



Банк России

№ 8 (36)



# О ЧЕМ ГОВОРЯТ ТРЕНДЫ

## Макроэкономика и рынки

Бюллетень Департамента исследований и прогнозирования

ДЕКАБРЬ 2019

## СОДЕРЖАНИЕ

КРАТКОЕ СОДЕРЖАНИЕ	3
1. ИТОГИ	5
<b>1.1. Инфляция</b>	<b>5</b>
1.1.1. Сезонно сглаженный рост цен в ноябре немного ускорился	5
1.1.2. Цены производителей продолжили снижение в октябре	12
<b>1.2. Экономическая динамика</b>	<b>13</b>
1.2.1. Рост базовых отраслей в октябре вновь ускорился	13
1.2.2. Промышленность продолжает расти	15
1.2.3. Индексы PMI в ноябре: усиление деловой активности в сфере услуг	19
1.2.4. В октябре потребительский спрос оживился	22
1.2.5. Безработица – вновь на минимуме	25
1.2.6. Стабилизация роста розничного кредитования	26
1.2.7. Уменьшение профицита счета текущих операций	31
1.2.8. Бюджет стал оказывать стимулирующее влияние на экономику	33
<b>1.3. Глобальная экономика, финансовые и товарные рынки</b>	<b>37</b>
1.3.1. Большинство центральных банков берет паузу в смягчении ДКП	37
1.3.2. Рост волатильности на финансовых рынках Латинской Америки пока носит локальный характер	45
1.3.3. Страны ОПЕК+ уменьшили квоты в борьбе с излишком нефти на рынке	50
2. ВЗГЛЯД В БУДУЩЕЕ: ОПЕРЕЖАЮЩИЕ ИНДИКАТОРЫ	53
<b>2.1. Глобальные опережающие индикаторы</b>	<b>53</b>
2.1.1. Глобальный сводный PMI в ноябре вырос впервые за последние четыре месяца	53
<b>2.2. О чем говорят опережающие индикаторы по России?</b>	<b>54</b>
2.2.1. Индексная оценка: рост ВВП в первом полугодии 2020 года ожидается на уровне потенциала	54
2.2.2. Инфляционные ожидания аналитиков остаются заякоренными	55
3. В фокусе. Облигации с защитой от инфляции как источник информации об инфляционных ожиданиях	57

Бюллетень подготовлен Департаментом исследований и прогнозирования по данным на 15.12.2019.  
 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](mailto:dip_bulletin@mail.cbr.ru)

Фото на обложке: Shutterstock.com  
 Адрес: 107016, Москва, ул. Неглинная, 12  
 Официальный сайт Банка России: [www.cbr.ru](http://www.cbr.ru)  
 © Центральный банк Российской Федерации, 2019

## КРАТКОЕ СОДЕРЖАНИЕ

### 1. Итоги

- В ноябре годовая инфляция понизилась до 3,5%. Динамика потребительских цен, превалирование краткосрочных дезинфляционных рисков и текущий уровень инфляционного давления в экономике указывают на дальнейшее временное замедление инфляции ниже уровня 3% в начале 2020 года. К концу 2020 г. произойдет возврат инфляции к 4%. Этому будет способствовать оживление экономической активности, прекращение действия временных дезинфляционных факторов, а также принятые решения по денежно-кредитной политике, которые действуют с запаздыванием во времени. Все еще повышенные и незаякоренные инфляционные ожидания населения и бизнеса указывают на сохранение связанных с этим среднесрочных проинфляционных рисков. По нашим оценкам, произошедшее в III квартале 2019 г. некоторое ускорение темпов роста российской экономики продолжилось в IV квартале 2019 г. и сохранится в первом полугодии 2020 года. Этому будет способствовать оживление потребительского спроса, рост бюджетных расходов, смягчение денежно-кредитных условий и в целом благоприятная ситуация на российском финансовом рынке.
  - За продолжающимся замедлением инфляции стоят преимущественно временные дезинфляционные факторы, связанные с хорошим урожаем большинства сельхозкультур, укреплением рубля с начала года, а также – с выходом из расчета инфляции эффекта от повышения НДС и индексации тарифов на коммунальные услуги в январе 2019 года. 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 на фоне оживления внутреннего спроса в экономике наметились признаки усиления инфляционного давления. По нашим расчетам, в предстоящие месяцы они сформируют тренд на возврат инфляции к уровню 4% к концу 2020 года.
  - Рост российской экономики продолжает ускоряться и, по оценкам, выйдет на потенциальные темпы в первом полугодии 2020 года. Ускорение роста внутреннего спроса происходит благодаря оживлению потребительских расходов домохозяйств, а также стимулирующей бюджетной политике со второй половины 2019 года. Сохраняющийся положительный кредитный импульс от роста кредитования поддерживает внутренний спрос в экономике. Замедление инфляции способствует росту реальных доходов населения и потребительского спроса. Постепенно смягчаясь, денежно-кредитные условия в настоящее время как минимум не препятствуют росту экономической активности. В совокупности это позволяет компенсировать негативное влияние на динамику российского экспорта пониженных темпов роста мировой экономики.
  - Умеренный аппетит к риску на глобальных финансовых рынках, включая российский, сохраняется на фоне появления первых признаков стабилизации роста мировой экономики. Вместе с тем, остаются значимыми риски сползания мировой экономики в рецессию в условиях продолжающихся торговых споров.

