



Банк России

№ 1 (37)



О ЧЕМ ГОВОРЯТ ТРЕНДЫ

Макроэкономика и рынки

Бюллетень Департамента исследований и прогнозирования

ФЕВРАЛЬ 2020

СОДЕРЖАНИЕ

КРАТКОЕ СОДЕРЖАНИЕ	3
1. ИТОГИ	5
1.1. Инфляция	5
1.1.1. Рост цен в начале 2020 года остается сдержанным	5
1.1.2. Динамика цен производителей по-прежнему сдерживает рост потребительских цен	9
1.2. Экономическая динамика	10
1.2.1. Слабый внешний спрос замедлил рост экономики в 2019 году	11
1.2.2. Ускорение роста экономики в IV квартале	14
1.2.3. Рост в промышленности по-прежнему опережает рост ВВП	17
1.2.4. Индексы PMI: сохранение достигнутых темпов роста экономики в начале года	19
1.2.5. Ускорение роста потребления в IV квартале	21
1.2.6. Уровень безработицы – на историческом минимуме	25
1.2.7. Некоторое замедление роста банковского кредитования в основных сегментах	28
1.2.8. Платежный баланс в 2019 году: снижение экспорта при росте импорта	34
1.2.9. Влияние нового пакета социальных мер Президента России на инфляцию будет незначительным	38
1.3. Глобальная экономика, финансовые и товарные рынки	40
1.3.1. Эпидемия в Китае может ударить по мировой экономике	40
1.3.2. Российские финансовые рынки пока устойчивы к ухудшению внешнего фона	50
1.3.3. Коронавирус привел к падению цен на сырьевые товары	55
2. ВЗГЛЯД В БУДУЩЕЕ: ОПЕРЕЖАЮЩИЕ ИНДИКАТОРЫ	60
2.1. О чем говорят опережающие индикаторы по России?	60
2.1.1. Индексная оценка ВВП: рост экономики постепенно ускоряется	60
2.1.2. Консенсус-прогноз Bloomberg: инфляционные ожидания аналитиков остаются заякоренными	60

Бюллетень подготовлен Департаментом исследований и прогнозирования по данным на 07.02.2020.
Выводы и рекомендации, содержащиеся в бюллетене, могут не совпадать с официальной позицией Банка России.
Замечания и предложения по содержанию просим отправлять по адресу dip_bulletin@mail.cbr.ru

Фото на обложке: Shutterstock.com

Адрес: 107016, Москва, ул. Неглинная, 12

Официальный сайт Банка России: www.cbr.ru

© Центральный банк Российской Федерации, 2019

КРАТКОЕ СОДЕРЖАНИЕ

1. Итоги

- В январе годовая инфляция замедлилась до 2,4%. Текущий рост цен с поправкой на сезонный и другие временные факторы остается пониженным. Вместе с тем формируются предпосылки для постепенного возврата инфляции к целевому уровню 4% – в частности, оживление экономической активности, прекращение действия ряда временных дезинфляционных факторов, а также принятые решения по денежно-кредитной политике, которые действуют с запаздыванием во времени. В результате удержания инфляции вблизи цели в среднем на протяжении нескольких лет (3,7% в среднем за последние три года) сохраняется ценовая стабильность, которая способствует снижению уровня макроэкономической неопределенности, развитию долгосрочного планирования бизнес-решений и частных инвестиций и сохранению покупательной способности доходов населения. По нашим оценкам, рост российской экономики сохранится в первом полугодии 2020 года близким к потенциальному. Этому будет способствовать оживление потребительского спроса, рост бюджетных расходов, смягчение денежно-кредитных условий вслед за принятыми решениями по ДКП и в целом благоприятная ситуация на российском финансовом рынке.
 - На замедление инфляции продолжают влиять временные факторы, связанные с выходом из расчета инфляции эффекта от повышения НДС и индексации тарифов на коммунальные услуги в январе 2019 г., а также с укреплением рубля, хорошим урожаем большинства сельхозкультур и аномально теплой для зимы погодой в средней полосе России. Месячный рост цен наиболее устойчивых компонентов потребительской корзины остается ниже уровня, соответствующего 4% в пересчете на год. Это также способствует замедлению роста потребительских цен. Вместе с тем, по нашим расчетам, в ближайшие месяцы сформируется тренд на возврат инфляции к уровню 3,5-4% к концу 2020 года.
 - Рост российской экономики ускорился до потенциальных темпов во втором полугодии 2019 г. и, по оценкам, сохранит набранные темпы в первом полугодии 2020 года. Ускорение роста внутреннего спроса происходит благодаря накоплению запасов, оживлению потребительских расходов домохозяйств, а также стимулирующей бюджетной политике со второй половины 2019 года. Сохраняющийся положительный кредитный импульс от роста корпоративного кредитования поддерживает рост экономики. Замедление инфляции способствует росту реальных доходов населения и потребительского спроса, компенсируя снижение до нуля кредитного импульса в потребительском сегменте. Смягчившиеся денежно-кредитные условия способствуют росту потребительской активности и спроса на ипотеку, а также – привлечению компаниями финансирования на рынке облигаций. В совокупности эти факторы позволяют компенсировать сохраняющееся негативное влияние на динамику российского экспорта пониженных темпов роста мировой экономики.

- Аппетит к риску на глобальных финансовых рынках, включая российский, снизился в связи с распространением коронавируса, которое может временно затормозить рост экономики Китая и мировой экономики.

2. Взгляд в будущее

- Индексная оценка ВВП снова улучшилась, указывая на постепенное ускорение роста российской экономики в IV квартале 2019 г. – I квартале 2020 г. до потенциала.

1. ИТОГИ

1.1. Инфляция

В декабре-январе годовая инфляция осталась на нисходящем тренде, приближаясь к точке разворота. За быстрым замедлением инфляции по-прежнему стоит большое количество значимых временных факторов. Краткосрочные дезинфляционные риски пока по-прежнему преобладают над проинфляционными на фоне укрепления рубля, собранного хорошего урожая основных сельхозкультур и благоприятных погодных условий.

Рост цен, отличающихся низкой волатильностью и устойчивостью к действию временных факторов, остается ниже уровня, соответствующего 4%-ной инфляции. Вместе с тем формируются предпосылки для постепенного возвращения инфляции к цели. Произошедшие снижения ключевой ставки, а также стимулирующая бюджетная политика в 2020 г. с учетом продолжительных временных лагов постепенно вернут инфляцию к 4% к концу 2020 года. Фактором возврата инфляции к цели могут стать и краткосрочные проинфляционные риски, связанные с мировыми ценами на продовольствие.

Среди среднесрочных проинфляционных рисков – геополитические факторы и всплески волатильности на финансовых рынках, возможные колебания основных показателей государственных финансов. Действие этих разовых факторов может через возможные вторичные эффекты, связанные со все еще повышенными и незаякоренными инфляционными ожиданиями бизнеса и населения, приводить к повышению инфляционного давления.

1.1.1. Рост цен в начале 2020 года остается сдержанным

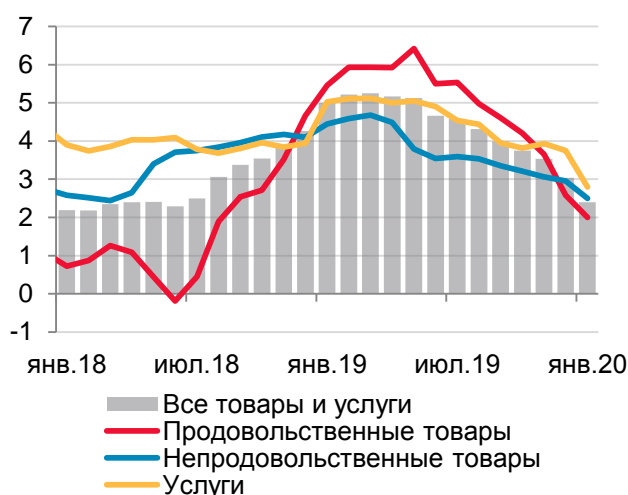
- Причинами замедления роста цен до 3,0% к концу 2019 г. стали как факторы временного характера (временно пониженный государственный спрос, хороший урожай, рост производства на отдельных продовольственных рынках, укрепление рубля, низкий рост цен на бензин на фоне подстройки к работе демпфирующего механизма), так и более устойчивые факторы (ослабление экономического роста в первом полугодии и снижение давления на издержки производителей, в том числе из-за ослабления внешнего спроса на фоне замедления роста мировой экономики).
- В январе замедление годового роста цен продолжилось, в том числе из-за эффекта высокой расчетной базы начала прошлого года, обеспеченной ускоренным ростом цен в результате увеличения ставки НДС.
- Месячный рост цен в декабре–январе был заметно ниже траектории, соответствующей 4%-ной инфляции. Сезонно сглаженный рост цен в январе ускорился до

0,2% м/м после временного замедления в декабре до 0,1% м/м вернувшись к уровню августа–ноября.

- Одним из потенциальных факторов ускорения роста цен на продукты питания в 2020 г. остается динамика мировых цен на продовольствие, которые значительно выросли во втором полугодии.
- Оценки модифицированных показателей базовой инфляции остались на пониженном уровне сентября–ноября. С учетом влияния курсовой динамики среднее из оценок составило чуть выше 2% в аннуализированном выражении.

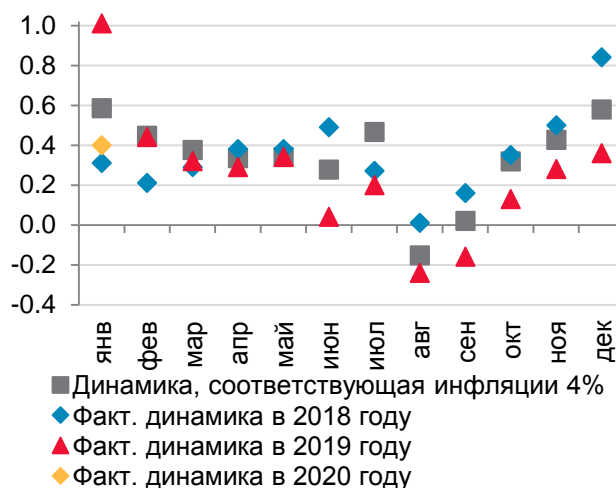
В январе годовая инфляция замедлилась до 2,42% с 3,04% в декабре и 3,53% – в ноябре (Рисунок 1). Наблюдаемое в начале 2020 г. замедление годового роста цен связано в том числе с эффектом высокой расчетной базы прошлого года, обеспеченной ускоренным ростом цен в результате увеличения ставки НДС.

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



Источник: Росстат.

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



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

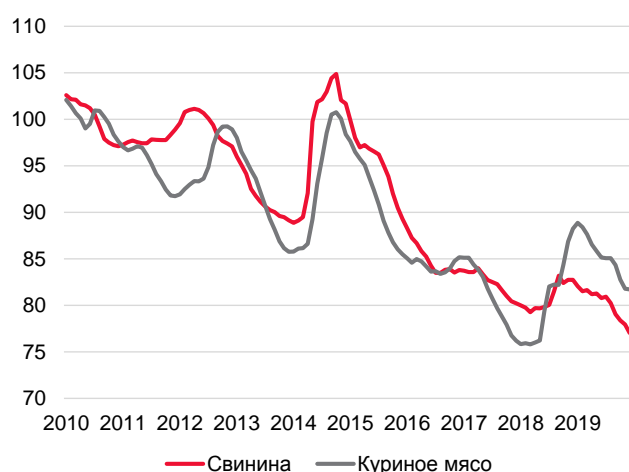
Годовой темп роста цен на продовольственные товары сократился до 1,99% в январе с 2,58% в декабре (3,65% в ноябре) во многом за счет динамики цен на плодоовощную продукцию. Прирост цен на плодоовощную продукцию в декабре-январе оказался гораздо более сдержанным относительно динамики годовой давности, что обеспечено увеличением сборов урожая многих сельхозкультур. Годовой темп роста цен остальных продовольственных товаров также замедлился, составив 2,54% в январе после 3,11% в декабре (3,74% в ноябре). Существенный вклад в замедление годовой продовольственной инфляции продолжает вносить снижение цен на сахар, мясную продукцию и куриные яйца.

На протяжении большей части 2019 г. цены на мясoproductы были стабильными или снижались, после того как во втором полугодии 2018 г. они резко выросли под действием ряда временных факторов (в том числе из-за роста издержек вследствие

ослабления рубля и всплеск вирусных заболеваний домашнего скота). Относительные цены на свинину к концу 2019 г. опустились ниже уровня начала 2018 г. (то есть периода, предшествующего скачку цен), при этом цены на курицу еще не достигли этого уровня, что указывает на возможное продолжение сдержанной относительно общего роста цен динамики в 2020 году.

Относительные цены на свинину и куриное мясо снизились за последние несколько лет, что вызвано прежде всего значительным и продолжающимся расширением внутреннего производства, которое практически полностью заместило импорт. При этом уровень спроса на мясо в целом уже высок: потребление мяса на душу населения в России сравнимо со странами со схожим уровнем развития и чуть ниже, чем в среднем в странах ОЭСР. С учетом ограниченного доступа российских производителей на внешние рынки наращивание внутреннего производства оказывает давление на внутренние цены, сдерживая общий рост потребительских цен.

Рисунок 3. Динамика цен на свинину и курицу относительно цен на все товары и услуги, средний уровень за 2010 г. = 100%



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

Рисунок 4. Динамика относительных цен на свинину и курицу, средний уровень за 2010 г. = 100%



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

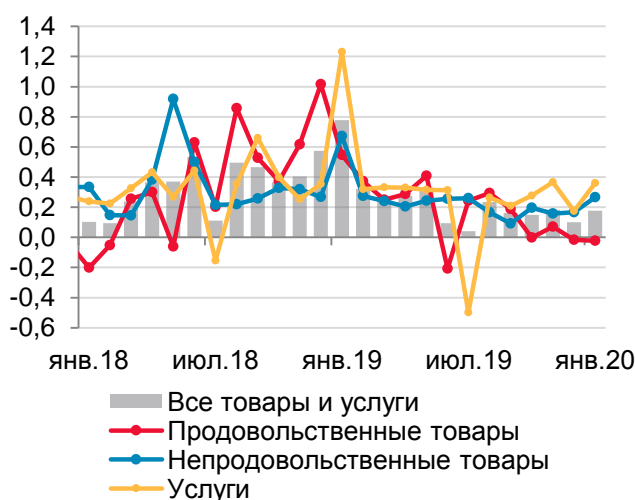
В декабре годовые темпы роста цен на непродовольственные товары и услуги оставались стабильными (цены на непродовольственные товары выросли на 2,95% в декабре после роста на 3,06% в ноябре, а на услуги – на 3,75% в декабре после роста на 3,93% в ноябре). Одним из основных факторов замедления темпа роста цен на непродовольственные товары в 2019 г. послужило укрепление рубля. В январе годовые темпы роста цен ожидаемо замедлились (инфляция на рынке непродовольственных товаров составила 2,53%, а на рынке услуг – 2,84%) в основном за счет ухода из расчета высоких значений роста цен в январе прошлого года, обеспеченных повышением ставки НДС.

В декабре–январе потребительские цены росли темпом в 0,4% м/м (до очистки от сезонности), что заметно ниже траектории, соответствующей 4%-ной инфляции

(Рисунок 2). Сезонно скорректированный рост цен в январе¹ составил 0,18% м/м, вернувшись к уровню августа–ноября после разового понижения в декабре до 0,1% м/м (Рисунок 5). Отставание от траектории 4% в значительной степени определяется низкими темпами роста цен на продовольствие.

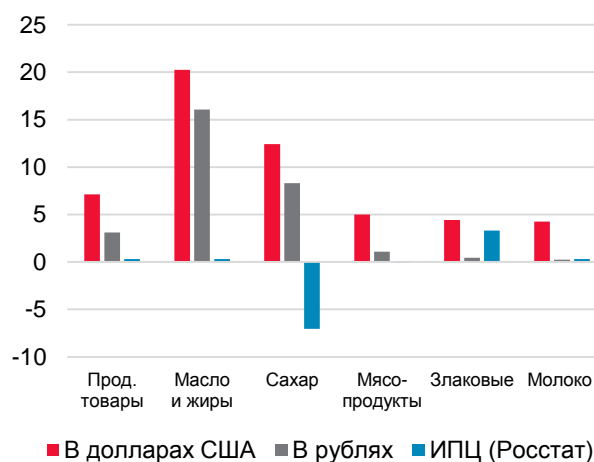
Сезонно сглаженный рост цен на продовольственные товары держится около нуля четыре месяца подряд. Одним из основных проинфляционных рисков для сектора продовольственных товаров на среднесрочной перспективе остается ускорение роста мировых цен, наблюдаемое в последние месяцы (Рисунок 6). Так, за IV квартал прирост мировых цен на продовольствие составил чуть более 7% в долларах США: основной вклад внесли цены на масло и жиры, сахар. Вместе с тем укрепление рубля частично компенсировало рост мировых цен. Если курс рубля стабилизируется или ослабит влияние динамики мировых цен на внутренние цены продовольственных товаров будет увеличиваться, что в особенности коснется категорий, доля которых в внешне-торговом обороте сравнительно высока (зерновые, рыбопродукты, молочные продукты, жиры и масла).

Рисунок 5. Сезонно сглаженный рост цен, % м/м



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

Рисунок 6. Прирост мировых и внутренних цен на продовольствие в IV квартале 2019 г., %, сезонность устранена



Источники: FAO, Росстат, расчеты ДИП.

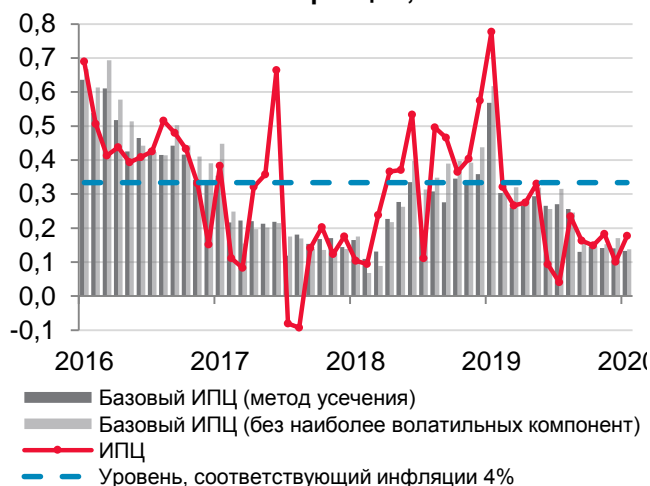
Сезонно скорректированный темп роста цен на непродовольственные товары в IV квартале держался на уровне 0,2% м/м, а в январе немного ускорился до 0,3% м/м. Сезонно сглаженный рост цен в секторе услуг в декабре замедлился до 0,2% м/м, но в январе вновь ускорился (0,36% м/м). Впрочем, январское ускорение роста цен на непродовольственные товары и услуги пока нельзя интерпретировать как сигнал повышения инфляционного давления.

В декабре-январе оценки модифицированных показателей базовой инфляции остались на пониженном уровне сентября–ноября (Рисунок 7). Среднее из оценок в декабре составило 0,16% м/м, а в январе 0,14% м/м, что соответствует росту цен чуть

¹ Здесь и далее сезонно скорректированные оценки за январь 2020 г. являются предварительными.

ниже 2% в пересчете на год. После корректировки на влияние динамики курса данная оценка составляет немногим выше 2% в аннуализированном выражении. Динамика показателей базовой инфляции подвержена действию временных дезинфляционных факторов, хотя и в меньшей степени, чем общий показатель инфляции.

Рисунок 7. Модифицированные показатели базовой инфляции, % м/м



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

1.1.2. Динамика цен производителей по-прежнему сдерживает рост потребительских цен

- По данным Росстата, годовой темп снижения цен производителей замедлился до 4,3% г/г в декабре с 6,3% г/г в ноябре (Рисунок 8). Основной вклад внесло почти двукратное сокращение темпа снижения цен производителей в добыче полезных ископаемых (до -9,2% г/г после -16,2% г/г в ноябре).
- Главным фактором, определяющим динамику цен производителей, остается изменение цен на сырую нефть. Вслед за ростом мировых цен на нефть в конце 2019 г.² внутренние цены увеличились на 3,3% м/м. При этом цены на основные нефтепродукты продолжили снижение (в том числе бензин подешевел на 7,2% м/м).
- Цены производителей многих потребительских товаров продолжают снижаться. В основном это касается цен на продовольственные товары. В целом динамика показателя указывает на отсутствие давления со стороны цен производителей на потребительские цены.

² За ноябрь–декабрь цена Urals повысились на 10% по сравнению с октябрём.

Рисунок 8. Динамика индекса цен производителей и индекса потребительских цен, % г/г



Источник: Росстат.

Рисунок 9. Изменение цен на некоторые товары³, % г/г



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

Источники: Росстат, расчеты ДИП.

1.2. Экономическая динамика

Рост российской экономики ускорился во второй половине 2019 г. до уровней, близких к потенциальным. Опережающие показатели говорят о сохранении набранных темпов в начале и в первом полугодии 2020 г., при условии, что эпидемия коронавируса в мире пойдет на спад и при отсутствии других значимых внешнеэкономических шоков.

Внутренний потребительский спрос и инвестиции, стимулируемые реализацией национальных проектов, по-прежнему выступают мотором роста российской экономики. Положительный кредитный импульс от роста корпоративного кредитования также поддерживает внутренний спрос в экономике. При этом в условиях институциональных и структурных ограничений *инвестиционный* спрос может слабо реагировать на смягчение денежно-кредитных условий, ограничивая эффективность кредитного канала трансмиссионного механизма ДКП.

В целом в 2019 г. рост внутреннего спроса позволил компенсировать значимое негативное влияние на российский ВВП пониженных темпов роста мировой экономики, вызвавших снижение объемов экспорта. Стимулирующая бюджетная политика и произошедшее смягчение денежно-кредитных условий поддержат внутренний спрос в 2020 году.

³ В расчете использовались сопоставимые товары в структуре ИПЦ и ИЦП, а именно мясoproductы, рыбопродукты, масло и жиры, молочная продукция, макаронные изделия, сахар, чай, кофе, одежда, обувь, моющие и чистящие средства, парфюмерно-косметические товары, бытовая электроника, мебель. Они составляют более 30% от потребительской корзины.

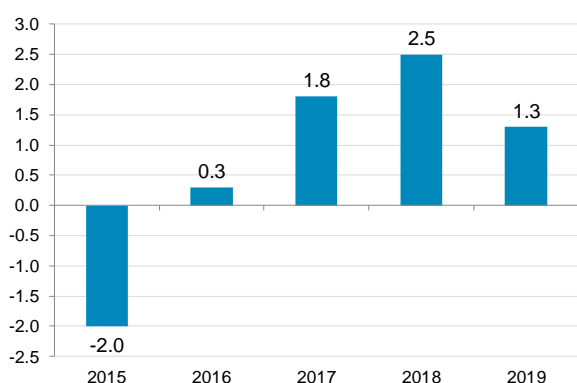
1.2.1. Слабый внешний спрос замедлил рост экономики в 2019 году

- Рост ВВП в 2019 г. составил 1,3%, оказавшись на верхней границе декабрьского прогноза Банка России.
- Росстат значительно пересмотрел структуру роста 2018 г., что сказалось и на динамике основных компонент по использованию в 2019 году.
- Основным фактором замедления роста в 2019 г. стало снижение экспорта. При этом замедление роста потребления домохозяйств было компенсировано ускорением роста государственного потребления на фоне реализации нацпроектов.
- Динамика внешнего спроса остается ключевым фактором риска для роста российской экономики в начале 2020 года.

