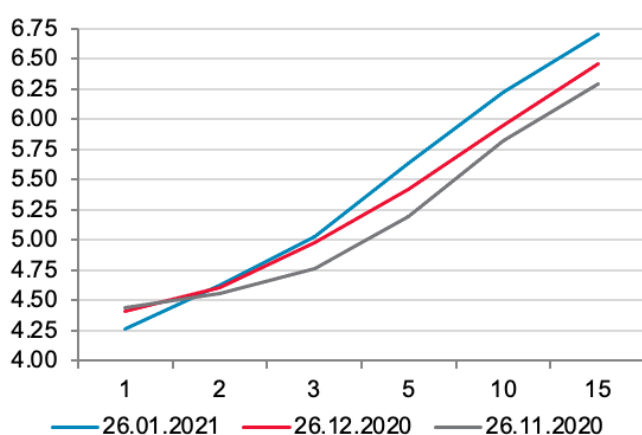
Российский рынок

Первые полноценные рабочие дни на российском рынке начались на фоне ухудшения внешних факторов по сравнению с концом 2020 года. Стоимость кредитной риск-премии выросла с 86 до 96 базисных пунктов. Вслед за ростом доходностей казначейских облигаций США, а также коррекцией на рынках госбумаг в странах СФР первые активные торговые дни на рынке ОФЗ также начались с повышения доходностей и роста наклона кривой: доходности 10-летних бумаг выросли в январе на 31 б.п. до 6,24%, угол наклона кривой ОФЗ в сегменте «10 лет – 2 года» вырос с 137 до 157 базисных пунктов.

В конце 2020 года Минфин объявил о планах размещения ОФЗ в I квартале: ведомство планирует привлечь 1 трлн руб., причем основной упор предполагается сделать на средне- и долгосрочные выпуски. Ранее Минфин также заявлял о том, что предпочтительными типами бумаг будут являться облигации с фиксированным купоном. Тем не менее на текущий момент внешние факторы не способствуют массовым покупкам нерезидентов. Первые аукционы января показали, что спрос на бумаги с фиксированным доходом со стороны нерезидентов и российских участников был низким.

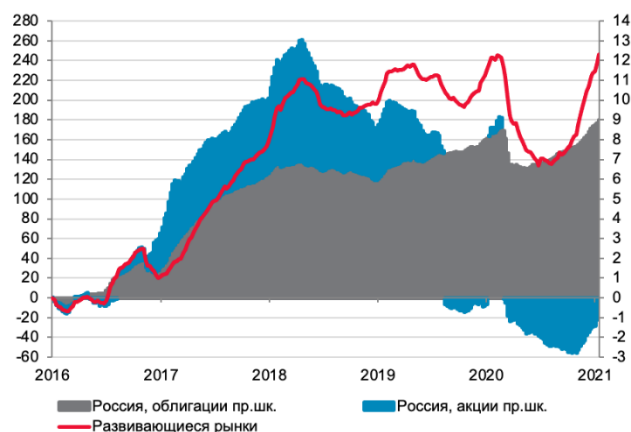
Рубль с начала года ослаб к доллару США (-1,15%). Отношение к российским активам остается осторожным в связи с неопределенностью санкционных рисков.

Рисунок 43. Кривая доходности ОФЗ, %



Источник: Bloomberg Finance L.P.

Рисунок 44. Динамика потоков в фонды развивающихся стран и России, млрд долл. США, накопленным итогом с начала 2016 года



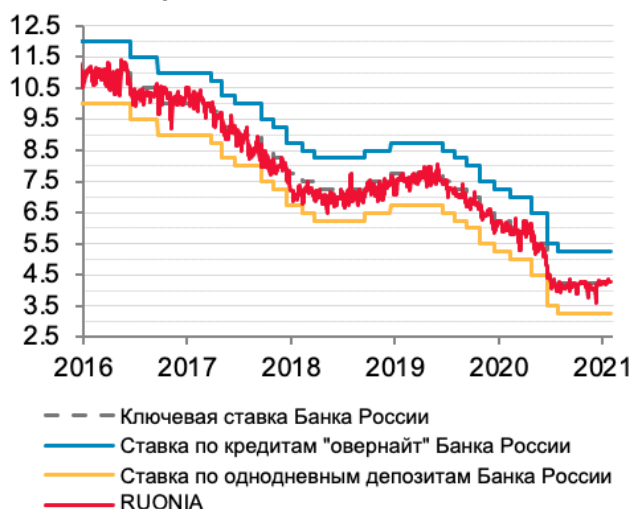
Источник: EPFR.

Рисунок 45. Волатильность курса рубля и цены нефти



Источник: Bloomberg Finance L.P.

Рисунок 46. Процентный коридор Банка России и краткосрочная ставка рынка МБК, % годовых



Источники: Банк России, Bloomberg Finance L.P.

Рисунок 47. Динамика 5-летних CDS в России и развивающихся странах, б.п.



Источник: Bloomberg Finance L.P.

Рисунок 48. Наклон кривых доходностей гособлигаций стран с формирующимися рынками (10Y-2Y), б.п.



Источник: Bloomberg Finance L.P.