## 2. Взгляд в будущее

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

## 3. В фокусе. Облигации с защитой от инфляции как источник информации об инфляционных ожиданиях

- Цены индексируемых на инфляцию облигаций содержат косвенную информацию об инфляционных ожиданиях участников финансового рынка. В России на данный момент в обращении находятся два выпуска таких бумаг.
- Вмененная инфляция, определяемая как разница между доходностью ОФЗ с постоянным купоном и ОФЗ с привязкой к инфляции с одним сроком погашения, в последние месяцы держится значительно ниже уровня 4%, хотя еще год назад была выше 5%. Однако преждевременно на основании этого делать вывод о снижении в таком масштабе и за такой относительно короткий период инфляционных ожиданий участников рынка, причем до уровней ниже цели Банка России по инфляции. Для более корректной оценки инфляционных ожиданий рынка показатель вмененной инфляции нужно скорректировать на различные факторы, в числе которых – премия за инфляционный риск, премия за ликвидность, разница в базе начисления купонов и другие факторы.
- Значительные различия в структуре держателей ОФЗ с постоянным купоном и ОФЗ с привязкой к инфляции и в их поведенческих моделях могут значительно влиять на динамику показателя вмененной инфляции. Например, она может быть занижена в периоды ожидания снижения процентных ставок и активного наращивания позиций участниками рынка в ОФЗ-ПД и завышена в периоды сокращения позиций основными держателями.

## 1. ИТОГИ

### 1.1. Инфляция

Годовая инфляция остается на нисходящем тренде. Краткосрочные дезинфляционные риски пока по-прежнему преобладают над проинфляционными на фоне укрепления рубля в этом году и успешного завершения сезона уборки в растениеводстве. В результате годовой рост потребительских цен в декабре–январе продолжит замедляться.

За быстрым замедлением инфляции по-прежнему стоит большое количество значимых временных факторов. Рост цен, отличающихся низкой волатильностью и устойчивостью к действию временных факторов, остается ниже уровня, соответствующего 4%-процентной инфляции.

Вместе с тем появились признаки, сигнализирующие об усилении инфляционных процессов в будущем. Так, в ноябре рост потребительских цен на услуги с поправкой на сезонность несколько превысил 4% в пересчете на год. Ускорился рост мировых цен на продовольствие.

Произошедшие в этом году 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 сохраняющиеся повышенными инфляционные ожидания.

На среднесрочном горизонте проинфляционные риски преобладают над дезинфляционными. Среди основных 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.

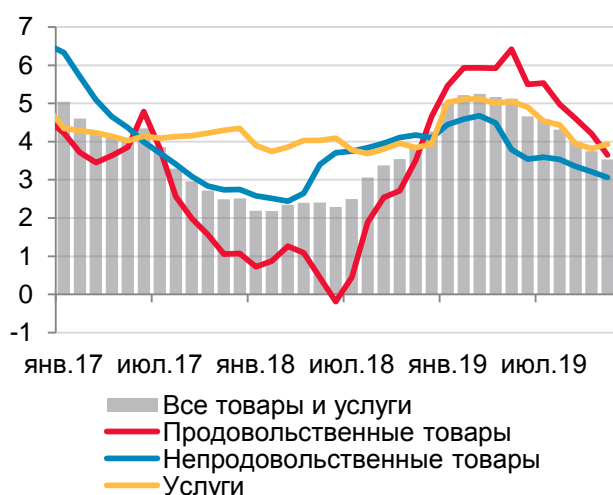
#### 1.1.1. Сезонно сглаженный рост цен в ноябре немного ускорился

- В ноябре потребительские цены выросли на 0,28% м/м, что привело к снижению годовой инфляции до 3,53% после 3,75% в октябре. Основной вклад в замедление годовой инфляции продолжают вносить продовольственные товары.
- Сезонно сглаженный темп роста потребительских цен ускорился до 0,19% м/м после 0,16% м/м в октябре за счет небольшого ускорения динамики цен в сегменте продовольственных товаров и услуг. Укрепление рубля, наблюдаемое с начала года, продолжает оказывать сдерживающее влияние на потребительские цены, в особенности – на динамику цен непродовольственных товаров.