В начале февраля Росстат опубликовал первую оценку ВВП за 2019 г. и обновленные годовые данные по ВВП за предыдущие годы. Наибольший интерес в новых данных представляет структура роста ВВП по использованию в 2019 г., а также изменения в динамике ретроспективного ряда ВВП за предшествующие годы.

Рост ВВП в 2019 г. составил 1,3%, попав в верхнюю границу диапазона декабрьского прогноза Банка России 0,8-1,3%. При этом Росстат повысил базу сравнения: оценка роста ВВП в 2018 г. была повышена с 2,3 до 2,5%, что должно было сыграть на снижение оценки темпов роста ВВП в 2019 году. Это указывает на то, что в реальности динамика экономической активности в 2019 г. оказалась более сильной, чем можно было судить на основе оперативных индикаторов экономической активности.

Рисунок 10. Динамика ВВП, темпы роста, % г/г



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

Рисунок 11. Сравнительная динамика компонентов ВВП по использованию в 2018 и 2019 гг., темпы роста, % г/г



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

Основными драйверами роста ВВП в 2019 г. стали ускорение валового накопления (с -0,5 до 2,7%) и расходов государственного управления (с 1,3 до 2,8%) при за-

медлени роста потребления домашних хозяйств (с 3,3 до 2,3%) и падении экспорта на 2,1%.

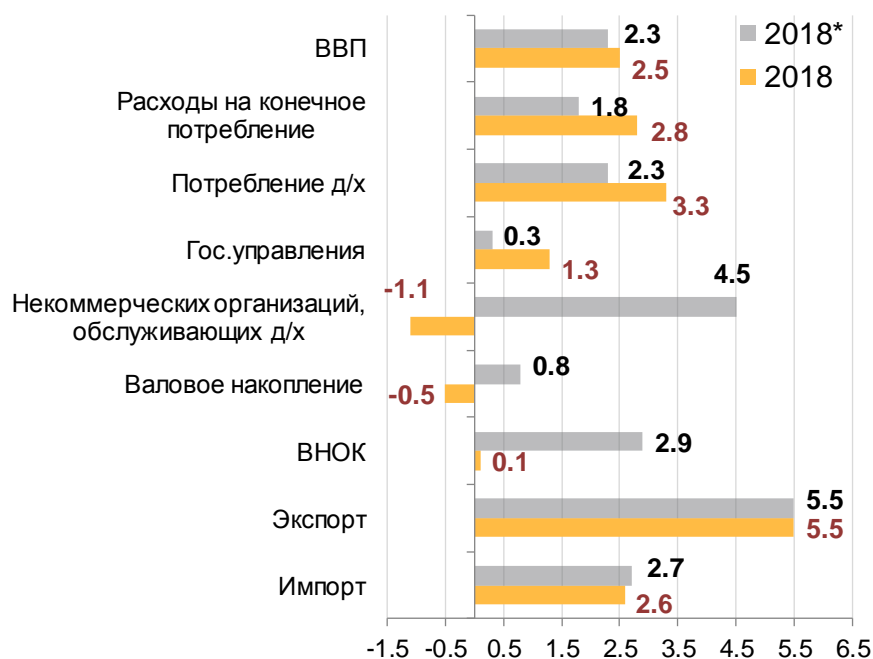
Отдельного внимания заслуживает изменение распределения факторов роста между компонентами ВВП относительно первоначальных ожиданий. Росстат сильно скорректировал структуру компонентов ВВП в 2018 г., что сказалось и на изменении оценок за 2019 год.

Как показывают обновленные данные, всплеска роста инвестиций и строительства в 2018 г. не наблюдалось, хотя, согласно более ранним оценкам, основная часть ускорения роста ВВП в 2018 г. объяснялась как раз этими двумя факторами. Текущая оценка говорит о снижении валового накопления в 2018 г на 0,5% против предыдущей оценки его роста. Данное расхождение с предыдущими предварительными оценками после их пересмотра привело к более высоким темпам роста потребления в 2018 г., причем как в частном секторе (до 3,3% против 2,3% ранее), так и в сегменте государственного управления (до 1,3% против 0,3% ранее). Таким образом, сильный положительный эффект на ВВП в 2018 г., который ранее был отнесен к инвестициям (в большей степени за счет строительства) теперь перераспределился между основными компонентами потребления.

На фоне корректировки вниз базы сравнения рост валового накопления в 2019 г. оказался значительным: 2,7% против падения на 0,5% в 2018 году. Оперативные индикаторы указывают на то, что значительное улучшение в динамике инвестиций должно было произойти в IV квартале. При этом значительное ускорение роста валового накопления во многом объясняется приростом товарно-материальных запасов (ТМЗ). В целом динамика ТМЗ внесла основной вклад в улучшение валового накопления в 2019 г., поскольку рост валового накопления (2,7%) практически вдвое опережал рост ВНОК (1,4%). Активизация прироста запасов пришлась на второе полугодие, когда одновременно наблюдалось ускорение роста импорта как инвестиционных, так и потребительских товаров, а также ускорение производства инвестиционных товаров. Росстат сообщает о том, что рост запасов произошел за счет увеличения незавершенного производства, которое может быть обусловлено независимыми от характера изменения внутреннего спроса причинами (например, временная приостановка выпуска, производство в рамках крупных проектов, растянутых во времени). Как бы то ни было, показатель ТМЗ сильно волатилен и подвергается значительным корректировкам по прошествии времени, что не позволяет делать однозначных выводов относительно причин подобной инвестиционной динамики до выхода обновленных данных в апреле.

Ускорение среднегодовой инфляции и снижение темпов роста реальных зарплат привели к замедлению роста потребления населения в 2019 году. В целом замедление роста потребления домохозяйств было компенсировано двукратным ускорением роста расходов государственного управления, которое объясняется активизацией трат на благоустройство и дорожное хозяйство на фоне реализации национальных проектов (даже с учетом некоторого недорасходования средств по итогам года).

Рисунок 12. Сравнительная динамика обновленных и предыдущих оценок Росстата по компонентам ВВП по использованию в 2018 г., темпы роста, % г/г



* Предыдущая оценка Росстата за 2018 г. до обновления в феврале 2020 года.

Источники: Росстат, расчеты ДИП.

Одним из главных источников замедления роста экономики в 2019 г. стал внешний спрос. Снижение экспорта в реальном выражении составило 2,1% на фоне замедления роста мировой экономики. Дополнительным фактором, сдерживающим динамику экспорта, стало выполнение сделки ОПЕК+ по ограничению добычи. Суммарный объем экспорта нефти и нефтепродуктов (в реальном выражении) в 2019 г. остался на уровне 2018 г., тогда как в 2018 г. вырос на 2%. Импорт в начале 2019 г. снижался, однако во втором полугодии начал расти, как за счет некоторых разовых факторов, так и под воздействием укрепления рубля и восстановления потребительского и инвестиционного спроса.

Динамика внешнего спроса остается одним из основных факторов риска для роста российской экономики и в начале 2020 года. Прежде всего высока неопределенность влияния распространения вспышки коронавируса на рост китайской и мировой экономики. Опыт вспышки атипичной пневмонии в 2003 г. указывает на то, что замедление роста китайской экономики может быть значительным, но достаточно скоротечным. Распространение болезни тогда остановилось к лету 2003 г., начавшись в конце 2002 года. Текущая вспышка более масштабна и с учетом увеличившегося с тех пор веса китайской экономики в мировой может привести к более значительным последствиям на глобальном уровне. Основным каналом влияния на российскую экономику пока видится вероятное замедление роста или снижение физических объемов внешнего спроса, прежде всего на сырье. Эффект от уже произошедшего снижения цен на нефть в условиях действия бюджетного правила пока представляется незначительным.

Длительные перебои в работе промышленных центров в Китае могут привести и к проблемам с производством в других странах из-за высокой вовлеченности китайских производителей в глобальные цепочки добавленной стоимости. Несмотря на то что вовлеченность России в эти цепочки не очень высока, для российских производителей это может обернуться задержками поставок машин и оборудования, то есть негативно повлиять на инвестиционную активность.

1.2.2. Ускорение роста экономики в IV квартале

- В декабре 2019 г. выпуск продукции базовых отраслей получил поддержку главным образом со стороны обрабатывающей промышленности.
- Замедление наблюдалось в розничной торговле, транспортном комплексе и сельском хозяйстве.
- В целом в 2019 г. рост выпуска базовых отраслей замедлился по сравнению с 2018 г., что стало следствием сдержанной динамики практически всех базовых отраслей, кроме сельского хозяйства.

Динамика выпуска продукции базовых отраслей (ИБО⁴) в декабре 2019 г. в годовом выражении, по предварительной оценке, ускорилась после ее замедления в предыдущем месяце (2,9% г/г⁵ после 2,2% г/г в ноябре 2019 г.) (Рисунок 13). Таким образом, ИБО в среднем за IV квартал превысил уровень III квартала в годовом выражении и составил 2,8% г/г (Рисунок 14). Учитывая данную тенденцию, есть основания ожидать роста показателя ВВП за IV квартал относительно III квартала: первая оценка Росстата роста ВВП за 2019 г. на 1,3% соответствует ускорению роста ВВП в IV квартале до 1,9% г/г – с 1,7% г/г в III квартале.

На улучшение динамики ИБО в декабре в первую очередь повлияла умеренно благоприятная ситуация в обрабатывающей промышленности, а также рост темпов выпуска в добыче полезных ископаемых, строительстве, оптовой торговле. Замедление показателей наблюдалось в розничной торговле и транспортном комплексе.

В целом в 2019 г. рост выпуска базовых отраслей оказался ниже, чем в 2018 г. (2,0%⁶ г/г против 2,9% г/г в 2018 г.). Сдержанная динамика стала следствием ухудше-

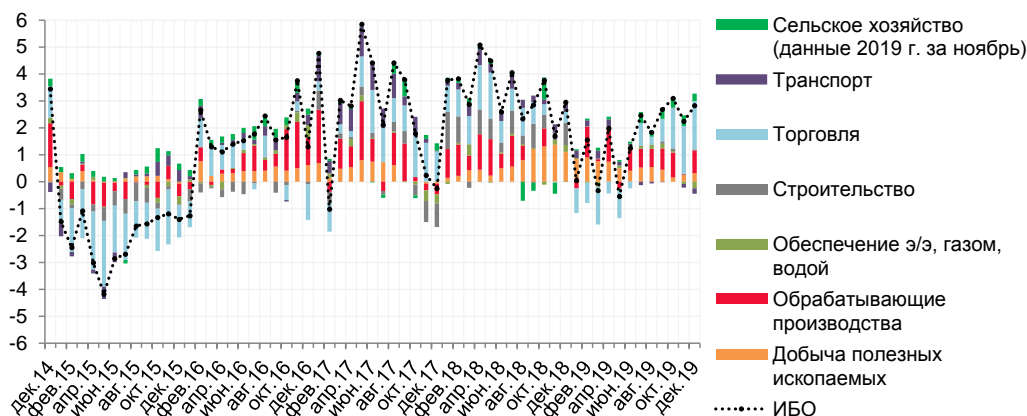
⁴ Индекс базовых отраслей (ИБО) рассчитан путем агрегирования 7 отраслевых индексов (производства продукции сельского хозяйства, добычи полезных ископаемых, выпуска продукции обрабатывающей промышленности, грузооборота транспорта, оборота оптовой и розничной торговли, по видам деятельности «водоснабжение; водоотведение...», «обеспечение электроэнергией, газом и паром...», «строительство», с весами, соответствующими доле отрасли в ВДС России в 2017 году.

⁵ Росстат еще не опубликовал данные по росту выпуска в сельском хозяйстве в декабре. Для предварительной оценки ИБО мы приняли его равным ноябрьскому значению.

⁶ Данные по сельскому хозяйству за январь-ноябрь 2019 года. Информация об индексе производства продукции сельского хозяйства за 2019 г. будет опубликована в годовом докладе «Социально-экономическое положение России» 7 февраля 2019 года.

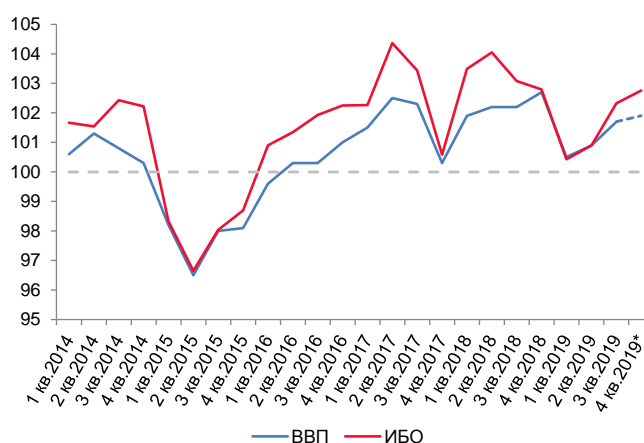
ния показателей практически во всех базовых отраслях, за исключением сельского хозяйства, где в 2019 г. наблюдался хороший урожай большинства сельхозкультур.

Рисунок 13. Вклад отраслевых компонент в динамику ИБО в 2014-2019 гг., % г/г



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

Рисунок 14. Динамика квартального индекса физического объема ВВП и ИБО, % г/г



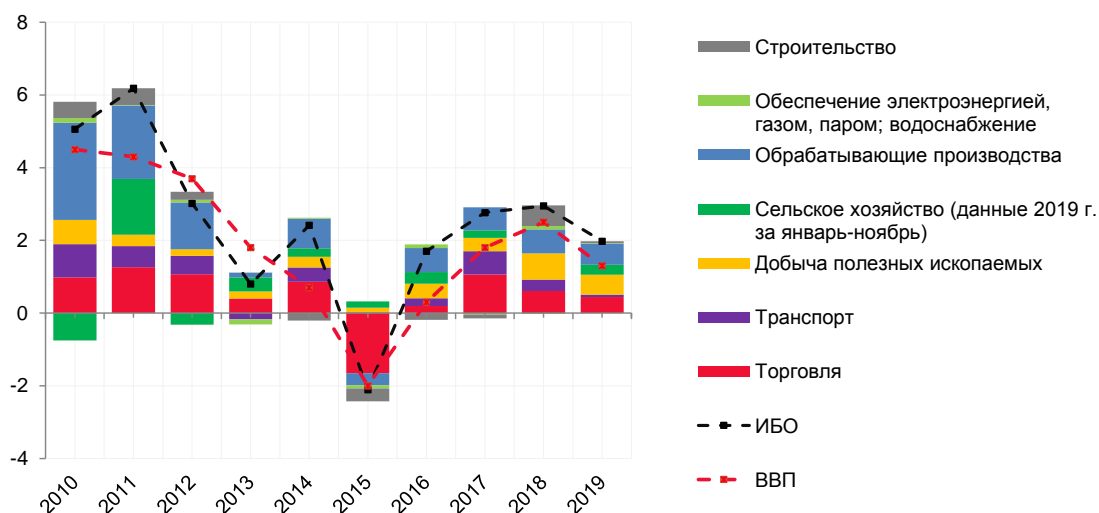
* Рост за IV квартал 2019 г. – оценка исходя из данных по годовому росту ВВП на 1,3%.

Источники: Росстат, расчеты ДИП.

В 2019 г. в *обрабатывающей промышленности* наблюдалось незначительное ослабление роста показателей относительно 2018 г. (+2,3% г/г после +2,6% г/г в 2018 г.). Среди основных отраслей падение отмечалось в производствах прочих транспортных средств, машин и оборудования, автотранспортных средств, текстильных изделий. В то же время ряд отраслей внесли заметный положительный вклад в динамику обрабатывающего сектора – пищевая, химическая, деревообрабатывающая промышленности, производство лекарственных средств, готовых металлических изделий, компьютеров, электронных и оптических изделий и другие.

В *добыче полезных ископаемых* в 2019 г. вследствие сдержанных объемов добычи угля, сырой нефти и газа, особенно в конце года, годовые показатели отрасли замедлились (+3,1% г/г против +4,1% г/г в 2018 г.).

Рисунок 15. Вклад отраслевых компонент в годовую динамику ИБО в 2010-2019 гг., % г/г



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

В строительстве, учитывая слабый рост показателей в течение всего года, в 2019 г. отрасль дала только 0,6% годового прироста, что заметно ниже скорректированного Росстатом показателя за 2018 г. (+6,3% г/г). Стоит отметить, что Росстат в очередной раз провел корректировку данных за 2018 г., уточнив их как по отдельным месяцам (например, по декабрю – 9,2% г/г вместо 2,6% г/г), так и в целом за год (6,3% г/г вместо 5,3% г/г).

В *торговой деятельности* изменение объемов продаж оказало сдерживающее влияние на динамику ИБО. Рост оптового товарооборота, несмотря на высокие темпы в конце года, в среднем за год оказался ниже 2018 г. (+1,9% г/г против 2,4% г/г в 2018 г.). В розничной торговле также отмечалось ослабление динамики (+1,6% г/г после +2,8% г/г в 2018 г.) за счет сдержанных продаж как продовольственных, так и непродовольственных товаров.

В *транспортном комплексе* наблюдавшееся во второй половине года снижение показателей в отрасли по причине сокращения погрузок на железнодорожном и трубопроводном видах транспорта негативно отразилось на темпе роста отрасли в целом за год (+0,6% г/г после +2,7% г/г в 2018 г.). При этом ухудшение показателей в 2019 г. относительно 2018 г. отмечалось на всех направлениях деятельности транспортного комплекса.

В *сельском хозяйстве* в 2019 г. наблюдался заметный рост производства после падения показателей в 2018 г. (за январь-ноябрь 2019 г. +4,1% г/г после -0,2 г/г в 2018 г.). Основной прирост пришелся на продукцию растениеводства, где в 2019 г. ряд сельскохозяйственных культур показали хороший урожай. По предварительным данным Росстата, в 2019 г. получено зерна на 6,5% больше уровня предыдущего года, семян подсолнечника - на 18,4% г/г, сахарной свеклы - на 20,7% г/г, овощей - на 2,5% г/г. По картофелю наблюдается снижение показателей (-1,4% г/г) по причине сокращения посевных площадей из-за низкой рентабельности производства в последние годы. В животноводстве в 2019 г.

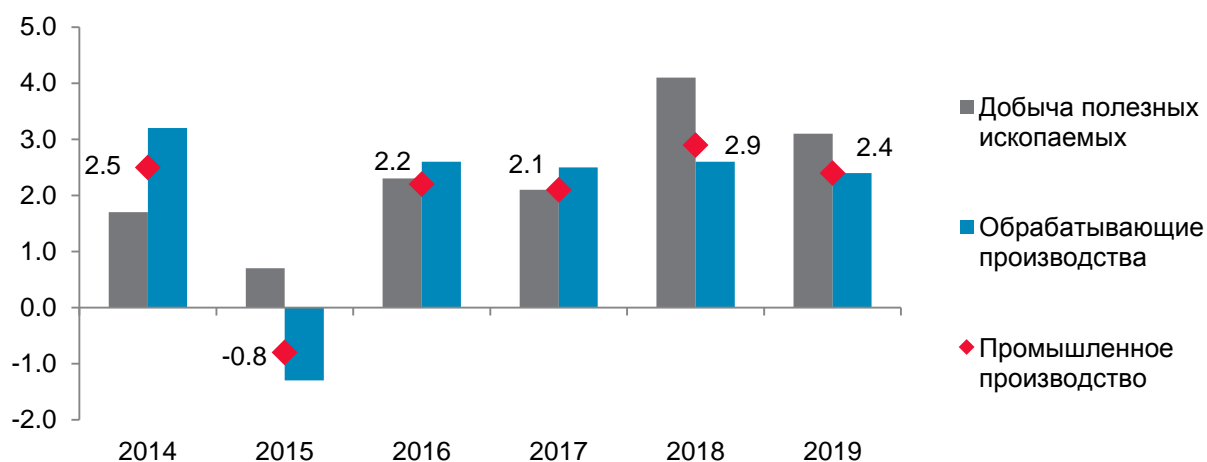
темпы роста в мясном направлении замедлились (+1,9% г/г после +2,5% в 2018 г.), что связано с насыщением внутреннего рынка при недостаточном развитии экспорта. В молочной отрасли на фоне благоприятной конъюнктуры внутреннего рынка в последние годы объемы производства выросли (+2,4% г/г после +1,4% г/г годом ранее).

1.2.3. Рост в промышленности по-прежнему опережает рост ВВП

- Рост в промышленности в 2019 г. составил 2,4%, немного замедлившись по сравнению с 2018 годом. Промышленность по-прежнему опережает ВВП по темпам роста, отражая продолжающееся изменение структуры экономики в пользу «торгуемых» отраслей после снижения реального эффективного курса рубля в 2014-2015 годах.
- Замедление роста в промышленности вызвано как внешними причинами (стабилизация добычи нефти в рамках соглашения ОПЕК+, снижение внешнего спроса из-за замедления мировой экономики), так и внутренними (общее замедление роста внутреннего спроса, вызванное в том числе бюджетной политикой).
- Положительная динамика обработки в значительной степени поддерживается сохранением уверенного роста в некоторых отраслях-лидерах – фармацевтике, пищевой и химической промышленности.

В 2019 г. положительный тренд последних лет в промышленности продолжился: выпуск увеличился на 2,4% по сравнению с 2018 г. (Рисунок 16). Промышленность по-прежнему опережает ВВП по темпам роста. Это отражает продолжающееся изменение структуры экономики в пользу «торгуемых» отраслей после снижения реального эффективного курса рубля в 2014-2015 годах.

Рисунок 16. Годовые темпы роста промышленности и крупнейших компонент, %



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

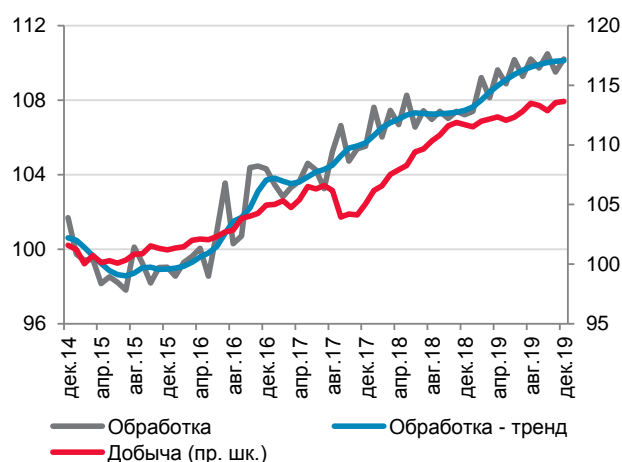
В 2019 г. добыча полезных ископаемых увеличилась на 3,1% по сравнению с 2018 годом. Замедление роста (в прошлом году +4,1%) в основном связано со сдерживанием роста добычи нефти в рамках соглашения ОПЕК+. Также в середине года наблюдалось сокращение добычи металлических руд. На фоне снижения мирового спроса на сталь негативный тренд в добыче руд черных металлов сохраняется и сейчас. Добыча угля после небольшого снижения в середине года в октябре достигла рекордных значений.

Рисунок 17. Динамика индекса промышленного производства (2002 = 100)



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

Рисунок 18. Динамика индексов добычи полезных ископаемых и обрабатывающего производства (2002 = 100)



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

Темпы роста обрабатывающей промышленности в 2019 г. также несколько снизились (до 2,3%). Если во второй половине предыдущего года рост практически остановился, то в 2019 г. положительный тренд продолжился и во втором полугодии, хотя и с небольшим замедлением.