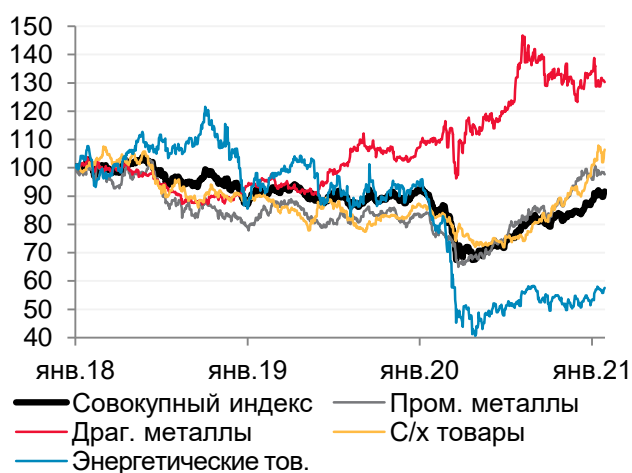
3.3. Страны ОПЕК+ стремятся к поддержанию баланса спроса и предложения нефти на рынке

- В январе выросли цены большинства сырьевых товаров, чему способствовали восстановление спроса со стороны промышленности и ожидания ускорения инфляции в США.
- Повышенный рост нефтяных цен объясняется неожиданным решением стран ОПЕК+ о сокращении добычи на 1,35 млн барр. в сутки в феврале–марте. При этом добыча России за два месяца вырастет на 0,13 млн барр. в сутки.

- Продолжает сдерживать восстановление нефтяных котировок ухудшение эпидемической ситуации, которое ведет к снижению мобильности населения и потребления нефтепродуктов в январе. Прогнозы Управления энергетической информации США и Международного энергетического агентства по росту мирового спроса на нефть ухудшены.
- Рост нефтяных цен сопровождается усилением «бэквордации» фьючерсной кривой нефти: цены на среднем и дальнем участках кривой остаются на уровне около 50 долл. США/баррель. Цена прибыльности добычи сланцев предположительно останется важным ограничителем роста нефтяных котировок в среднесрочном периоде.

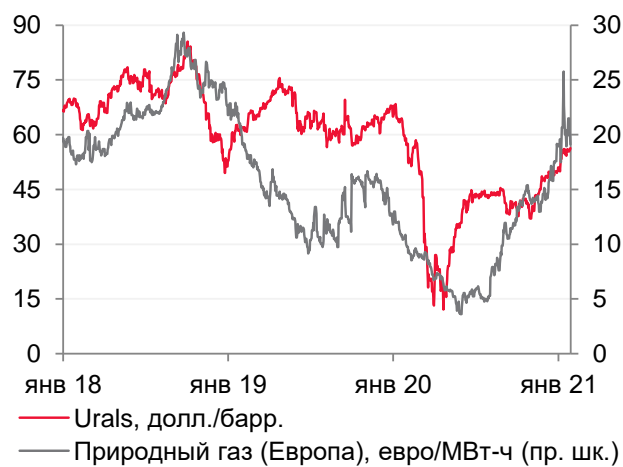
За период с 1 по 27 января индекс цен сырьевых товаров Bloomberg прибавил 4%. Цены энергетических и сельскохозяйственных товаров, а также промышленных металлов выросли на 8, 5 и 2% соответственно при снижении цен драгоценных металлов на 3% (Рисунок 49). Цена нефти Urals, по данным Bloomberg, выросла на 10%, до 56 долл. США/барр., цена природного газа на европейском хабе TTF осталась на уровне 19,1 евро/МВт-ч (Рисунок 50).

Рисунок 49. Индексы Bloomberg цен товаров и металлов (01.01.2018 = 100)



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

Рисунок 50. Цена нефти Urals и природного газа в Европе



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

Общий рост сырьевых цен в целом отражает дальнейшее восстановление спроса в мировой экономике, особенно в промышленности. Так, промышленное производство активно восстанавливается США и еврозоне и растет максимальными темпами с 2017 г. в Китае. Росту цен сырьевых товаров также способствуют ожидания ускорения инфляции в США в первой половине 2021 г., в том числе благодаря дополнительным стимулирующим мерам властей (подробнее см. подраздел 3.1).

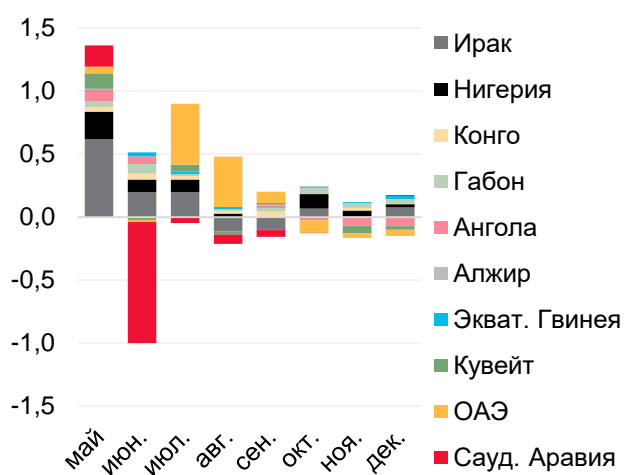
Опережающий другие сырьевые товары рост нефтяных цен был связан с январским решением стран ОПЕК+ о квотах на февраль–март, превзошедшим самые оптимистичные ожидания. В его основе – добровольное сокращение Саудовской Аравией до-

бычи на 1 млн барр. в сутки и других стран²² на 0,425 млн барр. в сутки. Россия и Казахстан увеличат добычу ежемесячно на 0,065 и 0,010 млн барр. в сутки. Это соответствует ежемесячному повышению квот стран ОПЕК+ на 0,25 млн барр. в сутки, что меньше предельных 0,5 млн барр., о которых страны договорились на декабрьской встрече. Остальные страны согласились сохранить квоты на январском уровне.

