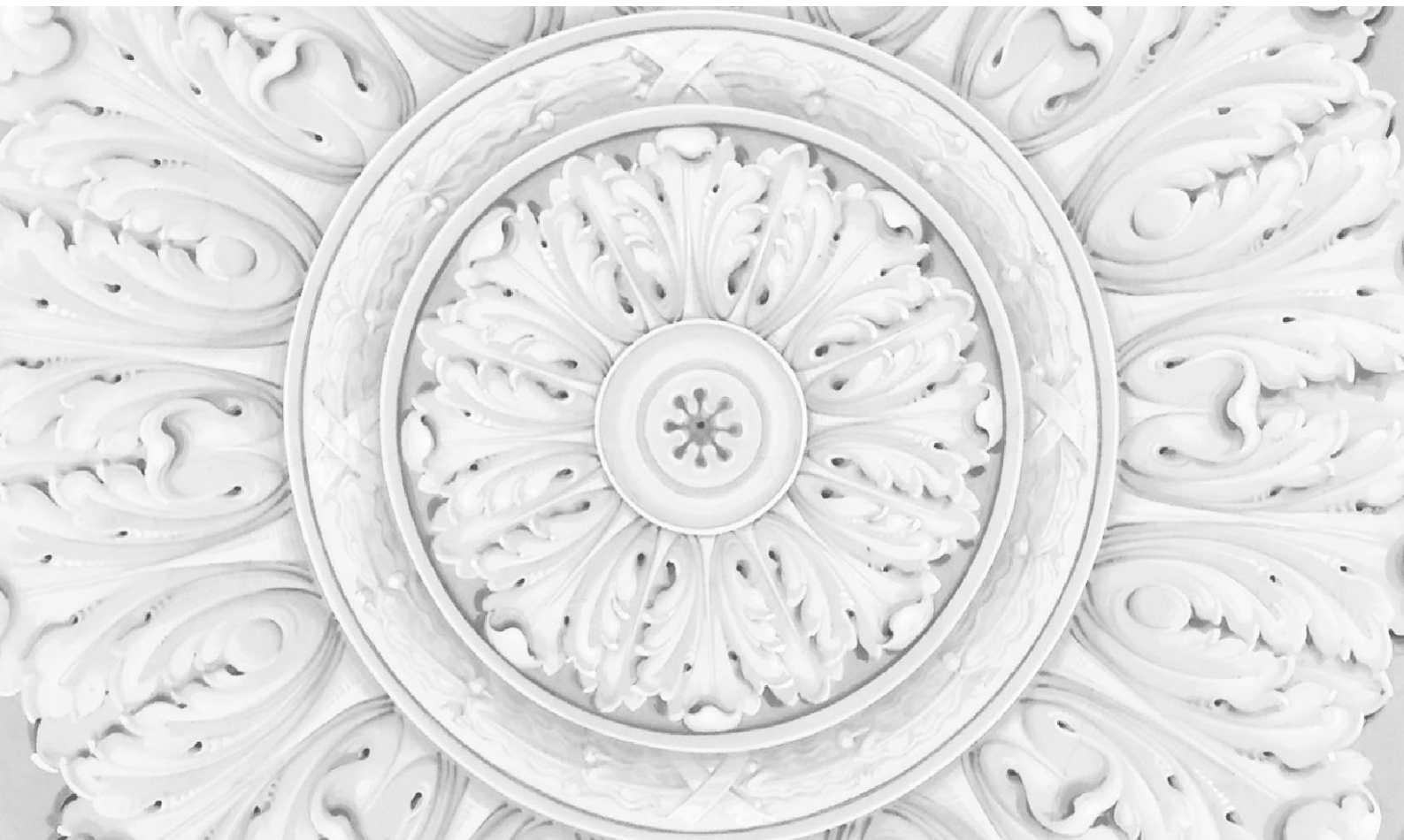




Банк России

Центральный банк Российской Федерации



О ЧЕМ ГОВОРЯТ ТРЕНДЫ

Макроэкономика и рынки

Ноябрь 2018

**Бюллетень
Департамента исследований
и прогнозирования № 8 (28)**

*Бюллетень подготовлен по данным на 30.11.2018
Выводы и рекомендации, содержащиеся в бюллетене,
могут не совпадать с официальной позицией Банка России.*

*Замечания и предложения по содержанию бюллетеня просим отправлять по адресу
dip_bulletin@mail.cbr.ru*

ОГЛАВЛЕНИЕ

Краткое содержание	3
1. Итоги	5
1.1. Инфляция	5
1.1.1. Инфляционное давление продолжает постепенно нарастать	5
1.1.2. Трендовая инфляция в октябре: плавное повышение	10
1.1.3. Ценовые индексы PMI: эффект переноса в обработке постепенно исчерпывается, а в услугах усиливается	11
1.1.4. Цены производителей растут быстрее, чем в 2015 году	12
1.2. Экономическая динамика	13
1.2.1. Снижение урожая замедлило экономический рост в III квартале	13
1.2.2. Ускорение роста инвестиций в основной капитал в III квартале слабо согласуется с другими показателями инвестиционной активности	14
1.2.3. PMI в октябре: позитивное начало квартала по всем направлениям	15
1.2.4. Пауза в росте обрабатывающих отраслей	17
1.2.5. Торможение роста непродовольственной розницы	22
1.2.6. Норма сбережений населения продолжает снижаться	25
1.2.7. Уровень безработицы стабилен, рост зарплат постепенно замедляется	28
1.2.8. Банковский сектор в октябре: торможение роста ипотеки	31
1.2.9. Остатки средств – значимый резервный источник финансирования федерального бюджета	33
1.3. Глобальная экономика, финансовые и товарные рынки	36
1.3.1. Замедление глобальной экономики может притормозить нормализацию политики ФРС	36
1.3.2. Рост ставок в странах с формирующимися рынками продолжается	43
1.3.3. Нефтяные цены упали ниже уровня начала года	47
2. Взгляд в будущее: опережающие индикаторы	51
2.1. О чем говорят опережающие индикаторы по России?	51
2.1.1. Индексная оценка ВВП: рост замедляется, оставаясь близким к потенциальному	51
2.1.2. Консенсус-прогноз Bloomberg: ожидания по снижению ключевой ставки отложены на 2020 год	52
3. В фокусе. Рост неопределенности в глобальной экономике еще раз иллюстрирует важность отсутствия в экономике значительных дисбалансов, наличия буферов, а также способности ЦБ независимо проводить антиинфляционную политику	53

Краткое содержание

1. Итоги

- Годовая инфляция в октябре–ноябре продолжила движение к 4% под действием преимущественно временных проинфляционных факторов. Месячный рост потребительских цен с поправкой на сезонность, скорректированный на действие разовых факторов, по-прежнему соответствует цели по инфляции Банка России. Экономический рост в октябре продолжился на уровне, близком к потенциальному, при увеличении рисков замедления роста к концу года. Динамика российских финансовых рынков в октябре–ноябре носила разнонаправленный характер, слабо реагируя на произошедшее падение нефтяных цен.
 - Инфляция достигнет 4% до конца года под действием ряда факторов разового и устойчивого характера. Из-за действия временных факторов инфляция превысит 5% в 2019 г., прежде чем вернется к 4% в 2020 году. Среднесрочные риски отклонения инфляции вверх от целевого уровня по-прежнему преобладают. Политика Банка России способствует снижению инфляционных рисков и закреплению инфляции на уровне, близком к целевому.
 - Рост экономики в последние месяцы оставался на уровне, соответствующем ее потенциалу. Однако замедление мировой экономики, падение нефтяных цен и повышение НДС указывают на вероятное временное замедление роста российской экономики в ближайшие два квартала. Продолжающееся расширение потребительского кредитования поддерживает рост потребительского спроса в условиях замедления темпов роста реальной заработной платы и стабильно низкой безработицы.
 - Волатильность на российском финансовом рынке в целом понизилась после сентябрьского всплеска. Развитие ситуации в странах с формирующимися рынками и опасения введения новых санкций со стороны США остаются доминирующими факторами для российского финансового рынка.

2. Взгляд в будущее

- Принимая во внимание опережающие индикаторы экономической активности, рост ВВП в 2018 г. составит 1,6–1,7%. На фоне снижения цен на нефть в ноябре почти до уровня 55 долл. США/барр., квартальный рост экономики с поправкой на сезонность в начале 2019 года замедлится до 1% в пересчете на год.
- Инфляционные ожидания финансовых аналитиков остаются заякоренными на уровне цели по инфляции Банка России: после временного ускорения в 2019 г., в 2020 г. аналитики ожидают возврата инфляции к 4%.

3. В фокусе. Рост неопределенности в глобальной экономике еще раз иллюстрирует важность отсутствия в экономике значительных дисбалансов, наличия буферов, а также способности ЦБ независимо проводить антиинфляционную политику

- Ситуация в странах, где наблюдалось наибольшее падение на финансовых рынках в 2018 г., наглядно иллюстрирует последствия негативных внешних и внутренних шоков, с которыми может столкнуться экономика стран с накопленными дисбалансами, а также подорванным доверием к государственной макроэкономической политике.
- При этом проблема устойчивости финансовой системы может усугубляться по принципу «порочного круга». В этих условиях экономика и финансовые рынки становятся все более чувствительными к возможным новым ошибкам властей при реализации стабилизирующих мер, сопутствующей им коммуникации, а также институциональным проблемам.
- Одним из факторов, сыгравших свою роль в усилении волатильности на рынках отдельных стран, была потеря рынками доверия к тому, что центральный банк своими действиями сможет снизить инфляцию, в том числе и в связи с наличием признаков отсутствия у центрального банка возможностей независимо проводить антиинфляционную политику. И наоборот, наиболее устойчивыми к внешним шокам были страны, денежно-кредитная политика в которых пользовалась высоким уровнем доверия рынков.

1. Итоги

1.1. Инфляция

Годовая инфляция повысилась до 3,9% в двадцатых числах ноября и достигнет целевого уровня 4% до конца года. Краткосрочные проинфляционные риски остаются повышенными из-за произошедшего в 2018 г. ослабления рубля к основным валютам и предстоящего повышения базовой ставки НДС.

Происходящий возврат инфляции к цели происходит под действием ряда факторов разового и устойчивого характера. К первым можно отнести ускорение роста цен на продовольствие по сравнению с предельно низким уровнем прошлого года, влияние на цены ослабления рубля и опережающее повышение цен некоторыми производителями в преддверии увеличения базовой ставки НДС до 20%. Ко вторым относится повышение относительно прошлого года темпов роста наиболее устойчивых компонент индекса потребительских цен, слабо подверженных действию временных факторов.

Среднесрочные проинфляционные риски преобладают над дезинфляционными. Среди основных проинфляционных рисков – геополитические факторы и всплески волатильности на финансовых рынках, повышательное влияние на цены ускоряющегося роста потребительского кредитования, увеличение инфляционных ожиданий бизнеса и населения, рост дефицита кадров на рынке труда.

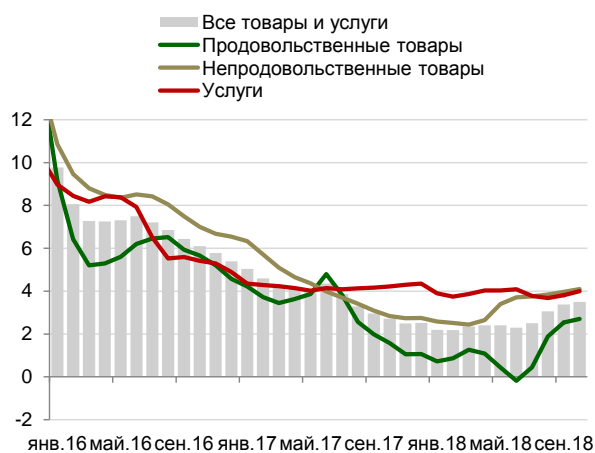
1.1.1. Инфляционное давление продолжает постепенно нарастать

- По данным Росстата, в октябре рост потребительских цен составил 0,35% м/м. Рост цен после устранения сезонного фактора оценивается на таком же уровне. Это чуть выше 4% в пересчете на год.
- Рост модифицированных базовых показателей инфляции ускорился во многом под влиянием временных факторов. Тем не менее темы роста устойчивых компонент ИПЦ продолжают постепенно приближаться к 4%.
- Рост цен на услуги остался стабильным, в то время как динамика цен на товарном рынке была разнонаправленной. Ускорение роста цен непродовольственных товаров, обеспеченное главным образом отложенным влиянием недавних эпизодов ослабления рубля на цены, происходило на фоне замедления роста цен продовольственных товаров.
- В ноябре инфляционные ожидания населения выросли. Респонденты остаются крайне чувствительными к росту цен на мясо и бензин.

По данным Росстата, в октябре годовая инфляция ожидаемо ускорилась до 3,5 с 3,4% в сентябре (Рисунок 1), что отчасти обеспечено эффектом низкой базы

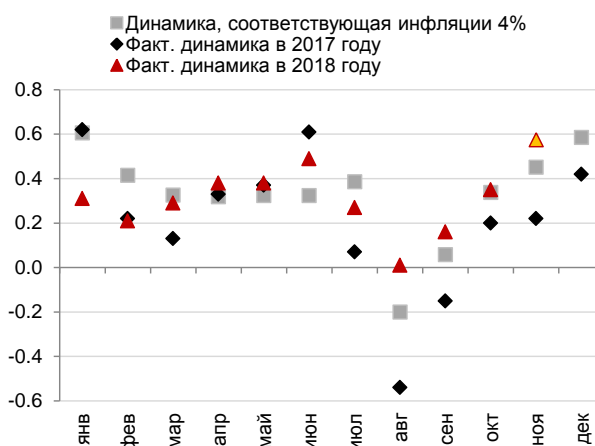
прошлого года. За месяц потребительские цены выросли на 0,35% м/м. Превышение траектории, соответствующей 4%-ной инфляции, исчезло, однако в ближайшие месяцы оно может вновь возникнуть под влиянием временных факторов (Рисунок 2).

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



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

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



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

Данные за ноябрь – предварительная оценка, полученная на основе недельных данных.

Влияние сезонного фактора на ИПЦ в октябре относительно невелико – сезонно сглаженный рост, по оценке, составил 0,35% м/м, немного снизившись по сравнению с сентябрьским уровнем 0,40% м/м (Рисунок 4). В среднем за три месяца рост цен в годовом выражении ускорился до 5,3%. Хотя значение показателя держится выше 4% на протяжении шести месяцев подряд, доля товаров и услуг, рост цен которых не превышает обозначенного уровня, остается значительной – более 50%¹ (Рисунок 5).

Что касается основных компонент ИПЦ, то сезонно сглаженный рост цен на услуги остался относительно стабильным, в то время как динамика цен на товарном рынке была разнонаправленной. Рост цен непродовольственных товаров с поправкой на сезонность ускорился до 0,32% м/м с 0,25% м/м в сентябре главным образом за счет отложенного влияния на цены апрельского и августовского эпизодов ослабления рубля. В октябре ускорился рост цен на нефтепродукты (до 0,41% м/м с 0,18% м/м в сентябре). Для стабилизации роста цен на моторное топливо между правительством и крупными нефтяными компаниями были достигнуты соглашения по регулированию цен на нефтепродукты.

После падения цен на нефть оптовые (биржевые) цены на нефтепродукты впервые с середины 2017 г. оказались выше экспортного паритета². По нашим

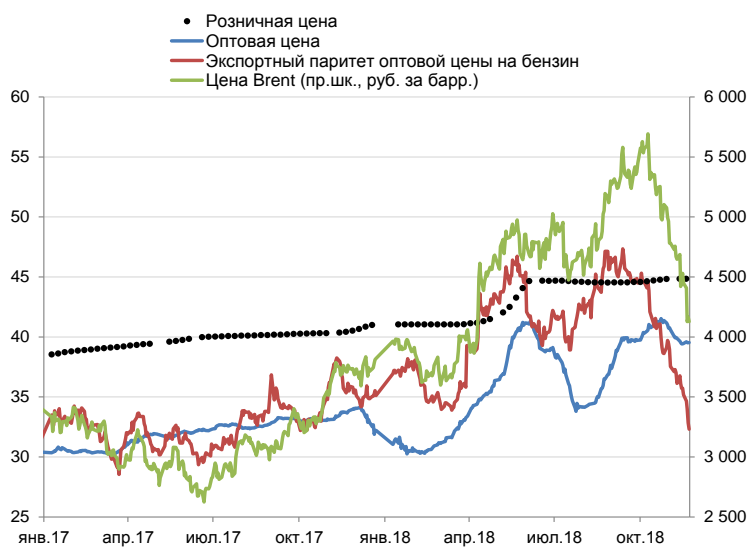
¹ Для расчета показателя использовалось 450 максимально дезагрегированных подкомпонент, входящих в расчет ИПЦ. Всего в расчет ИПЦ входит 509 категорий, однако при построении распределения были исключены короткие ряды и регулируемые тарифы.

² Расчет экспортного паритета осуществляется Санкт-Петербургской Международной товарно-сырьевой биржей.

оценкам, текущая внутренняя оптовая цена исходя из экспортного паритета соответствует цене нефти Brent около 70 долл./барр. Если цена на мировом рынке после падения закрепится на более низком уровне, например, около 60 долл./барр., то оптовые цены должны будут снизиться. Вместе с тем, розничные цены могут остаться на текущем уровне, если продавцы будут восстанавливать рентабельность розничных продаж нефтепродуктов, которая сильно упала в этом году в результате принятия мер по сдерживанию роста цен.

Механизм действия бюджетного правила предполагает сонаправленное движение мировых валютных и внутренних рублевых цен на нефть и нефтепродукты из-за значительного снижения зависимости валютного курса от изменения нефтяных цен при отсутствии других внешних шоков. До введения бюджетного правила изменения цен на нефть сопровождались сопоставимыми по масштабу движениями курса рубля, что стабилизировало внутренние цены на нефть в рублях. При действии бюджетного правила реакция курса оказывается не такой сильной, поэтому внутренние рублевые цены на нефть и нефтепродукты могут расти при повышении мировых цен на нефть и снижаться при их падении. В 2019 году в рамках налогового маневра будет введен обратный акциз на нефть (демпфер). Это позволит снизить чувствительность внутренних рублевых цен на нефтепродукты к изменениям мировых цен на нефть.

Рисунок 3. Динамика цен на бензин марки АИ-95 (руб./л) и нефтяных цен



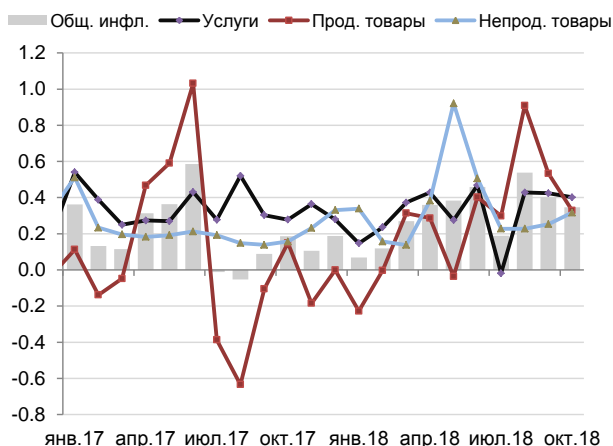
Источники: СПБМТСБ, Bloomberg Finance L.P., CEIC, расчеты ДИП.

На рынке продовольствия темп роста потребительских цен с сезонной корректировкой замедлился до 0,33% м/м (с 0,53% м/м в сентябре и 0,91% м/м в августе). При этом благоприятная ценовая динамика отмечается среди товаров, занимающих большую долю в потребительской корзине: мясо, молоко и плодоовощная продукция.

Стоимость плодоовощной продукции с учетом сезонности снизилась, причем темп снижения ускорился по сравнению с сентябрем (1,8% м/м в октябре против 0,5% м/м в сентябре). В годовом выражении снижение цен на фрукты и овощи в совокупности составило 0,5% г/г.

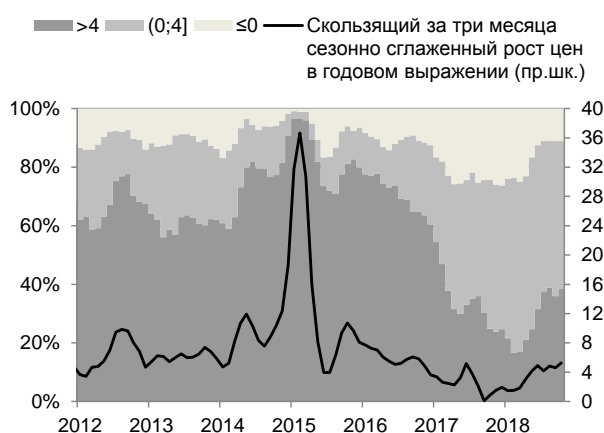
Главным фактором снижения цен на плодоовощную продукцию послужила динамика цен на огурцы и помидоры. Так, рост цен на эти категории по итогам октября оказался в два раза ниже, чем в прошлом году. Одной из возможных причин, объясняющих снижение волатильности в динамике цен, служит продолжающееся развитие тепличных хозяйств. При нормальной сезонности наибольшее ускорение темпов роста цен на огурцы и помидоры обычно приходится на октябрь, после чего происходит постепенное замедление вплоть до января–февраля. Учитывая низкий октябрьский уровень цен на эти товары, можно ожидать сезонное ускорение роста несколько позже. Тем не менее, по нашей оценке, с учетом недельной ноябрьской статистики снижение цен на огурцы и помидоры по итогам года составит 7–14% г/г, что внесет отрицательный вклад в общую инфляцию в размере около 0,1 процентного пункта.