Большинство отраслей по итогам года продемонстрировали рост (Рисунок 19). Пищевая и химическая промышленность продолжают уверенный положительный тренд (+4,9 и +3,4%), который, вероятно, продолжится и в 2020 году. В фармацевтике наблюдалось резкое ускорение роста с 8,2% в 2018 г. до 19,6% в 2019 году. Благодаря экспортным поставкам электронная промышленность демонстрировала кратковременные положительные всплески (+8% по итогам 2019 г.).

В остальных отраслях, в основном, наблюдалось или замедление роста по сравнению с 2018 г., или снижение выпуска (Рисунок 19). Например, рост нефтепереработки, оказывающей существенное влияние на динамику обработки в целом, составил 1,5% за 2019 г. против 1,9% в прошлом году из-за внеплановых ремонтов в середине года, вероятно, связанных с временной приостановкой экспорта по нефтепроводу «Дружба».

Значительный отрицательный вклад в динамику обработки в 2019 г. оказало производство прочих транспортных средств и оборудования (-12,1%), в основном за счет

авиационной, судостроительной техники и другого оборудования. Рост автомобильной промышленности после крайне удачного 2018 г. (+13,3%) в 2019 г. замедлился, а к концу года выпуск начал снижаться. По результатам 2019 г. сокращение составило 1,9%. Учитывая прогнозируемое в 2020 г. падение продаж⁷ автомобилей, производство, вероятно, продолжит негативный тренд.

Рисунок 19. Годовые темпы прироста отраслей обрабатывающей промышленности, %



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

1.2.4. Индексы PMI: сохранение достигнутых темпов роста экономики в начале года

- Сводный индекс PMI по России в январе поднялся до отметки 52,6 п., указывая на небольшое ускорение экономической активности в начале года. В феврале на росте экономики может сказаться распространение коронавируса в Китае, которое будет иметь негативный эффект на рост мировой экономики.

⁷ <https://www.kommersant.ru/doc/4227622?from=vybor>.

- Судя по индексу PMI, снижение активности в обрабатывающей промышленности продолжается, но более медленными темпами, чем в конце прошлого года. Стоит отметить постепенный рост внешнего спроса в секторе потребительских товаров, что указывает на успехи российских компаний в проникновении на внешние рынки.
- Рост деловой активности в сфере услуг в январе ускорился на фоне повышения спроса и привлечения новых клиентов, в том числе внешних.

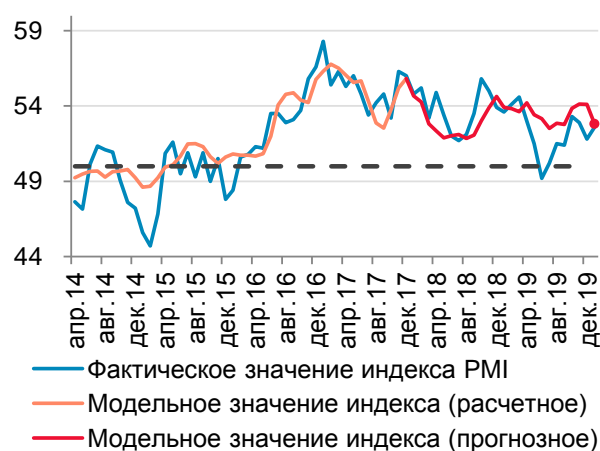
Сводный индекс PMI по выпуску в январе вырос до 52,6 п. – с 51,8 п. в декабре, что было обусловлено ускорением роста деловой активности в сфере услуг и замедлением сокращения выпуска в обработке. Значение сводного индекса практически совпало со значением [новостного индекса деловой активности](#) ДИП в январе и указывает на сохранение умеренных темпов роста российской экономики в начале года (Рисунок 21). Впрочем, в феврале ситуация может ухудшиться – вспышка коронавируса в Китае может привести к значительному замедлению роста мировой экономики, что повлияет и на экономическую активность в России.

Рисунок 20. Динамика сводных индексов PMI по России, пунктов



Источник: IHS Markit.

Рисунок 21. Динамика новостного индекса и сводного индекса PMI IHS Markit по России, пунктов



Источники: IHS Markit, расчеты ДИП.

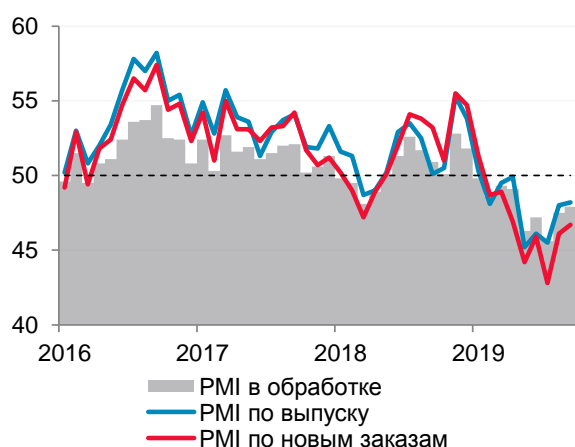
Динамика индекса PMI в обрабатывающих отраслях указывает на постепенное улучшение ситуации в секторе. В январе индекс превысил декабрьскую отметку и составил 47,9 п.: сокращение деловой активности продолжается, но более медленными темпами, чем в конце прошлого года (Рисунок 22). Текущий уровень индекса стал максимальным с августа 2019 года.

Индекс по выпуску вырос с 48,0 до 48,2 п., а индекс по заказам – с 46,1 до 46,7 пункта. При этом производители снова отмечают слабый спрос и низкую покупательную способность в качестве причин ухудшения деловой активности в обрабатывающей промышленности. Внешний спрос продолжает сокращаться, но более медленными темпами. Как и в конце 2019 г., исключением остаются потребительские товары:

экспортные заказы на них растут, что может указывать на постепенное открытие внешних рынков для российских производителей

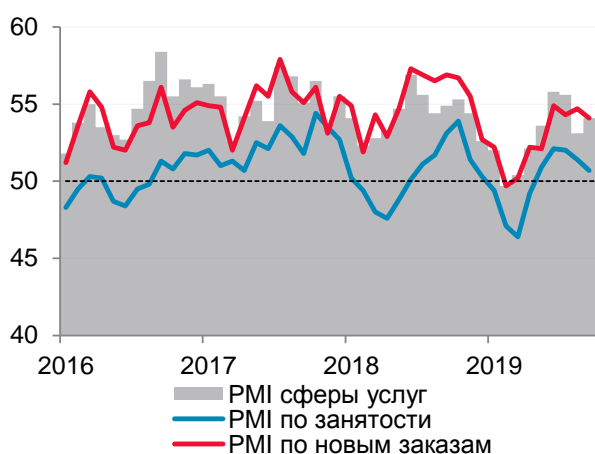
Более низкие производственные потребности вследствие падения выпуска стали причиной продолжающегося сокращения занятости (48,9 п.) и числа незавершенных заказов (43,6 п.). Несмотря на слабые оценки текущей ситуации в отрасли, компании значительно повысили свои ожидания касательно перспектив производства в ближайшие 12 месяцев: индекс вырос с 61,9 п. до 67,9 п. Респонденты отмечали планы по запуску новых видов продукции и рост ожиданий по увеличению спроса.

Рисунок 22. Динамика индексов PMI в обрабатывающей промышленности, пунктов



Источник: IHS Markit.

Рисунок 23. Динамика индексов PMI в сфере услуг, пунктов



Источник: IHS Markit.

Индекс IHS PMI в сфере услуг составил 54,1 п., превысив декабрьское значение, что говорит о продолжающемся расширении деловой активности в секторе услуг (Рисунок 23). Рост деловой активности респонденты связывают с повышением спроса и привлечением новых клиентов. Рост новых заказов продолжается, причем в январе ускорился рост экспортных заказов. Наибольшее оживление замечено в сфере услуг транспорта и хранения. Деловые ожидания компаний сферы услуг на ближайшие 12 месяцев снизились в январе до 58,7 п. (с 61,1 п.) из-за обеспокоенности за дальнейшую стабильность будущего спроса.

1.2.5. Ускорение роста потребления в IV квартале

- По итогам IV квартала сезонно сглаженный рост розничных продаж ускорился. Это может указывать на увеличение в конце года темпов роста конечного потребления домашних хозяйств, которое поддержало российскую экономику.
- В декабре рост розничных продаж немного замедлился после ускорения в ноябре, что частично могло быть связано с некоторым перераспределением сезонности из-за активных сезонных распродаж в ноябре.

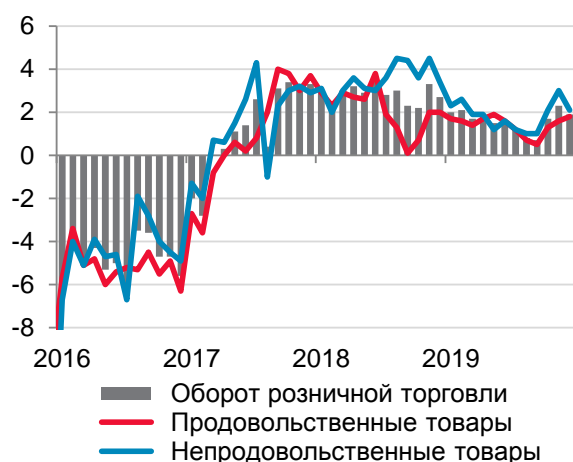
- Ускорение роста потребления в IV квартале можно связать со снижением инфляции при стабильном росте основных статей доходов населения в номинальном выражении. При этом сохранение номинального роста доходов населения на текущем уровне может привести к ускорению инфляции.
- Кредитный импульс необеспеченного потребительского кредитования стал отрицательным в IV квартале, что не оказало существенного влияния на потребительский спрос за счет роста других источников финансирования: самым значимым из них остается оплата труда.

Рост розничного товарооборота в декабре замедлился до 1,9% г/г после заметного ускорения в ноябре до 2,3% г/г (Рисунок 24). На такую динамику повлияли продажи непродовольственных товаров, годовой темп роста которых снизился до 2,1% г/г с 3,0% г/г. Продажи в сегменте продовольственных товаров продолжили восстанавливаться и выросли темпом 1,8% г/г после 1,6% г/г.

Замедление роста потребления непродовольственных товаров в декабре могло быть связано со смещением сезонности на ноябрь, когда произошел некоторый сдвиг спроса из-за более ранних предновогодних трат, дополнительно вызванных активными распродажами и скидками в этот период. Так, месячные данные с устранением сезонности указывают на снижение продаж товаров непродовольственных категорий на 0,6% м/м после роста на 0,8% м/м, в то время как объем продаж продовольственных товаров немного увеличился (+0,2% м/м). В декабре оборот розничной торговли сократился на 0,2% м/м SA после сильного роста на 0,7% м/м SA в ноябре (Рисунок 25).

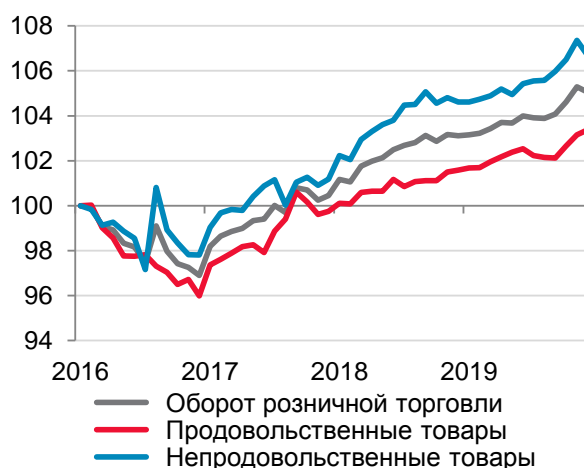
По нашим оценкам, сезонно сглаженный рост розничных продаж в IV квартале ускорился до 0,99% к/к с 0,16% к/к (Рисунок 27). Это может указывать на ускорение роста конечного потребления домашних хозяйств в IV квартале, которое окажет положительное влияние на рост ВВП.

Рисунок 24. Динамика розничных продаж продовольственных и непродовольственных товаров и оборота розничной торговли, % г/г



Источник: Росстат.

Рисунок 25. Динамика оборота розничной торговли (январь 2016 = 100%, сезонность устранена), %



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

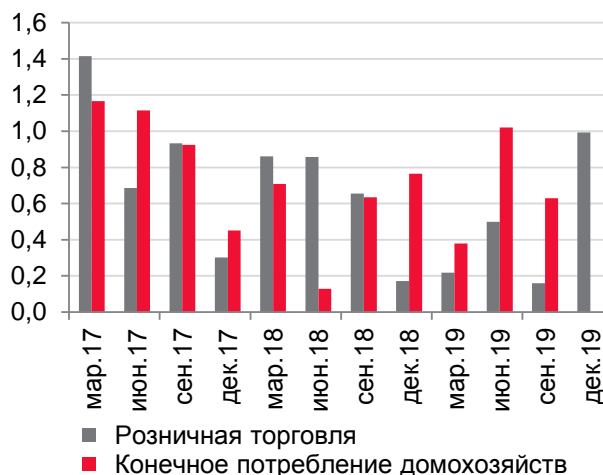
Рисунок 26. Динамика реальных доходов населения, % г/г



* Расчет по новой методологии с учетом единовременной денежной выплаты в январе 2017 года.

Источники: Росстат, расчеты ДИП.

Рисунок 27. Рост потребления, с исключением сезонности, % к/к



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

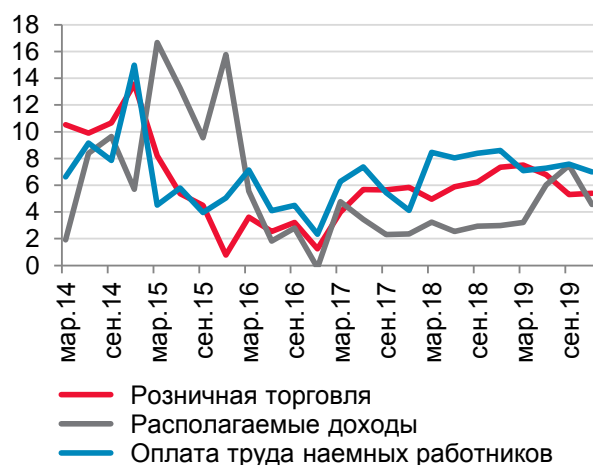
Замедление роста оборота розничной торговли до 1,6% г/г по итогам 2019 г. (с 2,8% г/г в 2018 г.) соответствует динамике реальных заработных плат, темп роста которых составил на январь-ноябрь 2019 г. 2,5% г/г после 8,5% г/г в 2018 г. (Рисунок 26). Стоит отметить, что ускорение темпа роста розничного товарооборота к концу 2019 г. происходило на фоне замедления инфляции. При этом рост продаж в номинальном выражении к концу года замедлился, притом что рост оплаты труда наемных сотрудников в номинальном выражении⁸ (основной источник доходов населения) был стабилен на протяжении всего 2019 г. (Рисунок 28). Если ускорение роста потребительского спроса (в реальном выражении) в IV квартале в дальнейшем продолжится, оно может с некоторым лагом привести к повышению инфляционного давления.

Замедление роста необеспеченного потребительского кредитования продолжились в декабре, и кредитный импульс⁹ в IV квартале 2019 г. стал отрицательным (Рисунок 29). Впрочем, это не привело к ухудшению динамики потребительского спроса. Основным источником финансирования потребления остается оплата труда, годовой темп роста которой был постоянным на уровне около 7,2% г/г. В IV квартале замедлился рост таких статей доходов, как социальные выплаты, доходы от собственности и прочие денежные выплаты. Ускорение в III квартале произошло во многом из-за разовых факторов (главным образом за счет повышения социальных выплат из-за ЧС и дивидендов). Доля дохода, направленная на сбережения, в IV квартале осталась примерно на уровне соответствующего периода прошлого года, причем в целом за год она немного снизилась до 3,4% – с 4,2% в 2018 году.

⁸ Статистика Росстата из баланса доходов, расходов и сбережений.

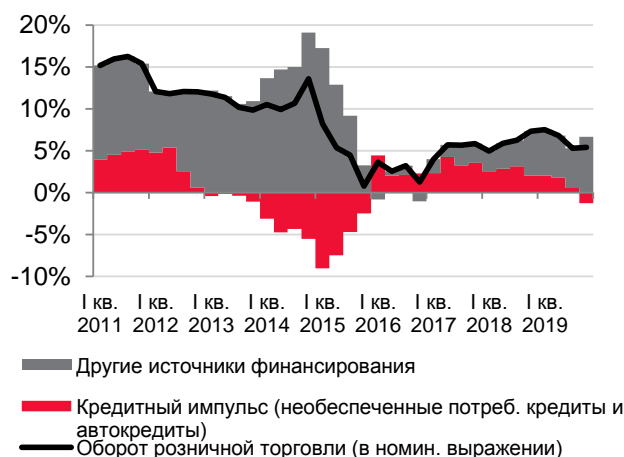
⁹ Кредитный импульс – изменение прироста кредитования в абсолютном выражении по отношению к обороту розничной торговли (вторая производная динамики кредитования).

Рисунок 28. Динамика располагаемых доходов населения, оплаты труда и розничных продаж в номинальном выражении, % г/г



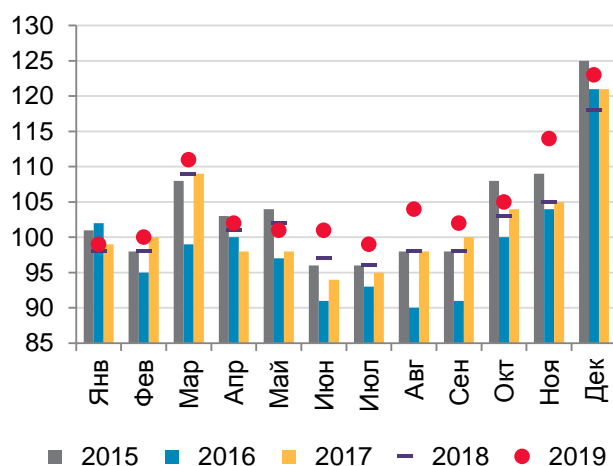
Источники: Росстат, расчеты ДИП.

Рисунок 29. Вклад квартального прироста кредитования в рост оборота розничной торговли, % г/г



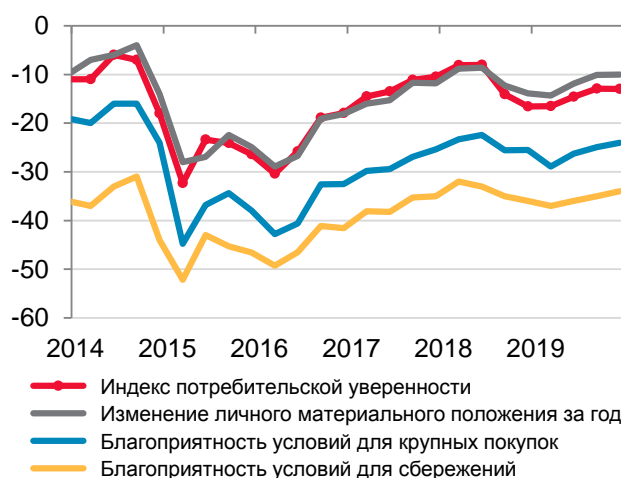
Источники: Росстат, Банк России, расчеты ДИП.

Рисунок 30. Динамика реальных повседневных расходов населения, % (медианное значение 2012 г. = 100%)



Источник: Ромир.

Рисунок 31. Индекс потребительской уверенности Росстата и его компоненты



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

Альтернативные показатели потребительской активности также указывают на продолжающийся рост потребительского спроса. По данным исследовательского холдинга «Ромир»¹⁰, реальные повседневные расходы населения в декабре продолжили рост после их всплеска в ноябре (Рисунок 30). Значение показателя в декабре превысило соответствующий уровень предыдущих лет и приблизилось к максимуму, который наблюдался в декабре 2015 года. Принимая во внимание, что в статистике «Ромир» учитываются только расходы на товары FMCG¹¹, показатель повседневных трат мо-

¹⁰ [Россияне рекордно увеличили расходы перед Новым годом](#) / Исследовательский холдинг «Ромир». 24.01.2020.

¹¹ Рынок FMCG (Fast Moving Consumer Goods) включает продукты питания, напитки, бытовую химию, средства персонального ухода и косметику, детское питание, корма для животных, лекарства.

жет не в полной мере согласоваться с замедлением розницы в декабре. Однако он дополнительно подтверждает некоторое оживление потребительской активности населения в конце года.

Согласно результатам опроса Росстата, индекс потребительской уверенности в IV квартале не изменился по сравнению с III кварталом. Небольшое улучшение оценок респондентов наблюдалось в их отношении к совершению крупных покупок, которое на протяжении 2019 г. постепенно восстанавливалось после провала в начале года из-за повышения НДС. На фоне замедления инфляции ожидается, постепенное продолжение улучшения опросных показателей, что может оказать поддержку потреблению в дальнейшем.

1.2.6. Уровень безработицы – на историческом минимуме

- Уровни экономической активности и занятости населения в конце 2019 г. вернулись к показателям 2018 г. после снижения в первом полугодии, что согласуется с общим оживлением экономической активности во втором полугодии 2019 года. В результате уровень безработицы продолжает снижаться и обновлять исторические минимумы.
- Повышение пенсионного возраста начало сказываться на рынке труда: без него снижение численности экономически активного населения в 2019 г. было бы более значительным. В следующие годы влияние реформы на динамику показателей рынка труда будет возрастать.
- В целом ситуация на рынке труда пока не создает значительных инфляционных рисков. Номинальный рост заработных плат в прошлом году был в целом устойчив, а замедление инфляции привело к ускорению роста реальной заработной платы.

В первом полугодии 2019 г. уровень экономической активности населения¹² значительно снизился относительно 2017-2018 годов. Однако во втором полугодии ситуация изменилась: снижение замедлилось и к концу года уровень экономической активности вернулся к значениям предыдущих лет (Рисунок 32). Такая динамика соотносится с тем, как развивалась ситуация в экономике.

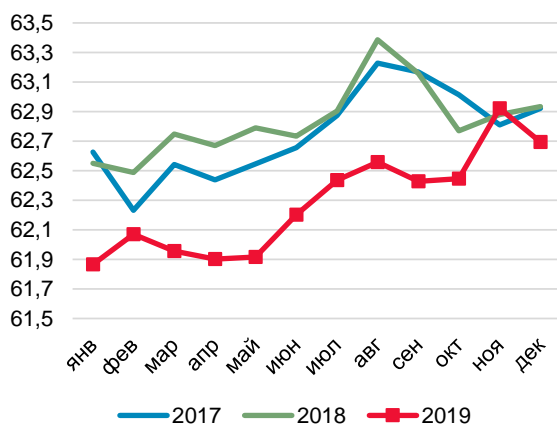
В этом году влияние на ситуацию на рынке труда стало оказывать постепенное повышение пенсионного возраста. Согласно данным ПФР в 2019 г. на пенсию вышло на 355 тыс. человек меньше, чем могло бы выйти без увеличения пенсионного возраста. Это схоже по масштабу со сделанными ранее расчетами ДИП¹³ (около 400 тыс. человек в 2019 г.). Общий эффект на динамику экономически активного населения был меньше, так как многие из тех, кто мог выйти на пенсию, все равно бы остались на рынке

¹² Численность экономически активного населения (занятые и безработные) в процентах от трудоспособного населения.

¹³ Оценка основана на среднем варианте демографического прогноза Росстата.