Предварительные данные Bloomberg о добыче стран ОПЕК+ в декабре оказали нейтральное влияние на нефтяные цены. Общая картина в целом не меняется. Ангола, Кувейт и ОАЭ продолжают компенсировать отклонение от квот в II–III кварталах 2020 г., Ирак, Нигерия и мелкие производители²³ – превышать свои квоты (Рисунок 51). Суммарное отклонение добычи стран ОПЕК от квот по итогам декабря было около нулевым. Добыча в России остается близкой к квоте²⁴ (Рисунок 52). При этом продолжается активное восстановление добычи в Ливии, на которую не распространяются квоты.

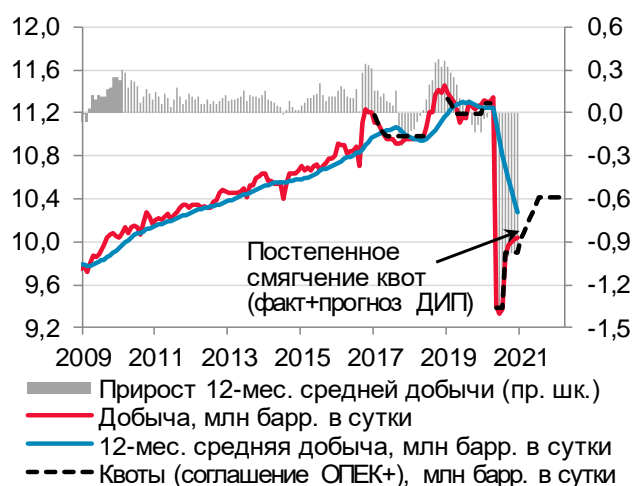
Квартальные опросы нефтегазовых компаний США, проведенные ФРБ Далласа и Канзас-Сити в конце декабря-начале января, показали, что несмотря на восстановление нефтяных цен до уровня, соответствующего средней цене прибыльности добычи сланцевой нефти, компании слабо повышают буровую активность, добычу и инвестиции. Более того, сланцевики продолжают активно сокращать занятость и зарплаты. Последний факт, на наш взгляд, демонстрирует трудности, с которыми сталкиваются компании, а также указывает на продолжение ими политики, в соответствии с которой дополнительные денежные потоки идут в большей степени на сокращение долга и дивиденды, чем на расширение активности. Вместе с тем это также может быть свидетельством того, что сланцевый сектор оптимизирует издержки, в том числе в условиях процесса его консолидации.

Рисунок 51. Отклонение добычи нефти ОПЕК от квот («+» – превышение квот), млн б/с



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

Рисунок 52. Добыча нефти и газового конденсата в России



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

²² Со слов министра энергетики Саудовской Аравии А. Сальмана.

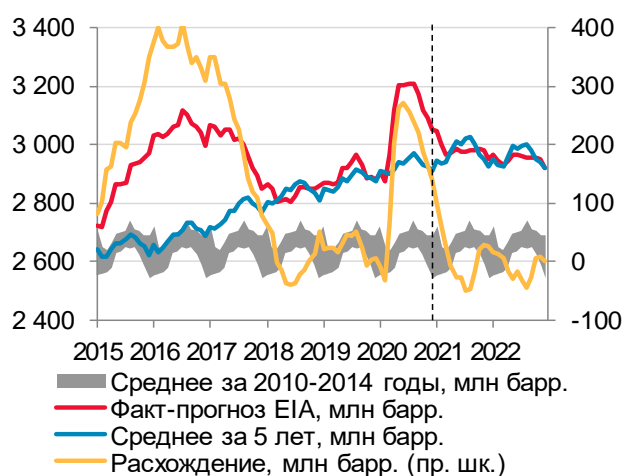
²³ Габон, Конго и Экваториальная Гвинея.

²⁴ Квота распространяется только на нефть. Данные по России включают также газовый конденсат, что не позволяет точно оценить степень следования квоте со стороны России.

В январских отчетах Управления энергетической информации США (EIA) и Международного энергетического агентства указано на некоторое ухудшение прогноза спроса на жидкое топливо и более умеренную понижательную коррекцию нефтяных запасов стран ОЭСР по сравнению с ожиданиями месячной давности (Рисунок 53). Этот пересмотр прогнозов не привел к значимому давлению на нефтяные цены.

Продолжает сдерживать восстановление нефтяных котировок ухудшение эпидемической ситуации. Страны вынуждены продлевать и ужесточать ограничения, что ухудшает показатели мобильности населения (подробнее см. подраздел 3.1).

Рисунок 53. Коммерческие запасы нефти и нефтепродуктов в странах ОЭСР, млн барр.



Источники: EIA, расчеты ДИП.

Рисунок 54. Добыча нефти и запасы в танкерах Ирана



Источник: Bloomberg Finance L.P.

Рост нефтяных цен сопровождается усилением «бэквордации»²⁵ фьючерсной кривой нефти: цены контрактов на среднем и дальнем участках повысились гораздо меньше, чем на коротком участке, и остаются на уровне около 50 долл. США/баррель. Это по-прежнему соответствует средней цене прибыльности добычи сланцев, которая предположительно останется важным ограничителем роста нефтяных котировок в среднесрочном периоде.

²⁵ Отрицательный наклон фьючерсной кривой. Ближние контракты дороже дальних.