Рисунок 4. Сезонно сглаженный рост цен, % м/м



Источники: Росстат, расчеты Банка России.

Рисунок 5. Распределение скользящих за три месяца темпов прироста цен в годовом выражении, сезонность устранена, %



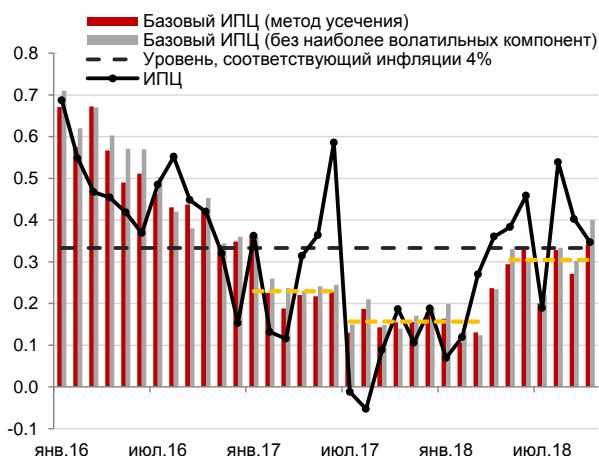
Источники: Росстат, расчеты ДИП.

Несмотря на замедление месячного темпа роста цен на рынке продовольствия и стабилизацию роста цен на услуги, темпы роста модифицированных показателей базовой инфляции ускорились в октябре, впервые с начала 2017 г. оказавшись выше уровня 4% (Рисунок 6). Следует признать, что динамика представленных модифицированных показателей базовой инфляции подвержена влиянию временных факторов³, в частности курсовой динамики. Тем не менее инфляционное давление среди наиболее устойчивых компонент ИПЦ продолжает нарастать и приближается к уровню, соответствующему инфляции 4%. Очищенный от влияния динамики курса

³ Хотя и в меньшей степени по сравнению с влиянием на общую инфляцию.

показатель базовой инфляции⁴ в среднем за август–октябрь составил 3,7% в годовом выражении, увеличившись со значения около 2% в начале 2018 г. (Рисунок 4).

Рисунок 6. Модифицированные показатели базовой инфляции, %, м/м



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

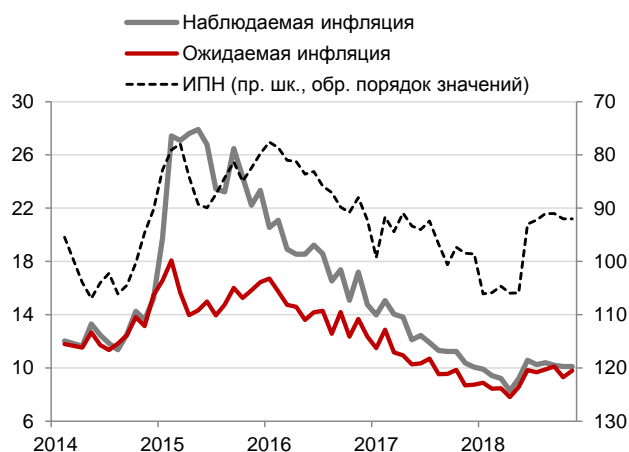
Рисунок 7. Динамика базовой инфляции, очищенной от влияния динамики курса, %, сезонность устранена



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

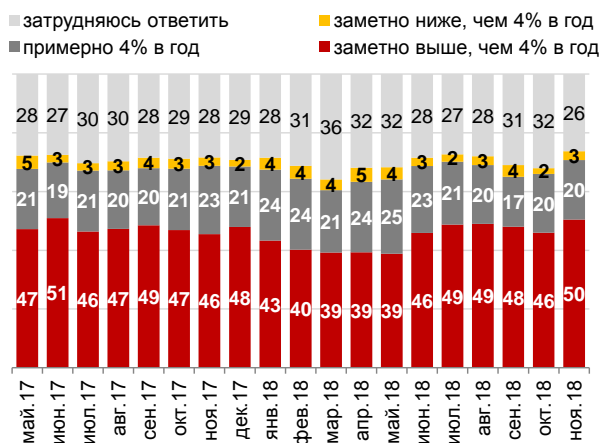
По оперативным данным Росстата за двадцать шесть дней ноября рост потребительских цен составил 0,5%. Предварительно рост цен в целом за ноябрь оценивается на уровне 0,5–0,7% м/м или 0,4–0,6% м/м с учетом сезонного фактора. Такой рост предполагает ускорение годовой инфляции до 3,8–4,0%. В декабре инфляция может незначительно превысить 4% из-за эффекта низкой базы 2017 года, оставаясь в диапазоне официального прогноза Банка России.

Рисунок 8. Медианные оценки наблюдаемой и ожидаемой населением инфляции % г/г



Источник: инфОМ.

Рисунок 9. Ожидания относительно уровня инфляции через три года⁵



Источник: инфОМ.

⁴ Рассчитанный на основе метода исключения наиболее волатильных компонент.

⁵ Распределение ответов на вопрос «Как вы считаете, а через три года рост цен будет выше или ниже, чем 4% в год? Или он будет составлять примерно 4% в год?»

Согласно результатам опроса инфОМ, проходившего с 2 по 12 ноября, оценка инфляционных ожиданий населения на год вперед выросла до 9,8 с 9,3% в октябре (Рисунок 8). При этом оценка наблюдаемой инфляции осталась неизменной и составила 10,1%. С марта разрыв между оценками наблюдаемой и ожидаемой инфляции остается на низком уровне – менее 1 процентного пункта. Это говорит о том, что респонденты не ожидают в будущем заметного замедления или ускорения инфляции по сравнению с текущим уровнем.

Если говорить о товарных группах, то респонденты по-прежнему крайне чувствительны к росту цен на мясо и бензин. Эти категории остаются в лидерах среди товаров и услуг, рост цен на которые за последний месяц был наиболее заметен. Кроме того, респонденты продолжили упоминать бензин среди ответов на открытые вопросы о причинах роста цен в ближайшее время.

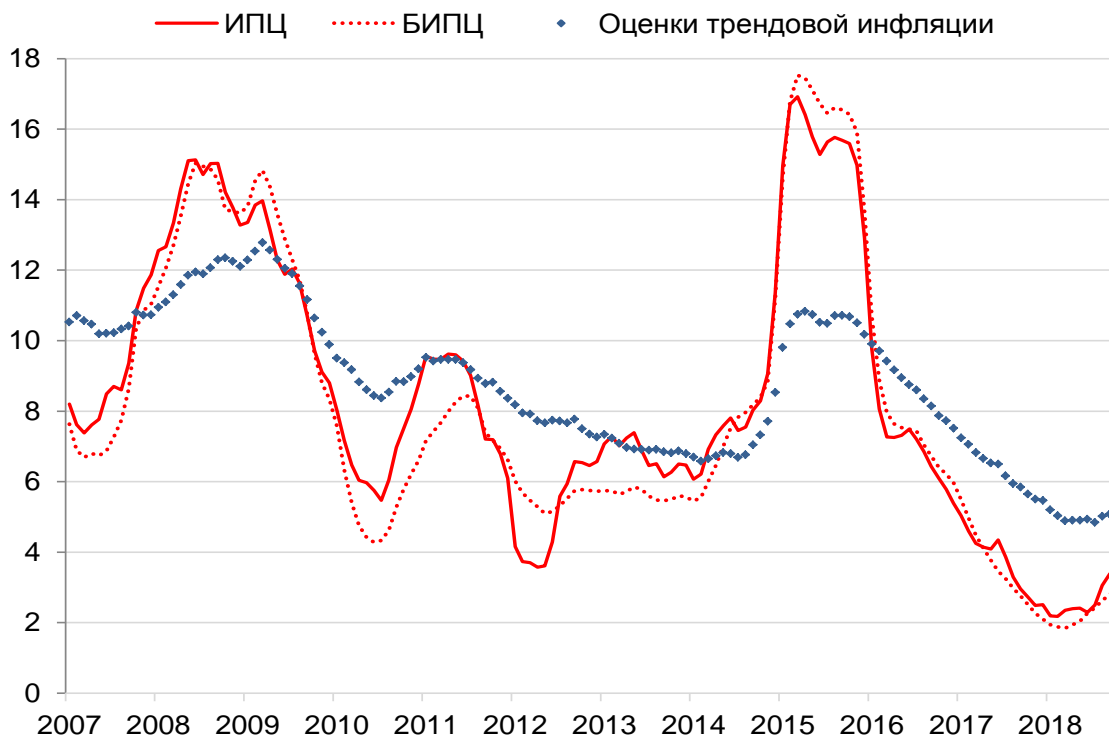
Долгосрочные инфляционные ожидания выросли вслед за краткосрочными. Доля опрошенных, которые считают, что через три года инфляция будет заметно выше 4%, достигла 50% – максимума с июня 2017 г. (Рисунок 9). Напомним, что июнь 2017 г. как раз запомнился кратковременным всплеском инфляции вследствие действия временных факторов. Это лишний раз подтверждает тезис о том, что доля респондентов, ожидающих инфляцию в трехлетней перспективе (зачастую условной и «неопределенной» в глазах опрашиваемых), подвержена сильным колебаниям в зависимости от краткосрочной динамики цен, в том числе публикуемой статистики по ценам. Тем не менее, в целом оценки долгосрочных инфляционных ожиданий остаются на повышенном уровне по сравнению с началом 2018 года.

1.1.2. Трендовая инфляция в октябре: плавное повышение

- Оценка годовых темпов трендовой инфляции в октябре 2018 г. повысилась до 5,15% после 5,08% в сентябре и 5,02% в августе⁶.
- Плавный рост трендовой инфляции указывает на продолжающуюся стабилизацию инфляционного давления среди отдельных наиболее устойчивых компонент ИПЦ на уровне, несколько превышающем 4%.
- Очень медленный рост трендовой инфляции по сравнению с гораздо более заметным увеличением годовых темпов роста потребительских цен указывает на преобладание временных факторов в ускорении годовой инфляции.
- На среднесрочном горизонте риски отклонения годовой инфляции вверх от 4% по-прежнему преобладают над рисками отклонения инфляции вниз.

⁶ В июле 2018 года значения трендовой инфляции были пересчитаны в связи с переходом на новую методологию сезонной корректировки исходных рядов индексов цен, применяемых при расчете показателя. Подробнее вопрос сезонной корректировки ИПЦ и его подкомпонент рассматривается в докладе об экономических исследованиях: А. Сапова, А. Поршаков, А. Андреев, Е. Шатило [Обзор методологических особенностей сезонной корректировки индекса потребительских цен в Банке России](#) // Серия докладов об экономических исследованиях в Банке России. 2018. Июнь. № 33.

Рисунок 10. Динамика ИПЦ, БИПЦ и исторические оценки трендовой инфляции Банка России, % г/г

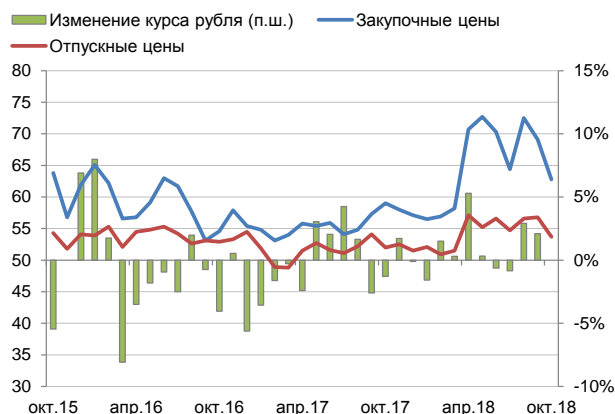


Источники: Росстат, расчеты Банка России.

1.1.3. Ценовые индексы PMI: эффект переноса в обработке постепенно исчерпывается, а в услугах усиливается

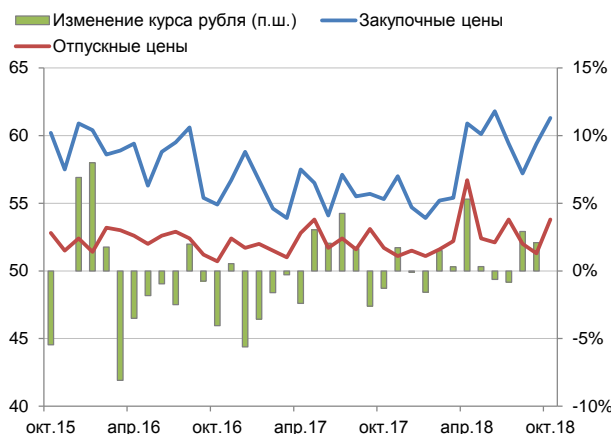
- Ценовые индексы PMI в обработке и услугах опять показали разнонаправленную динамику, однако они поменялись местами: в обработке рост цен замедляется, а в услугах – ускоряется.
- В обработке индекс закупочных цен устойчиво снижается, менее устойчиво снижается и индекс отпускных цен. Вероятно, затухает эффект переноса от валютного курса.
- В услугах – наоборот: индексы закупочных и отпускных цен – на максимуме за 4 месяца, причем последний превысил соответствующий индекс в обработке. Вполне возможно, что эффект переноса от ослабления рубля в августе–сентябре в сфере услуг проявился только в октябре.

Рисунок 11. Ценовые индексы PMI в обработке, пункты



Источник: IHS Markit, Банк России

Рисунок 12. Ценовые индексы PMI в сфере услуг, пункты



Источник: IHS Markit, Банк России

1.1.4. Цены производителей растут быстрее, чем в 2015 году

- В октябре годовой рост цен производителей ускорился до 16,9% после двух месяцев замедления (Рисунок 13). Достигнутое значение является максимумом за весь период наблюдения после перехода на ОКВЭД⁷.
- Сильнее всего годовые темпы роста цен ускорились в секторе добычи топливно-энергетических полезных ископаемых, однако небольшое ускорение также наблюдается и в обрабатывающей отрасли. Падение нефтяных цен на мировых рынках приведет к значительному замедлению роста цен производителей в секторе добычи уже в декабре.
- Темп роста цен производителей по корзине репрезентативных потребительских товаров⁸ остается выше темпа роста потребительских цен, при этом разрыв увеличивается третий месяц подряд (Рисунок 14). Давление со стороны цен производителей создает предпосылки для ускорения роста цен на потребительском рынке.
- Среди входящих в расчет показателя категорий значительно ускорился годовой темп роста цен производителей сахара (до 22,7% в октябре с 0,9% в сентябре). По мнению экспертов⁹, резкое ускорение роста цен на сахар связано со значительным ростом закупочной цены на сахарную свеклу¹⁰. Кроме того, сейчас наблюдается восстановление баланса на рынке после значительного профицита сахара, наблюдаемого в прошлом году, – цена, которая сложилась в октябре текущего года, ниже соответствующих значений 2015–2016 годов.

⁷ С января 2013 года. Переход на ОКВЭД2 состоялся в 2017 г., но Росстат провел ретроспективную оценку вплоть до 2013 года.

⁸ Товары, которые входят в расчет и ИЦП, и ИПЦ.

⁹ Агроинвестор. [«ФАС попросила производителей объяснить рост цен на сахар». 13.11.2018.](#)

¹⁰ Рост цен на сахарную свеклу обусловлен снижением урожая и повышением цен на семена в результате ослабления рубля.

Рисунок 13. Динамика индекса цен производителей и индекса потребительских цен, % г/г



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

Рисунок 14. Изменение цен на некоторые товары¹¹, % г/г



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

1.2. Экономическая динамика

Рост российской экономики сохраняется на уровне, близком к потенциальному. Потребительский спрос остается одним из основных факторов роста на фоне продолжающегося быстрого роста потребительского кредитования и увеличения реальной заработной платы. Вместе с тем в ближайшие кварталы ожидается некоторое временное замедление роста экономической активности, судя по опережающим индикаторам и учитывая повышение налогов. Кроме того, некоторое замедление темпов роста мировой экономики в последние месяцы, вероятно, в краткосрочной перспективе негативно повлияет и на экономический рост в России, который в последнее время получал значимую поддержку от экспорта.

1.2.1. Снижение урожая замедлило экономический рост в III квартале

- По предварительной оценке Росстата, рост ВВП в III квартале замедлился до 1,3% г/г после 1,9% г/г в II квартале. О том, что замедление произошло не только из-за эффекта базы, говорит снижение квартальных темпов роста с устранением сезонности до 0,3% против 0,5% в II квартале.
- Одной из основных причин снижения темпов роста ВВП стало падение производства продукции сельского хозяйства из-за снижения урожая зерновых и ряда других культур после рекордного прошлогоднего уровня. Ухудшение в III

¹¹ В расчете использовались сопоставимые товары в структуре ИПЦ и ИЦП, а именно: мясопродукты, рыбопродукты, масло и жиры, молочная продукция, макаронные изделия, сахар, чай, кофе, одежда, трикотажные изделия, обувь, моющие и чистящие средства, парфюмерно-косметические товары, бытовая электроника, мебель. Они составляют около 32% от потребительской корзины.

квартале динамики индекса базовых отраслей, который является хорошим краткосрочным индикатором динамики ВВП, было связано именно с динамикой в растениеводстве.

- Также нельзя исключать, что на результат III квартала могло повлиять возможное уточнение Росстатом оценки ВВП за III квартал предыдущего года.
- Улучшение динамики ключевых макропоказателей и опросные оценки в октябре позволяют ожидать ускорения годового роста ВВП в IV квартале на фоне низкой базы IV квартала 2017 года. Однако снижение цены на нефть и сохранение негативных ожиданий, связанных с опасениями введения новых санкций, могут привести к менее существенному ускорению ВВП.

1.2.2. Ускорение роста инвестиций в основной капитал в III квартале слабо согласуется с другими показателями инвестиционной активности

- Согласно данным Росстата, рост инвестиций в основной капитал ускорился в III квартале до 5,2% г/г (после 3,2% г/г в первом полугодии 2018 года). Всего в январе-сентябре 2018 года рост инвестиций составил 4,1% г/г.
- Совокупность опережающих индикаторов, включая деловую активность, динамику инвестиционного импорта и строительства, напротив, указывала на высокую вероятность замедления роста инвестиций в основной капитал в III квартале.
- Предварительная оценка ВВП за III квартал, согласно которой темпы экономического роста снизились до 1,3% г/г после 1,9% г/г во II квартале даже с учетом основного фактора замедления – слабых показателей сельскохозяйственного сектора – указывает на отсутствие сильного роста инвестиций в основной капитал.
- Вместе с тем в последнее время сектор предоставления услуг в области добычи нефти и природного газа вносил значительный вклад в волатильность показателей инвестиционной активности, в то время как прочие инвестиции демонстрировали достаточно стабильную динамику. Данные по структуре инвестиций в III квартале подтвердили гипотезу о том, что улучшение инвестиционной динамики во многом связано с восстановлением инвестиций в нефтегазовом секторе после падения в II квартале.
- Несмотря на то, что выраженного ускорения в эксплуатационном бурении в III квартале, по данным крупных компаний, не наблюдалось, нельзя исключать улучшения по другим категориям сектора. К примеру, есть информационные сообщения об увеличении заказов труб большого диаметра, ввод в эксплуатацию которых с временным лагом мог бы положительно отразиться на инвестициях.

- Текущая структура инвестиций требует дальнейшего изучения. Пока недостаточно оснований для того, чтобы утверждать о наметившемся ярко выраженном тренде на рост инвестиционной активности, принимая во внимание слабые опросные данные и ухудшение динамики ВВП в рассматриваемый период.

Рисунок 15. Динамика инвестиций в основной капитал, строительства и физических объемов импорта машин и оборудования, % г/г



Источники: Росстат, ФТС, расчеты ДИП.

1.2.3. PMI в октябре: позитивное начало квартала по всем направлениям

- PMI в обработке вырос до 51,3. Это хороший сигнал для динамики экономической активности в IV квартале.
- Значимый рост показали ключевые индексы выпуска и новых заказов (до 52,9 и 52,0 соответственно), а также занятости (до 52,7).
- PMI в секторе услуг достиг уровня конца прошлого года – 56,9 п.п. – благодаря росту спроса и новых заказов. Рост в услугах дополнил улучшение PMI в обработке и вывел сводный индекс PMI на уровень конца 2017 года.
- Судя по индексу занятости PMI, после периода снижения занятость в октябре возобновила рост при одновременном увеличении заказов. Это говорит в пользу благоприятного влияния спроса на деловую активность.
- Хотя октябрьские высокие значения PMI обещают ускорение квартальных темпов роста экономики в IV квартале, уровень деловой активности, скорее всего, будет находиться под давлением произошедшего снижения цены на нефть.

IV квартал начался с позитивной статистики в опросах обрабатывающих предприятий. Индекс PMI IHS Markit в этом секторе впервые с апреля превысил отметку 50 пунктов, отделяющую рост от снижения деловой активности. Восстановление подындексов «выпуск» и «новые заказы» продолжается уже третий месяц, респонденты связывают позитивную динамику с ростом заказов от новых клиентов и общим восстановлением спроса по сравнению с летними месяцами.