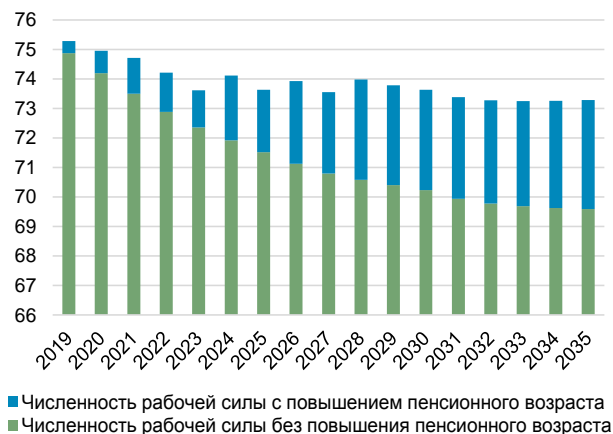
труда. В последующие годы влияние пенсионной реформы на динамику численности экономически активного населения будет увеличиться, что должно отразиться на рынке труда (Рисунок 33). Косвенно влияние пенсионной реформы подтверждается динамикой уровня участия в рабочей силе по возрастным группам¹⁴. В III квартале 2019 г. наблюдался значительный прирост в возрастных группах 55-59 лет и 60-69 лет (Рисунок 34).

Рисунок 32. Уровень экономической активности населения, %



Источник: Росстат.

Рисунок 33. Численность рабочей силы*, млн. человек

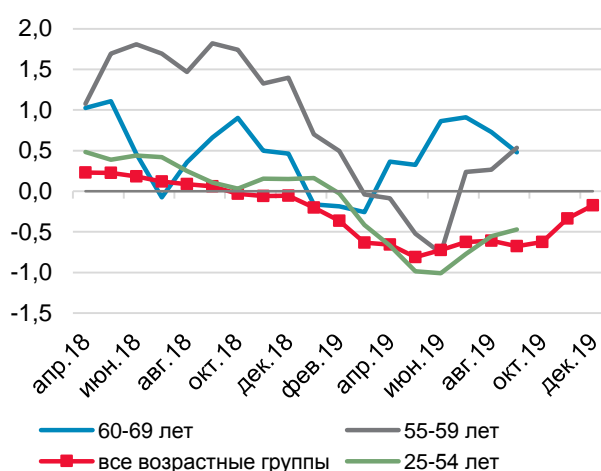


* Оценки на основе среднего варианта демографического прогноза Росстата.

Источники: Росстат, расчеты ДИП.

Уровень занятости населения в последние месяцы 2019 г. восстанавливался еще быстрее, чем уровень участия в рабочей силе, что привело к снижению уровня безработицы в декабре до исторического минимума – 4,48% SA (4,6% NSA).

Рисунок 34. Прирост уровня экономической активности по возрастным группам, % г/г (трехмесячная скользящая средняя)



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

Рисунок 35. Уровень безработицы, %

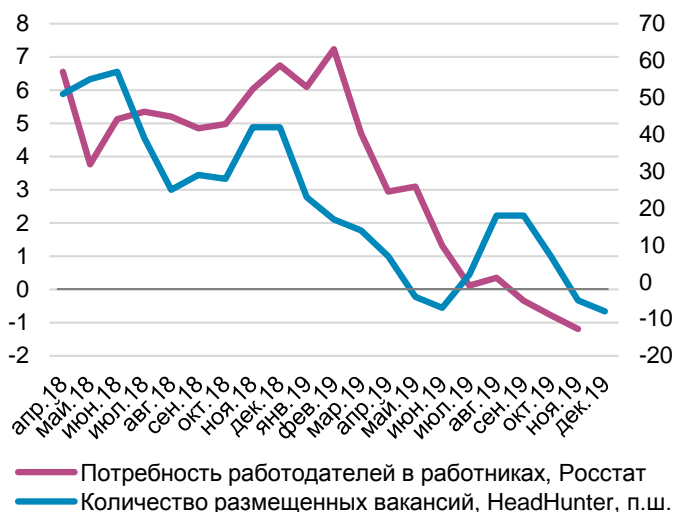


Источник: Росстат.

¹⁴ Данные за IV квартал еще не опубликованы.

Впрочем, некоторые индикаторы не указывают на улучшение ситуации на рынке труда в конце года. По данным онлайн-сервиса по поиску работы HeadHunter, потребность работодателей в работниках после некоторого роста в августе–октябре в конце года опять снизилась, а по данным Росстата, это произошло уже в сентябре 2019 г. (Рисунок 36).

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



Источники: Росстат, HeadHunter.

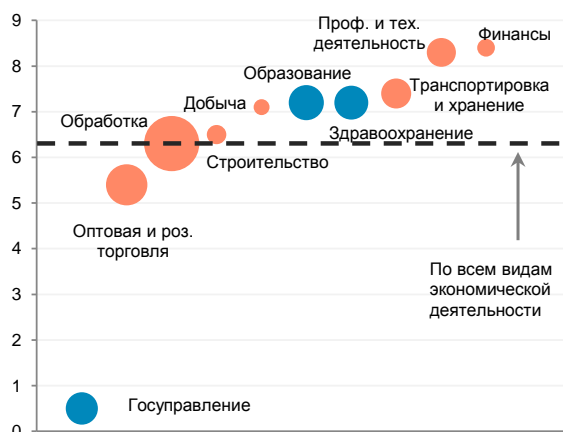
Соотношение спроса и предложения на рынке труда пока не создает значительных проинфляционных рисков через рост заработных плат.

Рисунок 37. Темп роста зарплаты, % г/г



Источник: Росстат.

Рисунок 38. Динамика заработной платы по видам экономической деятельности за ноябрь 2019 г., прирост % г/г



* Размеры кружков соответствуют долям в фонде оплаты труда.

Источник: Росстат.

Годовой темп роста реальной заработной платы в ноябре снизился до 2,7% г/г – с 3,8% г/г в октябре (Рисунок 37). Номинальный темп роста заработной платы замедлился с 7,7% г/г до 6,3% г/г, в частном секторе – с 7,4% г/г до 6,7% г/г, в государственном – с 8,5% г/г до 5,1% г/г. В государственном управлении зарплаты в ноябре выросли всего на 0,5% г/г после роста 10,5% г/г в октябре (Рисунок 38). Такая высокая волатильность зарплат в государственном управлении является временной: в октябре зарплата бюджетников была индексирована на 4,3%, поэтому ноябрьское замедление роста может объясняться, например, сдвигом сроков выплат премий внутри года.

1.2.7. Некоторое замедление роста банковского кредитования в основных сегментах

- В декабре темпы роста кредитования физических лиц продолжили замедляться. При этом наблюдалось замедление сезонно сглаженного роста ипотечного кредитования (0,8% м/м после поправки на сезонность и основной долг по ИЦБ) и небольшое ускорение роста необеспеченных потребительских кредитов.
- По объему новых ипотечных кредитов показатель декабря 2019 г. впервые с февраля превысил показатели 2018 г., вероятно, указывая на оживление спроса на рефинансирование ипотеки. Снижение ставок и расширение программы материнского капитала могут подстегнуть спрос на ипотеку в 2020 году.
- Темпы роста корпоративного кредитного портфеля по итогам 2019 г. замедлились до 4,5% г/г, что во многом объясняется изменением структуры долгового финансирования компаний в пользу других сегментов: размещение рублевых корпоративных облигаций на внутреннем долговом рынке в 2019 г. стало рекордным, также значительный рост продемонстрировал рынок лизинга (на 12% г/г по итогам 9 месяцев 2019 г.).
- Рост вкладов населения по итогам 2019 г. составил 10,1% г/г, что выше темпов роста в 2018 г. (+6,5% г/г). Рост показателя также поддерживается размещением средств физических лиц на эскроу-счетах, что дало +0,5 п.п. вклада в рост.
- По итогам 2019 г. банки получили рекордную прибыль, которая превысила 2 трлн. рублей. Среди основных факторов роста: технический рост прибыли после перехода сектора на МСФО 9, отсутствие убытков из-за масштабного дорезервирования и рост комиссионного дохода.

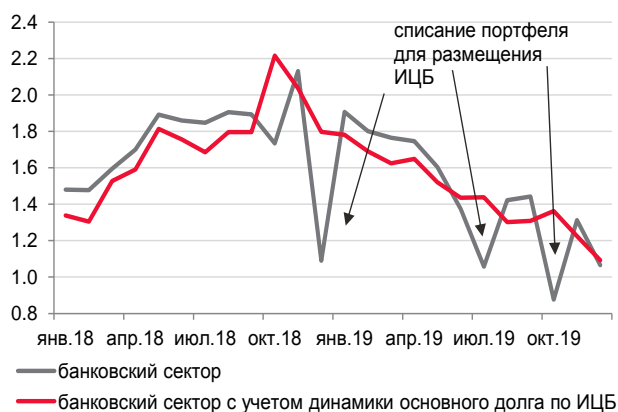
Рост розничного кредитования¹⁵ в декабре продолжил замедляться – до 1% м/м после поправки на сезонность (Рисунок 39). Предварительная оценка темпов роста розничного кредитования после учета динамики основного долга по ИЦБ¹⁶ также ука-

¹⁵ Все кредиты физлицам.

¹⁶ Ипотечные ценные бумаги. В декабре были размещены два выпуска ИЦБ общим объемом 120,5 млрд. рублей.

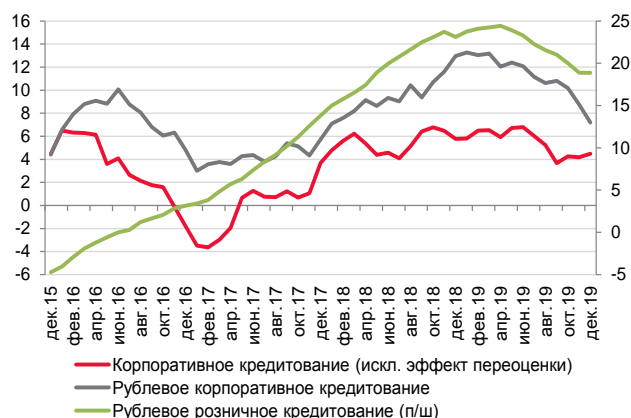
зывает на продолжающееся замедление темпов роста кредитования. По итогам 2019 г. розничное кредитование выросло на 18,6% г/г¹⁷, несколько замедлившись относительно результатов прошлого года (+22,8% г/г).

Рисунок 39. Темпы роста розничного кредитования, % м/м (сезонность устранена)



Источники: Банк России, расчеты ДИП.

Рисунок 40. Годовые темпы роста, % г/г



Источники: Банк России, расчеты ДИП.

Ипотечное кредитование выросло на 0,8% м/м после поправок на сезонность и динамику долга по ИЦБ. Тем самым продолжилось плавное замедление в сегменте, отмечаемое с начала года (Рисунок 41). По итогам года рост ипотечного кредитования замедлился до 17,2% г/г¹⁸ после 23,1% г/г в 2018 году¹⁹.

Достижение ставками по ипотеке исторического минимума (9% по итогам декабря 2019 г.), судя по всему, уже активизировало спрос на рефинансирование. В декабре объем предоставленных за месяц ипотечных кредитов превысил показатель декабря 2018 г., что с учетом замедления роста кредитного портфеля указывает на выросшие объемы рефинансирования (Рисунок 40). При рефинансировании общий объем задолженности не изменяется, из-за чего дополнительный спрос и выдачи ипотечных кредитов не окажут влияния на динамику задолженности. В то же время рефинансирование по более низким ставкам позволяет снижать долговую нагрузку заемщиков, расширяя возможности для роста потребления и кредитования. Снижение ставок по ипотеке может продолжиться в начале этого года, что станет фактором поддержки роста сегмента. Объявленные изменения в схеме выдачи материнского капитала также могут привести к росту спроса на ипотечное кредитование.

Темпы роста необеспеченных потребительских кредитов в декабре составили 1,3% м/м SA (после учета сезонности) после роста на 1,2% м/м в ноябре 2019 года. Трехмесячные аннуализированные темпы роста портфеля продолжают замедляться, составив в декабре 16,8% после 18,1% по итогам ноября 2019 года. Небольшое ускорение роста в декабре может быть связано с прошедшей адаптацией банков к обяза-

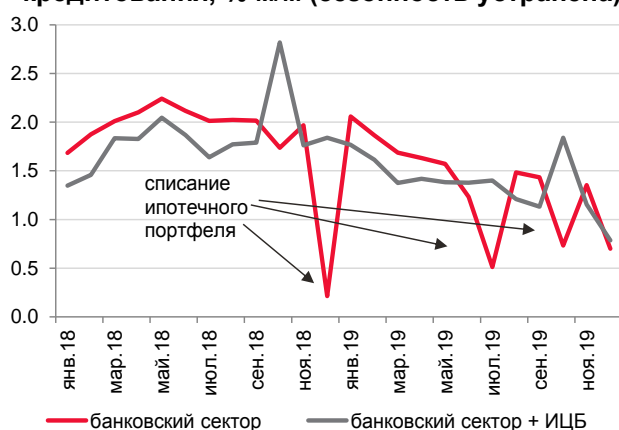
¹⁷ Здесь и далее, если не сказано иное, годовые темпы роста даются по банкам, действовавшим на последнюю отчетную дату.

¹⁸ В рублях и иностранной валюте с учетом приобретенных прав требований

¹⁹ С учетом ИЦБ рост в 2019 году составил по нашим оценкам 15,4% после 23,6% в 2018 году.

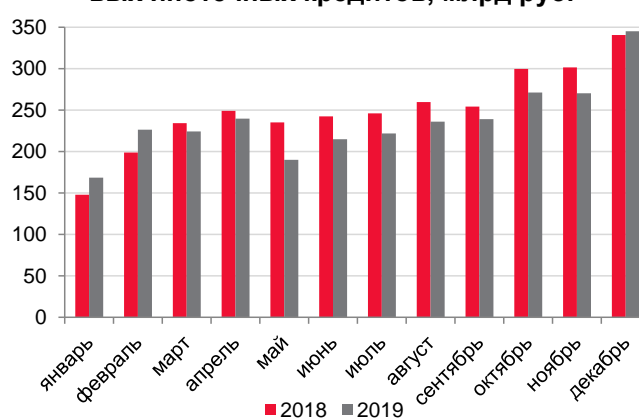
тельному расчету ПДН с 1 октября 2019 г. и указывает на то, что в 2020 г. замедление роста этого сегмента рынка может оказаться плавным.

Рисунок 41. Темпы роста ипотечного кредитования, % м/м (сезонность устранена)



Источники: Банк России, расчеты ДИП.

Рисунок 42. Объем новых выданных рублевых ипотечных кредитов, млрд руб.



Источники: Банк России, расчеты ДИП.

Рублевое корпоративное кредитование прибавило в декабре только 0,4% м/м после поправки на сезонность. В целом за последний квартал 2019 г. темпы роста рублевого корпоративного кредитования были невысокими, а трехмесячные аннуализированные темпы роста указывают на рост около 4%. Это заметно ниже долгосрочных устойчивых темпов роста сектора. Темпы роста корпоративного кредитного портфеля по итогам 2019 г. замедлились до 4,5% г/г (5,8% г/г по итогам 2018 г.) (Рисунок 40). При этом рублевый портфель вырос на 7,2% г/г (13% г/г в 2018 г.), валютный – сократился на 2,2% г/г (-11,1% г/г в 2018 г.), продолжив тенденцию девальютации банковского кредитования.

Замедление темпов роста корпоративного кредитного портфеля в 2019 г. сопровождалось рекордным размещением рублевых корпоративных облигаций на внутреннем долговом рынке. По итогам 2019 г. объем выпущенных на внутреннем рынке долговых ценных бумаг (за исключением центрального банка и органов государственного управления) вырос до 12,9 трлн руб., прибавив 12,8% г/г. Опережающее снижение корпоративных доходностей в конце года (Рисунок 43) вызвало интерес крупных заемщиков к этому инструменту финансирования, что, вероятно, стало одной из основных причин замедления роста банковских кредитов нефинансовым организациям (около половины всего годового прироста объема размещенных облигаций нефинансового сектора пришлось на IV квартал).

Часть размещений корпоративных облигаций приобретали банки. Их рублевый облигационный корпоративный²⁰ портфель по итогам года вырос на 12,2% г/г. В результате рублевые требования банковского сектора к корпоративным заемщикам²¹ выросли на 7,6% г/г. В то же время, по предварительным оценкам, темп роста рублевого

²⁰ Вложения в прочие долговые обязательства.

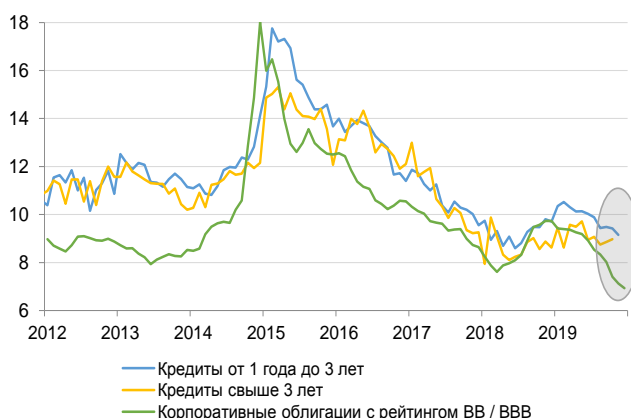
²¹ Кредиты и долговые обязательства.

долга нефинансового сектора (включает требования не только со стороны банковского сектора, но и прочих резидентов) составил около 9% г/г по итогам 2019 г. (Рисунок 45).

Также стоит отметить сохранение активного роста еще одного альтернативного корпоративному кредитованию источника финансирования обновления основных фондов – лизинга. По данным «Эксперт РА», объем лизингового портфеля по итогам 9 месяцев 2019 г. составил 4,6 трлн руб., увеличившись на 12% г/г (Рисунок 44) и, по прогнозам, вырастет на 5–7% г/г по итогам 2019 года.

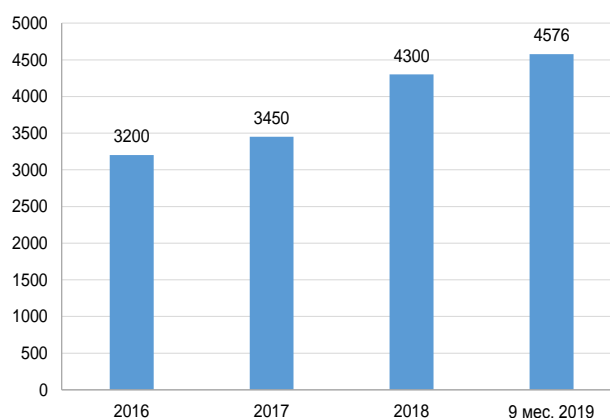
Таким образом, более медленный рост банковского кредитования в 2019 г. был частично вызван изменением структуры корпоративного долгового финансирования в пользу других источников. При этом перспективы дальнейшего роста долгового финансирования в меньшей степени зависят от денежно-кредитных условий, а в большей степени от перспектив роста экономики и степени неопределенности для бизнеса. Поэтому в условиях институциональных и структурных ограничений инвестиционный спрос слабо реагирует на смягчение денежно-кредитных условий, ограничивая эффективность кредитного канала трансмиссионного механизма ДКП.

Рисунок 43. Динамика ставок по корпоративным кредитам и облигациям, %



Источники: Банк России, Cbonds.

Рисунок 44. Объем лизингового портфеля, млрд. руб.



Источник: Эксперт РА.

Замедление роста кредитования в течение 2019 г. связано с рядом факторов: ростом привлекательности других инструментов финансирования для корпоративных заемщиков, в том числе благодаря смягчению ДКП; внутренней политикой риск-менеджмента банков, которые получают первые сигналы ухудшения²² качества заемщиков (например, доля одобренных кредитных заявок банками в декабре сократилась до минимума с 2017 г.²³); макропруденциальной политикой, а также постепенным повышением требований по надбавкам к нормативам достаточности капитала. Так с января 2020 г. была повышена надбавка за системную значимость с 0,65 п.п. до 1 п.п. и надбавка поддержания достаточности капитала – с 2,25 до 2,5 п.п. Банковская система

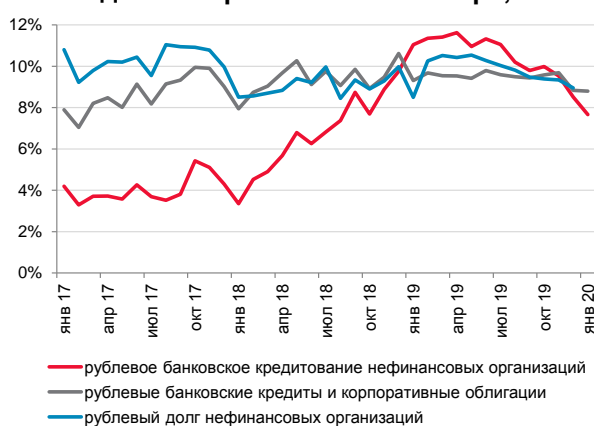
²² См. подробнее раздел 1.2.8. «Рост рублевого корпоративного и розничного кредитования в сентябре оставался на уровне августа» в бюллетене «О чем говорят тренды» за октябрь 2019 г., №7.

²³ «Более 60% желающих взять кредит получили отказ от банков». <https://www.rbc.ru/finances/14/01/2020/5e1c91b89a79476cad759d0b>.

в целом хорошо капитализирована и это повышение не должно стать препятствием для роста кредитования в 2020 году. Однако некоторые банки с небольшим запасом по выполнению нормативов достаточности капитала могут столкнуться с ограничениями по дальнейшему расширению кредитования.

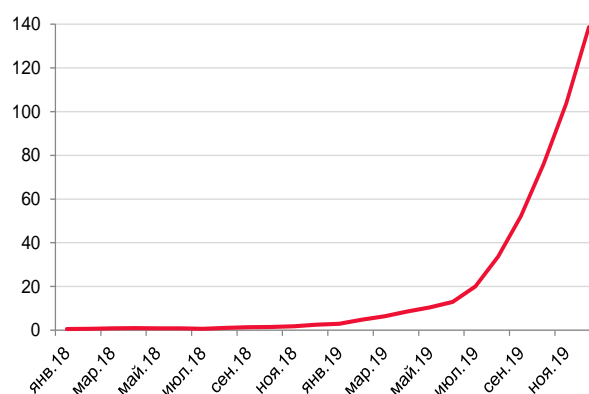
Рост рублевых вкладов населения в декабре замедлился до 0,5% м/м после учета сезонности (и до 0,3% м/м с поправкой на рост средств на счетах эскроу). Самые низкие за последний год месячные темпы роста вкладов населения могут быть связаны с относительным снижением привлекательности банковских депозитов в пользу альтернативных инструментов сбережений, в частности, фондового рынка. В ближайшее время эта тенденция может продолжиться – к концу января максимальные ставки по вкладам в банках, входящих в топ-10, опустились до 5,76%. Годовые темпы роста вкладов населения по итогам 2019 г. составили 10,1% г/г (после +6,5% г/г в 2018 г.). При этом, по нашим оценкам, около 0,5 п.п. этого роста обусловлено именно динамикой роста средств на счетах эскроу (Рисунок 46).

Рисунок 45. Темпы роста рублевого корпоративного банковского кредитования, облигаций и долга нефинансового сектора, %/г



Источники: Банк России, Cbonds.

Рисунок 46. Динамика средств физических лиц на счетах эскроу, млрд руб.



Источник: Банк России.

Новая схема финансирования строительства жилья будет оказывать влияние на показатели банковского сектора и в дальнейшем. Помимо непосредственного влияния на динамику вкладов населения, она предполагает и дополнительное увеличение кредитования нефинансового сектора. Кроме ипотечного кредита, который будет зачисляться на эскроу-счета для физических лиц, на балансе банков будут появляться и кредиты застройщикам. При прежнем механизме финансирования банковское кредитование застройщиков было далеко не основным источником фондирования долевого строительства. Новая схема рефинансирования жилищного строительства видимо приведет к значительному изменению структуры баланса банков в ближайшие годы.