В ФОКУСЕ. Структурные облигации как потенциальная альтернатива депозитам: не все то золото, что блестит

- В течение последнего года наблюдался рост интереса физических лиц к инструментам фондового рынка, в том числе к активам с повышенным риском. Притоку средств в структурные облигации способствовало как снижение ставок по банковским вкладам в условиях смягчения денежно-кредитной политики Банком России в течение 2020 г., так и рост волатильности на фондовом рынке на фоне повышенной неопределенности вокруг пандемии: структурные облигации зачастую предлагались банками в качестве безопасной альтернативы депозитам.
- Значительная часть структурных облигаций в портфелях розничных инвесторов была представлена облигациями резидентов с полной защитой капитала, с привязкой дополнительного дохода к динамике иностранных акций либо индексов (фондовых и внебиржевых). Один из основных рисков инвестирования в структурные облигации связан с тем, что они представляют из себя сложную нелинейную комбинацию условно вклада и опционов, которая затрудняет оценку их справедливой стоимости. Они также несут в себе кредитные риски эмитента, включающие возможность банкротства и задержки платежей, а также риски ликвидности и рыночные риски при продаже на вторичном рынке.
- С поправкой на данный риск, а также комиссии, явно или неявно уплачиваемые клиентами за продажу (подписку), доходность таких продуктов с высокой долей вероятности будет ниже доходности от инвестирования в классические инструменты. Так, реализованная доходность по уже погашенным выпускам структурных облигаций в 2020 г. заметно уступала доходности депозитов, открытых в 2019 году. Если начинающие инвесторы будут разочарованы в доходности таких инвестиций, то может произойти сокращение спроса на новые выпуски при падении популярности данных продуктов, а также снижение доверия к фондовому рынку со стороны инвесторов в целом. Это несет риски повышения волатильности на финансовом рынке в результате усиления неравномерности в притоках и оттоках средств населения.
- На этом фоне важным является формирование полноценного понимания физическими лицами, не имеющими опыта инвестирования на фондовом рынке, всех рисков, которые связаны с переходом из статуса вкладчиков в статус инвесторов, так как инвестиции в структурные облигации, в отличие от застрахованных депозитов, сопряжены с возможной потерей дохода и вложенных средств. Поэтому розничным инвесторам целесообразно воздерживаться от приобретения сложных инвестиционных продуктов, риски которых они не в состоянии в полной мере оценить.

Всплеск интереса населения к инструментам финансового рынка

Прошедший 2020 г. характеризовался не только периодами повышенной волатильности на финансовых рынках из-за пандемии, но и масштабным смягчением денежно-кредитной политики во многих странах мира для борьбы с ее экономическими последствиями. В развивающихся странах это привело к существенному снижению ставок по депозитам и перетоку традиционных вкладчиков банков в альтернативные инструменты.

Развитие технологий удаленной идентификации, мобильных приложений для самостоятельных инвестиций и низкие комиссии современных брокеров способствовали буму розничных инвесторов на российском фондовом рынке²⁶. На фоне высокой волатильности интерес инвесторов был направлен на рискованные активы: отечественные и иностранные акции (в том числе в рамках первичных размещений), иностранную валюту, опционы, различные фонды и гибридные продукты, например, структурные облигации.

В течение года на российском рынке наблюдался рост интереса физических лиц к акциям и валютным инструментам. Более консервативные клиенты банков, не готовые идти на фондовый рынок, зачастую искали повышенную доходность внутри самих банков. В свою очередь ряд банков стремились удовлетворить данный спрос со стороны населения посредством предложения различных инвестиционных продуктов под видом вкладов, что могло спровоцировать увеличение случаев мисселинга. Так, неподготовленные клиенты могли не осознавать, что из вкладчиков банков они превратились в инвесторов.

Учитывая это, в декабре 2020 г. Банк России разослал участникам рынка [информационное письмо](#) с рекомендациями не продавать сложные продукты, а в январе 2021 г. разработал [проект указания](#), которое вводит запрет на продажу до введения обязательного тестирования. Кроме того, в Государственной Думе уже идет обсуждение [законопроекта](#) об ограничении продажи сложных финансовых продуктов неквалифицированным инвесторам.

Согласно действующему законодательству²⁷ структурной является облигация, выплата по которой зависит от наступления или ненаступления определенных обстоятельств и может быть меньше номинала (облигация с частичной защитой капитала). При этом в последние годы широкое распространение получили т.н. «инвестиционные» облигации с полной защитой капитала, где от динамики базовых активов (акций, процентных ставок, курсов валют, индексов и т.п.) зависит только выплата дополнительного дохода, а не номинала. В отличие от классических облигаций они имеют неоднородную структуру со сложными формулами расчета дополнительного дохода и сопутствующими рисками. Для целей настоящего исследования к структурным отнесены как облигации с частичной, так и с полной защитой капитала.

²⁶ Например, число розничных инвесторов на Московской Бирже выросло за 2020 г. в 2,3 раза до 8,8 млн человек.

²⁷ Статья 27.1-1 Федерального закона от 22.04.1996 N 39-ФЗ (ред. от 31.07.2020) «О рынке ценных бумаг».

Одним из каналов перетока вкладчиков на фондовый рынок в последние годы оставались структурные облигации. Банки и брокеры активно продвигали в 2020 г. как структурные облигации, выпущенные резидентами (как правило, с полной защитой капитала²⁸), так и структурные облигации, выпущенные иностранными эмитентами (с полной или частичной защитой капитала). Основная часть облигаций резидентов была выпущена крупными банками, в то время как облигации иностранных эмитентов выпускались как крупнейшими инвестиционными банками, так и небольшими компаниями с низким кредитным рейтингом либо без рейтинга. При этом большую часть года для неквалифицированных инвесторов были доступны облигации обоих типов, включенные в котировальные списки российских бирж²⁹. В большинстве случаев заявленная (ожидаемая) доходность таких облигаций выше депозитов, однако не акцентируется, что эта оценка сформирована на основе результатов предыдущих периодов, не является гарантией будущих доходов и реализуется только при наступлении специальных условий. Как следствие, фактическая (реализованная) доходность зачастую не совпадает с ожидаемой, оказываясь значительно ниже (в том числе и ниже дохода по банковским депозитам).