Самый заметный прирост за это время показал индикатор занятости (с 47,6 в июле до 52,7 в октябре). Исторически этот индикатор менялся одновременно с показателями выпуска, поэтому продолжение роста выпуска в ближайшие месяцы вполне может сопровождаться ростом занятости. Наконец, индекс ожиданий на горизонте года (70,1) остается значительно выше среднего за последние 12 месяцев, что также можно трактовать как позитивный сигнал для краткосрочного экономического прогноза.

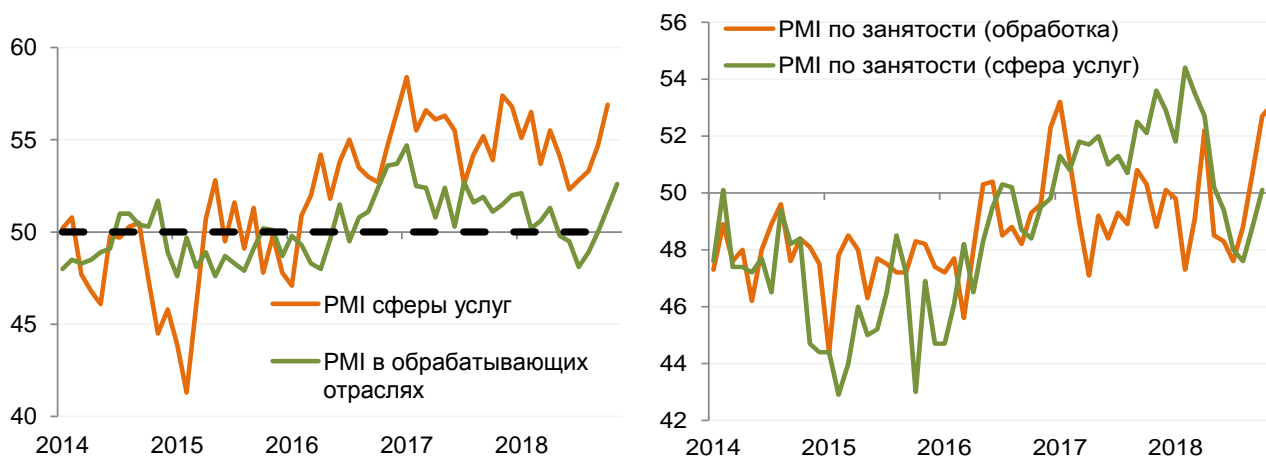
Ноябрьские данные по индексу PMI обрабатывающих отраслей указали на продолжение ускорения роста деловой активности в секторе. Индекс вырос до 52,6 пунктов – максимума с июля 2017 года на фоне продолжающегося улучшения в статистике новых заказов), в том числе и экспортных, объема выпуска и занятости. Таким образом, можно ожидать улучшения динамики обрабатывающей промышленности и в фактических данных за ноябрь.

Очень хороший старт в IV квартале показал сектор услуг – значение индекса PMI в секторе составило 56,9 п.п. в октябре после 54,7 п.п. в сентябре. Вместе с позитивной динамикой в обрабатывающем секторе это вывело сводный индекс PMI на уровень 55,8 процентного пункта. Последний раз эти значения достигались в ноябре–декабре прошлого года. Однако нужно иметь в виду, что улучшение результатов опросов происходило при росте цен на нефть до 80 долл. США / барр. (опрос проводился в середине октября, до последнего снижения нефтяных цен).

Необходимо отметить наблюдаемый синхронный переход от снижения к росту показателя занятости в обработке и сфере услуг. Почти все прочие подындексы показателя PMI в обоих секторах также были выше отметки 50 п.п., отделяющей спад от роста. Наиболее важно, что рост показателя занятости сопровождается увеличением закупок сырья и материалов. Причем рост заказов, внутренних и экспортных, происходил на фоне роста индикаторов потребительского спроса и привлечения новых клиентов.

Совокупность данных факторов указывает на то, что основной причиной столь заметного роста PMI в октябре является именно рост спроса. Это подтверждают и ожидания на горизонте года: они также остаются на максимальном уровне (73,3 п.п.) за несколько лет. Тем не менее наблюдаемое в IV квартале снижение цен на нефть может негативно сказаться на деловой активности ближе к концу квартала или в начале 2019 года.

Рисунок 16. Динамика индексов и подындексов PMI по России



Источник: IHS Markit.

1.2.4. Пауза в росте обрабатывающих отраслей

- По оценкам Росстата, промышленное производство в октябре 2018 г. выросло на 0,3% м/м с поправкой на сезонность.
- Наши оценки несколько скромнее и свидетельствуют о том, что выпуск остался примерно на уровне сентября. Мы отмечаем торможение роста в добыче (с +0,5 до +0,2% м/м) и стабилизацию объемов выпуска в обработке (выпуск остается на уровне августа).
- Динамика выпуска в отдельных отраслях обрабатывающей промышленности все еще остается неустойчивой и разнонаправленной: продолжается позитивный восстановительный тренд в металлургии, в то время как после наметившихся летом положительных тенденций в машиностроении и нефтепереработке в октябре вновь было зафиксировано значимое снижение производства.
- Тем не менее, основываясь на данных опросных индикаторов (PMI) и наших оценках трендовой компоненты выпуска, в ближайшие месяцы мы ожидаем оживления в динамике обрабатывающей промышленности.

Оценки Росстата фиксируют сохранение умеренных темпов роста промышленного производства в сентябре–октябре на уровне 0,2–0,3% м/м (здесь и далее в подразделе динамика м/м – сезонно сглаженная). Оценки Департамента исследований и прогнозирования (ДИП) указывают на сохранение индекса выпуска на уровне августа, то есть на фиксацию ненамного выше уровня производства в летние месяцы. В то же время в октябре прирост к уровням прошлого года оказался выше 3%.

Основным фактором роста остается добыча полезных ископаемых: с начала лета средний темп роста составил примерно 0,7% м/м. Прирост во многом связан с

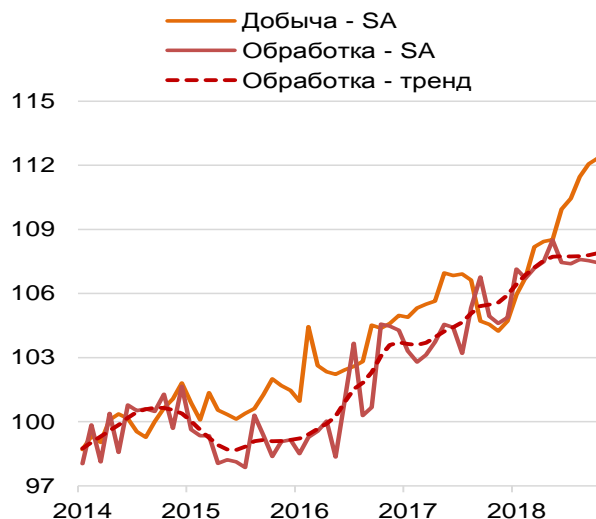
наращиванием добычи нефти, которая вышла на максимальные уровни последних десятилетий после снятия ограничений в соответствии с соглашением ОПЕК+.

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



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

Рисунок 18. Динамика индексов добычи полезных ископаемых и обрабатывающих производств (2014 = 100)



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

Обрабатывающие производства по сравнению с добычей пока отстают, второй месяц подряд демонстрируя близкий к нулю прирост с поправкой на сезонную составляющую. При этом динамика выпуска в разрезе отдельных отраслей обработки по-прежнему характеризуется разнонаправленностью и неустойчивостью. Так, в октябре ключевые отрасли обрабатывающей промышленности (машиностроение, производство нефтепродуктов) внесли существенный отрицательный вклад в месячную динамику данного сектора. При этом восстановление металлургии после летних провальных месяцев вывело темпы прироста производства в обработке в целом на околонулевые значения (-0,1% м/м с учетом сезонности) (Рисунок 20). В годовом выражении по итогам января–октября почти во всех отраслях сохраняется рост (Рисунок 19).

Среди отраслей *инвестиционного спроса* наиболее существенное снижение показал выпуск прочих транспортных средств (-17% м/м). В частности, негативный тренд в производстве летательных аппаратов (-20% м/м) сопровождался и значительным снижением выпуска железнодорожной техники (-17% м/м). Однако в последнем случае, учитывая устойчивый положительный тренд в производстве железнодорожной техники с начала 2016 года, существенный отрицательный вклад, скорее всего, внесли разовые факторы, влияние которых будет исчерпано в ближайшие месяцы¹².

¹² Однако на среднесрочном горизонте, скорее всего, будет происходить снижение выпуска железнодорожной техники. По прогнозам Центра экономического прогнозирования Газпромбанка, рост стоимости новых вагонов и насыщение спроса операторов замедлят спрос на закупки подвижного

Рисунок 19. Вклады отдельных отраслей в прирост выпуска обрабатывающих производств в январе–октябре 2018, г/г %



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

Устойчивая положительная динамика в производстве машин и оборудования также сменилась падением объемов выпуска в октябре (-9% м/м). Пока сложно говорить, является ли это разворотом тренда или временной коррекцией. Намечившийся с июля 2018 г. негативный тренд выпуска строительных материалов сохраняется (-3% м/м).

Среди отраслей *потребительского спроса* увеличение объемов выпуска наблюдалось в полиграфии, производстве напитков, в секторе прочих готовых изделий (за счет ювелирных изделий), фармацевтической промышленности.

В то же время снизилась роль ключевых потребительских отраслей, которые в последнее время оказывали поддержку обрабатывающему сектору. Тенденцию к замедлению роста показывает выпуск пищевых продуктов (+0,04% м/м в октябре). На отрасль негативно влияет сокращение поступающих в переработку объемов продукции растениеводства. Прекращение роста продаж легковых автомобилей оказывает сдерживающее влияние на динамику выпуска в автопроме. В октябре производство автотранспортных средств снизилось на 3% м/м.

состава. С 2016 по 2018 г. цена нового вагона выросла в среднем на 50%, что обусловлено повышением цен на сталь и увеличением спроса на вагоны в рамках реализации программ по обновлению парка грузовых вагонов. В ближайшие 3-4 года ожидается снижение производства новых вагонов примерно на 40% в связи с окончанием обновления подвижного состава, замедлением роста грузооборота и повышением операционной эффективности управления имеющимся парком со стороны операторов на фоне стремительного роста цен.

Основную поддержку обрабатывающей промышленности в октябре оказали отрасли *промежуточного спроса*. Рост на 17% м/м выпуска продукции по категории «Производство основных драгоценных металлов и прочих цветных металлов, производство ядерного топлива» способствовал восстановлению металлургии в целом до уровня мая текущего года.

При этом черная металлургия сохраняет умеренный положительный тренд. 2018 год стал для металлургов благоприятным на фоне высоких мировых и, как следствие, российских цен на металлопродукцию. Аналитики Refinitiv оценивают рост цен на горяче- и холоднокатаный лист на 5% с начала года. Как было уже отмечено на примере производства железнодорожной техники, такая динамика оказывает повышательное давление на издержки в смежных отраслях. По прогнозам компаний «Северсталь» и WorldSteel, темпы роста производства стали в 2019 г. сократятся.

В деревообработке и бумажной промышленности сохраняются положительные тренды из-за благоприятной ценовой конъюнктуры и увеличения экспортных поставок. Несмотря на относительно небольшую долю в структуре добавленной стоимости обработки¹³, вклад бумажной промышленности в общий рост за 10 месяцев текущего года соизмерим с вкладом нефтепереработки¹⁴ (Рисунок 19). Заявленное увеличение мощностей в отрасли будет способствовать дальнейшему расширению выпуска.

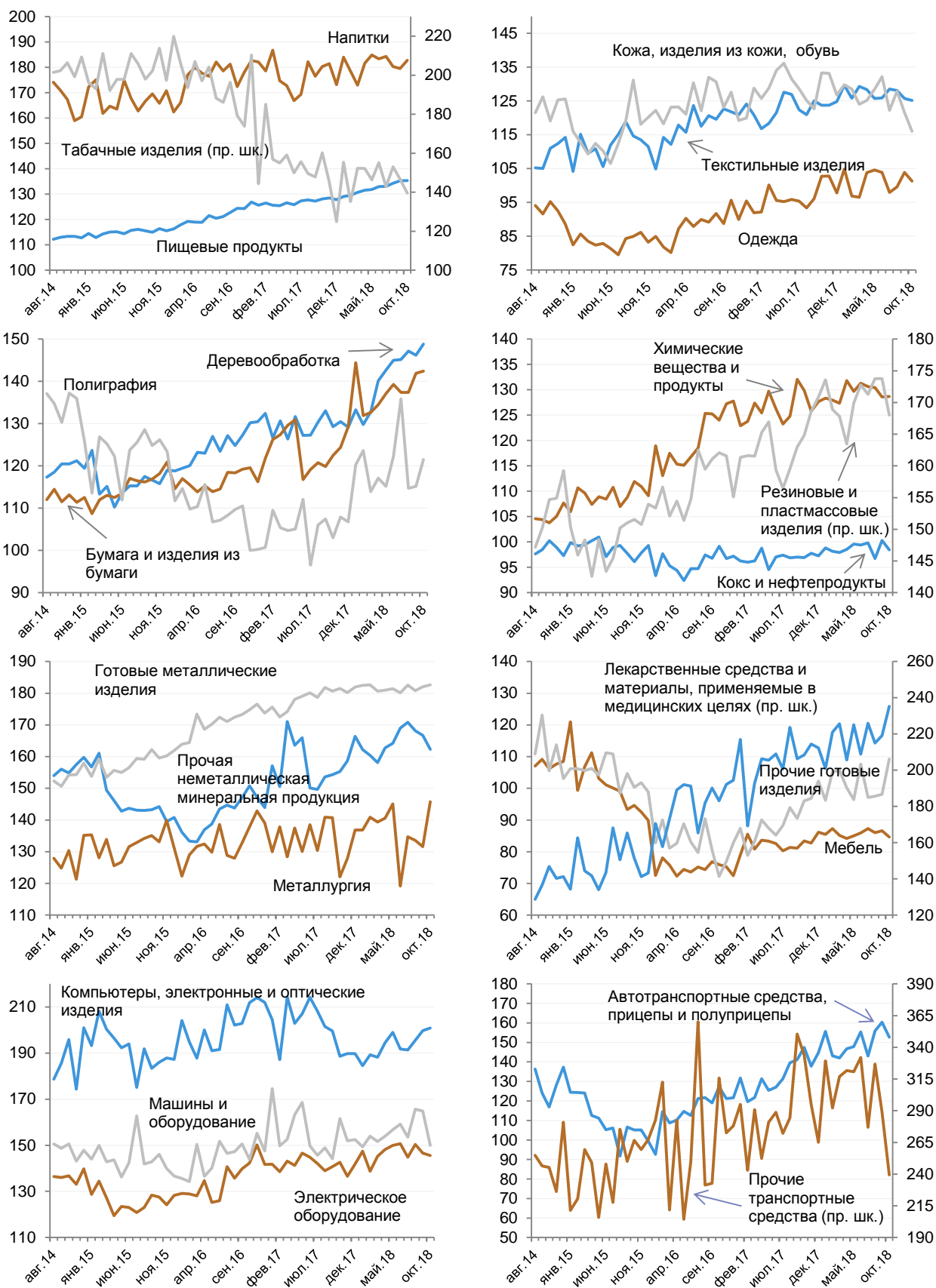
Негативным фактором для промежуточных отраслей стало снижение производства нефтепереработки (-2% м/м) и производства резиновых и пластмассовых изделий (-3% м/м). Кроме того, в последние месяцы наблюдается неустойчивая динамика химической промышленности, являвшаяся ранее одним из ключевых драйверов роста обработки в целом. После снижения в сентябре на 1% м/м в октябре уровень выпуска не изменился.

Как мы уже отмечали, опережающие опросные индикаторы PMI в обработке в последние месяцы демонстрировали позитивную динамику (см. подраздел 1.2.3. PMI в октябре: позитивное начало квартала по всем направлениям»). В совокупности с положительной динамикой трендовой компоненты промпроизводства (Рисунок 17) это дает позитивный сигнал для промышленности на ближайшие месяцы.

¹³ Доля в валовой добавленной стоимости (ВДС) – менее 2% (по данным 2010 г.).

¹⁴ Доля в НДС – 17,2% (по данным 2010 г.).

Рисунок 20. Производство отраслей обрабатывающей промышленности, янв. 2014=100%, сезонность устранена



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

1.2.5. Торможение роста непродовольственной розницы

- В октябре темп роста розничного товарооборота замедлился до 1,9% г/г после 2,2% г/г в сентябре за счет снижения роста продаж непродовольственных товаров. С поправкой на сезонный и календарный факторы оборот розничной торговли в октябре не изменился после роста на 0,1% м/м в сентябре.
- Ослабление рубля в августе – первой половине сентября могло подстегнуть спрос на непродовольственные товары, поэтому стабилизация ситуации на валютном рынке привела к небольшому замедлению динамики продаж в октябре.
- По оценке GfK, рынок быстро оборачиваемых потребительских товаров (fast moving consumer goods – FMCG) в 2018 г. впервые сократился в номинальном выражении, что могло быть связано с сильным замедлением продовольственной инфляции в начале года и ростом промоактивности в непродовольственном сегменте FMCG.

Согласно данным Росстата, темп роста розничного товарооборота в октябре продолжил замедляться и составил 1,9% г/г после 2,2% г/г в сентябре, достигнув минимального уровня с августа 2017 г. (Рисунок 21). Рост розничного товарооборота с поправкой на сезонный и календарный факторы, по нашим оценкам, не изменился в октябре после роста на 0,1% м/м в сентябре (Рисунок 22).

На замедление годового роста в октябре главным образом повлияла динамика продаж непродовольственных товаров. Темп роста товарооборота в данном сегменте снизился до 3,2% г/г в октябре с 4,1% г/г в сентябре. По нашим оценкам, в октябре продажи непродовольственных товаров снизились на 0,2% м/м (с учетом сезонности) после роста на 0,4–0,5% м/м в августе–сентябре. Ослабление рубля в августе – первой половине сентября могло временно подстегнуть спрос на товары длительного пользования, поэтому в октябре могло произойти небольшое замедление на фоне стабилизации рубля. Также потребители могли отложить спрос в связи с предновогодними скидками и ноябрьской распродажей в «черную пятницу». Ассоциация компаний интернет-торговли (АКИТ), Российская ассоциация электротехнических компаний (РАЭК) и компания Veeline прогнозируют, что в этом году акция станет масштабнее, и потребителями будет потрачено на 57% больше, чем в 2017 году¹⁵. Это может ускорить рост розничной торговли на 0,7–0,8 п.п. в ноябре.

Темп роста продаж в продовольственном сегменте составил 0,5% г/г, изменившись незначительно после нулевой динамики в сентябре. На продажи временно негативно влияет меньший, чем в прошлом году, урожай овощей открытого грунта. В прошлом году наблюдалась обратная картина.

¹⁵ [«У «черной пятницы» светлые перспективы». Газета «Коммерсантъ». № 209. 14.11.2018.](#)

Рисунок 21. Динамика розничных продаж продовольственных и непродовольственных товаров и оборота розничной торговли, % г/г



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

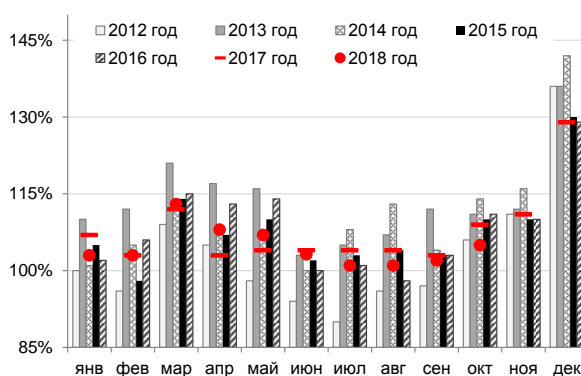
Рисунок 22. Динамика оборота розничной торговли, % (январь 2012 = 100%, сезонность устранена)



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

Данные исследовательского холдинга «Ромир»¹⁶ указывают на сезонный рост повседневных расходов населения в октябре по сравнению с сентябрем и летним периодом текущего года. Значение показателя оказалось ниже уровней соответствующего периода прошлых шести лет, однако в первом полугодии оно, например, нередко превосходило показатели 2012–2014 г. (Рисунок 23). Как следствие, указанные опросные данные следует интерпретировать с максимальной осторожностью. Так, сложившаяся картина может отражать не столько наметившееся ухудшение динамики потребительской активности, сколько действие различных структурных факторов, связанных в том числе с изменениями в модели потребительского поведения, особенностями товарных категорий, используемых в исследовании «Ромир», и так далее.

Рисунок 23. Динамика реальных повседневных расходов населения, % (январь 2012 года = 100%)



Источник: Ромир.