- Сезонно скорректированный темп роста цен в секторе услуг ускорился (до 0,38% м/м SA в ноябре после 0,28% м/м SA в октябре), превысив 4% в аннуализированном выражении, то есть в пересчете на год. Возможно, это связано с некоторым оживлением потребительского спроса.
- При этом оценки модифицированных показателей базовой инфляции продолжают находиться ниже уровня, соответствующего инфляции 4%.
- Если в декабре темп прироста потребительских цен останется на уровне ноября с поправкой на сезонность (т.е. 0,2% м/м SA, что соответствует 0,5% м/м NSA), инфляция по итогам года составит 3,2%.

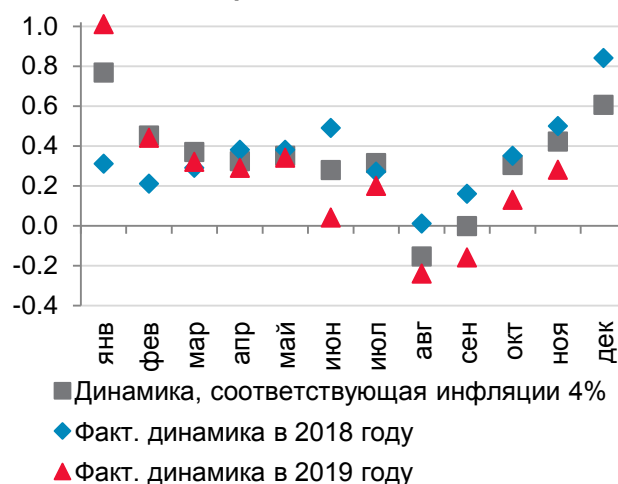
Согласно данным Росстата, в ноябре годовая инфляция составила 3,53% после 3,75% в октябре (Рисунок 1).

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



Источник: Росстат.

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



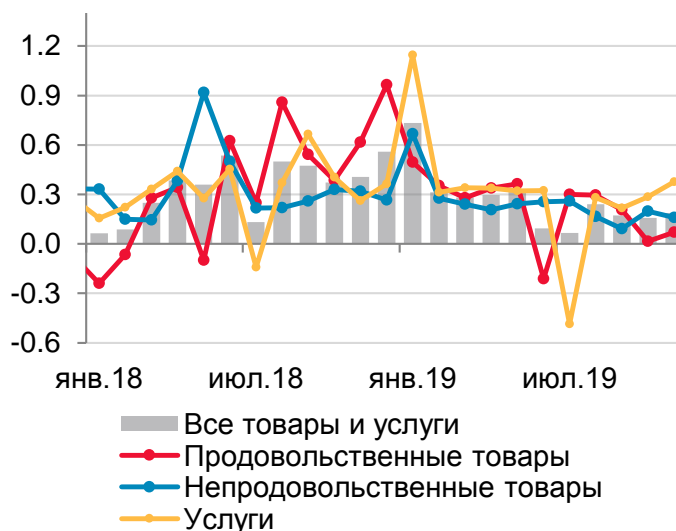
Источники: Росстат, расчеты ДИП.

Расчет сделан с учетом разделения индексации тарифов на коммунальные услуги в 2019 г. на два периода – январь и июль.

Годовой темп роста цен на продовольственные товары сократился до 3,65% в ноябре с 4,21% в октябре. Существенный вклад в замедление годовой продовольственной инфляции продолжила вносить динамика цен на сахар, что обеспечено увеличением объемов производства сахарной свеклы. Продолжилось снижение темпов роста цен на мясо и птицу, во многом обеспеченное эффектом высокой базы конца прошлого года, когда цены на мясопродукты росли ускоренными темпами вследствие восстановления баланса спроса и предложения, а также воздействия ряда временных факторов.

На рынке непродовольственных товаров инфляция замедлилась менее значительно (3,06% в ноябре после 3,21% в октябре), а на рынке услуг – ускорилась до 3,93% в ноябре после 3,82% в октябре.

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



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

Значения за ноябрь являются предварительными оценками.

За месяц цены выросли на 0,28% м/м. Сезонно скорректированный темп роста потребительских цен немного ускорился до 0,19% с 0,16% м/м SA в октябре за счет динамики цен в сегменте продовольственных товаров и услуг (Рисунок 3). Это по-прежнему ниже траектории, соответствующей 4%-ной инфляции, однако по сравнению с сентябрем–октябрем разрыв немного сократился (Рисунок 2).