Физические лица как покупатели структурных облигаций

Участие физических лиц на рынке структурных облигаций за последние годы выросло в несколько раз (Рисунок А-1). По состоянию на 30.11.2020 на счетах физических лиц в российских депозитариях находилось в совокупности структурных облигаций на 503 млрд руб. (+58% с начала года), в том числе выпущенных иностранными эмитентами – 242 млрд руб., выпущенных резидентами – 213 млрд руб., выпущенных иностранными эмитентами, входящими в одну группу с российским профучастником, – 49 млрд руб. Чистый приток средств физических лиц за 11 месяцев 2020 г. (без учета валютной и курсовой переоценок) в структурные облигации иностранных эмитентов составил 40 млрд руб., в структурные облигации резидентов – 84 млрд руб., в структурные облигации иностранных эмитентов, входящих в одну группу с российским профучастником – 17 млрд рублей. Большая часть структурных облигаций резидентов представлена инструментами с полной защитой капитала (переменной доходной частью), в то время как структурные облигации иностранных эмитентов предполагают различные профили риска³⁰.

Помимо этого, структурные облигации используются в качестве объекта инвестирования в ряде крупных стандартных стратегий доверительного управления. Крупнейшая из них (с портфелями физических лиц на 57 млрд руб. по состоянию на 30.11.2020)

²⁸ Полная защита капитала в структурных облигациях предполагает обязательство эмитента вернуть при погашении сумму инвестированных средств. При этом возврат средств не гарантируется государством.

²⁹ В декабре 2020 г. решением Московской Биржи обращение бумаг крупнейшего иностранного эмитента структурных облигаций среди неквалифицированных инвесторов было приостановлено, <https://www.moex.com/n31861/?nt=106>.

³⁰ Например, среди иностранных бумаг нередко встречаются инструменты с частичной защитой капитала: с привязкой к корзине инструментов, встроенными барьерными опционами и возможностью досрочного погашения ниже номинала, исходя из динамики наихудшего актива в корзине (Worst of Autocallable Notes), а также с привязкой к кредитному риску (событию дефолта) любой из бумаг в корзине облигаций (Credit Linked Notes).

полностью основана на инвестировании средств в структурные облигации своей финансовой группы. По сути клиент платит двойную комиссию: за доверительное управление и за структурную облигацию (в цену которой заложена комиссия за организацию структуры). В настоящий момент привлечение новых клиентов в данную стратегию приостановлено. Ряд брокеров и доверительных управляющих также предлагают структурные продукты в виде внебиржевых договоров производных финансовых инструментов – по последней оценке на 21.12.2020 объем таких структурных продуктов составлял 105 млрд рублей.

Основные базовые активы структурных облигаций

Анализ структуры базовых активов структурных облигаций резидентов³¹ показывает, что дополнительный доход по таким облигациям в основном привязывается к динамике котировок иностранных акций (Рисунок А-2). Это во многом обусловлено длительным периодом роста мировых рынков акций, в результате чего клиенты (безосновательно) рассчитывают на продолжение аналогичного тренда в будущем. В 2020 г. также росла популярность структурных облигаций с привязкой к российским акциям, синтетическим иностранным индексам³², а также к нефти, золоту и промышленным металлам. Напротив, доля бумаг с привязкой к курсам валют снижалась. Рост популярности облигаций с привязкой купона к иностранным акциям (в основном технологических компаний) объясняется как ослаблением рубля, так и высокой волатильностью, которую демонстрировали акции в этом году. Резкая просадка в марте и дальнейший отскок, а также стремительный рост акций отдельных отраслей, выигравших от пандемии могли сформировать у инвесторов ожидания быстрого заработка в случае покупки данных бумаг.

Доходность структурных облигаций

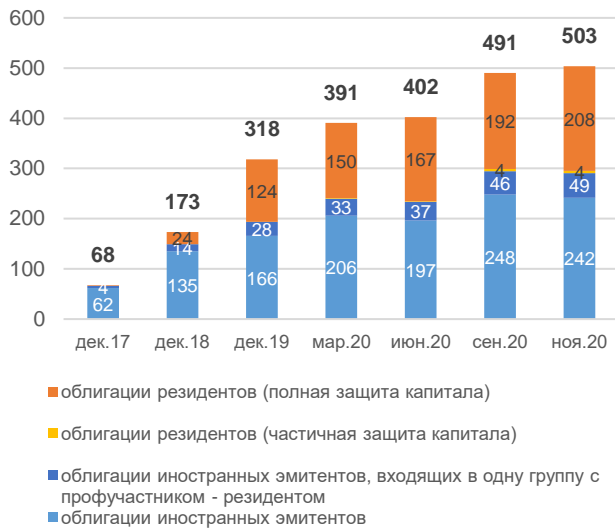
Реализованная доходность³³ по погашенным выпускам за последние два года неуклонно снижалась (Рисунок А-3). При этом результаты за 2019 г. не столь репрезентативны, поскольку объем погашений был небольшим (Рисунок А-4). Наибольший объем погашений произошел в II-IV кварталах 2020 г., когда доходность была минимальной. В целом по рынку за 2020 г. средневзвешенная реализованная доходность составила лишь 3,8%, что в полтора раза ниже [доходности депозитов](#), открытых в конце 2019 г. (6%), и почти на треть ниже уровня инфляции за год.