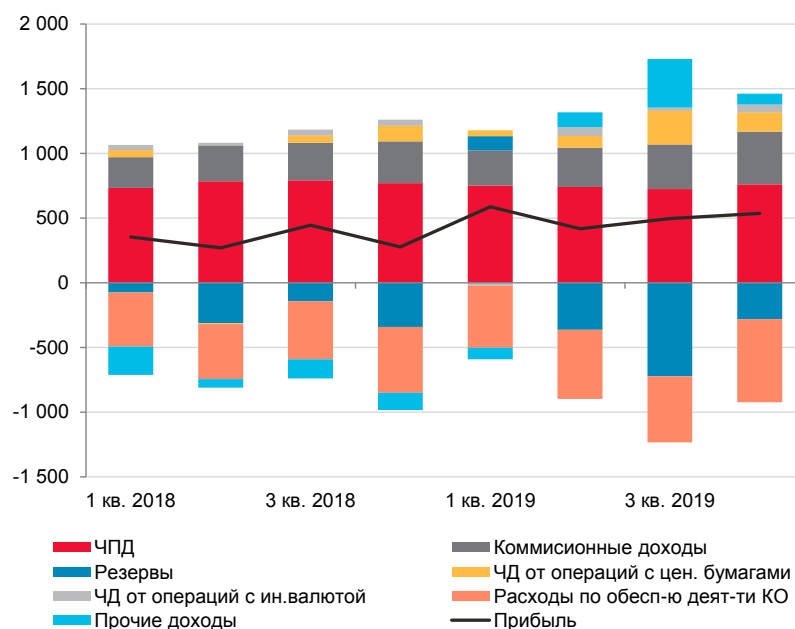
За 2019 г. банки получили рекордную прибыль, более чем в полтора раза превосходящую значение предыдущего года – 2,04 трлн. руб. после 1,35 трлн. руб. в 2018 г. (Рисунок 47). Значительный, но технический вклад в прибыль внесли корректировки

резервов, связанные с переходом сектора на стандарты МСФО 9²⁴. Величина таких корректировок по результатам 2019 г. составила 0,4 трлн рублей. Кроме того, некоторые saniруемые банки в 2018 г. отразили значительный убыток (около 0,5 трлн руб.) из-за разового досоздания резервов по старым проблемным активам, в то время как в 2019 г. их результат был близок к нулевому.

Основными источниками формирования прибыли банковского сектора оставались чистый процентный (ЧПД) и комиссионный доходы. Отметим, что снижение ЧПД, начавшееся в конце 2018 г., приостановилось: по итогам IV квартала 2019 г. ЧПД составил 761 млрд руб. по сравнению с 724 млрд руб. в III квартале 2019 года. Рост чистого процентного дохода в последнем квартале вызван опережающим снижением процентных расходов банков. Оно может продолжиться ввиду произошедшего смягчения ДКП и доходностей облигаций, которое, как правило, быстрее транслируется в ставки банковского фондирования, чем в ставки по кредитам.

Рост комиссионного дохода продолжился: по итогам 2019 г. чистый комиссионный доход достиг исторического максимума – 1,3 трлн руб. (+18% г/г). Это указывает на то, что банки продолжают поиск и развитие новых продуктов, не связанных с процентными доходами, на фоне ожидаемого снижения процентной маржи из-за замедления инфляции и снижения номинальных ставок.

Рисунок 47. Факторы формирования прибыли банковского сектора, млрд руб.



Источники: Банк России, расчеты ДИП.

²⁴ Банки должны отражать в учете резервы, созданные в соответствии с пруденциальным регулированием, но могут проводить их корректировки согласно оценкам в рамках стандартов МСФО 9, с отнесением результата корректировок на прибыль текущего года.

1.2.8. Платежный баланс в 2019 году: снижение экспорта при росте импорта

- Профицит счета текущих операций в 2019 г. составил 70,6 млрд долл. США, что существенно ниже изначальных ожиданий. Причинами послужило активное восстановление импорта во втором полугодии 2019 г. и более значительный дефицит баланса услуг (в части поездок) и инвестиционных доходов (роста платежей к выплате) на фоне укрепления рубля. Данные факторы полностью нивелировали положительный вклад в СТО более благоприятной относительно начального прогноза динамики нефтегазовых экспортных доходов.
- Экспорт в 2019 г. снизился на 6% (в IV квартале на 9% г/г). Рост импорта ускорился в IV квартале 2019 г. до 10% г/г после 4% г/г кварталом ранее, что обеспечило темпы роста 2,5% в целом в 2019 г.
- Величина положительного сальдо финансовых операций частного сектора снизилась по сравнению с 2018 г. более, чем вдвое – до 26,7 млрд долл. США против 63 млрд долл. США в 2018 году.
- Основным источником стало погашение банками внешних обязательств (-20,1 млрд долл. США), тогда как вклад прочих секторов в чистое кредитование внешнего мира в итоге был небольшим. Приток прямых иностранных инвестиций (ПИИ) нефинансового сектора (+26,9 млрд долл. США) компенсировал прирост иностранных активов.
- Улучшение динамики ПИИ может быть связано с разовыми сделками по продаже доли российских активов («Арктик СПГ 2»). Кроме того, по-прежнему значительным остается влияние внутригрупповых сделок крупных компаний.
- Активизации притока нерезидентов в ОФЗ с пиком спроса в II квартале 2019 г. (+10,5 млрд долл. США) и умеренным приростом в IV квартале 2019 г. (+3,6 млрд долл. США, всего за год +20,4 млрд долл. США) способствовали ожидания снижения ключевой ставки. На этом фоне приток валютных средств в госсектор оказался сопоставим с положительным сальдо по финансовому счету частного сектора.

Итоги 2019 г. продемонстрировали формирование тенденции к более интенсивному, чем можно было предполагать, снижению профицита счета текущих операций (СТО). Сокращение сырьевого экспорта сформировалось под действием ухудшения динамики внешнего спроса. При этом рост импорта ускоряется на фоне произошедшего укрепления рубля, потребительского спроса и восстановления роста инвестиций.

Во втором полугодии 2019 г. было отмечено оживление импорта машин и оборудования – категории, которая является основой инвестиционного импорта и опережающим индикатором повышения инвестиционной активности. Даже с исключением временного фактора скачка импорта химической продукции (за счет фармацевтики), дина-

мика общего импорта, в том числе и потребительского, остается сильной. Это говорит об устойчивости сложившейся тенденции.

В дальнейшем сокращение профицита СТО, с поправкой на сезонные факторы, на наш взгляд, должно продолжиться под действием сокращения профицита торгового баланса. Экспорт в среднесрочной перспективе продолжит снижаться в стоимостном выражении под влиянием ослабления внешнего спроса, тогда как импорт будет поддерживаться укреплением реального курса и оживлением инвестиционной активности.

Динамика основных компонентов платежного баланса в 2019 году была неоднородной. Снижение нефтегазового экспорта составило 9% г/г, до 238 млрд долл., что в основном было обусловлено ухудшением внешнеэкономической конъюнктуры. При росте физических объемов экспорта нефти в январе-ноябре на 3,8%, экспорт нефтепродуктов в физическом выражении упал на 7%. Экспорт газа в физических объемах почти не снизился в январе-ноябре 2019 г. во многом благодаря резкому увеличению экспорта в последние месяцы года (+11% г/г в октябре и +6% г/г в ноябре) на фоне пополнения европейских запасов. Ненефтегазовый экспорт превзошел ожидания, почти не сократившись по сравнению с предшествующим годом (180 млрд долл. США в 2019 г. против 181 млрд. долл. США в 2018 г). Его доля в экспорте выросла до 43,1% против 41% в 2018 году. При этом физические объемы экспорта металлов снизились на 10,4% г/г в январе-ноябре 2019 года. Поддержку ненефтегазовому экспорту в основном оказал экспорт химической продукции, который по данным ФТС в физических объемах вырос в январе-ноябре 2019 г. на 3,8%.

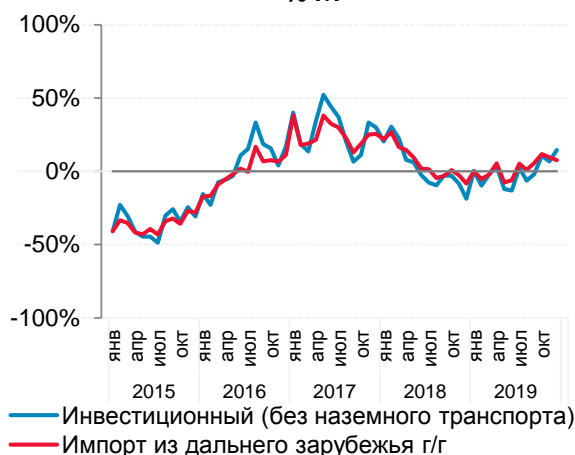
Что касается импорта, то во втором полугодии 2019 г. наметилась тенденция к его активизации. Согласно предварительным данным, рост импорта ускорился до 4% в III квартале и 10% в IV квартале после падения на 2,6% в первом полугодии 2019 года.

Одним из факторов роста был импорт химической продукции, в основном за счет продукции фармацевтики. Однако, как ожидалось, после скачка в октябре-ноябре 2019 г. (Рисунок 49) динамика импортных поставок фармацевтической продукции в декабре 2019 г. ослабла. На это повлияло перенесение срока введения маркировки с 1 января 2020 г. на 1 июля 2020 г.²⁵, что позволяет реализовывать лекарственные средства, выпущенные или ввезенные до этой даты, без маркировки до истечения срока их годности. Однако в первом полугодии 2020 г. по мере приближения старта продаж с обязательной маркировкой нельзя исключать новой волны закупок импортных препаратов. Не меньшим по важности фактором, поддерживающим импорт лекарств в среднесрочной перспективе является реализация федерального проекта «Борьба с онкологическими заболеваниями», объем финансирования которого в 2020 г. будет увеличен²⁶.

²⁵ Федеральный закон от 27.12.2019 № 462-ФЗ «О внесении изменений в Федеральный закон «Об обращении лекарственных средств» и Федеральный закон «О внесении изменений в Федеральный закон «Об обращении лекарственных средств»».

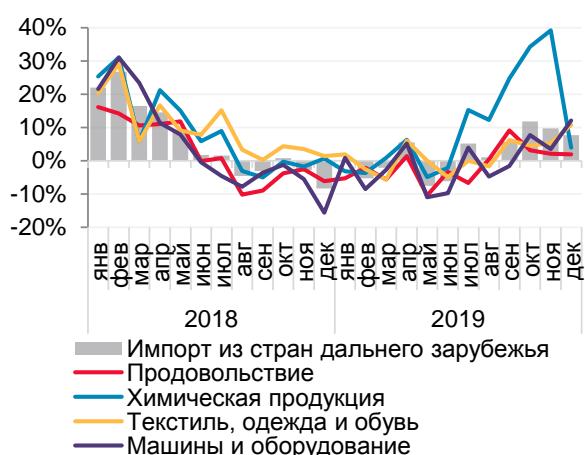
²⁶ Объем финансирования по проекту «Борьба с онкологическими заболеваниями» с 2019 по 2022 г. запланирован на уровне 101, 189, 182, 187 млрд. руб. в год, значительная часть из которого может пойти на закупку лекарственных средств.

Рисунок 48. Динамика импорта из стран дальнего зарубежья и инвестиционного импорта²⁷, % г/г



Источники: Банк России, расчеты ДИП.

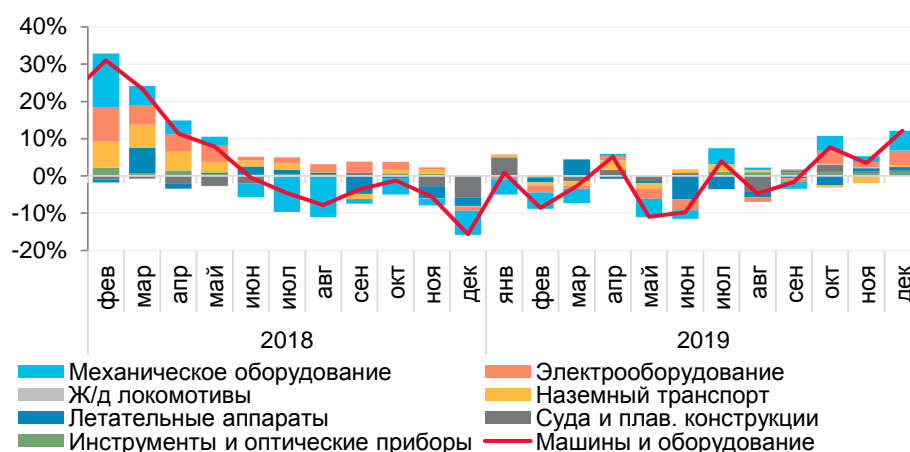
Рисунок 49. Динамика основных категорий импорта из стран дальнего зарубежья, % г/г



Источники: Банк России, расчеты ДИП.

В то же время все остальные ключевые категории импорта сохранили положительную динамику в сегментах как инвестиционного, так и потребительского импорта. Существенно ускорился импорт машин и оборудования, а также текстильной продукции, одежды и обуви.

Рисунок 50. Декомпозиция роста импорта машин и оборудования из стран дальнего зарубежья, г/г (млрд. долл. США)



Источники: ФТС, расчеты ДИП.

Среди важных факторов 2019 г. необходимо отметить тенденцию к росту дефицита услуг и первичных и вторичных доходов темпами, превышающими первоначальные прогнозы. Суммарно данное отрицательное сальдо возросло до -92 млрд. долл. против -81 млрд. долл. годом ранее, что оказало существенное давление на величину профицита СТО. В частности, значительнее оказался дефицит баланса услуг (за счет поездок) и инвестиционных доходов (рост платежей к выплате): -35 млрд. долл. против -30

²⁷ Инвестиционный импорт рассчитан как разница между суммарным импортом машин и оборудования и импортом наземного транспорта из стран дальнего зарубежья.

млрд долл. годом ранее. Тенденция последних лет указывает на высокую вероятность продолжения негативного влияния данного фактора на профицит СТО в будущем.

Значимую роль в улучшении финансового счета в 2019 г. сыграла активизация притока нерезидентов в ОФЗ. Всего прирост покупок ОФЗ нерезидентами на вторичном рынке за год составил +20,4 млрд долл., из которых половина пришлась на II квартал (+10,5 млрд долл.). Наличие столь сильного притока существенно повлияло на равновесие платежного баланса в 2019 году со смещением в сторону реального укрепления рубля, создавшего дополнительную поддержку динамике импорта.

Основным источником положительного сальдо финансовых операций частного сектора в 2019 г. стало погашение банками внешних обязательств (-20,1 млрд долл. США), тогда как вклад прочих секторов в чистое кредитование внешнего мира в итоге был небольшим. При этом, в отличие от предшествующего года, в 2019 г. наблюдался приток прямых иностранных инвестиций нефинансового сектора (+26,9 млрд долл. США), что, однако, сопоставимо с приростом иностранных активов. Мы полагаем, что в отсутствие серьезных внешних шоков подобные тенденции в банковском и корпоративном секторах могут продолжиться.

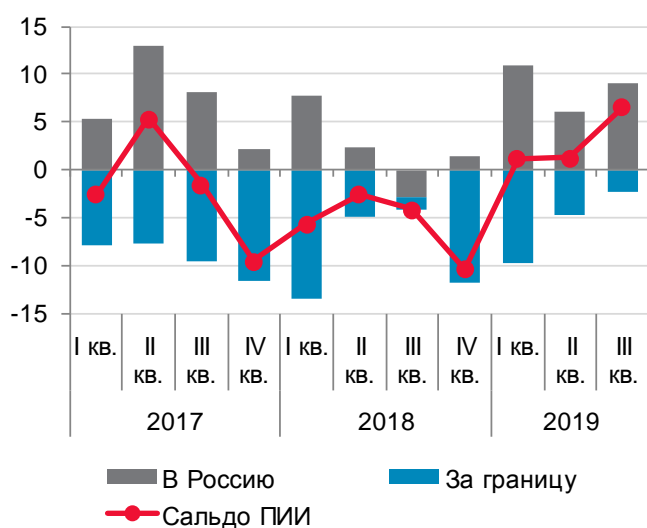
Отдельного внимания заслуживает вопрос устойчивости сформировавшегося значительного притока прямых иностранных инвестиций (ПИИ) в РФ. Наибольший приток ПИИ пришелся на I и III кварталы 2019 г. – 10,9 и 9 млрд долл. соответственно. Чистое сальдо ПИИ в РФ (с учетом ПИИ за границу) в январе-сентябре 2019 г. также сложилось положительным в размере 9,1 млрд долл. США против оттока за аналогичный период предыдущего года. На фоне сохранения доли реинвестирования доходов в общем объеме вложений ПИИ в РФ примечательно повышение роли вложений в участие в капитале и в долговые инструменты.

Более детальные предварительные оценки за январь-сентябрь 2019 г. и анализ рыночных данных позволяют предположить, что на улучшение показателей 2019 г. во многом могли повлиять крупные сделки ПАО «НОВАТЭК». Прибыль ПАО «НОВАТЭК» по продаже 10%-ной и 30%-ной долей участия в проекте «Арктик СПГ 2» иностранным инвесторам, по данным компании, составила 675 млрд руб., сделки были отражены в отчетности в марте и июле 2019 г. соответственно²⁸, что относится к I и III кварталам 2019 г., когда наблюдался основной приток ПИИ.

Изучение других категорий ПИИ говорит о том, что улучшения динамики прочих ПИИ в целом не происходит. При их отсутствии текущую положительную динамику притока ПИИ в РФ нельзя назвать устойчивой. Речь идет о притоке, связанном скорее с одним крупным проектом, а не общей тенденции. Что касается планов по «Арктик СПГ 2», вероятность привлечения внешнего валютного финансирования под проект в иностранных банках (в СМИ фигурирует объем до 8 млрд долл.) может временно положительно отразиться на притоке капитала в среднесрочной перспективе.

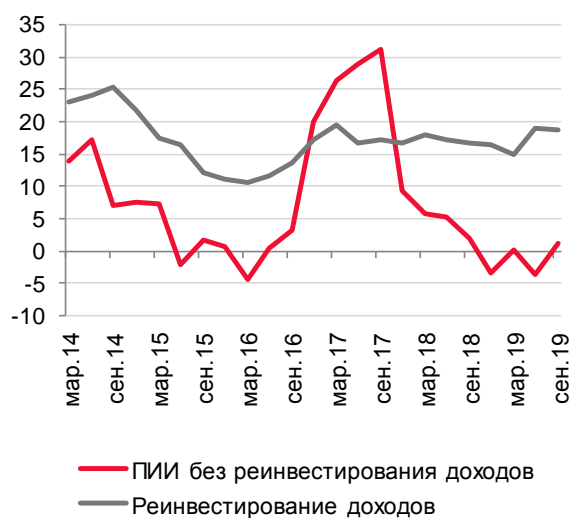
²⁸ Отчетность ПАО «НОВАТЭК» за III квартал и девять месяцев 2019 года.
http://www.novatek.ru/ru/press/releases/index.php?id_4=3523

Рисунок 51. Динамика ПИИ в РФ и за границу, млрд долл. США



Источник: Банк России, расчеты ДИП.

Рисунок 52. Динамика сальдо ПИИ в РФ по инструментам, прочие сектора (скользящая сумма за четыре квартала)



Источник: Банк России, расчеты ДИП.

Изменение резервных активов в 2019 г. составило 66,5 млрд долл. США, в основном за счет покупок валюты для Минфина в рамках бюджетного правила. Большой прирост резервов в 2019 г. при более низкой среднегодовой цене на нефть обусловлен сравнением с низкой базой второго полугодия 2018 г., когда с августа 2018 г. Банк России временно приостановил покупки валюты для Минфина России для поддержания финансовой стабильности, и исполнением отложенных покупок валюты.

В среднесрочной перспективе вероятно сохранение давления в сторону сужения профицита СТО со стороны как внешних, так и внутренних факторов, в числе которых ослабление внешнего спроса на российский экспорт, восстановление инвестиционного импорта по мере отложенной активизации бюджетных расходов и реализации госпрограмм, что может вызвать отклонение основных компонент платежного баланса от равновесия.

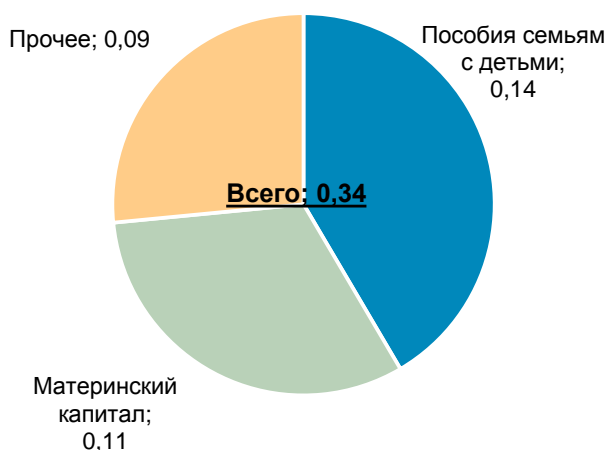
1.2.9. Влияние нового пакета социальных мер Президента России на инфляцию будет незначительным

- Стоимость нового пакета мер, представленных Президентом России во время Послания Федеральному Собранию, составит в 2020 г. 0,38 трлн руб., или 0,34% ВВП.
- Мы оцениваем примерный вклад новых мер в рост ВВП в 2020 г. – 0,20-0,25 п.п., в инфляцию на конец года – 0,1 п.п., в рост реальных располагаемых доходов – 0,45-0,55 процентного пункта.
- В последующие годы ожидается ускоренный рост стоимости нового пакета мер, что позволяет ожидать дополнительных макроэкономических эффектов.

- При этом фактические дополнительные макроэкономические эффекты, вероятно, будут заметно ниже, если финансирование будет осуществлено в первую очередь за счет перераспределения средств, а не сужения профицита бюджета.

В послании Федеральному собранию Российской Федерации Президент России В.В. Путин предложил новый пакет мер, главные из которых – социальная поддержка семей с детьми, прежде всего с низкими доходами (пособия, материнский капитал), и компенсация регионам 2/3 выпадающих доходов по инвестиционному налоговому вычету. По оценкам Минфина России, стоимость пакета мер в 2020 г. составит 0,38 трлн руб., или 0,34% ВВП (Рисунок 53). В разрезе экономической классификации, по нашей оценке, примерно по 2/5 средств пойдет на трансферты нерикарданским домохозяйствам (домохозяйствам с высокой склонностью к потреблению) и инвестиции, к которым мы относим инвестиционный налоговый вычет и большую часть расходов на выплату материнского капитала (почти 90% используется для улучшения жилищных условий). Оставшуюся 1/5 составят расходы на конечное потребление (Рисунок 54).

Рисунок 53. Дополнительные расходы бюджета в разрезе мер, % ВВП



Источники: СМИ, расчеты ДИП.

Рисунок 54. Дополнительные расходы бюджета по экономической классификации, % ВВП



Источники: СМИ, расчеты ДИП.

По нашим оценкам на основе фискальных мультипликаторов для экономической классификации расходов, вклад пакета мер в рост ВВП в 2020 г. составит 0,20-0,25 п.п.²⁹ При этом влияние на потребление будет более высоким (негативное влияние на величину фискальных мультипликаторов оказывает «утечка» средств через канал импорта).

²⁹ Оценка снизу сделана на основе оценок фискальных мультипликаторов в работе [Власов \(2018\). Влияние налогово-бюджетного маневра на рост ВВП: оценка краткосрочных эффектов с использованием фискальных мультипликаторов // Аналитическая записка Департамента исследований и прогнозирования Банка России, ноябрь](#). Оценка сверху сделана с использованием повышенного фискального мультипликатора для трансфертов нерикарданским домохозяйствам, с учетом того, что пособия предназначены для наименее обеспеченных семей.