Отставание от данной траектории по-прежнему в значительной степени определяется низкими темпами роста цен на продовольствие. Цены на продовольствие в ноябре повысились на 0,07% м/м SA после 0,02% м/м SA в октябре. Основным фактором послужило прекращение снижения цен на куриные яйца и молоко (Рисунок 5). Темп снижения цен на плодоовощную продукцию, напротив, ускорился, что обеспечено высоким сбором урожая многих сельхозкультур. Без учета динамики цен на яйца, молоко, овощи и фрукты сезонно скорректированный темп роста цен на продовольственные товары в ноябре практически не изменился по сравнению с уровнем октября, составив 0,10% м/м SA (после 0,20% м/м SA в июле–сентябре).

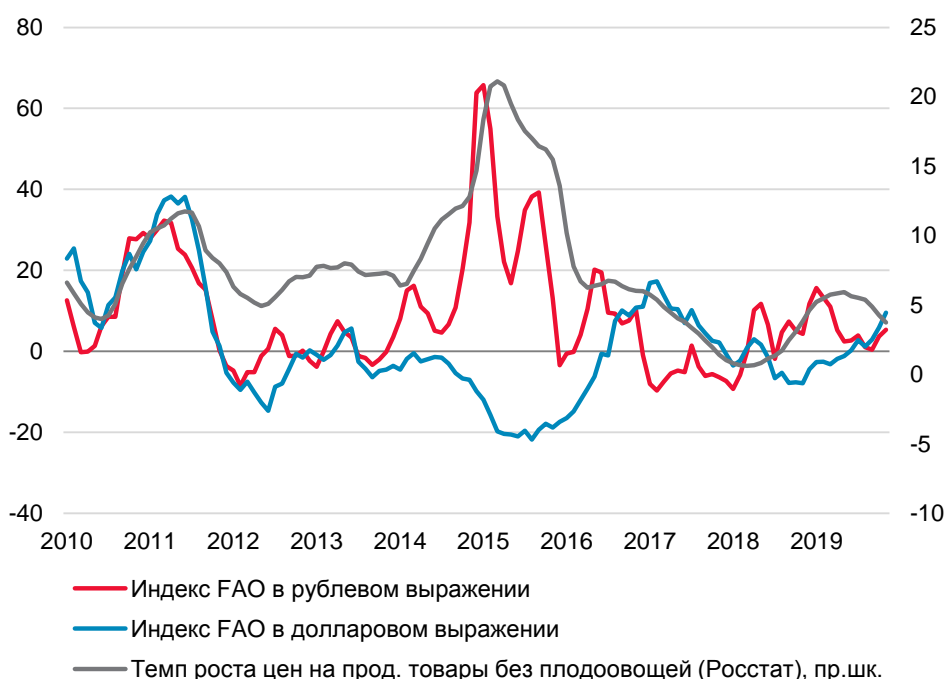
Наблюдаемые в последние месяцы сдержанные темпы роста цен на продовольственные товары обеспечены, в первую очередь, влиянием ряда временных факторов, таких как укрепление рубля с начала года, повлиявшее на значительное замедление роста мировых цен на продовольствие в рублевом выражении. Кроме того, благоприятно на динамике продовольственных цен сказался структурный фактор: рост внутреннего производства агропродукции, связанный с ранее сделанными инвестициями<sup>1</sup>. Тем не менее на среднесрочном горизонте проинфляционные риски со стороны динамики цен на продовольствие преобладают над дезинфляционными. Так, снижение прибыльности производителей на отдельных продовольственных рынках в условиях растущего

<sup>1</sup> См. раздел 3. «Фокус-секция: увеличение производства сельскохозяйственной продукции внесло вклад в замедление инфляции» бюллетеня «О чем говорят тренды» за октябрь 2019 г., №7 (35).

объема производства может привести к выбытию неэффективных предприятий и повышению рыночной концентрации и маржи, что в свою очередь может негативно отразиться на динамике цен. К такому же негативному эффекту на рост цен может привести открытие зарубежных рынков для российских экспортеров сельскохозяйственной продукции. Цены на некоторые виды продукции в России сейчас ниже мировых, поэтому появление возможности экспорта приведет к их увеличению.

Помимо исчерпания действия временных факторов в виде переизбытка предложения на некоторых рынках, ускорению роста может способствовать повышение мировых цен на продовольствие<sup>2</sup>, динамика которых достаточно тесно коррелирована с динамикой внутренних цен (Рисунок 4).

**Рисунок 4. Динамика мировых и отечественных цен на продовольственные товары, % г/г**



Источники: Росстат, FAO, расчеты ДИП.