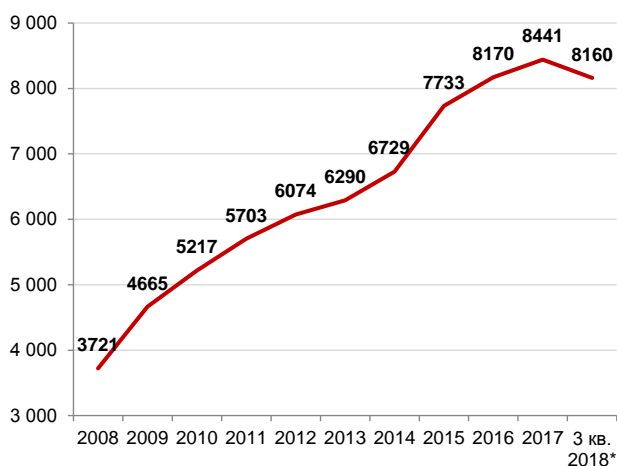
¹⁶ [«Россияне ищут лучшие цены». Исследовательский холдинг «Ромир». 08.11.2018.](#)

О негативных тенденциях на рынке товаров повседневного спроса¹⁷ сообщает компания GfK¹⁸. По ее оценке, российский рынок FMCG впервые показал отрицательную динамику к концу первого полугодия 2018 года. При этом темп снижения усилился с учетом III квартала: накопленное значение оборота рынка FMCG с октября 2017 г. по сентябрь 2018 г. упало на 3,2% в стоимостном выражении по сравнению с соответствующим периодом годом ранее (Рисунок 24). Это могло стать результатом сильного замедления продовольственной инфляции в начале года¹⁹, а также усиления роли продаж по промоакциям по непродовольственным сегментам FMCG.

Отраслевые исследования помогают выявить структурные изменения на рынках, но не всегда адекватно оценивают общую динамику макропоказателей. В частности, оцениваемый GfK размер всего рынка FMCG – 8,2 трлн руб. за период с IV квартала 2017 г. по III квартал 2018 г. – гораздо меньше объема розничного товарооборота одних только продовольственных товаров – 14,8 трлн руб. за тот же период.

Согласно результатам опроса ООО «инФОМ»²⁰, индекс потребительских настроений в ноябре все еще продолжает оставаться на уровне около 92 п.п., соответствующая середине 2017 г. (Рисунок 25). Однако компоненты индекса в текущем месяце показали разнонаправленную динамику: улучшились ожидания относительно будущих доходов и оценки отношения респондентов к крупным покупкам. В то же время отношение к кредитам ухудшилось и достигло уровня ноября 2017 года. Примечательно, что указанная оценка отношения к крупным покупкам и потребкредитам примерно соответствует оценкам начала 2015 года.

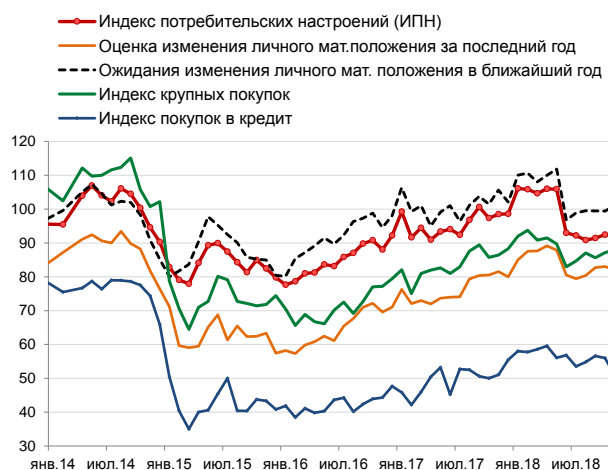
Рисунок 24. Динамика оборота рынка FMCG в стоимостном выражении, млрд руб.



Источник: GfK.

* Накопленное значение оборота с IV квартала 2017 г. по III квартал 2018 года.

Рисунок 25. Динамика индекса потребительских настроений и его компонентов



Источник: опрос ООО «инФОМ».

¹⁷ Рынок FMCG включает продукты питания, напитки, бытовую химию, средства персонального ухода и косметику, детское питание, корма для животных, лекарства.

¹⁸ «Проблемы роста на FMCG рынке в России». GfK. 21.11.2018.

¹⁹ По оценке GfK, продукты питания составляют почти 80% рынка FMCG.

²⁰ По оперативным данным за ноябрь.

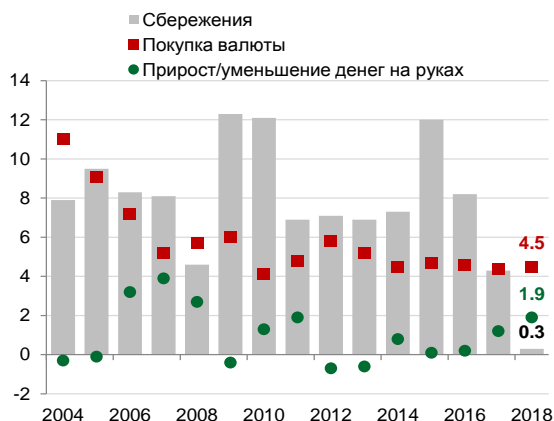
Также несколько снизились оценки текущего материального положения, которые сопровождались ростом доли тех, кто был вынужден экономить (+2 п.п.) и отказываться от ранее запланированных трат (+9 п.п.). Причем в ноябре респонденты чаще, чем в октябре, отказывались от крупных затрат на покупку бытовой техники, автомобиль, мебель, и на ремонт.

1.2.6. Норма сбережений населения продолжает снижаться

- В III квартале норма сбережений продолжила снижение на фоне ускорения роста потребительского кредитования и замедления роста рублевых вкладов.
- Снижение валютных вкладов населения частично объясняется их переводом в форму наличной валюты, вероятно, из-за опасений возможных санкций против отдельных банков.
- Однако отсутствие резкого всплеска покупок наличной валюты за рубли подтверждает тот факт, что население в целом спокойнее и рациональнее реагирует на колебания курса рубля.

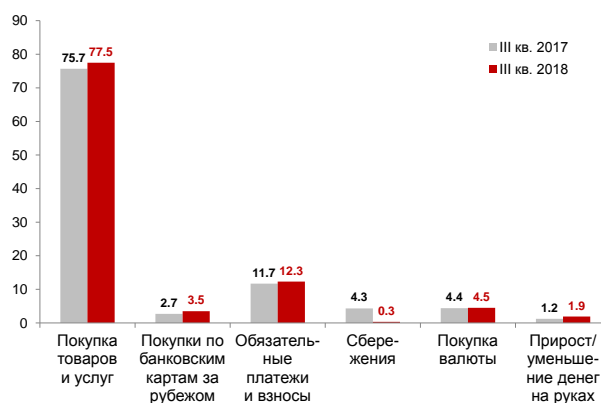
Согласно оценке Росстата, в III квартале норма сбережений составила 0,3% после 6,5% в II квартале²¹. Причем доля дохода, отложенная на сбережения, оказалась минимальной для III квартала как минимум с 2004 г. (Рисунок 26, Рисунок 27). Скорректированная доля сбережений²² оказалась ниже оценки Росстата в том числе за счет снижения величины валютных депозитов (Рисунок 28).

Рисунок 26. Компоненты использования денежных доходов населения в III квартале (% , сезонность не устранена)



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

Рисунок 27. Изменение в структуре использования денежных доходов населения, в % к денежным доходам



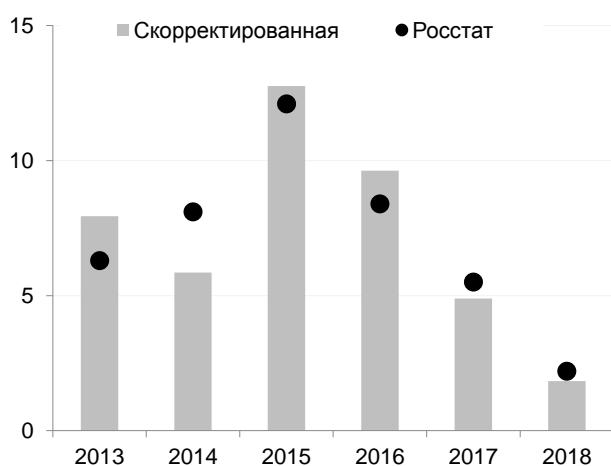
Источники: Росстат, расчеты ДИП.

²¹ Значение показателя за II квартал было пересмотрено с 7,1 до 6,5%.

²² Рассчитывается ДИП. Учитывает динамику валютных вкладов и кредитов и изменение рублевой наличности на руках, которое в статистике Росстата не считается сбережениями.

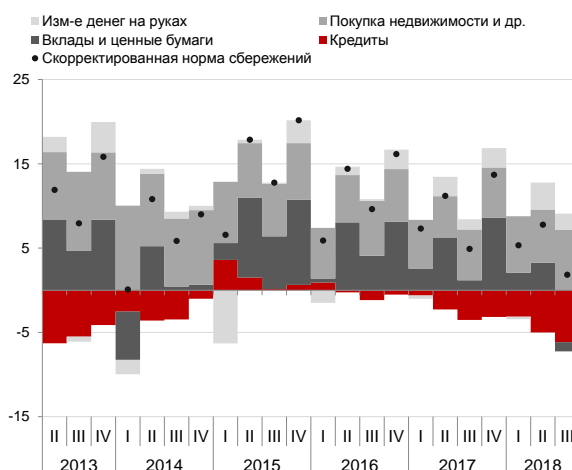
Снижение нормы сбережений по сравнению с III кварталом 2017 г. объясняется, во-первых, ростом потребительского кредитования (включая ипотеку), отрицательный вклад которого продолжает расти (Рисунок 29), и, во-вторых, замедлением темпа роста рублевых депозитов и сокращением валютных вкладов (Рисунок 30). При этом произошел существенный прирост денег на руках у населения при практически неизменной доле дохода, идущей на покупку валюты.

Рисунок 28. Норма сбережений в III квартале (% с учетом прироста денег на руках)



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

Рисунок 29. Разбивка скорректированной нормы сбережений

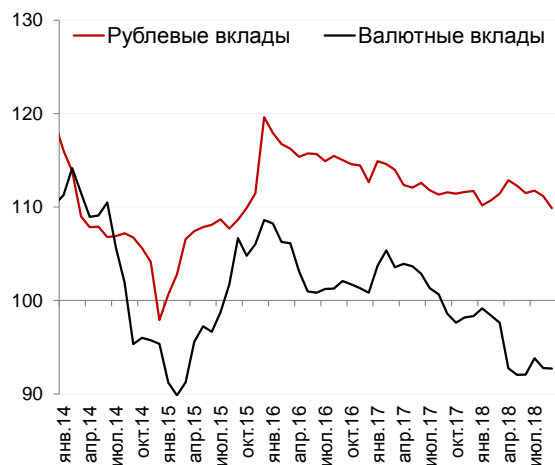


Источники: Росстат, расчеты ДИП.

Ускорение снижения валютных вкладов в III квартале могло быть вызвано новостным фоном вокруг опасений введения санкций в отношении госбанков. Последнее могло побудить вкладчиков перевести свои валютные накопления из банковских вкладов в форму наличной валюты. Это подтверждают данные о движении наличной иностранной валюты: чистое снятие наличной иностранной валюты с банковских счетов²³ в III квартале было максимальным с 2003 г. (без учета событий 2014 г., Рисунок 31). Отметим, что вряд ли вся эта валюта снималась для траты в зарубежных поездках. При этом ослабление рубля в августе–сентябре не вызвало дополнительного спроса на покупку валюты со стороны физических лиц: доля покупки валюты в доходах практически не изменилась по сравнению с соответствующими периодами 2014–2017 г. (Рисунок 32).

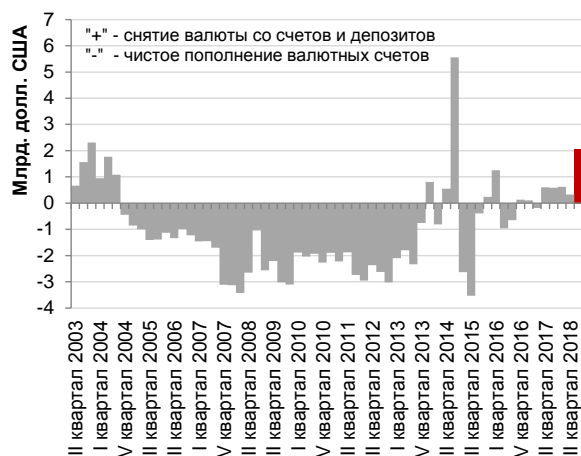
²³ Разница между суммой наличной валюты, выданной физическим лицам с их валютных счетов и принятой для зачисления на их валютные счета.

Рисунок 30. Динамика рублевых и валютных вкладов населения, % г/г



Источники: Банк России, расчеты ДИП.

Рисунок 31. Чистое снятие наличной валюты с валютных счетов в банках



Источники: Банк России, расчеты ДИП.

Значительный для III квартала рост рублевой наличности на руках у населения требует дополнительного анализа. Возможно, клиенты некоторых банков усиленно снимали наличные не только с валютных, но и с рублевых вкладов из-за опасений введения санкций. Годовой рост наличных денег вне банковской системы в III квартале превышал 13%, что стало максимальным темпом роста с середины 2012 г. (Рисунок 33). В IV квартале рост наличных на руках у населения может оказаться меньше, чем предполагает сезонность, если новостной фон станет более позитивным.

Рисунок 32. Динамика покупки, продажи и чистого приобретения иностранной валюты населением (млрд руб.)



Источники: Банк России, расчеты ДИП.

Рисунок 33. Рост денежной массы и наличных денег, % г/г

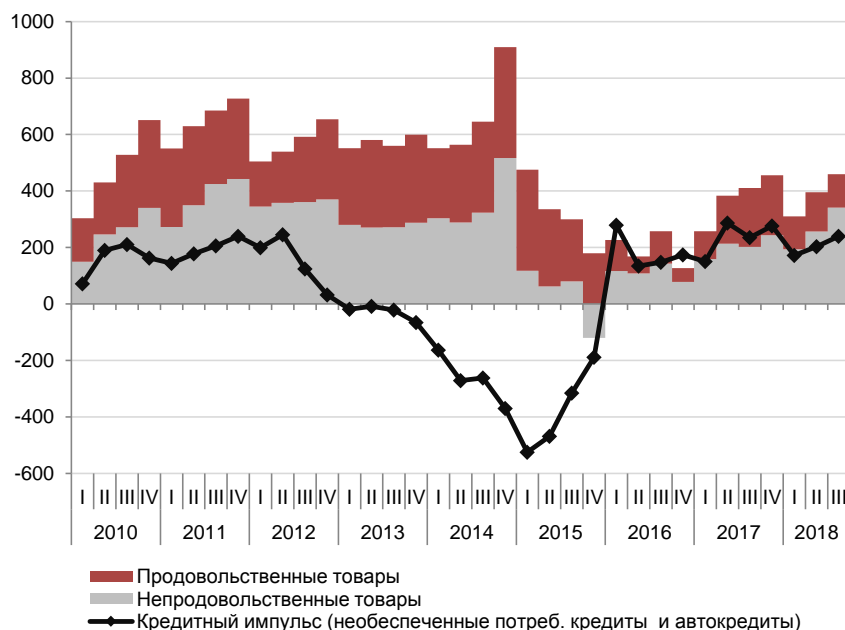


Источники: Банк России, расчеты ДИП.

По нашим оценкам, необеспеченное потребительское кредитование и автокредитование являются одним из источников финансирования роста потребитель-

ского спроса на протяжении последних трех лет (Рисунок 34). Однако утверждать, что рост розничных продаж идет только за счет ускорения кредитования нельзя. Инфляционные риски со стороны роста необеспеченного потребкредитования остаются умеренными на фоне сдержанной динамики доходов населения.

Рисунок 34. Прирост оборота розничной торговли и кредитный импульс, млрд. руб. г/г



Источники: Росстат, Банк России, расчеты ДИП.

1.2.7. Уровень безработицы стабилен, рост зарплат постепенно замедляется

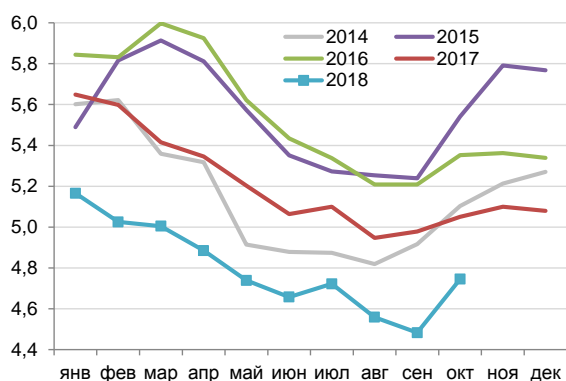
- Сезонно сглаженный уровень безработицы продолжает держаться на уровнях, достигнутых в начале года.
- Рост заработной платы в сентябре–октябре резко замедлился по сравнению с летним периодом. Наиболее значительное снижение роста произошло в госсекторе. Оно может продолжиться в IV квартале на фоне высокой базы 2017 г. – во втором полугодии прошлого года проходила ускоренная индексация зарплат «бюджетников-указников».
- Динамика косвенных индикаторов трудовых доходов опережает динамику заработной платы. Например, рост объема собранного НДФЛ в последние месяцы ускорялся.

По данным Росстата, в октябре уровень безработицы повысился с 4,5 до 4,75%. Рост в октябре и последующие месяцы является традиционным и наблюдается ежегодно. В этот период завершаются сезонные работы (сельскохозяйствен-

ные, строительные и другие), а также растет количество людей, желающих выйти на работу после летнего периода.

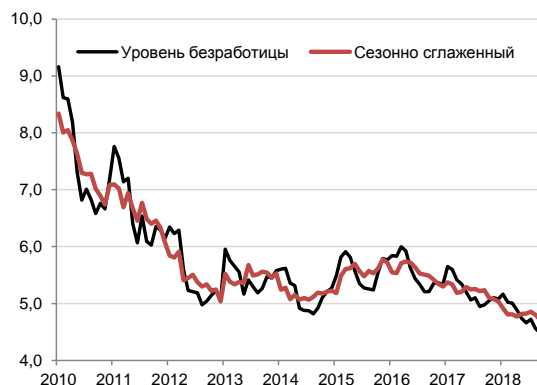
С поправкой на сезонную компоненту уровень безработицы в октябре вырос с 4,7 до 4,8%, в целом оставаясь на уровне, достигнутом еще в начале 2018 г. (Рисунок 35). Рост уровня безработицы в октябре был выше, чем предполагает сезонность. Это объясняется не ухудшением ситуации на рынке труда, а временным фактором. Скорее всего, благоприятные погодные условия в сентябре позволили сохранить сезонно-высокую летнюю занятость и положительно отразились на уровне безработицы – в сентябре показатель снижался, что нетипично для начала осени. Аналогичная ситуация наблюдалась и в 2015 г., когда сентябрь выдался аномально теплым. В сентябре 2015 г. уровень безработицы также снизился, а в октябре резко вырос (Рисунок 36).

Рисунок 35. Уровень безработицы по годам, %



Источники: Росстат.

Рисунок 36. Уровень безработицы, %



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

В октябре, по оценке Росстата, рост номинальной начисленной заработной платы замедлился до 8,1% г/г, а реальной – до 4,4% г/г. Сентябрьская оценка была уточнена – рост номинальной заработной платы в сентябре составил 8,4%, а реальной – 4,9% г/г. Изначально Росстат оценивал их в 10,8% и 7,2% г/г соответственно (Рисунок 37). Предварительные оценки Росстата достаточно часто пересматриваются после получения отчетных данных, поэтому итоговая динамика в октябре может оказаться иной. Например, динамика косвенных индикаторов опережает темпы роста заработной платы. Объемы уплаченного налога на доходы физических лиц достаточно точно повторяют динамику заработной платы, в том числе и изменение трендов (хотя и с большей волатильностью). В отличие от заработной платы рост сборов НДФЛ в последние месяцы ускорился (Рисунок 38).

Наибольшее замедление роста заработных плат произошло в государственном секторе. В государственном управлении рост составил всего 1,8% г/г после 8,5% г/г в августе. В сентябре практически в два раза замедлился рост заработной платы в образовании, что объясняется эффектом высокой базы прошлого года. Именно в сентябре прошлого года началось значительное ускорение роста заработной платы в этом секторе в рамках исполнения майских указов. Рост заработной

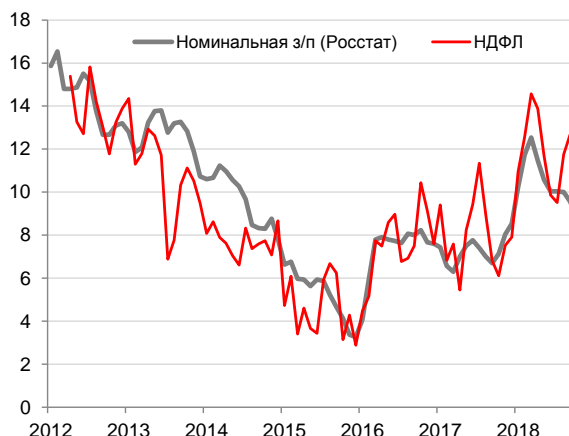
платы «бюджетников-указников» продолжит замедляться в IV квартале, сдерживая рост общего показателя по экономике.