Вклад пакета мер в инфляцию на конец 2020 г. мы оцениваем примерно в 0,1 п.п.³⁰

Прямое влияние на рост номинальных располагаемых доходов населения, по нашим оценкам, составит в 2020 г. 0,55-0,65 п.п., на реальные располагаемые доходы – 0,45-0,55 процентного пункта.³¹

В последующие годы стоимость нового пакета мер предположительно будет расти ускоренным темпом, поскольку часть мер начнет финансироваться с конца 2020 г. и позже (например, доплата классным руководителям и обеспечение школьников младших классов горячим питанием с 01.09.2020). По оценкам Минфина России, расходы в 2021 г. вырастут в 2 раза, до 0,78 трлн руб., а за 2020-2024 гг. объем расходов составит 4,13 трлн рублей. Это позволяет ожидать дополнительных макроэкономических эффектов от нового пакета мер в последующие годы.

Однако фактические *дополнительные* макроэкономические эффекты, вероятно, окажутся заметно ниже, поскольку с высокой вероятностью речь пойдет не столько о расширении бюджетного дефицита, сколько о перераспределении средств. В 2020 г. финансирование без корректировки бюджетного правила возможно либо за счет увеличения доходов (дальнейшее улучшение налогового администрирования³²), либо за счет перераспределения расходов. Так, предварительные данные Минфина России показывают, что только на уровне федерального бюджета нефтегазовые доходы по итогам 2019 г. на 0,13 трлн руб. превысили величину, заложенную в закон о бюджете. В 2021 и 2022 гг. также добавляется возможность использовать условно утвержденные расходы: 0,5 и 1,1 трлн руб. соответственно. В любом случае это снижает представленные выше оценки, а итоговые значения будут в том числе зависеть от эффективности перераспределения средств.

1.3. Глобальная экономика, финансовые и товарные рынки

1.3.1. Эпидемия в Китае может ударить по мировой экономике

- В IV квартале замедление роста экономики Китая прекратилось, на месячной основе также имеет место стабилизация темпа роста. Подписание Первой фазы соглашения Китая и США улучшило перспективы роста мировой экономики...

³⁰ Оценки подготовлены с использованием BVAR-модели ДИП, по аналогии с оценкой эффекта единоразовой пенсионной выплаты в январе 2017 года. См. подраздел 1.1.7. «Разовая надбавка к пенсии почти не скажется на инфляции и экономическом росте» [бюллетеня «О чем говорят тренды» за август 2016 г., №9.](#)

³¹ В расчетах учитываются пособия семьям с детьми, расходы на материнский капитал и доплаты классным руководителям.

³² По нашим оценкам, только за 2016-2019 гг. улучшение собираемости налогов повысило уровень доходов расширенного бюджета примерно на 2 п.п. ВВП.

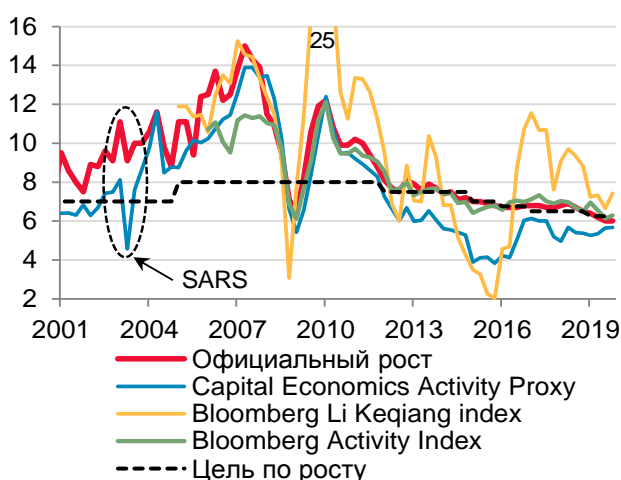
- ...Однако риски возобновления конфронтации между странами остаются высокими. Кроме того, временное, но сильное негативное влияние на экономику Китая и других стран может оказать распространение коронавируса. Народный банк Китая уже начал принимать меры поддержки, снизив ставки по основным инструментам.
- ФРС США в январе оставила ставку неизменной в соответствии с ожиданиями рынка. Вероятность смягчения политики на июльском заседании превысила 60%.
- Опережающие индикаторы дают противоречивые сигналы: индекс опережающих индикаторов The Conference Board в декабре вышел в отрицательную область, указывая на повышение рисков перехода к рецессии, а индекс Markit PMI обрабатывающих отраслей сигнализирует о продолжении расширения деловой активности в обрабатывающей промышленности.
- ЕЦБ сохранил параметры проводимой ДКП неизменными, официально объявив о начале стратегического обзора ДКП.

Китай: эпидемия пневмонии может оказать временное, но сильное влияние на экономику

В IV квартале рост экономики Китая не изменился, оставшись на уровне 6,0% г/г (Рисунок 55). Отметим, что официальные данные остаются максимально близкими к альтернативным оценкам, построенным различными способами, что указывает на рост доверия к официальной статистике.

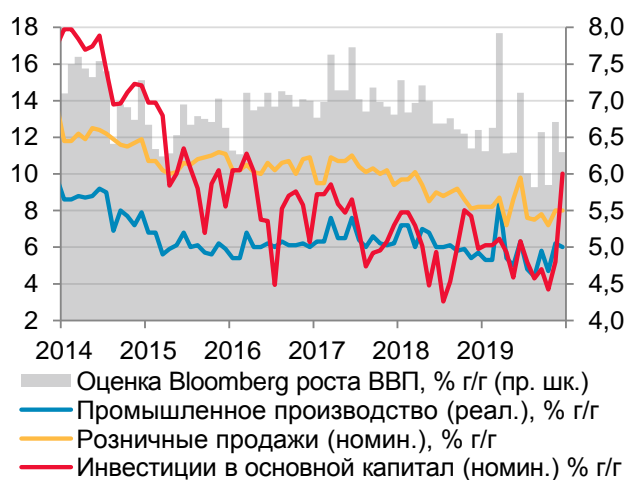
На месячной основе, несмотря на разнонаправленную динамику отдельных показателей, в целом также имеет место стабилизация темпа роста экономики (Рисунок 56). Показатели позволяют сделать вывод о некотором улучшении внутреннего спроса, которое в декабре дополнилось восстановлением внешнего спроса.

Рисунок 55. Показатели роста экономики Китая, % г/г



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

Рисунок 56. Основные макроэкономические показатели Китая



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

Позитивной новостью стало подписание Первой фазы соглашения между США и Китаем, частично разрешающего разногласия между странами и улучшающего перспективы роста мировой экономики. Как и сообщали ранее СМИ, соглашение включает обязательство Китая увеличить примерно в два раза импорт товаров и услуг из США, улучшить защиту интеллектуальной собственности, расширить доступ на свой рынок. Взамен Китай получает снижение с 15 до 7,5% американских пошлин на импорт объемом около 115 млрд долл. и отсутствие введения/увеличения новых пошлин. Это окажет небольшой позитивный эффект на рост китайской экономики.³³

Вместе с тем вероятность реализации договоренностей Первой фазы соглашения представляется невысокой. Столь масштабное увеличение закупок товаров и услуг может стать невыполнимым по совокупности факторов потребностей Китая, возможностей США и других факторов (Рисунок 57). Например, перенастройка нефтеперерабатывающих заводов Китая на переработку американской нефти может потребовать существенных дополнительных инвестиций, а увеличение закупок сельскохозяйственной продукции из США потребует более чем на пятую часть сократить поставки из других стран. Невысокой представляется вероятность достижения соглашения и по Второй фазе сделки, переговоры по которой должны начаться в скором времени. Таким образом, риски возобновления конфронтации между странами остаются высокими.

Рисунок 57. Импорт товаров и услуг из США в Китай в рамках Первой фазы



Источник: Capital Economics.

Рисунок 58. Пассажиропоток и розничные продажи в Китае, % г/г



Источник: Capital Economics.

Временное, но сильное негативное влияние на экономику Китая должно оказать распространение коронавируса. Власти ограничили активность и продлили новогодние праздники, во многих городах бизнесу даны рекомендации еще продлить выходные.

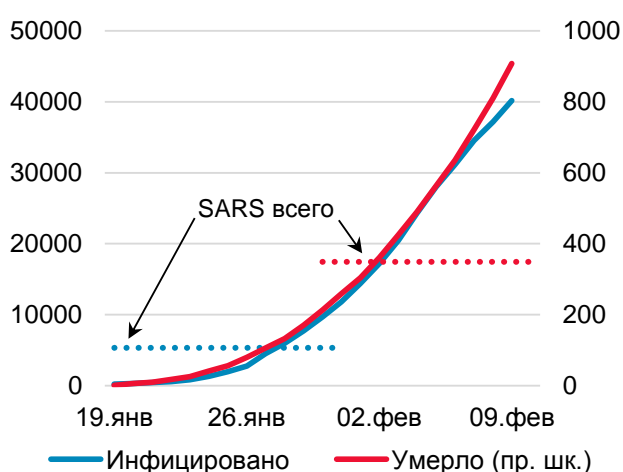
В мае 2003 г. из-за атипичной пневмонии (SARS) в Китае пассажиропоток упал более чем наполовину, розничные продажи – немногим менее чем на треть (Рисунок 58). Замедление роста экономики в II квартале составило по официальным данным 2 п.п., по альтернативным оценкам Capital Economics – 3,5 п.п. (Рисунок 55).

³³ См. оценки в подразделе 1.3.1. «Большинство центральных банков берет паузу в смягчении ДКП» бюллетеня «О чем говорят тренды» за декабрь 2019 года, №36.

Исходя из динамики распространения коронавируса (Рисунок 59), негативный эффект может оказаться существенно большим, чем в 2003 году. В целом при схожем негативном эффекте на розничные продажи и пассажиропоток в моменте (оценки Capital Economics), дополнительный негативный эффект ожидается, во-первых, из-за большей продолжительности эпидемии, а во-вторых, из-за закрытия предприятий и снижения промышленного производства, которое в 2003 г. было небольшим.

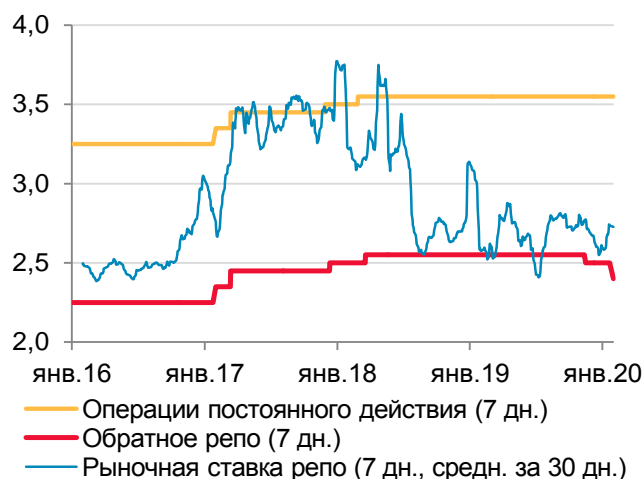
Власти Китая уже приступили к смягчению негативного влияния эпидемии. 3 февраля Народный банк Китая (НБК) снизил на 10 б.п. ставки обратного репо на срок 7 и 14 дней (Рисунок 60). Это должно позволить снизить стоимость заемных средств для частного сектора. Вместе с тем заметим, что трансмиссионный механизм в Китае работает хуже, чем в большинстве других стран: относительно высока волатильность рыночных ставок по сравнению со ставками обратного репо НБК, а также ограничен перенос изменения ставок НБК в ставки по кредитам коммерческих банков.

Рисунок 59. Распространение эпидемии пневмонии в Китае в 2003 и 2020 гг., человек



Источники: Bloomberg Finance L.P., Национальная комиссия по здравоохранению Китая.

Рисунок 60. Процентные ставки в Китае, %



Источники: CEIC, расчеты ДИП.

Замедление роста китайской экономики может оказать значительное негативное влияние на рост мировой экономики в целом и российской в частности. Вместе с тем, приближенные к реальности количественные оценки такого влияния можно сделать только после получения более полной информации о последствиях распространения вируса для экономики Китая.

США: индексы опережающих индикаторов дают противоречивые сигналы по динамике экономического роста

По итогам январского заседания ФРС США, как и ожидалось, сохранила ставку по федеральным фондам на уровне 1,50–1,75%. Баланс регулятора продолжает расширяться за счет покупки краткосрочных казначейских векселей (T-bills) до II квартала 2020 г. и проведения ежедневных операций РЕПО с лимитом не менее 120 млрд. долл.

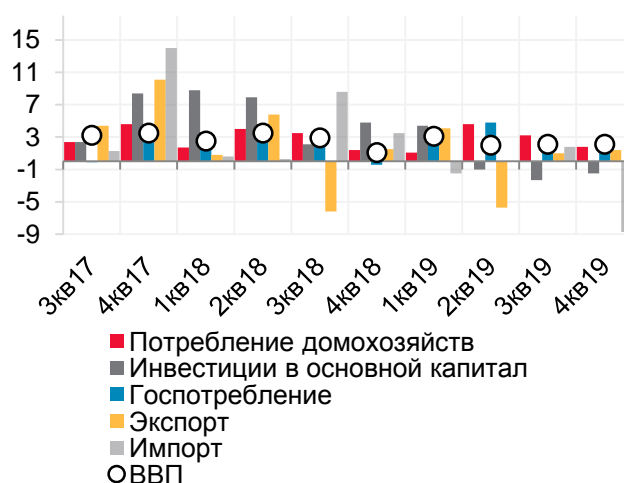
и двухнедельных сделок репо в объеме не менее 35 млрд долл. до апреля 2020 года. Процент по избыточным резервам (IOER) был повышен с 1,55 до 1,6%, что характеризуется ФРС США как «небольшая техническая корректировка» для лучшего соответствия эффективной ставки середине таргетируемого диапазона.

Вышедшая макроэкономическая статистика пока не сигнализирует о необходимости продолжения смягчения монетарной политики ФРС США, однако после январского заседания рынки расценили заявление ФРС как смягчение риторики: вероятность снижения ставки на июльском заседании выросла с 44,3% накануне до 61,7% сразу после заявления.

Предварительные данные по темпам роста ВВП в IV квартале указывают на отсутствие замедления – ВВП вырос на 2,1% saar (Рисунок 61). Тем не менее за указанным показателем скрывается заметное замедление роста потребительских расходов с 3,2% до 1,8% saar в IV квартале, а также продолжающееся третий квартал подряд снижение инвестиций (-1,5% saar). Улучшение в опросах потребительской уверенности и общее снижение экономической неопределенности в связи с подписанием Первой фазы торгового соглашения между США и Китаем позволяет надеяться на временный характер текущего замедления и восстановление более сильных темпов роста внутреннего спроса, если влияние эпидемии коронавируса окажется ограниченным и временным.

Техническую поддержку темпам роста ВВП оказало резкое сокращение импорта (-8,7% saar), которое носило временный характер в связи с позитивными ожиданиями от торговых переговоров. Вполне возможно, что уже в I квартале 2020 г. мы увидим возобновление роста этой компоненты.

Рисунок 61. Динамика ВВП США и его компонент, %, saar

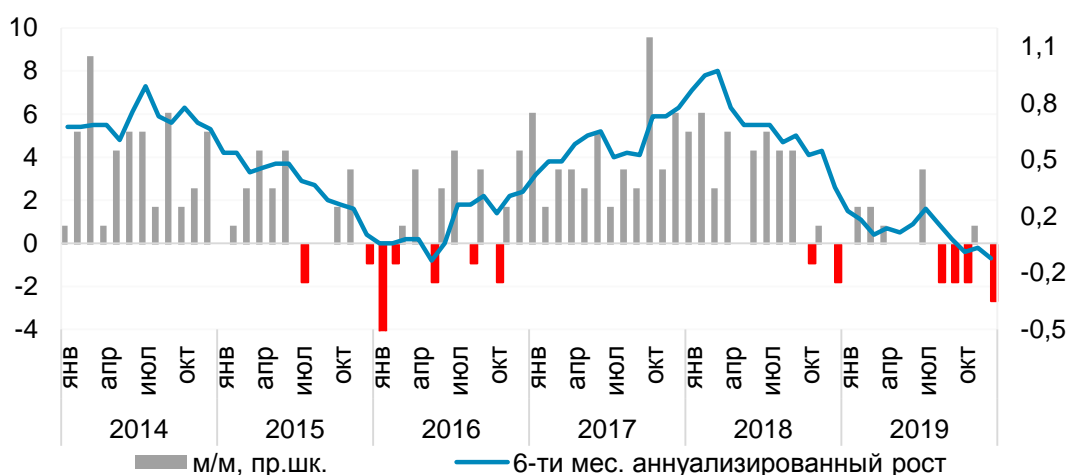


Источник: Bloomberg Finance L.P.

В январе МВФ также снизил прогноз по экономическому росту с 2,4 до 2,3% в 2019 г. и с 2,1 до 2,0% в 2020 году. При этом опережающие индикаторы дают противоречивые сигналы. Индекс опережающих индикаторов (LEI) США в декабре снизился на 0,3% м/м, до 111,2%, а отрицательные значения аннулизированного роста за скользя-

ший 6-месячный отрезок в IV квартале указывает на риски более значительного замедления роста экономики (Рисунок 62). Аналогичный сигнал дает динамика индекса ISM обрабатывающих отраслей, снизившись в декабре до минимума с июня 2009 г. (47,2 п.). Индекс Markit PMI обрабатывающих отраслей сигнализирует о продолжении расширения деловой активности в обрабатывающей промышленности (52,5 п.).

Рисунок 62. USA Leading Economic Index (The Conference Board), %



Источник: Bloomberg Finance L.P.

Инфляция в декабре ускорилась в соответствии с ожиданиями рынка до максимума с октября 2018 г. (2,3% г/г) на фоне роста цен на энергоносители. Сдерживающее воздействие на динамику базовой инфляции в декабре оказало снижение стоимости поддержанных автомобилей (-0,8% м/м са) и транспортных услуг (-0,3% м/м са).

Дж. Пауэлл подчеркивает, что одним из факторов, усиливающих неопределенность в отношении перспектив развития американской экономики, является распространение китайского коронавируса. Это затронет деловую активность в Китае и, вероятно, во всем мире за счет ограничения перевозок из Китая и приостановки функционирования китайских предприятий. Вместе с тем распространение китайского коронавируса поддержало американский доллар в силу массового ухода инвесторов из рискованных активов.

Еврозона: ЕЦБ сохранил параметры ДКП и официально запустил стратегический обзор

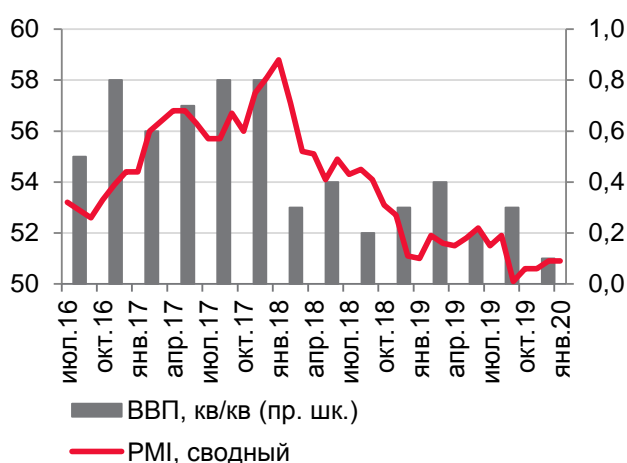
На первом в году заседании ЕЦБ по монетарной политике регулятор ожидаемо сохранил ставку по депозитам на прежнем уровне (-0,5%) и продолжил ежемесячную покупку активов в рамках QE на сумму в €20 млрд. евро. Вместе с этим было официально объявлено о начале стратегического обзора ДКП, который предположительно будет завершен к концу этого года. Наиболее важными темами обзора, как было известно и ранее, станут количественная формулировка цели ценовой стабильности, а также анализ эффективности и возможных негативных побочных эффектов инструмен-

тария регулятора. Кроме того, обзор затронет темы занятости, финансовой стабильности, климатических рисков и коммуникации регулятора.

Комментируя экономические перспективы еврозоны, К. Лагард отметила, что внешнеэкономический фон по-прежнему остается негативным, однако после подписания Первой фазы торгового соглашения между США и Китаем неопределенность немного снизилась.

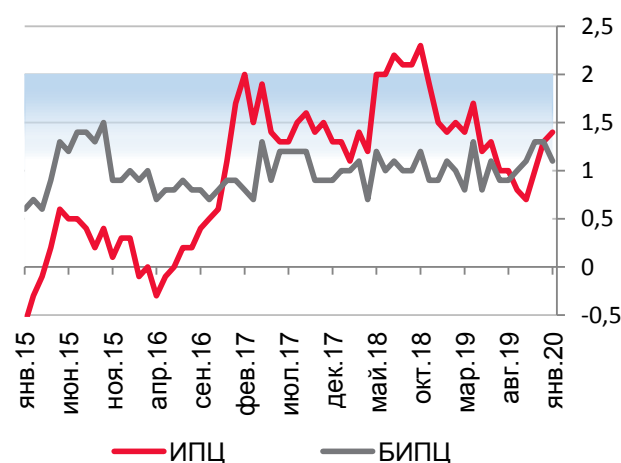
По предварительным оценкам, темпы роста ВВП еврозоны замедлились в IV квартале 2019 г. до 0,1% кв/кв, ниже ожиданий в 0,2%. При этом сводный PMI указывает на сохранение низких темпов роста в начале года (Рисунок 63). Неожиданным оказалось снижение выпуска в IV квартале в ряде крупных стран. Во Франции ВВП снизился на 0,1% кв/кв, что отчасти было обусловлено сбоями в работе портов, железных дорог и АЗС в результате массовых протестов и забастовок в связи с пенсионной реформой. ВВП Италии под конец года упал на 0,3% кв/кв, существенно ниже прогноза +0,1%. Неожиданное и крупнейшее с 2013 г. квартальное падение итальянского ВВП, вероятно, обусловлено рядом временных факторов. Хотя подробная разбивка еще не доступна, Istat указывает на падение добавленной стоимости в сельском хозяйстве³⁴, сокращение запасов, а также на то, что в IV квартале было на два рабочих дня меньше чем в III квартале³⁵. В результате за 2019 г. ВВП еврозоны, по предварительной оценке, вырос лишь на 1%. А опережающие индикаторы указывают на то, что рост экономики в ближайшее время останется на уровне темпов роста последних кварталов 2018 года.

Рисунок 63. Динамика ВВП еврозоны (% кв/кв) и композитного PMI (п.п.)



Источник: Bloomberg Finance L.P.

Рисунок 64. Динамика ИПЦ и базовой инфляции, % г/г



Источник: Bloomberg Finance L.P.

Рост инфляции еврозоны в январе с 1,3 до 1,4% был практически полностью обусловлен динамикой цен на энергоресурсы. Вместе с этим базовая инфляция снизилась в январе с 1,3 до 1,1% (Рисунок 64). Стабильно низкое инфляционное давление со-

³⁴ Вероятно, аномально плохая погода и наводнения в ноябре могли иметь негативное влияние на АПК и строительную активность.

³⁵ <https://www.istat.it/it/files//2020/01/Preliminary-estimate-of-GDP-4Q2019.pdf>

хранилось и на начало года, что вместе с замедлением темпов роста ВВП в IV квартале 2019 г. делает дальнейшее смягчение политики в 2020 г. более вероятным.