³¹ Исчерпывающая информация по структурным облигациям иностранных эмитентов недоступна для анализа, что является дополнительным фактором, усложняющим их справедливую оценку.

³² Класс «Синтетические иностранные индексы» включает индексы на различные комбинации иностранных акций, суверенных облигаций, золота и прочих активов, предполагающие в том числе активное управление (динамические веса отдельных компонент индекса пересматриваются, исходя из их доходности или волатильности).

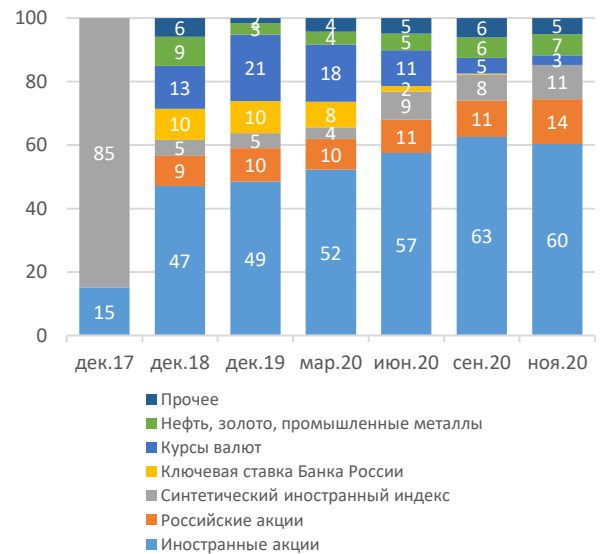
³³ Реализованная доходность взвешивалась по объему вложений на счетах физических лиц и рассчитывалась в предположении о том, что облигации приобретаются по цене номинала и удерживаются до погашения.

Рис. А-1. Динамика объема структурных облигаций на счетах физлиц по типу выпуска, млрд руб.



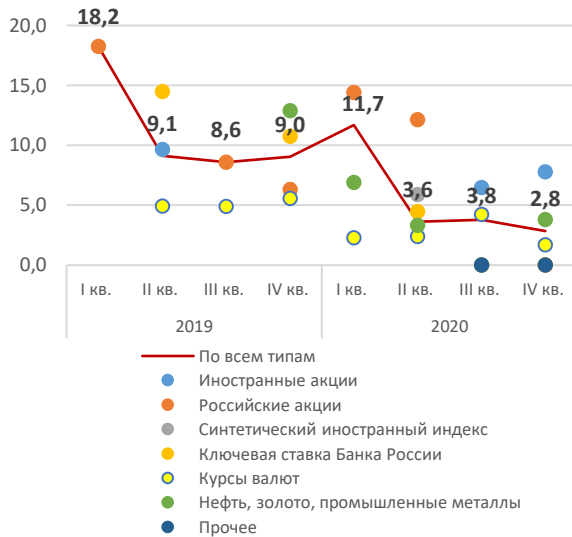
Источники: Банк России, Cbonds.

Рис. А-2. Динамика структурных облигаций резидентов на счетах физлиц по типу базового актива, %



Источники: Банк России, Cbonds.

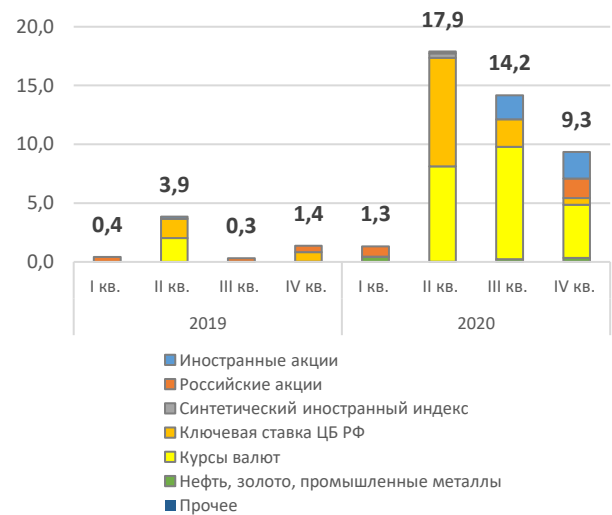
Рис. А-3. Средневзвешенная реализованная доходность погашенных структурных облигаций резидентов, % годовых



Примечание. Доходности взвешены с учетом объема вложений на счетах физических лиц в депозитариях на последнюю дату перед погашением.

Источники: Банк России, Cbonds, Центр раскрытия корпоративной информации.

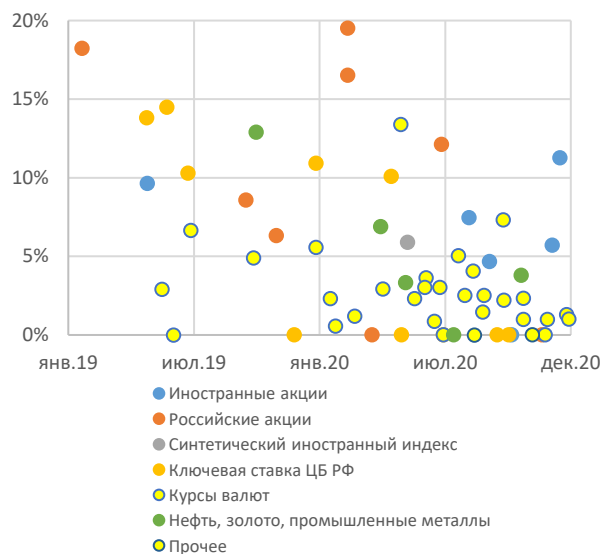
Рис. А-4. Объем погашенных структурных облигаций резидентов, млрд руб.