Рисунок 37. Темп роста заработной платы, % г/г



Источники: Росстат.

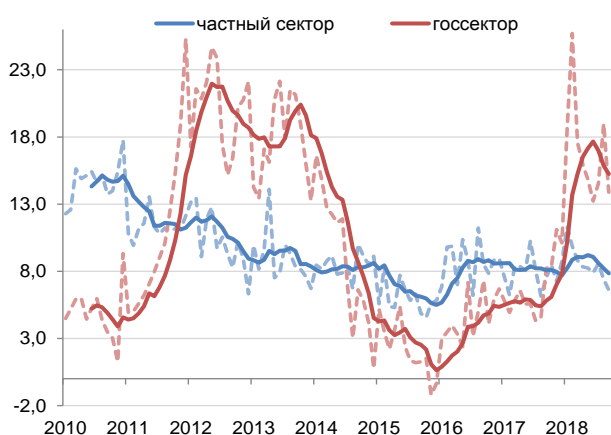
Рисунок 38. Рост номинальной зарплаты и налогов на доходы физлиц, % г/г (скользящая средняя за 3 месяца)



Источники: Росстат, Казначейство России расчеты ДИП.

Снижение темпа роста заработной платы в сентябре затронуло практически все отрасли экономики за исключением финансовой и страховой деятельности (Рисунок 40). В частном секторе рост заработной платы снизился до минимального уровня с августа 2017 года. На фоне роста неопределенности в августе–сентябре компании могли варьировать переменной частью заработной платы работников.

Рисунок 39. Темп роста номинальной зарплаты в частном секторе и госсекторе, % г/г

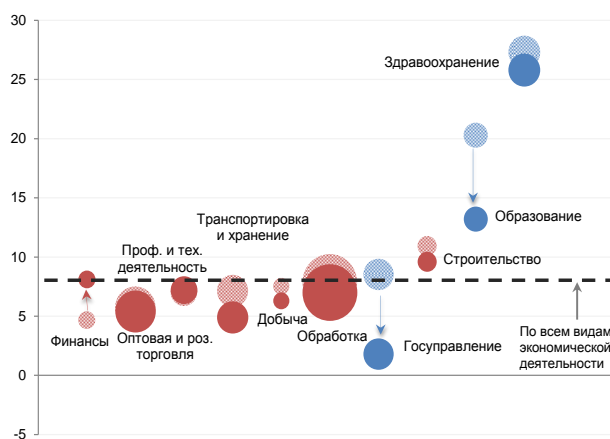


Пунктирная линия – ежемесячный темп роста зарплат в соответствующем секторе.

Сплошная линия - 6-месячный сглаженный темп роста зарплат в соответствующем секторе.

Источники: Росстат, расчеты ДИП.

Рисунок 40. Темп роста заработной платы по отраслям в августе и сентябре, % г/г



Примечание. Размер круга соответствует доле вида экономической деятельности в фонде оплаты труда.

Частично закрашенный круг – август 2018 года, полностью закрашенный круг – сентябрь 2018 года.

Источники: Росстат, расчеты ДИП.

1.2.8. Банковский сектор в октябре: торможение роста ипотеки

- Рублевое кредитование сохраняет высокие темпы роста как в розничном, так и в корпоративном сегменте.
- При этом сезонно сглаженный рост ипотечного кредитования замедлился и в аннуализированном выражении оказался меньше годового роста впервые с середины 2017 года.
- В октябре возобновился приток рублевых вкладов населения, который в основном пришелся на государственные банки.
- Вклады населения в иностранной валюте продолжили снижаться в октябре во всех основных группах банков.

Рост кредитования в октябре оставался сильным как в рублевом сегменте корпоративного кредитования, так и по рублевому розничному портфелю (Рисунок 41). Темпы роста розничного кредитования пока остаются сопоставимым с показателями августа–сентября – около 1,9% м/м²⁴. Несмотря на повышение коэффициентов риска по потребительским кредитам с сентября текущего года, рост необеспеченного потребительского кредитования остается высоким и даже продемонстрировал небольшое ускорение. В октябре трехмесячный аннуализированный средний темп роста ускорился с 23 до 23,8%. При этом рост ипотечных кредитов замедлился до 1,6% м/м в октябре с 1,9% м/м в сентябре, а трехмесячный аннуализированный средний темп роста – с 22,9 до 21,7% (Рисунок 42). Это может привести к постепенному замедлению годовых темпов роста ипотеки в ближайшие месяцы.

Рисунок 41. Динамика роста рублевого кредитования, % м/м (сезонность устранена)



Источник: расчеты Банка России.

Рисунок 42. Динамика ипотечного кредитования



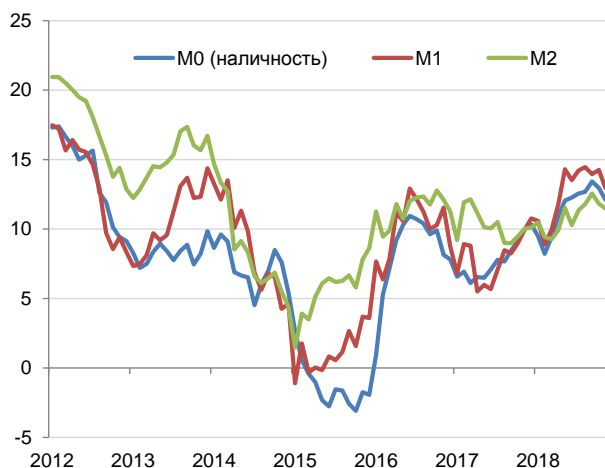
Источник: расчеты Банка России.

²⁴ Здесь и далее в разделе оценки месячного роста приведены с исключением сезонности, если не сказано иное.

Важной тенденцией октября стало восстановление роста рублевых розничных депозитов – сезонно сглаженные темпы роста превысили средние показатели 2017 г. и первой половины 2018 года. Во многом рост обеспечило повышение ставок по срочным вкладам в госбанках. Опережающий приток рублевых вкладов в государственные банки по сравнению с оттоком вкладов из остального банковского сектора был основным каналом возвращения части наличных рублей в банковскую систему.

С начала 2016 года рост переводных депозитов²⁵ населения значительно опережает рост срочных депозитов (Рисунок 44). С апреля текущего года рост переводных депозитов держится на уровне 30% г/г и выше, что вносит главный вклад в опережающий рост денежного агрегата М1 (Рисунок 43). Стоит отметить, что ускоренный рост текущих счетов и вкладов «до востребования» не ограничивается отдельными банками и характерен для всей банковской системы.

Рисунок 43. Динамика роста денежных агрегатов, % г/г



Источник: Банк России.

Рисунок 44. Динамика вкладов населения, % г/г



Источник: Банк России.

Рост предпочтений населения к более ликвидным инструментам может быть связан с несколькими факторами. Во-первых, ставки по срочным вкладам населения достигли исторических минимумов примерно в это же время. При широком распространении среди коммерческих банков программ начисления процентов на остаток по счету разница в ставках в большинстве случаев могла оказываться недостаточной, чтобы компенсировать потерю ликвидности при открытии срочного вклада. Во многом эта ситуация является следствием низкой инфляции. Во-вторых, в апреле 2018 г. усилилась санкционная риторика, из-за чего ликвидная форма хранения денег могла стать еще более предпочтительной для населения. В августе привлекательность наличных денег могла повыситься еще сильнее из-за угрозы наложения санкций на государственные банки. В этом контексте опережающий рост срочных вкладов населения может говорить о снижении влияния фактора санкций и/или росте ставок по вкладам, который достаточен для того, чтобы компенсировать потерю ликвидности.

²⁵ Средства на расчетных и текущих счетах и депозитах «до востребования».

В октябре отток валютных вкладов населения продолжился, причем он был характерен для всех групп банков, включая банки с иностранным участием в капитале, которые в августе–сентябре перетянули на себя часть оттока вкладов в иностранной валюте из государственных банков. Отметим, что отток происходил при повышении ставок по вкладам в иностранной валюте.

1.2.9. Остатки средств – значимый резервный источник финансирования федерального бюджета

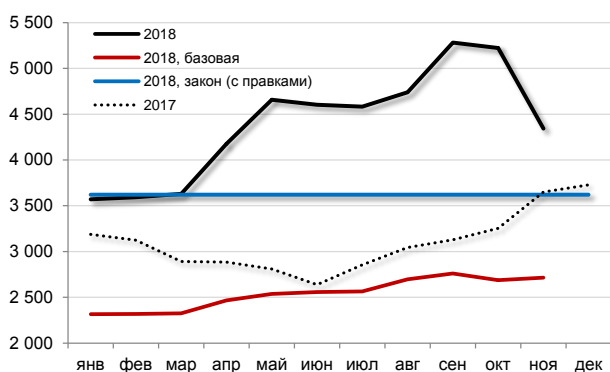
- В III квартале 2018 г. рост доходов бюджетной системы г/г ускорился до 4,4 п.п. ВВП, в том числе нефтегазовых – до 3,2 п.п. ВВП. Рост ненефтегазовых доходов отчасти объясняется продолжающимся ростом собираемости налогов.
- Расходы в III квартале снизились на 1,4 п.п. ВВП г/г, а основное снижение пришлось на социальное обслуживание и капитальные вложения (-0,6 и -0,4 п.п. ВВП). Это могло оказать временное сдерживающее влияние на рост ВВП.
- Профицит 7,2% ВВП г/г в III квартале, максимальный с 2008 года, позволил активизировать накопление средств в Фонде национального благосостояния.
- Мы ожидаем, что бюджетные доходы относительно ВВП перейдут к снижению в 2019 году из-за опережающего сокращения нефтегазовых поступлений. На фоне стабильного уровня расходов совокупный профицит и ненефтегазовый дефицит в процентах к ВВП снизятся. Рост объема ФНБ будет опережать рост госдолга.
- Учитывая неблагоприятную конъюнктуру на рынке государственного долга, есть риски неполного размещения облигаций. Однако это не повлияет на способность государства финансировать свои расходы: для замещения долга могут использоваться остатки средств федерального бюджета. В 2018 году такая потребность может составить 0,15-0,35 трлн руб., с ростом в 2019 году. Значительный объем остатков указывает на отсутствие рисков для устойчивости госфинансов.

Доходы. В III квартале рост доходов бюджетной системы ускорился до 4,4 п.п. ВВП г/г (за январь–сентябрь +2,6 п.п. ВВП г/г).²⁶ Основной вклад внесли нефтегазовые поступления: +3,2 п.п. ВВП г/г (за январь–сентябрь +2,2 п.п. ВВП г/г). Это объясняется ускорением роста рублевой цены нефти Urals до 62% г/г (Рисунок 45), а также показателей добычи и экспорта. Рост ненефтегазовых доходов составил 1,2 п.п. ВВП г/г (за январь–сентябрь +0,4 п.п. ВВП г/г), основная часть которого пришла на налоги на внутреннее производство: налог на прибыль +0,5 п.п. ВВП г/г, внутренний НДС +0,2 п.п. ВВП г/г. Мы полагаем, что позитивный эффект на доходы продолжает оказывать улучшение собираемости налогов.

²⁶ Здесь и далее использованы оценки Минфина России номинального ВВП за III квартал 2018 года.

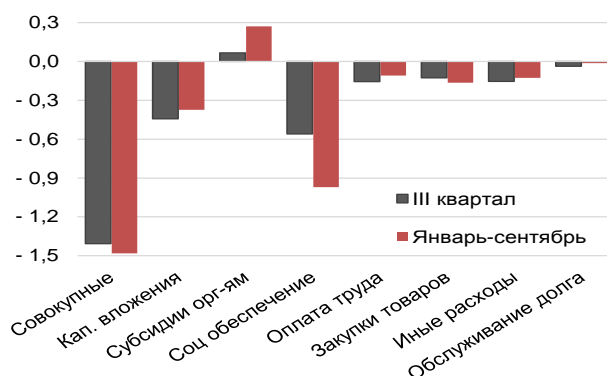
Расходы. В III квартале расходы бюджетной системы снизились на 1,4 п.п. ВВП г/г (за январь-сентябрь -1,5 п.п. ВВП г/г) (в I квартале имел место эффект высокой базы из-за единоразовой выплаты пенсии в январе 2017 года). Причиной снижения расходов является продолжающаяся бюджетная консолидация. Основное сокращение расходов в III квартале пришлось на социальный и экономический блоки по функциональной классификации расходов (-0,6 и -0,5 п.п. ВВП) и на социальное обслуживание и капитальные вложения по экономической классификации (-0,6 и -0,4 п.п. ВВП) (Рисунок 46). Расходы на обслуживание долга снизились на 0,04 п.п. ВВП г/г за счет снижения таких расходов на региональном уровне.

Рисунок 45. Месячная рублевая цена барреля нефти Urals в 2017–2018 гг.



Источники: Банк России, Минфин России, расчеты ДИП.

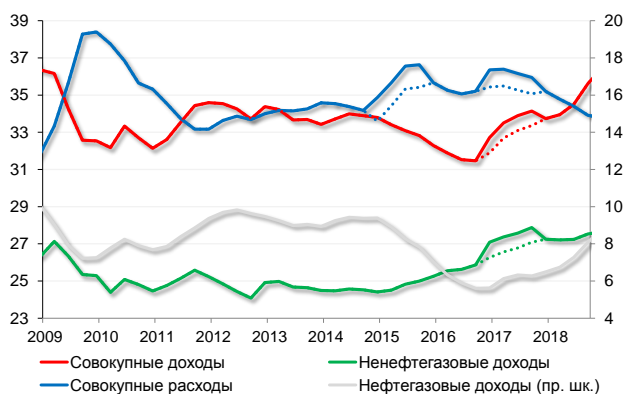
Рисунок 46. Изменение расходов бюджетной системы по экономической классификации в 2018 г., п.п. ВВП г/г



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

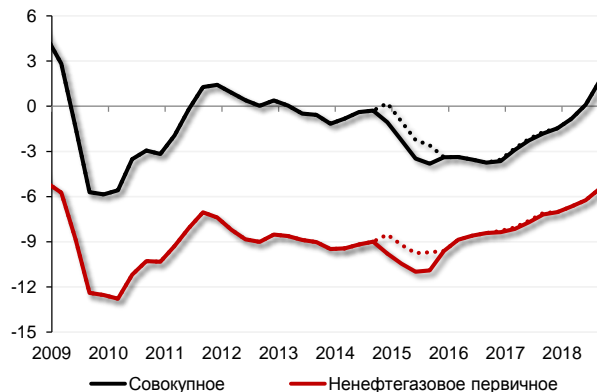
Сальдо бюджетной системы. Рост доходов и снижение расходов позволили закончить III квартал с максимальным профицитом с 2008 г. – 7,2% ВВП. Скользящий за четыре квартала профицит также максимальный почти за 10 лет – 1,7% ВВП (Рисунок 47 – Рисунок 48).

Рисунок 47. Основные показатели бюджетной системы (% ВВП, скользящие за четыре квартала)



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

Рисунок 48. Сальдо бюджетной системы (% ВВП, скользящее за четыре квартала)



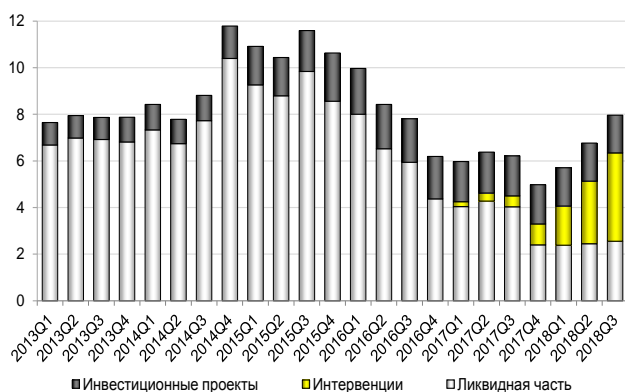
Источники: Минфин России, Казначейство России, Росстат, расчеты ДИП.

* Пунктиром обозначены оценки без учета крупных однократных факторов: докапитализации банков в IV квартале 2014 г., расходов на досрочное погашение кредитов ОПК и приватизации Роснефти в IV квартале 2016 года.

Суверенные фонды и государственный долг. Ускорение роста нефтегазовых поступлений позволило активизировать накопление средств в Фонде национального благосостояния (ФНБ). Перечисление дополнительных нефтегазовых доходов увеличило потенциальный объем ФНБ на 1,1 п.п. ВВП (Рисунок 49). На 01.10.2018 объем средств ФНБ составил 8,0% ВВП, из которых 1,6 п.п. – инвестиционные проекты, 2,6 п.п. – ликвидная часть, накопленная до введения в действие бюджетного правила, и 3,8 п.п. – ликвидная часть по новому бюджетному правилу.

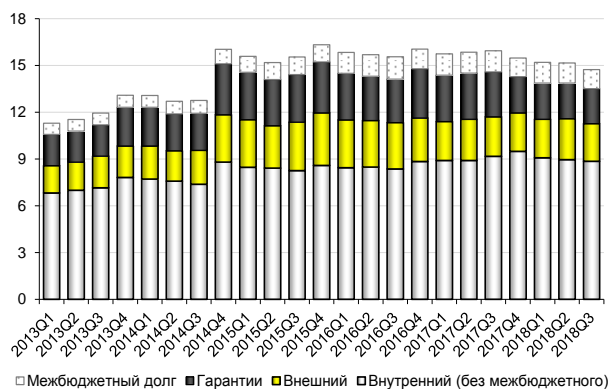
Совокупный государственный долг с очисткой от межбюджетного долга за III квартал 2018 г. снизился на 0,4 п.п., до 14,7% ВВП (Рисунок 50). Сокращение внутреннего и внешнего долга составило по 0,2 п.п. ВВП. Продолжается сокращение объема государственных гарантий: после активного роста в посткризисный период с 0,5% ВВП на конец 2008 г. до 3,3% ВВП на конец 2015 г. их объем снизился до 2,2% ВВП на конец III квартала 2018 г. (-0,05% ВВП за III квартал).

Рисунок 49. Структура средств суверенных фондов (с 2018 г. – ФНБ), % ВВП



Источники: Минфин России, Росстат, расчеты ДИП.

Рисунок 50. Структура совокупного долга бюджетной системы, % ВВП



Источники: Минфин России, Росстат, расчеты ДИП.

Влияние на рост ВВП. Сокращение расходов с изменением структуры в пользу категорий с относительно низкими фискальными мультипликаторами могло оказать временное небольшое негативное влияние на годовой рост ВВП в III квартале 2018 года. При этом произошел существенный рост доходной части бюджета в рамках действия бюджетного правила, которое продолжает способствовать сглаживанию среднесрочной волатильности ВВП и бюджетных расходов вследствие колебаний нефтяных цен. Предсказуемая и стабильная динамика показателей бюджетной системы благоприятна для роста экономики на средне- и долгосрочном горизонте.

Прогноз. Мы ожидаем, что пик доходов бюджетной системы относительно ВВП придется на IV квартал 2018 г., после чего они перейдут к снижению из-за сокращения нефтегазовых поступлений. На фоне в целом стабильной величины расходов это вызовет одновременное снижение совокупного профицита и ненефтегазового дефицита бюджетной системы.

Действие бюджетного правила и переход к ускоренному направлению бюджетных средств на инвестиционные проекты будет способствовать росту совокупного государственного долга относительно ВВП, но благодаря повышению устойчивости региональных бюджетов рост будет умеренным.

В IV квартале 2018 г. объем дополнительных нефтегазовых доходов, предназначенных для зачисления в ФНБ, будет компенсирован запланированным использованием средств ФНБ, накопленных до введения в действие бюджетного правила. В последующие годы увеличение средств ФНБ будет опережать рост долга и вести к снижению показателя чистого долга относительно ВВП.

В условиях сложившейся неблагоприятной конъюнктуры, ставшей причиной снижения доли нерезидентов на рынке ОФЗ и трудностей с размещением государственных облигаций в национальной и иностранной валюте, может возникнуть потребность замещения долга другими источниками финансирования, основным из которых могут стать остатки средств федерального бюджета, размещенные на едином счете Казначейства России и в коммерческих банках.

На начало 2018 г. совокупный объем указанных средств в рублях и иностранной валюте составил 2,5 трлн рублей. Мы ожидаем, что с учетом рисков привлечения источников финансирования дефицита в недостаточном объеме и недоисполнения расходов федерального бюджета в 2018 г. использование остатков средств на замещение заимствований может составить 0,15–0,35 трлн рублей. В 2019 г. значимость данного источника финансирования дефицита может вырасти. При этом, учитывая значительный объем остатков средств, мы не видим существенных рисков для устойчивости государственных финансов. Поскольку основная часть свободных средств (примерно 2/3) размещена в коммерческих банках, это не повлияет существенным образом на состояние ликвидности банковского сектора.

1.3. Глобальная экономика, финансовые и товарные рынки

1.3.1. Замедление глобальной экономики может притормозить нормализацию политики ФРС

- Экономика США прошла пик квартального²⁷ роста – опережающие индикаторы и макроэкономическая статистика указывают на продолжение замедления роста ВВП в IV квартале 2018 г. и в следующем году, которое вместе с повышенной турбулентностью на рынках могут заставить ФРС США смягчить траекторию повышения ставки в следующем году.

²⁷ Аннуализированные квартальные темпы роста.