Рисунок 65. Чистый процент³⁶ банков, отметивших, что спрос на кредиты возрос



Источники: Bank Lending Survey, ECB.

Согласно банковскому опросу ЕЦБ³⁷, в IV квартале 2019 г. спрос фирм на кредиты снизился до минимума IV квартала 2013 г. (Рисунок 65). Впервые с I квартала 2014 г. доля банков, отметивших падение спроса на кредиты предприятий, оказалась выше доли банков, отметивших рост спроса. Снижение спроса было отмечено банками как в большинстве крупных, так и небольших стран еврозоны, причем снижение ожидается банками и в I квартале текущего года. Это может быть тревожным сигналом для ЕЦБ, учитывая то, что сентябрьский пакет мер отчасти должен был способствовать росту кредитования уже в IV квартале. Несмотря на снижение спроса со стороны предприятий, спрос на ипотечные и потребительские кредиты продолжил устойчивый рост (Рисунок 65). Тем самым ультранизкие процентные ставки ЕЦБ продолжают дифференцированно влиять на разные сегменты кредитного рынка, стимулируя в основном спрос на кредиты со стороны домохозяйств.

Великобритания: Банк Англии сохранил ключевую ставку на уровне 0,75% и основные параметры проводимой ДКП неизменными по итогам заседания

ВВП Великобритании замедлился в 2019 г. из-за более медленного роста мировой торговли и повышенной неопределенности по Brexit, и, по оценкам, Банка Англии, его рост был близок к нулю в IV квартале. Инфляция в декабре замедлилась до 1,3% г/г, базовая инфляция – до 1,4% г/г. Банк Англии признал, что в экономике оказалось больше «свободных мощностей», чем он оценивал ранее, и они оказывали дополни-

³⁶ Чистый процент определен как взвешенная разница между долями банков, отметивших, что спрос на кредиты возрос, и долями банков, отметивших, что спрос сократился. Взвешивание ответов проводилось на основе объема активов банков.

³⁷ https://www.ecb.europa.eu/stats/ecb_surveys/bank_lending_survey/html/ecb.blssurvey2019q4.

тельное понижательное давление на рост и инфляцию. Тем не менее в последнее время экономическая неопределенность снизилась, опросы указывают на рост потребительской уверенности, бизнес-оптимизма и желания инвестирования.

Регулятор намерен отслеживать, будут ли эти настроения транслироваться в макроэкономическую статистику. В отсутствие таких эффектов или сохранения слабого инфляционного давления в ближайшие месяцы можно ожидать снижения ставки. Это несколько более «ястребиная риторика» от главы Банка Англии, который при анонсировании пересмотра ДКП указывал на преимущества подхода риск-менеджмента – превентивного снижения ставки. Соответственно, рынок переоценил вероятности снижения ставки и ожидает снижения ставки теперь не на марттовском, а только на июльском заседании.

В дальнейшем регулятор ожидает постепенного накопления положительного разрыва выпуска на прогнозном горизонте и допускает превышение таргета инфляцией при текущих рыночных ожиданиях ставок (Рисунок 66). В случае реализации таких рисков регулятор будет вынужден прибегнуть к ужесточению политики в среднесрочный период, но пока вероятность такого сценария кажется небольшой.

Рисунок 66. Макроэкономические прогнозы регулятора

		ВВП, % г/г	Инфляция, % г/г	Безработица, %
2020	январь.20	0.8	1.5	4.0
	ноябрь.19	1.3	1.5	4.0
2021	январь.20	1.5	2.0	3.8
	ноябрь.19	1.8	2.0	3.8
2022	январь.20	1.8	2.3	3.5
	ноябрь.19	2.0	2.3	3.5

Источник: Банк Англии.

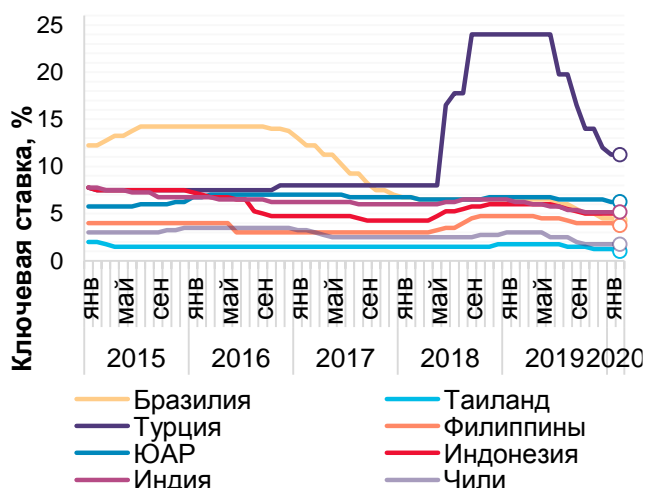
Решения по ДКП в СФР: экономическая ситуация остается неопределенной

В начале года центральные банки Турции и Южно-Африканской Республики (ЮАР) вновь преподнесли рынку сюрпризы, снизив ключевые ставки сильнее ожиданий: на 75 б.п., до 11,25% (вместо -50 б.п.) и на 25 б.п. до 6,25% (вместо сохранения ставки), соответственно. Центральные банки Бразилии (4,25%), Таиланда (1,0%) и Республики Филиппины (3,75%) также смягчили политику. Центральные банки Индии (5,15%), Индонезии (5%) и Чили (1,75%) сохранили ставки на прежнем уровне в соответствии с ожиданиями аналитиков (Рисунок 67).

Экономическая ситуация остается неопределенной: регуляторы продолжают пересматривать прогнозы по росту в сторону понижения. В Чили последние данные по экономической активности (месячный индекс экономической активности, Itases) демонстрируют, что социальные протесты оказали серьезное влияние на макроэкономику.

ческие показатели, в том числе на ситуацию на рынке труда. Ожидания потребителей и бизнеса также остаются пессимистичными. Текущее решение совета директоров соответствует декабрьскому сигналу на фоне роста фискальных издержек из-за социальных протестов и интервенций для поддержки национальной валюты (10 млрд долл. США).

Рисунок 67. Процентные ставки избранных центральных банков СФР, % годовых



Источник: Thomson Reuters

С инфраструктурными проблемами продолжает сталкиваться ЮАР, где нехватка электроэнергии, вызванная крупной кредитной задолженностью у государственной коммунальной службы Eskom (свыше 30 млрд долл. США), которую компания не в состоянии обслуживать, приводит к сбоям функционирования промышленных предприятий и горнодобывающего комплекса. Текущая экономическая ситуация увеличивает вероятность³⁸ дальнейшего понижения рейтинга ЮАР до спекулятивного³⁹.

Напротив, Центральный банк Бразилии повысил свой прогноз по экономическому росту на 2020 год с 1,8% до 2,2%, благодаря прошедшей в 2019 году пенсионной реформе и ожидаемому пересмотру налоговой системы. О постепенном восстановлении экономики страны также сигнализируют опережающие индикаторы: сводный индекс IHS Markit PMI вырос в январе до 52,2 п. (50,9 п. в декабре) за счет роста выпуска промышленных предприятий (с 50,2 п. до 51 п.) и расширения сектора услуг (с 51 п. до 52,7 п.). Отложенный эффект смягчения денежно-кредитной политики в 2019 году позволил регулятору дать сигнал о приостановке цикла снижения ставки.

По итогам года инфляция в Индонезии, ЮАР, Чили, Бразилии и Республике Филиппины остается в рамках целевых диапазонов. На динамику годовой инфляции в Чили (3% г/г) оказывают влияние ослабление национальной валюты и слабая экономическая активность. В Индонезии инфляция низкая и стабильная (2,7% г/г), сдерживает-

³⁸ <https://www.ft.com/content/7092ca78-3868-11ea-a6d3-9a26f8c3c3ba4>.

³⁹ В ноябре 2019 г. рейтинговое агентство Moody's уже снизило прогноз для ЮАР со «стабильного» до «негативного», отмечая вероятность потери инвестиционного рейтинга в I квартале 2020 года.

ся влиянием обменных курсов и импортных цен, а также заякориванием инфляционных ожиданий в целевом диапазоне. Южно-Африканский резервный банк пересмотрел прогноз по инфляции на фоне замедления инфляционных ожиданий. В Турции динамика инфляции соответствует прогнозу (11,8%), а ускорение годовых темпов роста цен связано с эффектом базы. В Таиланде годовая инфляция продолжает находиться ниже целевого диапазона за счет низкого спроса и цен на энергоносители. Инфляция в Бразилии остается стабильной вблизи целевого значения, несмотря на рост цен на мясные продукты, при этом ожидается усиление проинфляционного давления на фоне ускорения экономического роста.

Национальные валюты в Чили, ЮАР, Бразилии и Турции продолжают ослабевать по отношению к доллару США, а индонезийская рупия укрепляется на фоне положительной динамики платежного баланса.

Регуляторы отмечают уменьшение неопределенности на мировых рынках в связи с подписанием Первой фазы торгового соглашения между США и Китаем, а также появление предварительных сигналов стабилизации мировой экономики и некоторое улучшение показателей экономической активности в ключевых экономиках (в том числе по производству, новым экспортным заказам, предпринимательской уверенности), оказавшее положительное воздействие на финансовые рынки. Вместе с тем появились опасения относительно усиления глобальных рисков в связи с распространением нового коронавируса в Китае, что в начале 2020 г. отразилось в росте риск-премий, укреплении доллара США и снижении аппетита к риску на мировых финансовых рынках. Некоторые центральные банки уже отреагировали на рост рисков: одной из главных причин снижения ставки Банками Филиппин и Таиланда как раз стали риски замедления роста экономики из-за ситуации в Китае.

Особняком стоит решение Национального Банка Чехии: он неожиданно для рынка повысил ставку до 2,25% с 2,00%⁴⁰. Инфляция в конце 2019 г. вышла вверх за пределы целевого диапазона 1-3% впервые с конца 2012 года. НБЧ отметил рост инфляционного давления в экономике, который временно будет усилен влиянием изменения косвенных налогов и бюджетным стимулированием потребления.

1.3.2. Российские финансовые рынки пока устойчивы к ухудшению внешнего фона

- С начала года настроения инвесторов на мировых финансовых рынках определяли тремя основными событиями: ростом рисков на Ближнем Востоке, подписанием Первой фазы торговой сделки между США и Китаем и распространением коронавируса в Китае.
- Со второй половины января новости о быстром распространении новой болезни начали оказывать определяющее влияние на отношение к рисковому активу. На

⁴⁰ распределение голосов за повышение ставки и ее неизменность: 4 к 3

мировых рынках наметился переход инвесторов в защитные активы, что привело к снижению доходностей гособлигаций развитых стран: доходности 10-летних казначейских облигаций США снизились более чем на 40 б.п. (до уровня 1,50%).

- Распродажи прежде всего коснулись рынков акций и валютных рынков: по итогам первых торгов после длительных каникул по случаю китайского Нового года индексы CSI 300 и Shanghai Composite упали на 7,6% и 7,9%, соответственно. На валютных рынках с начала 2020 г. тайский бат потерял 3,8%, корейская вона 3,0%, чилийское и колумбийское песо – 6,1 и 4,2%, соответственно.
- Динамика российских финансовых рынков пока устойчива к росту внешних рисков. Стоимость российской риск-премии немного выросла с начала года (до 64 б.п.), но все еще находится вблизи минимальных уровней с 2007 года.
- Минфин увеличил план размещения ОФЗ в первом квартале до 600 млрд. рублей (против 450 млрд руб. в 2019 г.). На январских аукционах Минфин привлек 34% от запланированного в I квартале объема, при этом спрос в среднем в 2,36 раза превышал предложение, в том числе благодаря спросу со стороны нерезидентов.
- В целом, несмотря на внешние угрозы, начало года для рынка российских гособлигаций было относительно позитивным. Наклон кривой в сегменте 3-25 лет немного уменьшился (на 6 б.п.). Сильнее всего доходности снизились на длинном сегменте кривой (11-13 б.п.). Текущий уровень доходностей подразумевает, что инвесторы не исключают дополнительного снижения процентной ставки Банком России в 2020 году.

Глобальные рынки

Год на мировых финансовых рынках начался с роста напряженности на Ближнем Востоке, однако достаточно быстро появились признаки того, что конфликт будет иметь лишь ограниченные последствия для инвесторов. Подписание 15 января Первой фазы торговой сделки между США и Китаем помогли восстановить аппетит к риску, однако во второй половине января – начале февраля начали набирать силу опасения относительно вспышки коронавируса в Китае.

После открытия фондовых рынков в Азии 3 февраля, закрытых на многодневные каникулы по случаю празднования Нового года, индексы CSI 300 и Shanghai Composite упали на 7,6% и 7,9%, соответственно. Народный банк Китая принял решение о вливании ликвидности на чистую сумму 150 млрд юаней, а также о снижении ставки репо по операциям на 7 и 14 дней. Позднее решение о вливании ликвидности через операции репо на 1 и 14 дней приняла ФРС (на сумму – 94.5 млрд. долл. США).

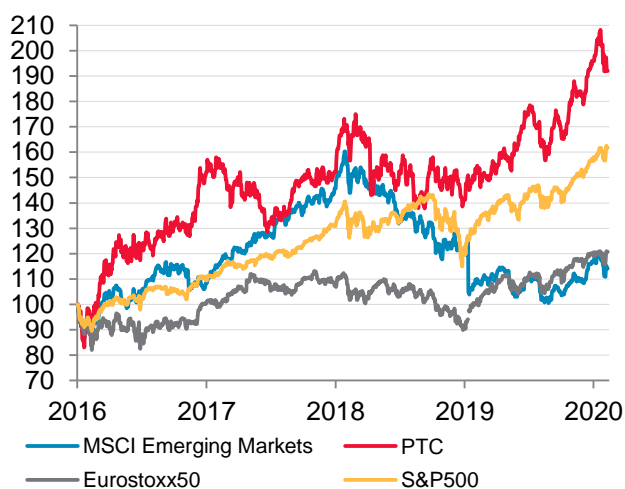
Рост опасений относительно распространения заболевания, его влияния на экономику Китая и других стран, уже привел к ухудшению настроения инвесторов и переключению в более защитные активы. С начала года доходности 10-летних казначейских облигаций снизились более чем на 40 б.п. (до уровня 1,50%). Доходности госбумаг

стран с формирующимися рынками также снижаются (10-летняя облигация Мексики – на 28 б.п., до 6,63%, Китая – на 14 б.п., до 3%, Кореи – на 11 б.п., до 1,56%).

Несмотря на появившийся в середине первой недели февраля оптимизм благодаря проведенным вливаниям ликвидности со стороны регуляторов, вывод о нормализации ситуации делать рано.

В случае ухудшения ситуации с распространением вируса, возможно дальнейшее ослабление интереса к рискованным активам и более масштабный отток капитала из стран с формирующимися рынками.

Рисунок 68. Динамика индексов акций (январь 2015 г. = 100)



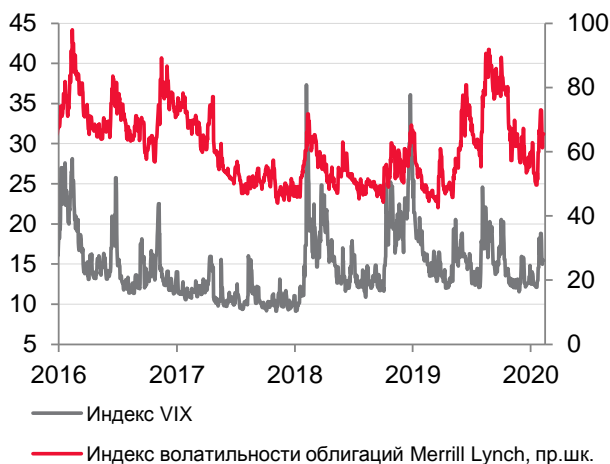
Источник: Bloomberg Finance L.P.

Рисунок 69. Динамика курсов валют развивающихся стран и доллара США



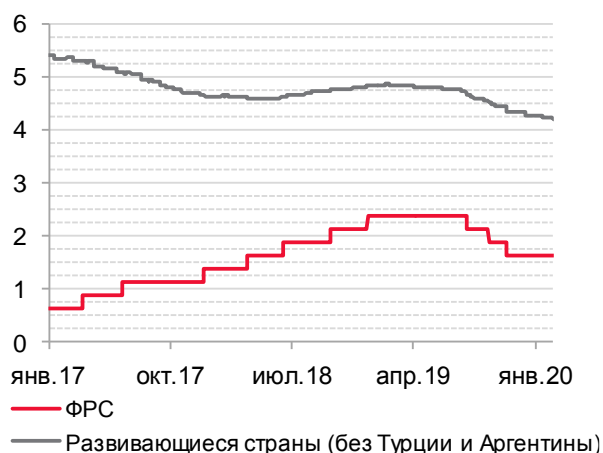
Источник: Bloomberg Finance L.P.

Рисунок 70. Динамика индексов волатильности



Источник: Bloomberg Finance L.P.

Рисунок 71. Динамика ключевых ставок центральных банков, % годовых



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

Российские рынки

Несмотря на внешние угрозы, российская риск-премия продолжает торговаться вблизи минимальных исторических уровней, достигнутых в июле 2007 года. В целом такая динамика соответствует общей картине изменений стоимости риска стран с формирующимися рынками.

Небольшой всплеск волатильности, вызванный неопределенностью относительно состава нового кабинета министров, был кратковременным, после чего инвесторы возобновили покупки в ОФЗ. Волатильность российского рубля также выросла перед назначением Правительства, однако уже к концу первой полноценной рабочей недели рубль отыграл часть потерь.

Российские финансовые рынки позитивно отреагировали на снижение Банком России процентной ставки 7 февраля на 25 б.п. до 6,0%. Само решение было ожидаемо, но сюрпризом стал сигнал о высокой вероятности дальнейшего снижения ставки на ближайших заседаниях. В результате, доходности ОФЗ снизились на 4-6 б.п. вдоль всей кривой после решения Банка России.

С начала года уменьшился наклон кривой ОФЗ в сегменте 3-25 лет (на 14 б.п.). Сильнее всего доходности снизились на среднем (5 лет: на 24 б.п.) и длинном (15-25 лет: на 21-23 б.п.) сегментах кривой. Текущий уровень доходностей подразумевает, что инвесторы не исключают дополнительного снижения ключевой ставки Банка России в 2020 году.

В течение всего января спрос на аукционах Минфина оставался высоким. За первый короткий месяц было проведено всего 3 аукциона, при этом Минфину удалось разместить ОФЗ номинальной стоимостью на 203 млрд рублей, это треть запланированного объема за квартал. В среднем объем спроса (по номиналу) превышал объем размещения в 2,36 раза, в том числе благодаря интересу нерезидентов к классическим ОФЗ с фиксированным купоном. При этом на аукционе 29 января объем спроса на новый флоатер ОФЗ 24021 превысил размещенный объем в 4,88 раза.

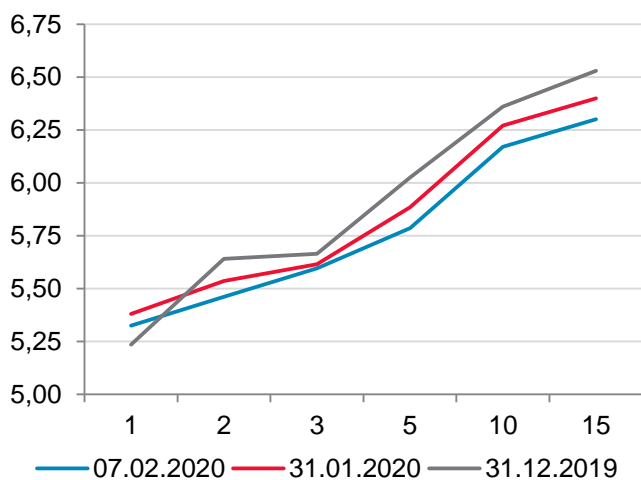
Такой интерес со стороны инвесторов связан с двумя факторами: во-первых, погашением флоатера ОФЗ-ПК-29011 на сумму 250 млрд рублей. Во-вторых, интересом к бумаге со стороны российских кредитных организаций. Мы уже писали о размещении Минфином флоатеров нового формата⁴¹ и большом спросе со стороны российских банков на этот тип бумаг. Мы предполагаем, что спрос на ОФЗ-ПК будет сохраняться в связи с потребностями банков по управлению позицией по процентному риску и отсутствием других ликвидных инструментов хеджирования.

Индексируемые на инфляцию ОФЗ-ИН также охотно раскупаются инвесторами на первичных размещениях. Помимо оценки уровня вмененной инфляции, стоимость индексируемой ОФЗ представляет интерес с точки зрения уровня реальной доходности, который инвесторы находят достаточным. На текущий момент только один «линкер»

⁴¹ См. бюллетень «О чем говорят тренды» за декабрь 2019 г., №8.

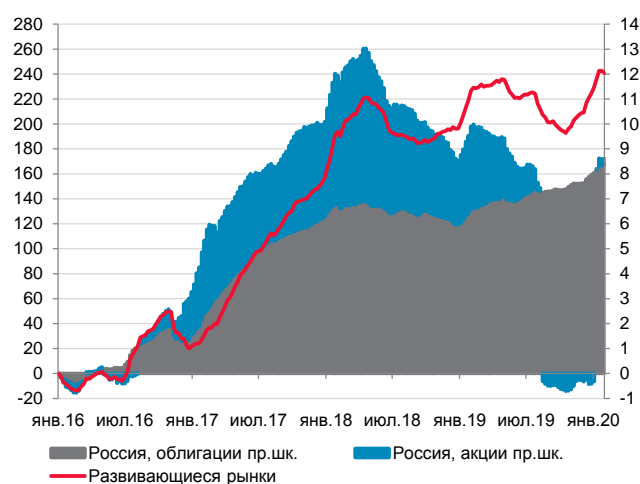
доступен для размещения – ОФЗ-ИН 52002 (с погашением в 2028 г.), который предлагался на аукционе 22 января. Спрос на эту бумагу в 1,88 раза превысил фактически размещенный объем, что свидетельствует об интересе рыночных участников к уровню реальной доходности около 2,8%.

Рисунок 72. Кривая доходности ОФЗ, %



Источник: Bloomberg Finance L.P.

Рисунок 73. Динамика потоков в фонды развивающихся стран и России, млрд. долл., накопленным итогом с начала 2016 года



Источник: EPFR.

Рисунок 74. Волатильность курса рубля и цены нефти



Источник: Bloomberg Finance L.P.

Рисунок 75. Процентный коридор Банка России и краткосрочная ставка рынка МБК, % годовых



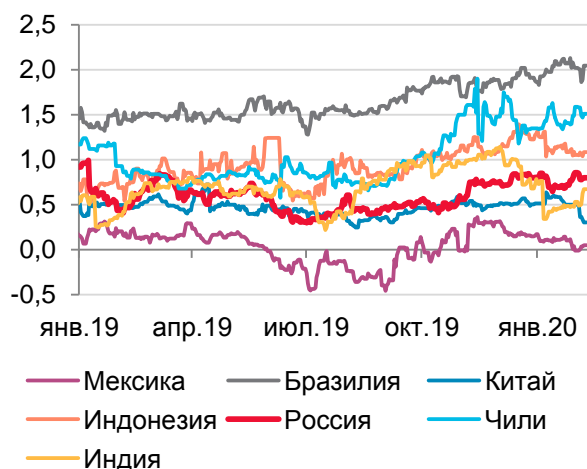
Источники: Банк России, Bloomberg Finance L.P.

Рисунок 76. Динамика 5-летних CDS в России и развивающихся странах



Источник: Bloomberg Finance L.P.