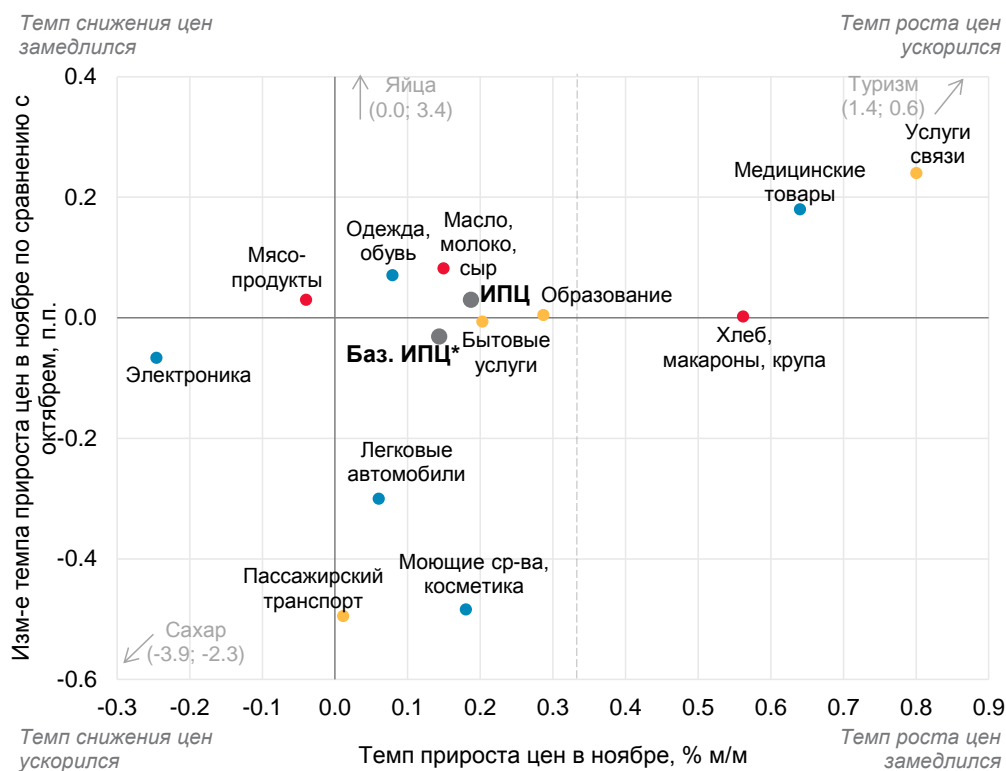
Ускорение сезонно скорректированного темпа роста было характерно и для динамики цен в секторе услуг (0,38% м/м SA в ноябре после 0,28% м/м SA в октябре). В результате сезонно скорректированный темп роста цен на услуги превысил 4% в аннуализированном выражении, то есть в пересчете на год. При этом рост цен ускорился преимущественно на рыночные услуги, более гибко реагирующие на динамику потребительского спроса, в том числе услуги в сфере культуры и санаторно-оздоровительные. Существенно ускорился темп роста цен на услуги зарубежного туризма, что может быть связано с тем, что Росстат при формировании данной категории рассматривает в

<sup>2</sup> За октябрь–ноябрь рост долларового индекса цен на продукты FAO составил 4,7%, рублевого – 2,2%.



основном туристические поездки в европейские страны<sup>3</sup>, стоимость которых повысилась в том числе за счет роста цен на авиаперевозки в данном направлении.

**Рисунок 5. Сезонно сглаженные темпы роста цен в ноябре и их изменение относительно октября, % м/м**



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

\* Баз. ИПЦ – среднее из оценок модифицированных показателей базовой инфляции, рассчитанных методом усечения и методом исключения наиболее волатильных компонент.

Пунктирной линией обозначен уровень, соответствующий инфляции 4%.

Темп роста цен непродовольственных товаров незначительно замедлился, составив 0,16% м/м SA в ноябре после 0,20% м/м SA в октябре. Основное сдерживающее влияние оказала динамика цен на легковые автомобили, электротовары, а также парфюмерию и косметику, что во многом является следствием укрепления рубля, наблюдаемого с начала года.

Подтверждением этому служит то, что цены на электротовары достаточно сильно зависят от динамики курса (Рисунок 6), при этом спрос в целом остается стабильным. Так, согласно данным Gfk<sup>4</sup>, опубликованным в начале ноября, оборот рынка бытовой техники и электроники за III квартал 2019 г. вырос на 0,7% г/г, а за I–III кварталы – на 4,6% г/г. Отмечается, что существенный рост продаж характерен для рынка малой бытовой электроники (+5,9% г/г в III квартале) и телекоммуникаций (+5,0% г/г в III кварта-

<sup>3</sup> В структуре потребительских расходов, применяемой для расчета ИПЦ, услуги зарубежного туризма занимают 1,79%, из которых 1,32% приходится на поездки в европейские страны.