Примечание. Объем погашенных выпусков приведен с учетом объема вложений на счетах физических лиц в депозитариях на последнюю дату перед погашением.

Источники: Банк России, Cbonds.

Рис. А-5. Реализованная доходность отдельных выпусков погашенных структурных облигаций резидентов, % годовых



Примечание. Приведены выпуски с ненулевым объемом вложений физических лиц.

Источники: Банк России, Cbonds, Центр раскрытия корпоративной информации.

Фактическая доходность инвестирования в структурные облигации может оказаться ниже, если учесть комиссию, которую клиенты в некоторых случаях платят за приобретение продукта (подписку) (*front-end fee*). По структурным облигациям иностранных эмитентов такая комиссия может достигать до 2% от стоимости продукта. В случае классического банковского вклада такая плата отсутствует.

Как видно из рисунка А-5, чаще всего низкая реализованная доходность наблюдалась по структурным облигациям с привязкой к курсам валют, которые активно размещались в 2019 – начале 2020 года. Формула расчета дополнительного дохода по этим бумагам предполагала небольшой диапазон колебаний курса, поэтому из-за роста волатильности дополнительный доход оказался минимальным. Физические лица могли не понимать всей сути приобретаемого продукта и вполне вероятно, что реализованная доходность не совпала с их ожиданиями, сформированными исходя из динамики курса.

Значительный объем облигаций, размещенных в 2019–2020 гг., имеют срок до погашения пять лет – как следствие, основные результаты инвестирования в структурные облигации станут понятны лишь в 2024–2025 годах. Для начинающего инвестора это значительный срок по сравнению с банковским вкладом, и вполне вероятно, что часть физических лиц захотят продать облигации досрочно на вторичном рынке, причем скорее всего с дисконтом к первоначальной сумме.

Особенности структурных облигаций с защитой капитала

Несмотря на мнимую простоту структурных облигаций с защитой капитала, большинство из них имеют крайне сложную природу расчета дополнительного дохода. Это затрудняет их справедливую оценку не только неквалифицированными инвесторами, но даже профессиональными трейдерами. Наиболее часто встречающиеся алгоритмы, используемые в формуле расчета дополнительного дохода бумаг в зависимости от базовых активов, приведены в таблице А (см. Приложение).

Эмитенты структурных облигаций при выборе базового актива и формулы для расчета пытаются найти баланс между «завлекательностью» продукта для инвесторов и желаемой прибылью для себя. Это может приводить к намеренному усложнению формул расчета, формированию ложных ожиданий у инвесторов относительно будущего дохода. *Оценка стоимости структурных облигаций сильно затруднена, так как большинство из них являются «черными ящиками» для инвестора не только в момент приобретения, но и в момент погашения.* Из-за сложной формулы расчета реализованная доходность по структурным облигациям может существенно отличаться от ожиданий розничных инвесторов, сформированных на основе динамики базовых активов. Как следствие, разочарование в структурных облигациях со стороны начинающих инвесторов увеличивает степень недоверия к фондовому рынку в целом.

Профессиональные трейдеры также не всегда в состоянии адекватно оценить справедливую стоимость структурных продуктов: их оценка требует знаний сегментов соответствующих рынков, спредов и ликвидности, компетенции по оценке составляющих опционов или иных производных инструментов и так далее. Это находит отражение в ценах вторичного рынка структурных облигаций, отличающегося низкой ликвидностью и существенным спредом между ценами спроса и предложения. Единственные участники рынка структурных облигаций, которые в большинстве случаев получают доход, – эмитент и организатор размещения структурных облигаций, как правило, входящие в одну финансовую группу. Они получают инвестиционное вознаграждение от организации структуры, комиссионные от продаж (*front-end fee*) или возможность привлечь дешевое фондирование для своей финансовой группы.

Отличия структурных облигаций от банковских вкладов

Фактически неподготовленные инвесторы, желая поучаствовать в росте того или иного актива и приобретая структурную облигацию, оказываются покупателями сложной комбинации вклада и производных финансовых инструментов – в частности, опционов, которые используются эмитентами для реализации заложенной формулы расчета дополнительного дохода. Основные различия классического депозита и структурных облигаций приведены в таблице Б, из которой, в частности, видно, что облигацию с полной защитой капитала едва ли можно считать сопоставимой альтернативой банковским депозитам (см. Приложение).

Структурные облигации с частичной защитой капитала несут явный риск для неподготовленного инвестора, который может лишиться части первоначально вложенных

средств. В то же время структурные облигации с полной защитой капитала, безопасные на первый взгляд, несут высокий риск недополучения дохода по сравнению с обычными депозитами в связи со сложностью формулы расчета дополнительного дохода в таких облигациях. Это создает благодатную почву для мисселинга.

Выводы

Большинство структурных продуктов реализуется через офисы кредитных организаций: либо отдельно, либо в виде комбинированных продуктов (вклад + инвестиционная составляющая). При этом клиенты не всегда осознают, что приобретают именно структурные облигации, поскольку агенты по продажам используют такие термины, как «инвестиционный вклад», «гарантия защиты капитала», «гарантированная доходность» и так далее, не уточняя, что конкретно имеется в виду. Такие продукты могут быть восприняты как обычный договор банковского вклада. Кроме того, не уточняется, что досрочно вернуть свои средства из структурных облигаций можно только путем продажи на вторичном рынке с дисконтом к первоначальной сумме. При этом значительный объем структурных облигаций со сроком погашения пять лет увеличивает вероятность досрочной продажи. Все это может вводить потенциальных клиентов в заблуждение.