- К замедлению роста экономики еврозоны из-за временных факторов добавляется негативное влияние повышенной экономической и политической неопределенности и влияние торговых войн, из-за которого ЕЦБ может отсрочить момент первого повышения ставки в следующем году.
- В октябре торможение экономики Китая замедлилось, но продолжающееся замедление роста кредитования и ожидаемое проявление негативного эффекта торгового противостояния с США, вероятно, отложат стабилизацию роста ВВП на II квартал 2019 года. В 2019 г. власти намерены существенно смягчить бюджетную политику, что, по нашим оценкам, позволит компенсировать негативное влияние торгового противостояния с США.

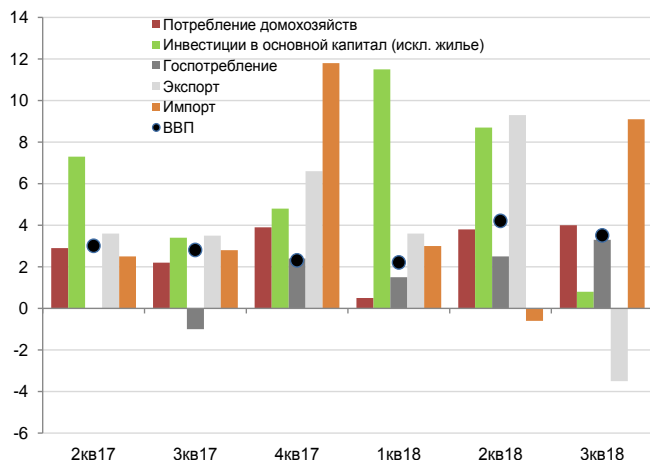
США: экономика прошла пик роста

Рост ВВП в III квартале 2018 г. составил 3,5% SAAR²⁸, показав лишь небольшое замедление относительно II квартала (Рисунок 51). Структура роста указывает на ускорение роста потребления, которое показало максимальные за последние четыре года темпы роста и внесло основной вклад в рост. Фискальный стимул обеспечил поддержку роста со стороны госпотребления. Рост инвестиций замедлился до 0,8% SAAR, что выглядит слабо на фоне налоговых послаблений, но согласуется с тем, что фактическая репатриация прибыли и активов американскими компаниями пока небольшая. Внешний сектор в III квартале внес отрицательный вклад в рост, который компенсировало увеличение инвестиций в запасы на фоне роста импорта (в II квартале рост экспорта сопровождался падением инвестиций в запасы).

Сильные темпы роста в II и III кварталах 2018 г. неустойчивы. Поддержка от фискального стимула снизится уже в следующем году, а рост инвестиций и потребления оказываются под влиянием роста процентных ставок. Так, розничные продажи контрольной группы товаров (за исключением газа, автомобилей, еды и строительных материалов) в октябре выросли только на 0,3% м/м. В результате аннуализированная трехмесячная средняя продолжила снижаться, указывая на дальнейшее замедление роста потребления (Рисунок 52). Опережающие индикаторы также начали фиксировать более слабое поступление новых заказов, занятости и снижение оптимизма компаний в ноябре. Текущие nowcast ВВП ФРБ Нью-Йорка и ФРБ Атланты оценивают рост ВВП в IV квартале в 2,5% SAAR. В 2019 году вероятно дальнейшее замедление роста экономики по мере исчерпания действия налоговых стимулов.

²⁸ Сезонно сглаженный рост в годовом выражении.

Рисунок 51. Динамика роста компонент ВВП по использованию, % SAAR



Источник: Bloomberg Finance L.P.

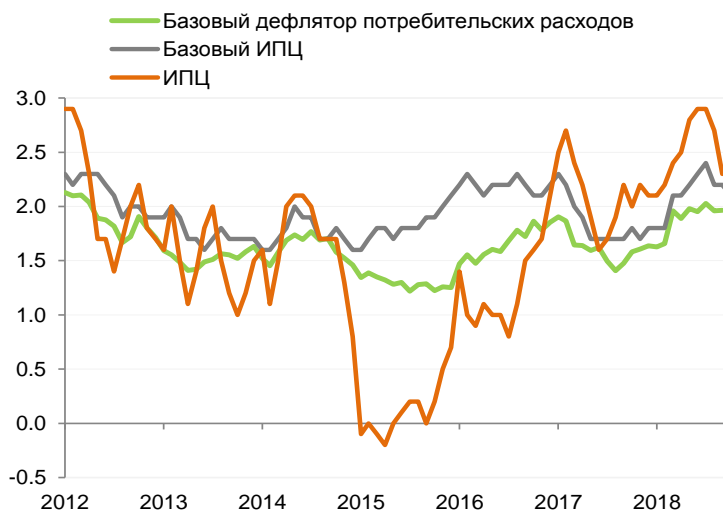
Рисунок 52. Динамика роста розничных продаж



Источник: Bloomberg Finance L.P.

Как и ожидалось, ФРС США не изменила основные параметры проводимой монетарной политики в ноябре и сохранила четкий сигнал о продолжении постепенного повышения ставок. Макроэкономическая статистика ноября позволяет ФРС США сохранить приверженность курсу на повышение ставки в декабре. Однако замедление роста глобальной экономики, которое приобретает все более устойчивый характер, разворот капиталов с развивающихся рынков заставляют переоценивать траекторию повышения ставки в 2019 г. (см. также подраздел 2.1.1 «Замедление роста глобальной экономики начинает сказываться и на США»). Исходя из динамики фьючерсов на ставку ФРС США, рынок уже понизил свои ожидания до одного повышения в 2019 году.

Рисунок 53. Динамика инфляции в США, % г/г



Источник: Bloomberg Finance L.P.

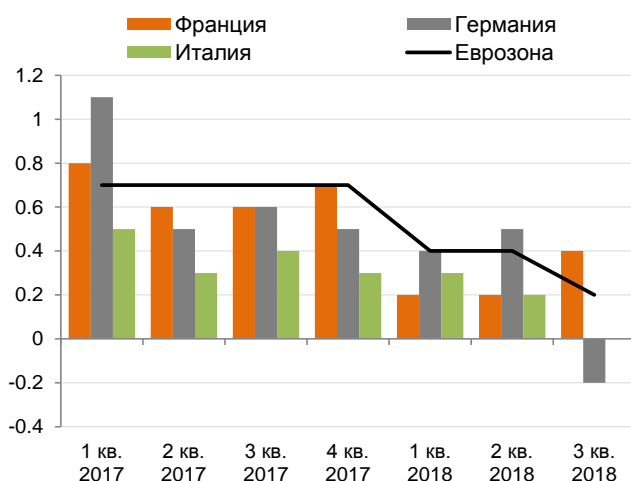
Инфляция в октябре временно ускорилась с 2,3 до 2,5% г/г на фоне удорожания цен на бензин. Однако за последний месяц на фоне падения цен на нефть цены фьючерсов на бензин упали больше, чем на 25%. Таким образом, энергетическая компонента может вскоре начать вносить отрицательный вклад в рост ИПЦ. Рост БИПЦ в октябре замедлился до 2,1% г/г, сигнализируя об отсутствии признаков сильного инфляционного давления (Рисунок 53).

Еврозона: ЕЦБ подтверждает приверженность завершению программы QE в декабре 2018 года

В III квартале 2018 г. рост ВВП еврозоны замедлился до 0,2% к/к, а ВВП Германии сократился на 0,2% к/к (Рисунок 54). В значительной степени замедление роста было связано с перенастройкой автомобильного производства на новые экологические стандарты, что заметно сказалось на динамике промышленности – прохождение тестов заняло больше времени и ресурсов, чем планировалось. Однако это временный фактор, и эффект отложенного производства по идее должен поддержать динамику ВВП в следующие кварталы.

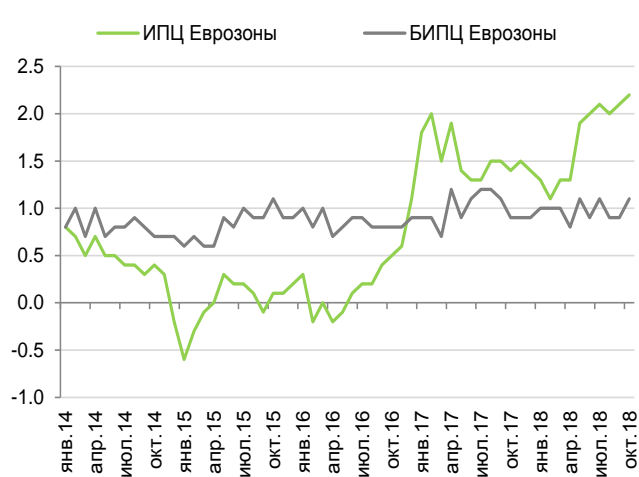
Однако опережающие индикаторы продолжают указывать на слабый рост деловой активности в октябре–ноябре 2018 г. под влиянием и других факторов, связанных с торговыми войнами и ростом политической и экономической неопределенности. Так, индекс потребительской уверенности в ноябре снизился до -3,9 п.п. – минимума за последние 20 месяцев (Рисунок 56), а среднее значение индекса PMI за IV квартал пока соответствует росту экономики на 0,2–0,3% к/к в последнем квартале года. Тем не менее расшифровки с прошедшего в октябре заседания ЕЦБ указывают на то, что текущее замедление роста экономики, хотя и вызывает беспокойство некоторых членов Управляющего совета, пока не кажется достаточным для изменения траектории нормализации политики ЕЦБ.

Рисунок 54. Динамика роста ВВП в разных странах, % к/к



Источник: Capital Economics.

Рисунок 55. Динамика инфляции в еврозоне, % г/г

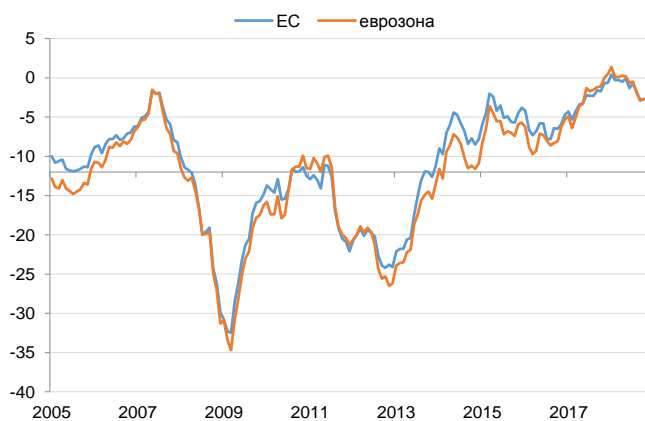


Источник: Bloomberg Finance L.P.

Инфляция в октябре ускорилась с 2,1 до 2,2% из-за удорожания цен на ряд энергетических товаров и услуг и ускорения базовой инфляции (БИПЦ – с 0,9 до 1,1% г/г) (Рисунок 55). Различные опросы домохозяйств и компаний указывают на возможность продолжения роста цен. Более того, сохраняющаяся жесткость на рынке труда (безработица в сентябре составила 8,1%, что стало минимумом с 2008 г.) и временный характер замедления роста экономики продолжают указывать и на возможность ускорения роста оплаты труда. Это, вероятно, окажется достаточным поводом для завершения программы QE в декабре 2018 года.

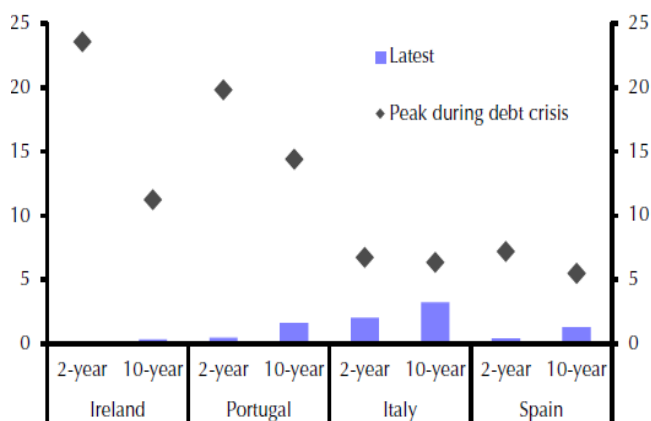
В отношении Италии регулятор пока не видит проявлений эффекта заражения (contagion) для других стран, что также не должно изменить подход к нормализации политики. Да и сама ситуация в Италии еще далека от событий долгового кризиса, чтобы заставить ЕЦБ действовать более решительно (Рисунок 53). В значительной степени точки над *i* вокруг разговоров о необходимости монетарных властей непосредственно адресовать в своих решениях текущие проблемы Италии с бюджетом расставил Марио Драги в одном из своих [выступлений](#) в конце октября. Тогда глава ЕЦБ напомнил о наличии у монетарных властей мандата на поддержание ценовой стабильности, а не финансирования бюджетного дефицита отдельных стран и продвижения так называемого фискального господства, когда бюджетная политика начинает определять монетарную.

Рисунок 56. Динамика индекса потребительской уверенности относительно долгосрочного среднего



Источник: Bloomberg Finance L.P.

Рисунок 57. Спреды к доходностям государственных облигаций Германии, п.п.



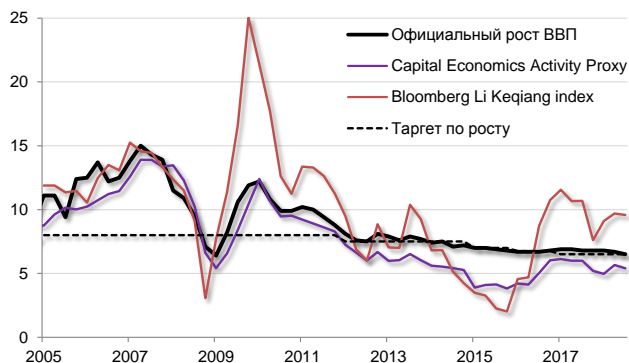
Источник: Capital Economics.

Китай: меры фискального стимулирования должны компенсировать негативный эффект торгового противостояния с США

В III квартале рост китайской экономики ожидаемо замедлился (6,5% г/г), при этом снижение роста к/к ускорилось (6,7% в II квартале и 6,8% в I квартале) (Рисунок 58). Для китайских данных, характеризующихся в последние годы высокой стабильностью, подобная динамика является значительной. Альтернативные оцен-

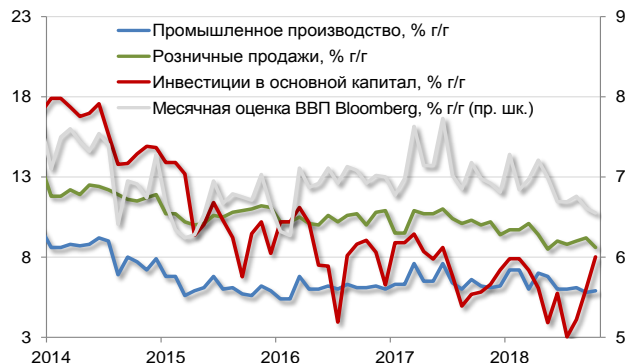
ки Capital Economics показывают более быстрое замедление роста (почти в два раза) с начала 2017 г. и рост ВВП в III квартале на 5,4% г/г (Рисунок 58).

Рисунок 58. Рост ВВП Китая, альтернативные оценки и таргет, % г/г



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

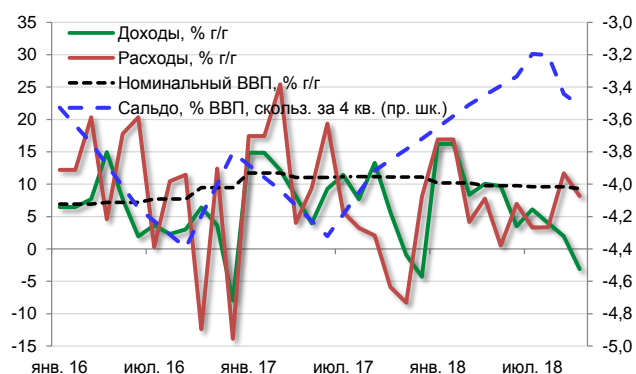
Рисунок 59. Макро показатели китайской экономики



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

Макроэкономические показатели за октябрь показали разнонаправленную динамику и указали на замедление торможения роста экономики. Наиболее позитивной оказалась динамика инвестиций в основной капитал, рост которых восстановился до 8,0% г/г (в сентябре – 6,0% г/г) (Рисунок 59). Драйвером выступили инфраструктурные инвестиции на фоне активизации бюджетных расходов (Рисунок 60). Рост промышленного производства ускорился до 5,9% г/г (в сентябре – 5,8% г/г). Рост импорта и экспорта в долларовом выражении вырос до 21,4 и 15,6% г/г (в сентябре – 14,5 и 14,4% г/г). В то же время существенно замедлился рост розничных продаж – до 8,6% (в сентябре – 9,2% г/г) – на фоне продолжающегося падения продаж автомобилей (Рисунок 59). В целом, по оценкам Bloomberg, в октябре торможение роста китайской экономики продолжилось, хотя и замедляющимся темпом (Рисунок 59).

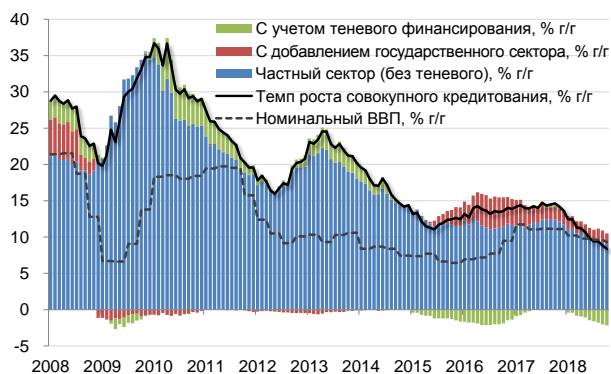
Рисунок 60. Показатели бюджетной системы Китая



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

* Данные за январь и февраль усреднены.

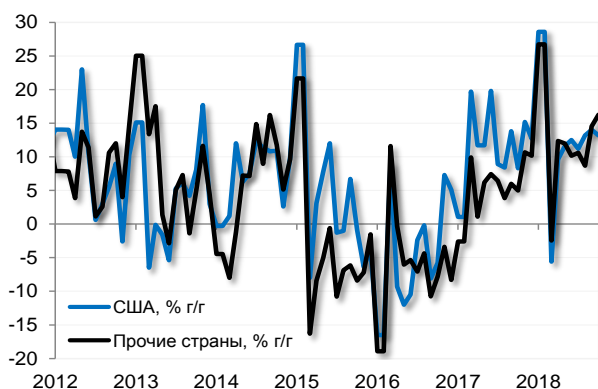
Рисунок 61. Темп роста кредитования в Китае



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

В последующие месяцы замедление роста ВВП Китая должно продолжиться, а момент стабилизации роста, вероятно, откладывается на II квартал 2019 года. Это вызвано продолжающимся замедлением роста кредитования (Рисунок 61). Также должна снизиться поддержка со стороны бюджетной политики, если власти хотят остаться в рамках запланированного на текущий год бюджетного дефицита (Рисунок 60). Кроме того, предположительно в начале 2019 года проявится негативный вклад торгового противостояния с США. В последние месяцы поддержка со стороны опережающих поставок (*front-loading*) в США товаров, на которые в начале 2019 года могут быть повышены пошлины с 10 до 25%, снижается, но сохраняется²⁹ (Рисунок 62).

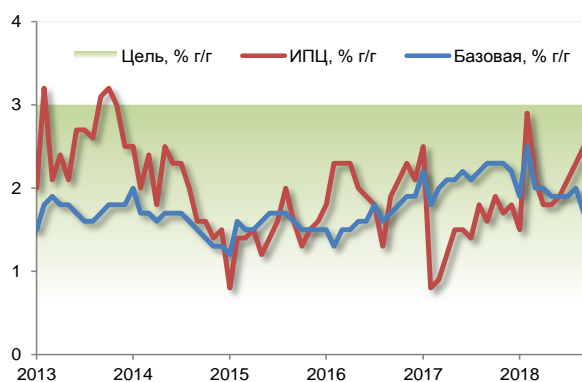
Рисунок 62. Экспорт товаров из Китая в разрезе стран



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

* Данные за январь–февраль усреднены.

Рисунок 63. Инфляция в Китае



Источник: CEIC.

Потребность стабилизации темпов экономического роста вынуждает власти Китая расширять меры поддержки экономики. В конце октября было объявлено о планах введения с 1 января 2019 г. вычетов по НДС величиной около 0,1% ВВП, а общий пакет стимулирующих налоговых мер в 2019 г. со слов представителя Народного банка Китая может превысить 1% ВВП. Это дополнит вступившее в силу с 1 октября 2018 г. снижение НДС на примерно 0,5% ВВП. Таким образом, общее снижение налоговой нагрузки в 2018–2019 гг. может составить 1,5–2,0% ВВП. Однако мы полагаем, что сопоставимый рост бюджетного дефицита излишне большой и составит около 0,5 п.п. ВВП, а остальное компенсирует сокращение расходов. Использование оценки фискального мультипликатора для китайской экономики (0,6) из работы Guo et al. (2016)³⁰ позволяет ожидать, что увеличение дефицита на 0,5 п.п. ВВП повысит рост ВВП в среднесрочном периоде примерно на 0,3 процентного

²⁹ В отличие от экспорта из Китая в США, рост которого сопоставим с ростом поставок в другие страны, экспорт из США в Китай показывает отрицательные темпы роста при наихудшей динамике у товаров, на которые Китай ввел/повысил импортные пошлины.