<sup>4</sup>ТЕМАХ Reports. «Результат GfK ТЕМАХ России по III кварталу 2019 г.». 06.11.2019.

ле). Рост спроса отмечается и по данным ритейлера «Связной»<sup>5</sup>, согласно которым за январь–сентябрь рост продаж на российском рынке смартфонов составил 8% г/г в денежном выражении и 2% г/г – в физическом.

**Рисунок 6. Динамика цен на электротовары и бытовые приборы и изменение курса рубля к доллару США, %, январь 2010 г. = 100%**



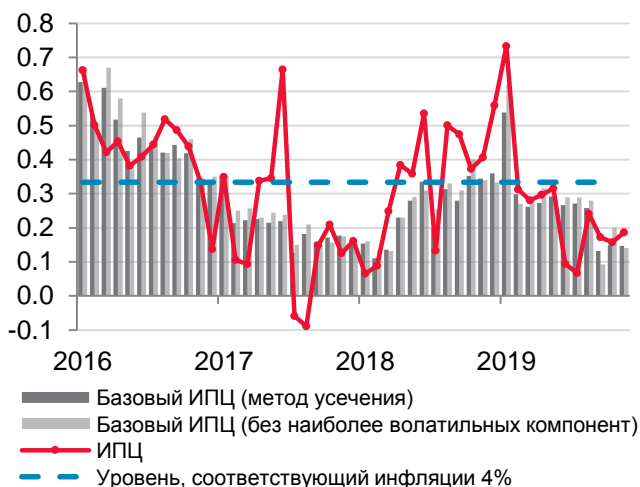
Источники: Росстат, CEIC.

\* Снижение показателя означает укрепление российского рубля к доллару США, рост – обесценение.

Среднее из оценок модифицированных показателей базовой инфляции понизилось до 0,14% м/м (в октябре – 0,17% м/м) (Рисунок 7). Ситуация, при которой оценки находятся ниже уровня общего роста потребительских цен, связана с тем, что модифицированные показатели базовой инфляции все же подвержены влиянию временных факторов, к которым в частности относится динамика курса рубля. Тем не менее, даже после поправки на влияние динамики курса, оценки находятся ниже уровня, соответствующего инфляции 4% (Рисунок 7). Однако, опыт 2017–2018 гг показывает, что оценки могут поменяться очень быстро в сторону повышения. Это затрудняет интерпретацию таких и аналогичных им оценок в анализе инфляционного давления в экономике.

<sup>5</sup> ООО «Сеть Связной». [«Россияне приобрели почти 20 млн смартфонов за 9 месяцев 2019 года». 17.10.2019.](#)

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



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

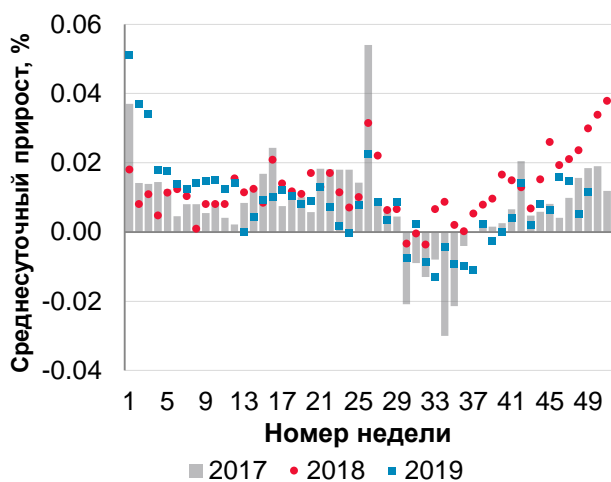
**Рисунок 8. Модифицированный показатель базовой инфляции, %, скользящий за 3 месяца в годовом выражении**



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

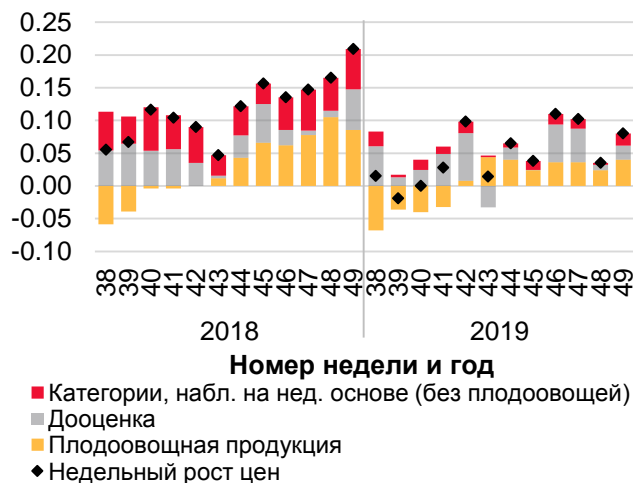
В первые дни декабря потребительские цены продолжили расти гораздо более низкими темпами по сравнению с сопоставимым периодом прошлого года (Рисунок 9). Темп роста стоимости плодоовощной продукции и остальной наблюдаемой на недельной основе корзины остается сдержанным, учитывая сезонность (Рисунок 10).