Кроме того, структурные облигации несут в себе кредитные риски, связанные с эмитентом облигации. При приобретении данных продуктов неквалифицированные инвесторы могут руководствоваться скорее интуицией, нежели рациональными ожиданиями. В связи с этим особую актуальность приобретает вопрос защиты прав неподготовленных розничных инвесторов, который призвано решить введение обязательного тестирования клиентов профессиональных участников рынка ценных бумаг на знание инвестиционных продуктов.

Приложение

Таблица А

Основные характеристики формул для расчета дополнительного дохода в структурных облигациях с защитой капитала

Особенность формулы	Описание	Сложность для оценки и формирования ожиданий относительно будущего дохода
Необходимость нахождения базового актива в ограниченном ценовом диапазоне (коридоре)	Диапазон возможных колебаний цен базового актива, при которых выплачивается дополнительный доход, ограничен узким коридором.	В условиях повышенной волатильности цена базового актива выходит за рамки коридора и дополнительный доход не выплачивается, даже если инвестор «угадал» направление движения цены базового актива.
Необходимость нахождения нескольких базовых активов не ниже определенного уровня	Для выплаты дополнительного дохода несколько (4–5) базовых активов должны оставаться в определенном ценовом диапазоне, например, выше 100% от первоначальной стоимости.	Вероятность того, что все базовые активы будут находиться в определенном диапазоне, ниже, чем кажется на первый взгляд. Цены активов могут двигаться как в одном направлении, так и в различных, а изменения цен не обязательно следуют нормальному распределению. В таких условиях попытка предсказать поведение портфеля, например, из 4–5 базовых активов, больше напоминает потерю. Это можно сравнить с попыткой выкинуть орла в нескольких последовательных подбрасываниях монеты.
Использование цен базовых активов в качестве триггеров для выплаты дохода	Предполагается условие нахождения базовых активов в определенном ценовом диапазоне. При этом цены базовых активов непосредственно в расчете дополнительного дохода не участвуют.	Максимальный доход инвестора ограничен формулой и не позволяет полностью «поучаствовать» в росте базового актива. По факту цены базовых активов служат лишь триггерами для получения или неполучения дохода, что напоминает сделку пари с неопределенной суммой выигрыша.
Использование базовых активов или частных индексов с «непрозрачными» котировками	Используются низколиквидные акции иностранных компаний с редкими котировками, либо частный индекс, администратором которого является эмитент либо связанное с ним лицо.	Частные индексы не являются общепризнанными и надежными, методика их расчета может корректироваться в любой момент, а история значений – пересматриваться. Информация о котировках подобных индексов может являться непубличной и предоставляться за отдельную плату. В результате формула расчета дополнительного дохода превращается в «черный ящик».
Использование в формуле изменяемого параметра	Формула включает параметр, непосредственно влияющий на размер дополнительного дохода и который может корректироваться эмитентом в ходе размещения облигаций.	Инвестор, подающий заявку в ходе размещения заранее не знает максимального размера будущего дохода, так как параметр может корректироваться эмитентом исходя из соображений маржинальности продукта. При этом сведения о маржинальности эмитентом не раскрываются.

Использование параметра для реализации «эффекта памяти»	Формула включает параметр, определяющий, к примеру, количество предшествующих дат оценки, в которых дополнительный доход был равен нулю.	Зависимость между размером дополнительного дохода и ценами базовых активов условная и нелинейная.
---	--	---

Примечание. Тип базового актива «Ключевая ставка ЦБ РФ» не рассматривается ввиду отсутствия бумаг с привязкой к данному базовому активу на счетах физических лиц на 30.11.2020.

Источники: Банк России, Cbonds.

Таблица Б

Сравнительные характеристики банковского депозита и структурных облигаций

Критерий	Классический банковский депозит	Классическая банковская облигация	Структурная облигация с полной защитой капитал	Структурная облигация с частичной защитой капитала
Наличие фиксированного дохода	+		+	(как правило, 0,01%)
Наличие дополнительного дохода		-	+/-	(рассчитывается постфактум за отдельные купонные периоды по заранее определенной формуле и зависит от динамики базовых активов)
Гарантия возврата средств от государства	+		-	
	(в пределах 1,4 млн руб. вместе с процентами)			
Возможность досрочного расторжения и возврата первоначальной суммы	+		-	(как правило, возможна лишь продажа на вторичном рынке с дисконтом)
Гарантия возврата первоначальной суммы в конце срока действия		+		-
Возможность использования агентской схемы (продавец и эмитент продукта – разные лица)	-		+	
Сопутствующие комиссии (брокерские, депозитарные, <i>front-end fee</i>)	-		+	
Рыночный риск	-		+	(в случае продажи раньше даты погашения)
Налогообложение полученного дохода по ставке 13%	-		+	
	(в пределах 1 млн руб. * ключевая ставка на начало года)			

Источник: Банк России.

Александр Морозов

Директор

Владислав Абрамов

Артур Ахметов

Ирина Богачева

Сергей Власов

Татьяна Кузьмина

Екатерина Петренева

Алексей Пономаренко

Светлана Попова

Алексей Поршаков

Белла Рабинович

Александра Стерхова

Анна Цветкова

Дмитрий Чернядьев