Рисунок 77. Разница доходности 10- и 2-летних гособлигаций стран с формирующимися рынками, п.п.



Источник: Bloomberg Finance L.P.

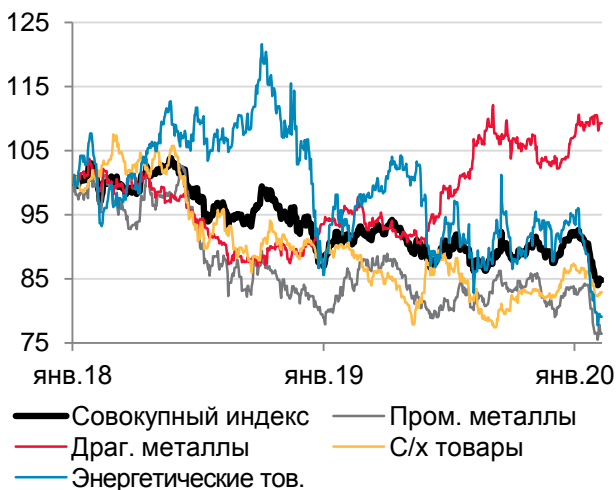
1.3.3. Коронавирус привел к падению цен на сырьевые товары

- Риски временного, но существенного сокращения спроса из-за распространения китайской пневмонии обрушили цены сырьевых товаров, цена нефти Urals опустилась до 54 долл./баррель.
- Дополнительное давление на цену нефти оказало ухудшение перспектив балансировки рынка жидкого топлива и заявление главы Международного энергетического агентства о большом излишке нефти на рынке в настоящее время.
- Смягчило падение нефтяных котировок подписание Первой фазы соглашения между США и Китаем, остановка экспорта нефти из Ливии и обсуждение странами ОПЕК+ дополнительных мер по ограничению предложения нефти на рынке.
- Активность сланцевых производителей США продолжает замедляться. Банки ужесточают условия кредитования, количество банкротств растет.
- Однако рост добычи сланцевой нефти продолжается благодаря активному повышению эффективности деятельности, в том числе за счет структурных факторов.
- Цена прибыльности добычи сланцев сохраняется около 55 долл./баррель.

За период с середины декабря по 7 февраля индекс цен сырьевых товаров Bloomberg потерял 6%, опустившись до минимального значения с начала 2016 года. Цены энергетических товаров снизились на 15%, промышленных металлов – на 7%, сельскохозяйственных товаров – на 2% при росте цен драгоценных металлов на 5% (Рисунок 78). За тот же период цена нефти Urals упала на 19% с переходом фьючерсной кривой на коротком и среднем участках из положения бэквордации в контан-

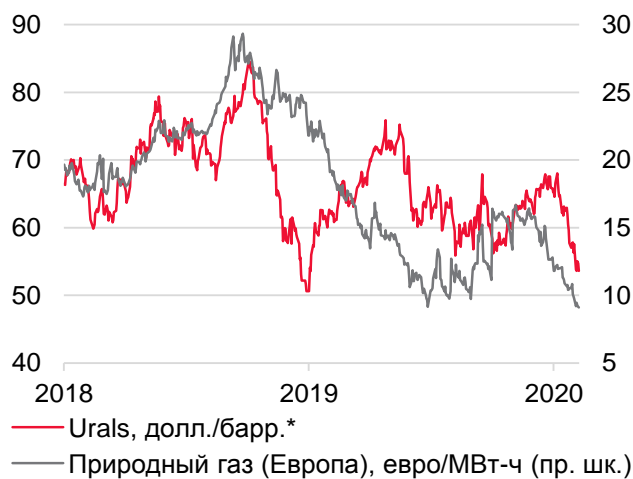
го⁴². Цена природного газа на европейском рынке упала на 33%, прежде всего из-за теплой зимы (Рисунок 79).

Рисунок 78. Индексы Bloomberg цен товаров и металлов (01.01.2016 = 100)



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

Рисунок 79. Цена нефти и газа



* Средние котировки в портах Роттердам и Аугусто.
Источники: Bloomberg Finance L.P., Thomson Reuters, расчеты ДИП.

Основное негативное влияние на цены сырьевых товаров оказали риски распространения эпидемии коронавируса. Канал влияния – ожидаемое снижение спроса на сырьевые товары вследствие снижения экономической активности, прежде всего спроса на авиаперевозки. Неопределённость конечного влияния на динамику спроса на нефть высокая. По оценкам Goldman Sachs, повторение масштабов распространения пневмонии 2003 г. снизит потребление нефтепродуктов в 2020 г. на 0,26 млн барр. в день (2/3 – авиатопливо), а цену нефти – почти на 3 долл./баррель. При этом руководители крупных НПЗ Китая ожидают, что даже в случае прохождения пика заболеваемости в ближайшие недели падение потребления только в I квартале внутри страны составит примерно 2,5 млн барр. в день (около 0,6 млн барр. в день в среднем в год).

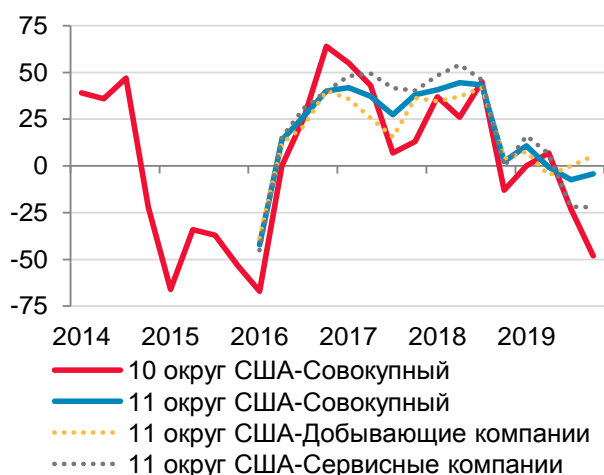
Дополнительное давление на цену нефти оказало ухудшение перспектив балансировки рынка жидкого топлива. В январских отчетах ведущие международные организации (Управление энергетической информации США (EIA), Международное энергетическое агентство (МЭА) и ОПЕК) повысили оценки роста производства жидкого топлива в странах вне ОПЕК (за пределами США), что не полностью компенсировалось пересмотром вверх прогноза роста мирового спроса и снижением прогноза роста предложения в странах ОПЕК. Распространение коронавируса должно ухудшить прогноз роста спроса. Глава МЭА Ф. Бирол заявил, что мир «наводнен нефтью».

⁴² Контанго (бэквордация) фьючерсной кривой – положение, характеризующееся ценой фьючерса в каждом следующем месяце выше (ниже), чем в предыдущем.

Поддержку нефтяным ценам оказали подписание Первой фазы соглашения между США и Китаем, улучшившее перспективы роста мировой экономики, и возобновление военного противостояния в Ливии, фактически остановившее экспорт нефти из страны (около 1 млн барр. в день). Смягчило падение нефтяных котировок также обсуждение странами ОПЕК+ дополнительных мер по ограничению предложения нефти на рынке: продление текущих квот и/или дополнительное их сокращение. При этом, по данным Bloomberg, позиции лидеров ОПЕК+ пока расходятся.

Ключевую роль на нефтяном рынке продолжает играть сланцевая индустрия США. При этом в условиях снижения с конца 2018 г. нефтяных цен она проходит через важную структурную перестройку.

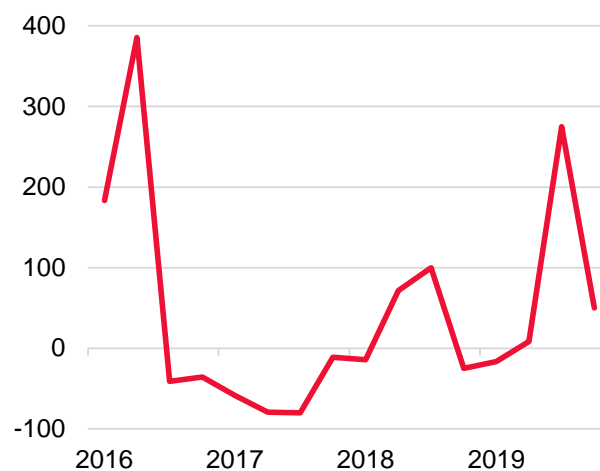
Рисунок 80. Индекс бизнес-активности нефтегазовых компаний 10-го и 11-го округов США*, к/к, п.п.



* Показывает превышение доли компаний с ростом активности над долей компаний со снижением активности.

Источники: ФРБ Даллас, ФРБ Канзас Сити.

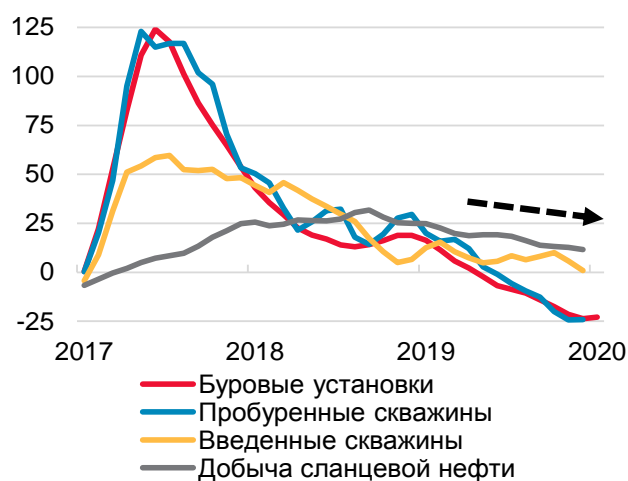
Рисунок 81. Рост числа банкротств нефтяных компаний США, % г/г



Источник: Haynes and Boone, LLP.

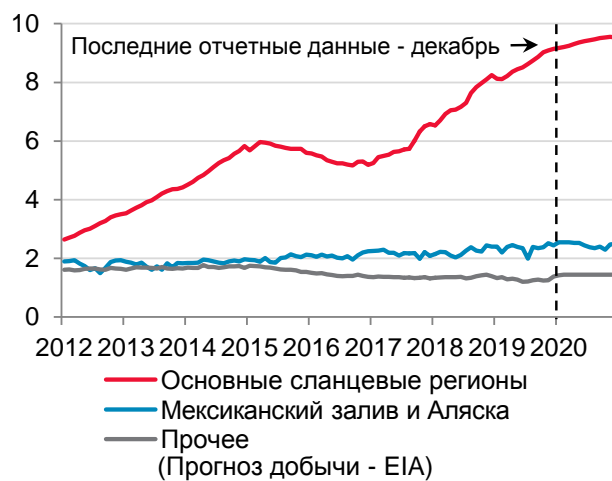
Во втором полугодии 2019 г. значительно снизилась бизнес-активность нефтяных компаний (Рисунок 80) и произошел всплеск числа банкротств (Рисунок 81). Месячные показатели указывают на продолжающееся замедление роста или падение годовых темпов роста основных показателей сланцевой индустрии (Рисунок 82). В опросах компании отмечают продолжающееся снижение склонности банков к кредитованию и ухудшение его условий, что, в частности, объясняется тем, что фактическая добыча на многих скважинах ниже ожидаемой. В этих условиях компании вынуждены сокращать издержки, в том числе объемы разведывательного бурения, и занятость.

Рисунок 82. Рост основных показателей сланцевой индустрии США (среднее за 2 мес.), % г/г



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

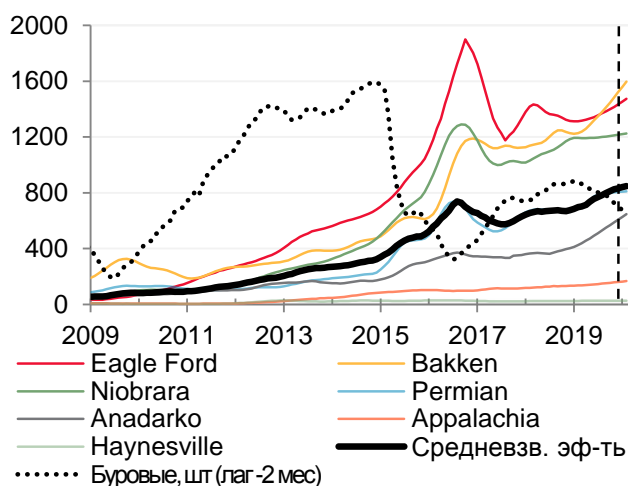
Рисунок 83. Добыча нефти в США по видам месторождений, млн барр. в день



Источники: EIA, расчеты ДИП.

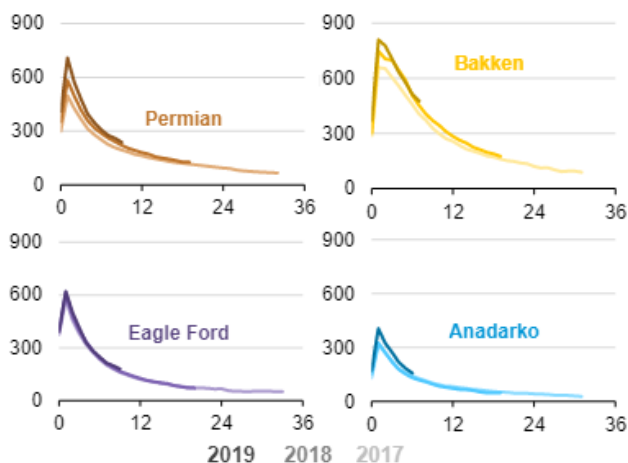
Однако, несмотря на негативные тренды, рост добычи сланцевой нефти продолжается (Рисунок 83). Ни один из отслеживаемых нами источников (EIA, IHS, Natixis, Rystad Energy, МЭА, ОПЕК) не ожидает снижения добычи в этом году – лишь замедления роста или стабилизации.

Рисунок 84. Число буровых установок и эффективность добычи нефти в сланцевых бассейнах США (барр. на буровую установку)



Источники: EIA, расчеты ДИП.

Рисунок 85. Средняя добыча нефти в бассейнах США, барр. в месяц после ввода месторождения

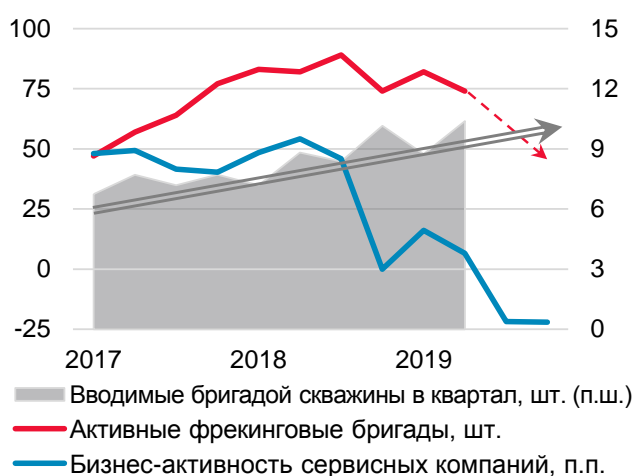


Источник: EIA.

Это объясняется продолжающимся активным повышением эффективности деятельности компаний. Устойчиво растет эффективность бурения во всех сланцевых бассейнах США (Рисунок 84). По оценкам EIA, за 2019 г. добыча нефти на месторождениях Permian (~1/2 совокупной добычи сланцев) выросла в среднем на ~20% (Рисунок 85). Другие бассейны также показали заметный рост. Во многом рост носит циклический характер и вызван смещением бурения в сторону лучших месторождений (*sweet spots*), а потому, вероятно, не сможет поддерживаться длительное время. Одна-

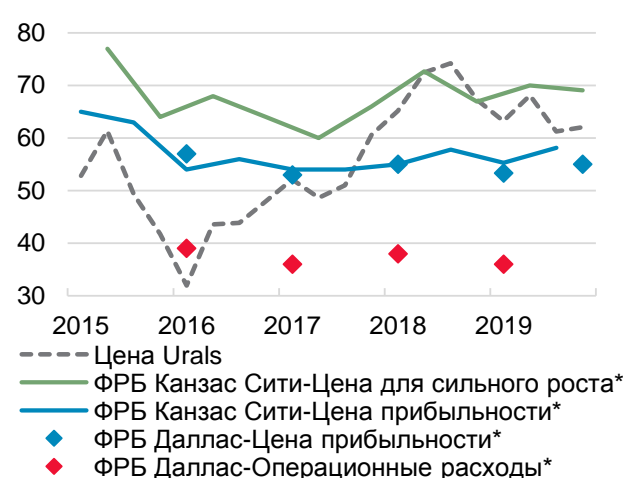
ко структурный фактор также играет большую роль. Так, оценки Rystad Energy показывают, что только за период с III квартала 2018 г. по II квартал 2019 г., несмотря на снижение числа активных фрекинг-бригад в Delaware (большая часть бассейна Permian) на 17%, количество введенных ими месторождений увеличилось на 3% (Рисунок 86). Вероятно, во второй половине 2019 г. тренды продолжились. Повышение эффективности деятельности сланцевых компаний происходит также за счет постепенного поглощения крупными компаниями мелких с ростом экономии на масштабе.

Рисунок 86. Число фрекинг-бригад в Delaware (Permian) и их эффективность



Источники: Rystad Energy, ФРБ Даллас.

Рисунок 87. Цена нефти Urals*, требуемая для покрытия операционных издержек, прибыльности добычи и сильного роста добычи на основных месторождениях США, долл./барр.



* Оценки в опросах для нефти WTI. Они скорректированы на премию Urals к WTI для нормальных периодов.

Источники: ФРБ Даллас, ФРБ Канзас Сити, Bloomberg Finance L.P., расчеты ДИП.

Сланцевые компании сохраняют за собой роль основных игроков и маргинальных производителей на рынке. Недавний опрос ФРБ Далласа (~2/3 добычи сланцевой нефти) показал небольшой рост цены прибыльности добычи, но в целом уже длительное время она сохраняется на стабильном уровне. Для нефти Urals (с корректировкой на премию Urals к WTI для нормальных периодов) – это примерно 55 долл./барр. (Рисунок 87). В среднесрочном периоде цена нефти может стабилизироваться возле этого уровня (если не произойдет заметного роста технической и финансовой эффективности сланцевых производителей).

2. ВЗГЛЯД В БУДУЩЕ: ОПЕРЕЖАЮЩИЕ ИНДИКАТОРЫ

2.1. О чем говорят опережающие индикаторы по России?

2.1.1. Индексная оценка ВВП: рост экономики постепенно ускоряется

- Наша финальная индексная оценка ВВП на IV квартал 2019 г. составила +0,3 – 0,4% к/к SA, немного повысившись по сравнению с аналогичной оценкой в декабре. Согласно расчетам на текущих ретроспективных рядах по ВВП, опубликованным Росстатом, это соответствует росту российской экономики на 1,2% по итогам 2019 г. в целом.
- Текущие оценки также указывают на вероятность умеренного ускорения экономического роста в первом полугодии 2020 г., в результате чего темпы роста экономики будут в полной мере соответствовать ее потенциалу или даже незначительно превысят его. Рост в I квартале 2020 г. с учетом краткосрочных статистических данных, доступных на конец января, оценивается на уровне +0,4% к/к SA, в II квартале 2020 г. – в диапазоне +0,4–0,5% SA.
- Наши текущие краткосрочные модельные прогнозы пока еще базируются лишь на немногих вышедших к настоящему моменту январских оперативных данных. Поэтому в дальнейшем они могут быть скорректированы по мере выхода новой статистической информации в ближайшие месяцы.

	Январь % к/к SA	Декабрь % к/к SA
IV квартал 2019 года	0,3–0,4	0,3
I квартал 2020 года	0,4	0,3–0,4
II квартал 2020 года	0,4–0,5	0,4

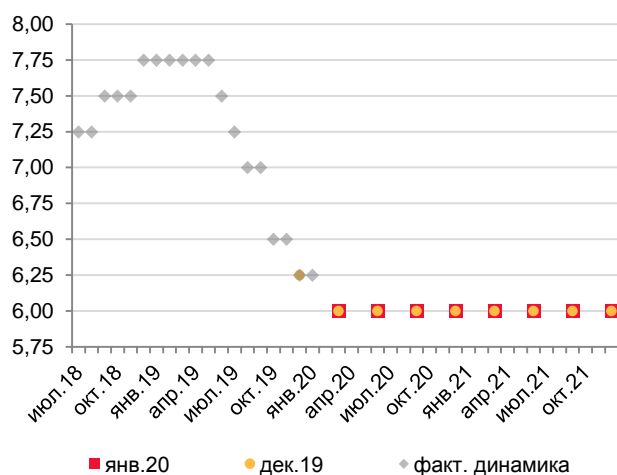
2.1.2. Консенсус-прогноз Bloomberg: инфляционные ожидания аналитиков остаются заякоренными

- Инфляционные ожидания аналитиков, опрошенных Bloomberg в январе, практически не изменились. Возвращение инфляции к 4% и ее стабилизация на этом уровне ожидается в середине 2021 года. Это говорит о том, что среднесрочные ожидания аналитиков остаются заякоренными.

- Из консенсус-прогноза следует, что произошедшее в 2019 г. снижение ключевой ставки Банком России вкпе с другими факторами окажется достаточным для возврата инфляции к цели: предполагалось лишь одно снижение ключевой ставки на 25 б.п., до 6% в I квартале 2020 г. и ее стабилизация на этом уровне до конца 2021 года.

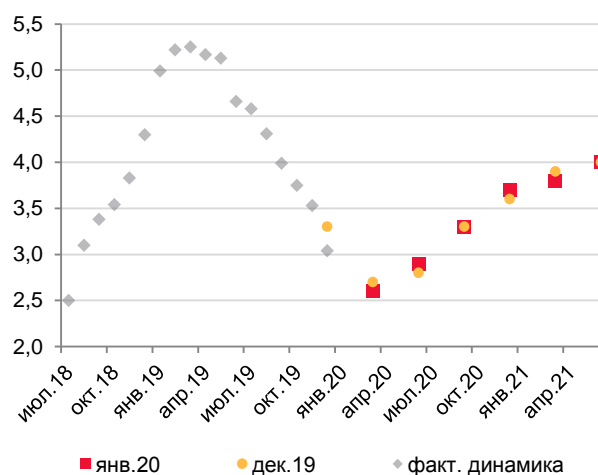
Опрос Bloomberg, проведенный в январе, показывает, что ожидания финансовых аналитиков по динамике инфляции на ближайшие несколько кварталов остались практически неизменными: к концу 2020 г. инфляция ускорится до 3,7% и вернется к 4% к середине 2021 г. (Рисунок 88). Возможно, аналитики еще в полной мере не учли в своих прогнозах по инфляции влияние нового пакета мер, представленных Президентом во время Послания Федеральному собранию, либо оценили его как незначительное.

Рисунок 88. Ожидания аналитиков по ключевой ставке Банка России, % годовых



Источник: Bloomberg Finance L.P.

Рисунок 89. Ожидания аналитиков по инфляции, % г/г



Источник: Bloomberg Finance L.P.

Консенсус-прогноз указывает на ожидавшееся снижение ключевой ставки Банка России на 25 б.п. до 6,0% в I квартале и ее стабилизацию на этом уровне вплоть до конца 2021 г. (Рисунок 89). Ожидания аналитиков по динамике ставки остаются неизменными с ноября. Разброс прогнозов на конец 2020 г. невелик: от 5,5 до 6,0%.

Департамент исследований и прогнозирования

Александр Морозов

Директор

Владислав Абрамов

Ирина Богачева

Сергей Власов

Александра Живайкина

Наталья Карлова

Татьяна Кузьмина

Екатерина Петренева

Мария Помельникова

Светлана Попова

Алексей Поршаков

Елена Пузанова

Арина Сапова

Юлия Ушакова

Анна Цветкова

Дмитрий Чернядьев

Ксения Яковлева