**Рисунок 9. Среднесуточный рост цен, %**



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

**Рисунок 10. Декомпозиция недельных темпов роста цен, п.п.**



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

Если в декабре темп прироста потребительских цен останется на уровне ноября с поправкой на сезонность (0,2% м/м SA, 0,5% м/м NSA), инфляция по итогам года составит 3,2%.

### 1.1.2. Цены производителей продолжили снижение в октябре

- В октябре цены производителей промышленных товаров снизились на 4,9% г/г после снижения на 1,2% г/г в сентябре (Рисунок 11). Ускорение снижения отмечается в динамике цен производителей как добывающих, так и обрабатывающих отраслей.
- На протяжении всего второго полугодия существенный вклад в замедление инфляции в промышленности вносит динамика цен производителей отраслей, связанных с энергоресурсами (добыча нефти, производство нефтепродуктов), что обусловлено снижением мировых цен на нефть.
- Динамика прироста цен производителей многих потребительских товаров стала отрицательной (Рисунок 12). Снижение цен в годовом выражении отмечается в отраслях переработки мясопродуктов, производства масел, сахара, бытовой электроники. Это указывает на отсутствие в настоящее время давления со стороны цен производителей (инфляции издержек) на потребительские цены в указанных секторах. Вместе с тем, ситуация может быстро поменяться, как это произошло в начале 2018 года.

**Рисунок 11. Динамика индекса цен производителей и индекса потребительских цен, % г/г**



Источник: Росстат.

**Рисунок 12. Изменение цен на некоторые товары<sup>6</sup>, % г/г**



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

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

<sup>6</sup> В расчете использовались сопоставимые товары в структуре ИПЦ и ИЦП, а именно: мясопродукты, рыбопродукты, масло и жиры, молочная продукция, макаронные изделия, сахар, чай, кофе, одежда, обувь, моющие и чистящие средства, парфюмерно-косметические товары, бытовая электроника, мебель. Они составляют более 30% от потребительской корзины.

## 1.2. Экономическая динамика

Рост российской экономики продолжает ускоряться и, по оценкам, выйдет на потенциальные темпы в первом полугодии 2020 года.

Ускорение роста внутреннего спроса благодаря оживлению потребительских расходов домохозяйств, увеличению госзакупок товаров и услуг, а также госинвестиций играет в этом ведущую роль. Сохраняющийся положительный кредитный импульс от роста кредитования поддерживает внутренний спрос в экономике. Постепенно смягчаясь, денежно-кредитные условия в настоящее время как минимум не препятствуют росту экономической активности. В совокупности это позволило компенсировать негативное влияние на динамику российского экспорта пониженных темпов роста мировой экономики.

Дальнейшее увеличение бюджетных расходов в 2020 г. и смягчение денежно-кредитных условий ускорят рост российской экономики в ближайшие кварталы при отсутствии значимых внешнеэкономических шоков, среди которых – возможный новый раунд торможения мировой экономики.

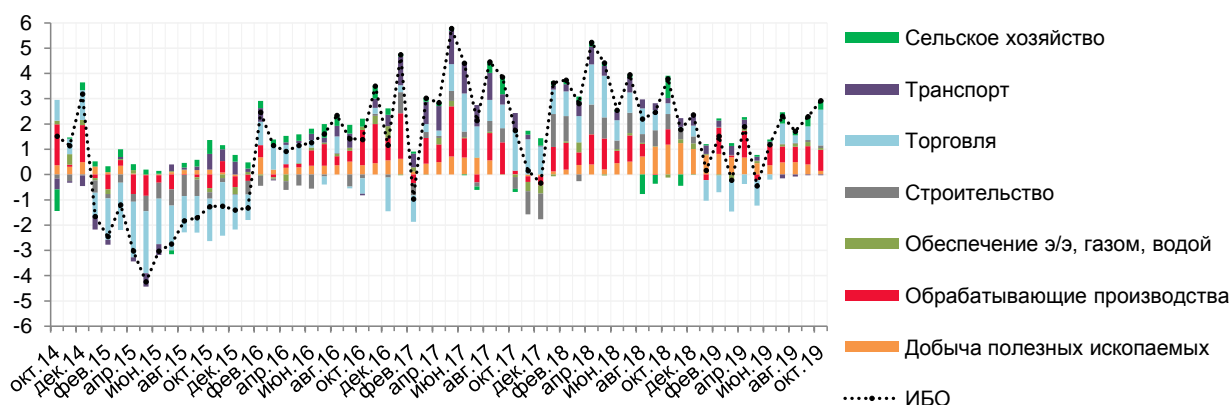
### 1.2.1. Рост базовых отраслей в октябре вновь ускорился