³⁰ Guo Q., Liu C., and Ma G. (2016). How large is the local fiscal multiplier? Evidence from Chinese counties / *Journal of Comparative Economics*, 44 (2), P. 343–352.

пункта. Это сопоставимо с ожидаемым нами негативным эффектом на рост ВВП от торгового противостояния с США на 0,15–0,5 процентного пункта³¹.

Достаточно низкая инфляция (в октябре потребительская – 2,5%, базовая – 1,8% при цели не выше 3% – Рисунок 63) вполне комфортна для реализации указанных мер, а также возможных других мер поддержки экономики.

1.3.2. Рост ставок в странах с формирующимися рынками продолжается

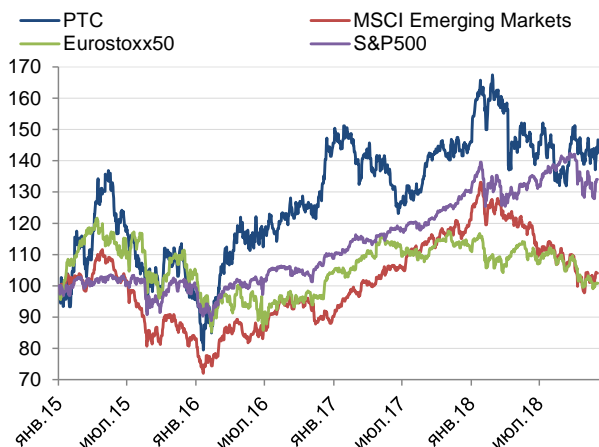
- Участники рынка ожидают серьезного смягчения риторики ФРС США и пересмотра темпов нормализации политики в 2019–2020 гг. из-за роста волатильности на рынках и замедления роста мировой экономики. Сигналы представителей ФРС США в преддверии декабрьского заседания подтвердили справедливость таких ожиданий, что оказало поддержку динамике мировых финансовых рынков.
- В октябре–ноябре к пулу стран с формирующимися рынками, где в 2018 г. были повышены ставки центральных банков, присоединились еще несколько стран. Еще три страны продолжили начатое ранее ужесточение политики.
- Показатели волатильности курса рубля остаются на пониженных уровнях, особенно на фоне резкого всплеска волатильности нефтяных цен. Участники рынка ожидают возобновления покупок валюты в рамках бюджетного правила в 2019 г., поэтому реакция курса и его волатильности, вмененной и реализованной, на текущие колебания нефтяных цен остается незначительной.
- Октябрьское решение Совета директоров Банка России оставить ключевую ставку на уровне 7,5% было ожидаемым и не вызвало значительной реакции на финансовых рынках.

Глобальные рынки

Ситуация на мировых финансовых рынках в октябре–ноябре характеризовалась повышенной волатильностью. Дальнейшее замедление роста мировой экономики, продолжающееся торговое противостояние США и Китая и рост политической неопределенности (итальянский бюджет, выход Великобритании из Евросоюза) были одними из основных драйверов снижения на рынках акций развитых и развивающихся стран. Впрочем, к концу ноября по многим из этих вопросов сторонам удалось продвинуться в переговорах, что привело к развороту на рынках рискованных активов.

³¹ Разлет в зависимости от решения США по объему облагаемого импорта и размера пошлин. См. подраздел 1.3.1 «ФРС переходит к нейтральной денежно-кредитной политике, ЕЦБ и Банк Японии не спешат с нормализацией» в [бюллетене «О чем говорят тренды» за октябрь 2018 г. \(№ 27\)](#).

**Рисунок 64. Динамика индексов акций
(январь 2015 г. = 100)**



Источник: Bloomberg Finance L.P.

**Рисунок 65. Динамика курсов валют
развивающихся стран и доллара США**



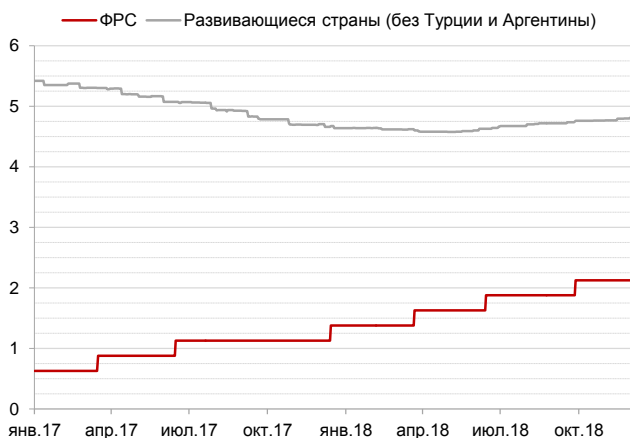
Источник: Bloomberg Finance L.P.

Многие участники рынка уже заложили в свои ожидания снижение темпов нормализации политики ФРС США в 2019 г. из-за замедления роста мировой экономики и ухудшения ситуации на финансовых рынках. Действительно, ФРС в предыдущие годы очень чутко реагировала на динамику финансовых рынков, изменяя риторику и ожидаемую динамику ставок. Такое поведение было очень выигрышным для инвесторов в рискованные активы, так как позволяло избежать серьезных коррекций и скатывания в «медвежий» тренд. Сигналы представителей ФРС в преддверии декабрьского заседания подтверждают, что ожидания рынка оказались справедливы. Например, глава ФРС в выступлении на последней неделе ноября сделал ремарку о том, что текущий уровень ставки ФРС лишь немного ниже своего естественного уровня. Это было воспринято как намек на меньший потенциал для дальнейших повышений ставки в 2019-2020 годах.

В октябре–ноябре к числу стран с формирующимися рынками, где центральные банки повысили ставки, присоединились Казахстан, Чили, ЮАР и Шри-Ланка. Также ключевые ставки повысили центральные банки Израиля и Южной Кореи. Помимо них продолжили повышение ставок ЦБ Мексики, Индонезии и Филиппин.

Динамика рынков в странах с формирующимися рынками была разнонаправленной. На рынках гособлигаций в национальной валюте доходности выросли в Мексике, Нигерии и России, при этом снизились в Бразилии, Филиппинах, Индии и Индонезии. На рынках гособлигаций в долларах США наблюдалась более однородная картина: доходности подросли на 20–30 б.п. (за исключением Бразилии) вместе с риск-премиями CDS.

Рисунок 66. Динамика ключевых ставок центральных банков, % годовых



Источники: BIS, расчеты ДИП.

Рисунок 67. Динамика доходностей 10-летних облигаций, % годовых

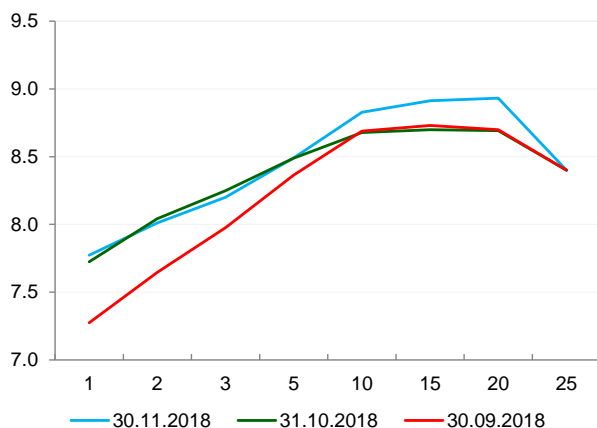


Источник: Bloomberg Finance L.P.

Российские рынки

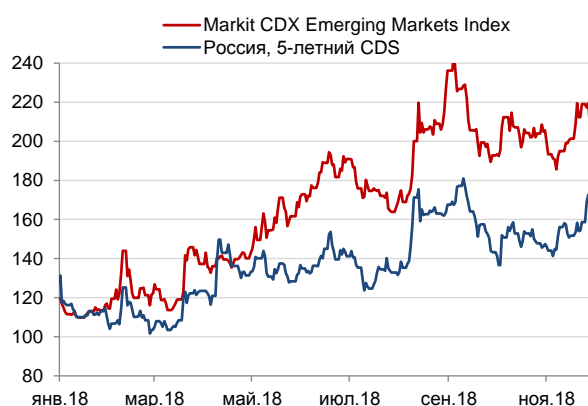
На динамику российских рынков в октябре–ноябре по большей части влияла общая ситуация на мировых финансовых рынках, причем снижение нефтяных цен не имело большого эффекта. Риск-премия CDS на 5 лет снизилась в октябре до 135 б.п., после чего в ноябре выросла до 165 б.п., повторив динамику риск-премий в других странах (Рисунок 69).

Рисунок 68. Кривая доходности ОФЗ, % годовых



Источники: Bloomberg Finance L.P., Московская Биржа.

Рисунок 69. Динамика риск-премий развивающихся стран

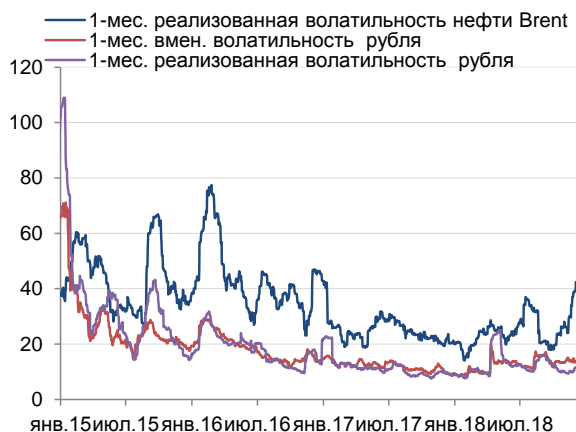


Источник: Bloomberg Finance L.P.

Показатели волатильности курса рубля остаются на пониженных уровнях, особенно на фоне резкого всплеска волатильности нефтяных цен (Рисунок 70). В условиях приостановки Банком России покупок валюты в рамках бюджетного правила чувствительность курса рубля к динамике нефтяных цен могла вырасти, но этого не произошло. Возможно, на курс благоприятно повлияло некоторое снижение градуса санкционной риторики и уменьшение оттока капитала. Также опреде-

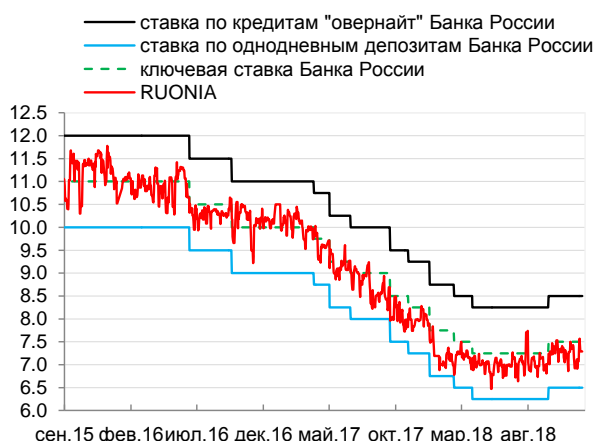
ленное влияние могла оказывать уверенность рынка в скором возобновлении покупок валюты Банком России в рамках бюджетного правила.

Рисунок 70. Волатильность курса рубля и цены на нефть



Источник: Bloomberg Finance L.P.

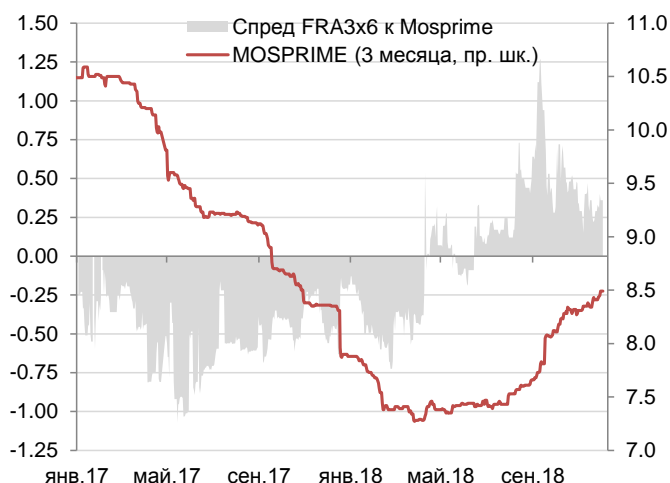
Рисунок 71. Процентный коридор Банка России и краткосрочная ставка рынка МБК, % годовых



Источники: Банк России, Bloomberg Finance L.P.

Отклонение ставки межбанковского рынка RUONIA вниз от ключевой ставки Банка России в октябре–ноябре в среднем составило 25 б.п., немного увеличившись по отношению к сентябрю (Рисунок 71). Ожидаемое к концу года сокращение профицита ликвидности из-за приостановки Банком России покупки валюты в рамках бюджетного правила может привести к уменьшению отклонения ставок денежного рынка от ключевой ставки Банка России.

Рисунок 72. Спред FRA3x6 к ставке Mosprime на 3 месяца



Источники: Банк России, Bloomberg Finance L.P.

Октябрьское решение Совета директоров Банка России оставить ставку на текущем уровне было ожидаемым и не вызвало значительной реакции на финансовых рынках. Динамика инструментов финансового рынка предполагает дальнейший

рост ставок денежного рынка (вслед за ключевой ставкой Банка России). Например, в цену форвардных контрактов закладывается рост трехмесячного Mosprime на 25 б.п. к середине I квартала 2019 г. (Рисунок 72). Цены фьючерсных контрактов на ставку RUONIA³² предполагают повышение ключевой ставки Банка России на 25–50³³ б.п. к концу I квартала 2019 года.

1.3.3. Нефтяные цены упали ниже уровня начала года

- Цена нефти Urals снизилась почти на треть относительно пика начала октября и опустилась к 60 долл./барр., сформировав «контанго» фьючерсной кривой нефти.
- Это было вызвано слабыми отчетными данными, показавшими рост коммерческих нефтяных запасов в странах ОЭСР выше пятилетнего среднего уровня...
- ... существенным ухудшением прогнозных показателей рынка жидкого топлива с риском образования значительного излишка в 2019 году...
- ... а также опасениями, что страны ОПЕК+ откажутся от ограничения добычи или примут мягкое решение из-за давления США на Саудовскую Аравию.
- Заседание министров стран ОПЕК+ в начале декабря будет иметь важное влияние на состояние рынка жидкого топлива и цену нефти.

За октябрь-ноябрь индекс цен сырьевых товаров Bloomberg потерял 3%: цены энергетических товаров снизились на 9%, промышленных металлов – на 4%, при росте сельскохозяйственных товаров на 2% и цен драгоценных металлов на 1% (Рисунок 73). Наибольшее падение продемонстрировали нефтяные цены: цена нефти Urals снизилась на 29%, опустившись к уровню около 60 долл./барр. (Рисунок 74). Основными факторами такой динамики стали снижение рисков на стороне предложения, сформировавших высокую премию в цене нефти в предыдущие месяцы, а также ухудшение перспектив роста спроса.

³² <https://www.moex.com/ru/ruonia>.

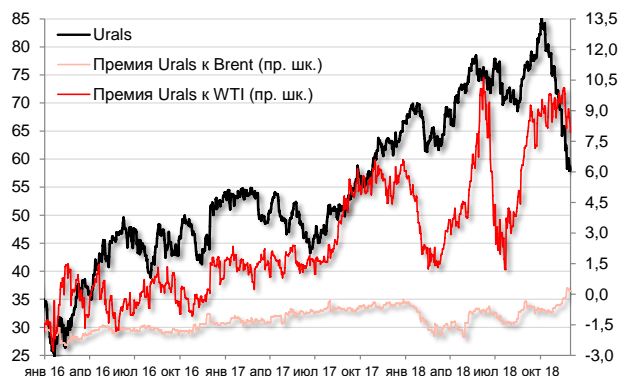
³³ В зависимости от предположения о динамике отклонения RUONIA от ключевой ставки Банка России.

Рисунок 73. Индексы цен Bloomberg на товары и металлы (01.01.2014 = 100%)



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

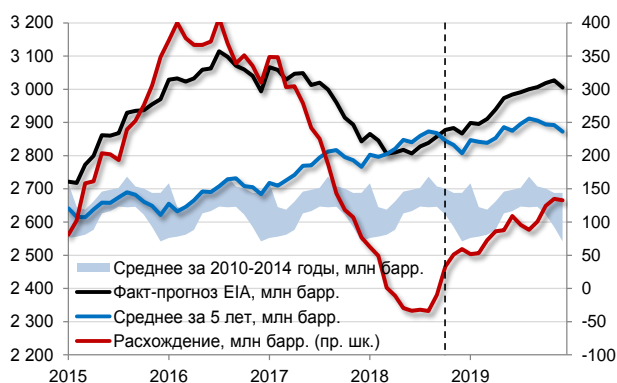
Рисунок 74. Цена нефти марки Urals и премия к Brent и WTI, долл./барр.



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

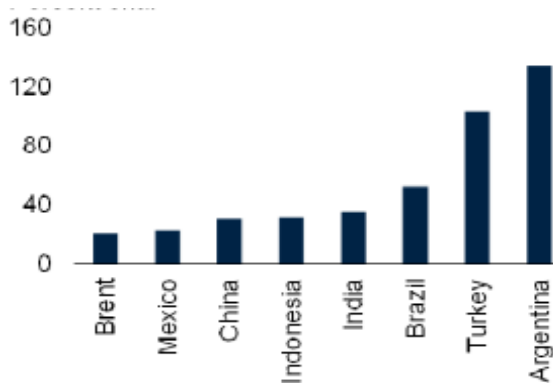
По данным Управления энергетической информации США (EIA), в октябре коммерческие запасы нефти и нефтепродуктов в странах ОЭСР продолжили активный рост и вернулись на уровень выше пятилетней средней (Рисунок 75). Потребление снова оказалось ниже ожиданий, оставаясь под давлением относительно высоких нефтяных цен в условиях произошедшего ослабления валют ряда стран к доллару США (Рисунок 76). Напротив, производство активно расширяется, превосходя ожидания. Добыча в России, Саудовской Аравии и США – на исторических максимумах (Рисунок 77, Рисунок 78). С учетом продолжающегося восстановления добычи в Ливии и Нигерии и загрузки свободных мощностей в ОАЭ рост добычи в странах ОПЕК перекрывает продолжающееся падение в Венесуэле и Иране. По итогам октября степень следования квотам странами ОПЕК-12+ (без Ливии и Нигерии) приблизилась к 100%, а ОПЕК-14+ опустилась ниже 70% (Рисунок 77).

Рисунок 75. Коммерческие запасы нефти и нефтепродуктов в странах ОЭСР



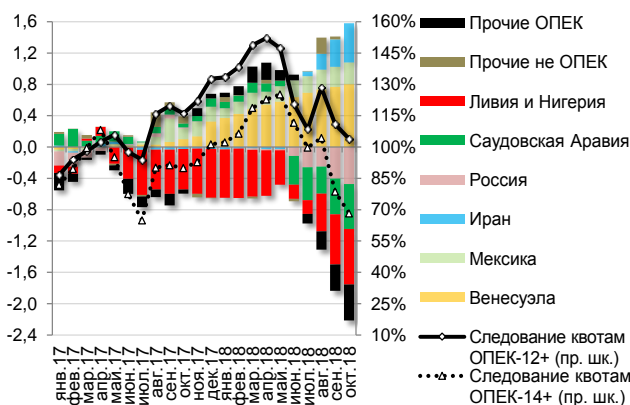
Источники: EIA, расчеты ДИП.

Рисунок 76. Нефтяные цены в национальных валютах, г/г за январь-октябрь 2018 г.



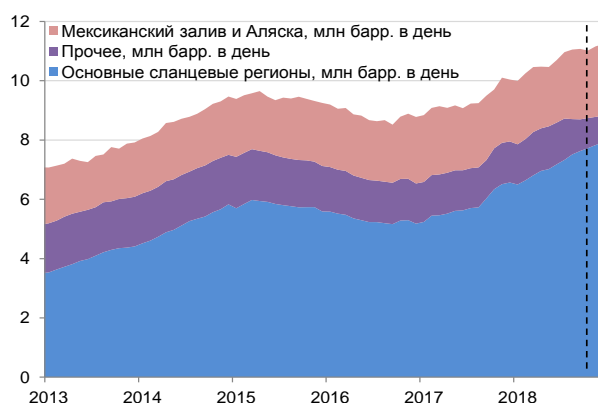
Источник: World Bank Commodity Markets Outlook (October 2018).

Рисунок 77. Степень следования квотам странами ОПЕК+ («+» показывает превышение квот), млн барр. в день и %



Источники: ОПЕК, расчеты ДИП.

Рисунок 78. Добыча нефти в США по видам месторождений

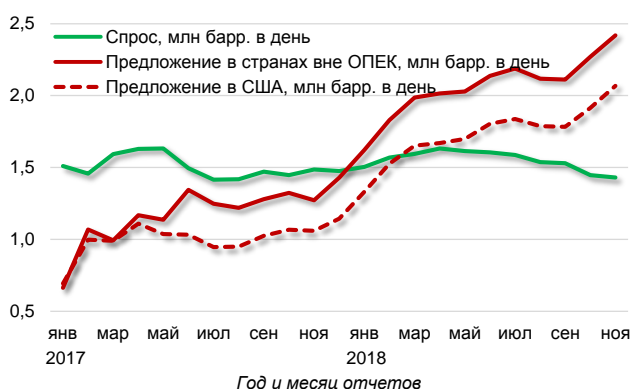


Источники: EIA, расчеты ДИП.

Слабые фактические данные дополнились ухудшением прогноза состояния рынка жидкого топлива. Ведущие организации (EIA, МЭА, ОПЕК) в октябрьских и ноябрьских отчетах пересмотрели прогноз роста спроса вниз, а предложения – вверх (Рисунок 79-Рисунок 80). При этом, если по итогам 2018 г. рынок должен быть в целом сбалансирован (близкий к нулю баланс в среднем за год и коммерческие запасы умеренно выше пятилетнего среднего уровня на конец года), то в 2019 г., при сохранении текущего уровня производства в странах ОПЕК, излишек может составить 1,1–1,4 млн барр. в среднем за год.

Дополнительное давление на цену нефти оказало предоставленное США основным импортерам иранской нефти разрешение на временное приобретение определенных объемов нефти (с 4 ноября начали действовать санкции США против Ирана), что смягчит сокращение поставок из Ирана.³⁴

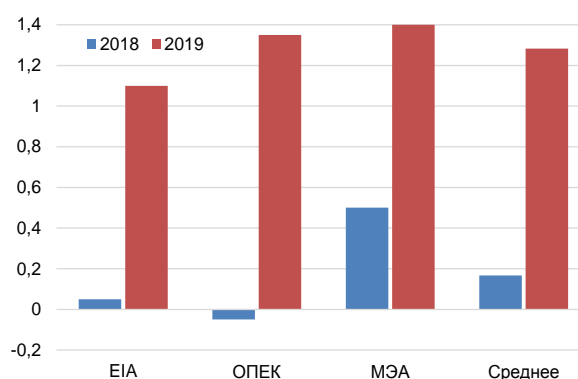
Рисунок 79. Прогнозы роста спроса и предложения жидкого топлива в 2018 г. в месячных отчетах ведущих организаций*



Источники: EIA, МЭА, ОПЕК, расчеты ДИП.

* Средний прогноз EIA, МЭА и ОПЕК.

Рисунок 80. Оценки ведущих организаций излишка жидкого топлива на рынке в 2018 и 2019 гг.*, млн барр. в день



Источники: EIA, МЭА, ОПЕК, расчеты ДИП.

* Средний прогноз EIA, МЭА и ОПЕК.

³⁴ Разрешение получили восемь стран с долей в нефтяном экспорте Ирана около 85%: Китай, Индия, Италия, Турция, Япония, Греция и Южная Корея (все крупные потребители за исключением Испании).

Перспективы образования большого излишка нефти на рынке в 2019 г. вызвали обсуждение целесообразности нового ограничения добычи странами ОПЕК+. Ряд стран, включая Саудовскую и Аравию и Россию, обозначили готовность к обсуждению мер, которые позволили бы поддержать нефтяные цены, на заседании министров стран ОПЕК+ в начале декабря.

Однако многие участники рынка опасаются, что решение об ограничении добычи принято не будет или будет относительно мягким. Считается, что Саудовская Аравия находится под давлением США. Так, президент США Д. Трамп похвалил Саудовскую Аравию за то, что она «реагирует» на его призывы наращивать добычу и снижать цену нефти, а также призвал еще больше снизить цену.

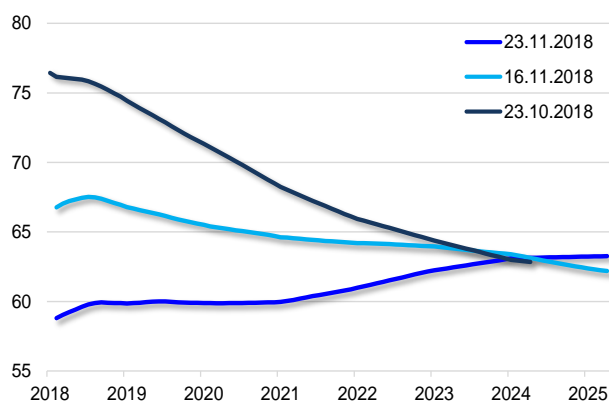
Влияние рассмотренных факторов привело к сокращению более чем в два раза чистой позиции по нефтяным контрактам (Рисунок 81) и изменению формы фьючерсной кривой нефти Brent с «бэквордации» на «контанго» (Рисунок 82).³⁵

Рисунок 81. Контракты (на фьючерсы и опционы) по нефти Brent



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

Рисунок 82. Фьючерсная кривая нефти Brent, долл./барр.



Источник: Bloomberg Finance L.P.

Намеченное на 6-7 декабря заседание министров стран ОПЕК+ может существенно изменить настроения инвесторов. Принятие решения об ограничении добычи нефти может оказать существенную поддержку нефтяным ценам.

³⁵ При «бэквордации» стоимость последующего фьючерса ниже предыдущего, при «контанго» – выше предыдущего.

2. Взгляд в будущее: опережающие индикаторы

2.1. О чем говорят опережающие индикаторы по России?

2.1.1. Индексная оценка ВВП: рост замедляется, оставаясь близким к потенциальному

- Индексная оценка ВВП в IV квартале указывает на замедление роста российской экономики во втором полугодии. Однако рост продолжается устойчивыми темпами вблизи потенциала.
- Наша обновленная оценка роста ВВП на IV квартал 2018 г. составила +0,3% к/к SA, оставшись неизменной по сравнению с октябрьской оценкой.
- Согласно нашим расчетам, в основу которых заложена в том числе модельная оценка прироста ВВП в IV квартале, рост ВВП по итогам 2018 г. составит 1,6–1,7%³⁶.
- На протяжении первого полугодия 2019 года рост экономики, по оценкам, стабилизируется в диапазоне 0,2–0,3% в терминах «квартал к кварталу» с сезонной корректировкой. Понижение диапазона оценок на два квартала вперед по сравнению с октябрём связано главным образом с ноябрьским резким снижением нефтяных цен. При этом повышение НДС может дополнительно временно замедлить рост в I квартале 2019 года.

	Ноябрь % к/к SA	Октябрь % к/к SA
IV квартал 2018 г.	0,3	0,3
I квартал 2019 г.	0,25	0,4
II квартал 2019 г.	0,3	–

³⁶ Индексная оценка ориентирована на уточненные оценки ВВП Росстата, которые будут выходить в 2020 г. и позднее.

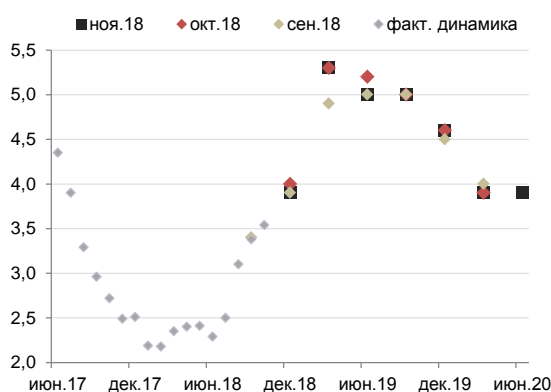
2.1.2. Консенсус-прогноз Bloomberg: ожидания по снижению ключевой ставки отложены на 2020 год

- Консенсус-прогноз Bloomberg предполагает, что инфляция в 2018 г. не достигнет 4%, остановившись на уровне 3,9%. Инфляция в 2019 г. ожидаемо ускорится, но уже в 2020 г. вернется к целевому уровню Банка России 4%.
- Достижение такой траектории по инфляции предполагает сохранение ключевой ставки Банка России на текущем уровне вплоть до начала 2020 г., при этом некоторые аналитики предполагают повышение ключевой ставки на ближайшем заседании Совета директоров Банка России 14 декабря.

Опрос Bloomberg показал, что за последний месяц инфляционные ожидания аналитиков снизились с 4,0 до 3,9% г/г по итогам 2018 года. Это могло быть связано с более слабым, чем ожидалось, ускорением инфляции в октябре, которое было воспринято как сигнал отсутствия дополнительного роста инфляционного давления от произошедшего в январе–сентябре ослабления рубля. Консенсус-прогноз инфляции на конец 2019 г. остался на уровне 4,6% по сравнению с базовым прогнозом Банка России 5,0–5,5%. В 2020 г. аналитики, как и Банк России, ожидают возвращения инфляции к 4%.

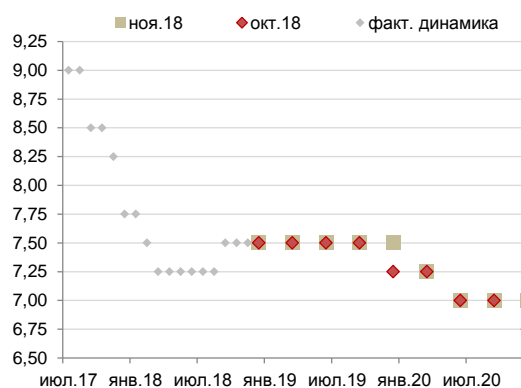
Ожидания по снижению ключевой ставки Банка России с текущих 7,5% сместились на более поздний срок. Согласно консенсусу, ставка останется на текущем уровне на протяжении всего 2019 г., а ее снижение и постепенное схождение к нейтральному уровню начнется только в 2020 году.

Рисунок 83. Ожидания аналитиков по инфляции, % г/г



Источники: Bloomberg Finance L.P.

Рисунок 84. Ожидания аналитиков по ключевой ставке Банка России, % годовых



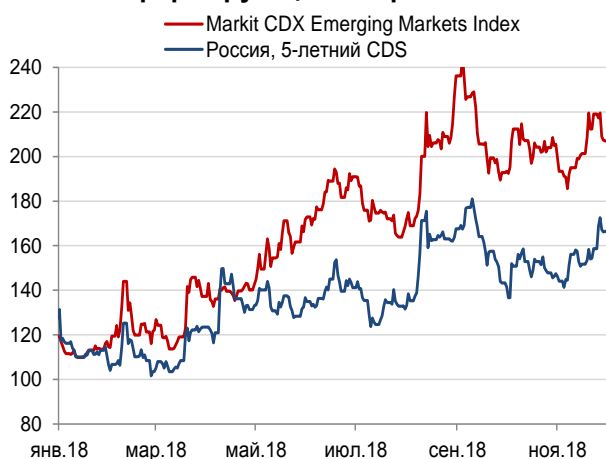
Источники: Bloomberg Finance L.P.

3. В фокусе. Рост неопределенности в глобальной экономике еще раз иллюстрирует важность отсутствия в экономике значительных дисбалансов, наличия буферов, а также способности ЦБ независимо проводить антиинфляционную политику

- Ситуация в странах, где наблюдалось наибольшее падение на финансовых рынках в 2018 г., наглядно иллюстрирует последствия негативных внешних и внутренних шоков, с которыми может столкнуться экономика стран с накопленными дисбалансами, а также подорванным доверием к государственной макроэкономической политике.
- При этом проблема устойчивости финансовой системы может усугубляться по принципу «порочного круга». В этих условиях экономика и финансовые рынки становятся все более чувствительными к возможным новым ошибкам властей при реализации стабилизирующих мер, сопутствующей им коммуникации, а также институциональным проблемам.
- Одним из факторов, сыгравших свою роль в усилении волатильности на рынках отдельных стран, была потеря рынками доверия к тому, что центральный банк своими действиями сможет снизить инфляцию, в том числе и в связи с наличием признаков отсутствия у центрального банка возможностей независимо проводить антиинфляционную политику. И наоборот, наиболее устойчивыми к внешним шокам были страны, денежно-кредитная политика в которых пользовалась высоким уровнем доверия рынков.

Страны с формирующимися рынками (СФР) столкнулись в 2018 г. с оттоком капитала на фоне продолжения нормализации денежно-кредитной политики ФРС США, замедления роста мировой экономики (в том числе из-за торговых войн) и повышения (гео)политической неопределенности. Сочетание этих факторов привело к негативной динамике на финансовых рынках этих стран: выросли CDS-премии, доходности государственных и корпоративных облигаций, ослабли национальные валюты.

Рисунок 85. Динамика CDS-спредов стран с формирующимися рынками



Источник: Bloomberg Finance L.P.

Рисунок 86. Динамика курсов валют развивающихся стран и доллара США

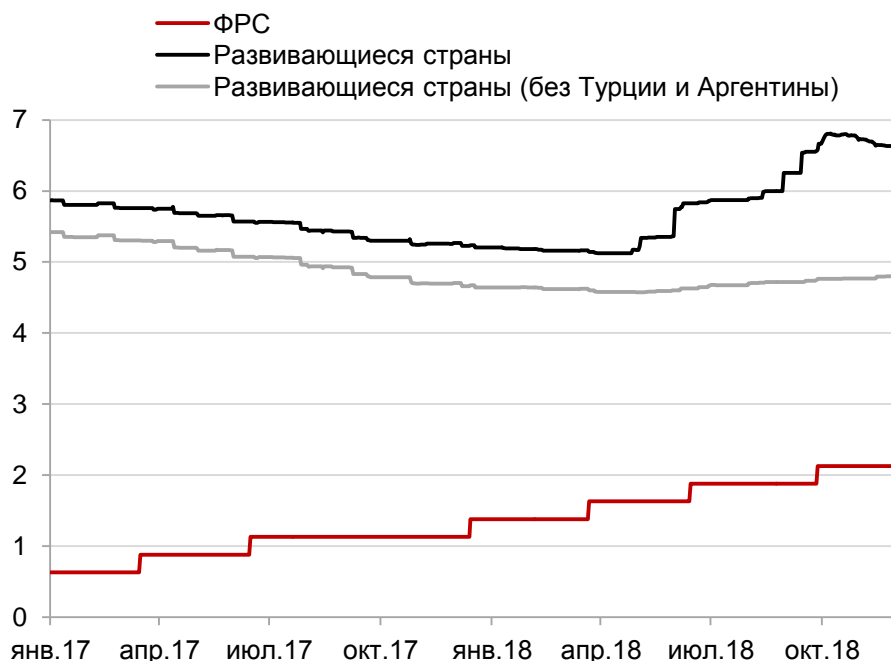


Источник: Bloomberg Finance L.P.

В ответ на внешние вызовы многие центральные банки стран с формирующимися рынками стали повышать свои ключевые ставки. Масштаб движения рыночных показателей и степени реакции денежно-кредитной политики оказался неоднородным в разных странах. Там, где рост волатильности на финансовых рынках оказался наибольшим, выявился целый ряд взаимосвязанных проблем, приведших к таким последствиям:

- накопленные внешние и внутренние дисбалансы;
- низкое доверие к проводимой экономической политике;
- запоздалая и/или недостаточная реакция экономической политики, которая может увеличивать чувствительность участников финансового рынка к любым действиям и ошибкам, запуская механизм «порочного круга»;
- отсутствие или ограничение независимости действий центрального банка как на законодательном уровне, так и на уровне принятия важных решений на практике.

Рисунок 87. Динамика ставок центральных банков, % годовых



Источники: БМР, расчеты ДИП.

Дисбалансы в экономике

Среди основных дисбалансов – накопленный странами с формирующимися рынками внешний долг при дефиците счета текущих операций. По данным Банка международных расчетов (БМР), внешний долг небанковского сектора, номинированный в долларах, в странах ЕМЕ удвоился за посткризисное десятилетие³⁷. В ре-

³⁷ <https://www.bis.org/speeches/sp180814.htm>.

зультате повышение ставок в иностранной валюте может вызвать несколько негативных последствий в странах с формирующимися рынками. Повышение ставок в иностранной валюте увеличивает стоимость обслуживания долга. При этом экономические последствия будут тем серьезнее, чем больше несоответствие валютных позиций в обязательствах и активах, как в банковской системе, так и в секторе нефинансовых организаций и населения.

Рост ставок в развитых странах повышает привлекательность их активов. При неизменных ставках в странах с формирующимися рынками это приводит к оттоку капитала. В результате иногда даже эквивалентное повышение ставки центральными банками СФР не способно остановить отток капитала в необходимом объеме. Причина в том, что одновременно вырастает премия за риск, которую готовы брать на себя инвесторы в активы страны. В результате финансирование дефицита счета текущих операций в прежнем объеме становится невозможным – экономика сталкивается с ослаблением национальной валюты. Отметим, что ослабление валюты в условиях повышенного долга и других уязвимостей может иметь разнонаправленный эффект на экономику. Снижение курса национальной валюты увеличивает размер валютного долга в местной валюте, повышая долговую нагрузку и стоимость обслуживания.

В целом СФР в некоторой степени учли уроки прошлых кризисов. Так, согласно данным БМР, в посткризисное десятилетие снизилась доля иностранной валюты в корпоративном долге, страны начали лучше использовать инструменты макропруденциальной политики, дестимулирующие финансовые институты – иметь значительные непокрытые валютные позиции. Кроме того, снизилась доля краткосрочных заимствований³⁸. Те страны, которые не вписались в эти тенденции, оказались наиболее уязвимыми к финансовым шокам.

Низкое доверие к проводимой экономической политике

Недоверие к проводимой экономической политике иногда способствует накоплению дисбалансов, описанных выше. Например, устойчиво высокая инфляция и инфляционные ожидания при отсутствии доверия к денежно-кредитной политике приводят к повышению спроса экономических агентов (компаний и населения) на активы, номинированные в иностранной валюте. Это увеличивает валютизацию пассивов банков (рост валютных депозитов) и приводит к соответствующему росту валютизации активов (кредитов) банков, которые стремятся избежать возникновения несоответствия валютной структуры баланса.

³⁸ <https://www.societegenerale.com/sites/default/files/documents/Econote/EcoNote-Emerging-markets-external-debt-same-old-song.pdf>.

Запоздавая и/или недостаточная реакция экономической политики

Отсутствие или недостаточность реакции экономических властей на происходящие финансовые шоки может усилить влияние шока и тем самым потребовать более сильной реакции властей в будущем.

Например, недостаточная реакция центрального банка на ускорение инфляции может привести к ослаблению валюты, особенно на фоне вызванного внешними факторами устойчивого усиления оттока капитала, еще больше ускоряя инфляцию и инфляционные ожидания. Это в свою очередь приводит к необходимости более решительных действий (более сильного повышения ставки) в будущем для стабилизации ситуации и повышает чувствительность динамики финансовых рынков к любым высказываниям и действиям центрального банка. Если центральный банк несколько раз реагирует недостаточным или запоздалым повышением ставки, ситуация может начать развиваться по нарастающей и создать угрозы не только для ценовой, но и финансовой стабильности. Это вынудит центральный банк в какой-то момент повысить ставки гораздо сильнее сформировавшихся ожиданий для разрыва «порочного круга» и стабилизации ситуации. Причем уровень ставки в такой ситуации, скорее всего, будет гораздо выше, чем был бы при своевременной и упреждающей реакции.

Отсутствие или ограничение независимости центрального банка

Недостаточность или отсутствие адекватной реакции мерами денежно-кредитной политики на шоки зачастую вызваны тем, что центральный банк де-юре и/или де-факто не является независимым. Давление политиков и других ветвей власти, чьи интересы могут ограничиваться достижением краткосрочных целей по экономическому росту, ограничивает возможности для реакции центрального банка на возникающие среднесрочные риски в экономике в случае отсутствия независимости монетарных властей. Вместо сглаживания циклических колебаний экономики и обеспечения ценовой и финансовой стабильности, зависимый центральный банк может, наоборот, провоцировать излишние колебания выпуска и цен, вынуждено проводя проциклическую политику. Уверенность рынка в независимости центрального банка при прочих равных снижает страновую премию за риск и долгосрочные процентные ставки. Это позволяет увеличить доступность длинного финансирования в национальной валюте и способствует девальютизации активов и обязательств населения и компаний.

Различные эмпирические исследования на панельных данных по широким группам стран также подтверждают, что с ростом степени независимости центрального банка увеличивается его успешность в поддержании ценовой стабильности. Причем его независимость должна быть не только законодательно закреплена на бумаге, но и выражаться в свободе его реальных действий, которые учитывают интересы всех субъектов экономики и нацелены на среднесрочную перспективу.

Отдельно стоит выделить зависимость денежно-кредитной политики от бюджетной политики в некоторых странах. Обязанность монетизировать дефицит бюд-

жета в значительной степени подрывает доверие к проводимой денежно-кредитной и бюджетной политике. Наличие «неограниченного» источника финансирования бюджета снижает стимулы для поддержания устойчивости и бюджетной дисциплины. Монетизация дефицита уменьшает эффективность проводимой денежно-кредитной политики на операционном уровне и ограничивает набор действий для реакции на инфляционные шоки. В 2018 г. несколько стран с формирующимися рынками еще раз это доказали на своем негативном примере.

Департамент исследований и прогнозирования

Александр Морозов

Директор

Сергей Власов

Александра Живайкина

Наталия Карлова

Алексей Киселев

Мариам Мамедли

Мария Помельникова

Светлана Попова

Алексей Поршаков

Елена Пузанова

Арина Сапова

Юлия Ушакова

Анна Цветкова

Дмитрий Чернядьев

Ксения Яковлева