- В октябре выпуск продукции базовых отраслей в годовом выражении увеличился за счет улучшения динамики в розничной и оптовой торговле, обрабатывающей промышленности и строительстве.
- Остальные базовые отрасли также внесли положительный вклад, несмотря на замедление темпов роста.
- Исключением стал транспортный комплекс, где на протяжении нескольких месяцев сохраняется негативная динамика.

В октябре рост выпуска продукции базовых отраслей (ИБО)<sup>7</sup> в годовом выражении ускорился (2,9% г/г против 2,3% г/г в сентябре), достигнув максимальных значений с октября 2018 г. (Рисунок 13). Сохранение в дальнейшем обозначенных тенденций в динамике позволит рассчитывать на позитивные данные по ВВП за IV квартал (Рисунок 14).

<sup>7</sup> Рассчитано путем агрегирования семи 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 2016 году.

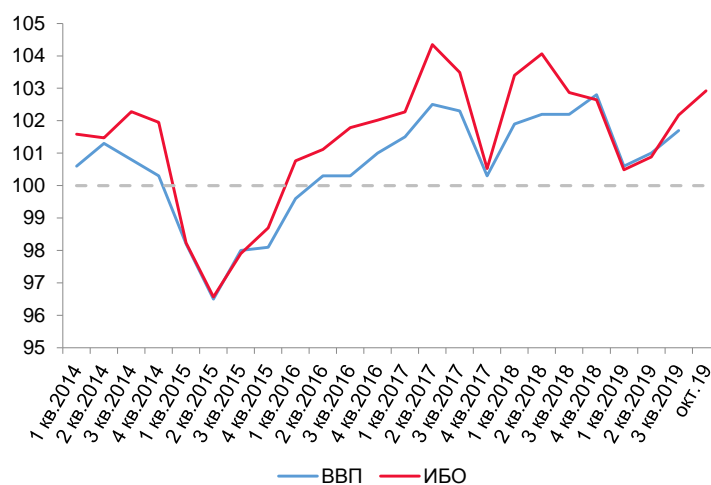
Рисунок 13. Вклад отраслевых компонент в динамику ИБО в 2014–2019 гг., % г/г



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

В октябре положительный вклад в динамику ИБО внесли практически все базовые отрасли (кроме транспортного комплекса), но основной рост обеспечен за счет торговли, обрабатывающей промышленности и строительства.

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



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

Наибольший вклад в рост ИБО внесла торговая деятельность за счет резкого увеличения продаж в розничном и оптовом звене. В *розничной торговле* рост ускорился до 1,6% г/г после 0,7% г/г в сентябре. На динамику повлияло ускорение продаж как по продовольственной (+1,3% г/г), так непродовольственной (+2,0% г/г) группам товаров. Рост розничных продаж частично способствовал увеличению оборота *оптовой торговли* (на 8,0% г/г против 4,6% месяцем ранее), который также поддерживался улучшением показателей в обрабатывающей промышленности. Ускорению роста оптовой торговли мог способствовать рост бюджетных расходов: по нашим оценкам, расходы расширенного бюджета на закупки товаров и услуг в октябре выросли на 18,5% г/г в реальном выражении. Основную прибавку по оптовым продажам дали Центральный,

Северо-Западный и Приволжский федеральные округа, которые в совокупности осуществляют около 75% всех оптовых продаж в стране.

В *обрабатывающей промышленности* в октябре темпы роста производства выросли до 3,7% г/г (3,2% г/г в сентябре) за счет увеличения выпуска в большинстве основных отраслей, за исключением металлургии (-4,3% г/г), автотранспортных средств (-6,6% г/г) и прочих транспортных средств (-5,6% г/г).

В *строительстве* динамика объемов работ в октябре продолжала ускоряться (до +1,0% г/г с +0,8% в сентябре). Указанные тенденции также совпадают с данными обследования Росстата предприятий строительной отрасли за III квартал, где наблюдается некоторое улучшение деловой активности в строительстве в части роста портфеля заказов, увеличения уровня загрузки мощностей и физического объема работ.

В *сельском хозяйстве* в октябре темп роста производства продукции сохранил высокий уровень относительно 2018 г., но с небольшим замедлением по сравнению с прошлым месяцем (5,2% г/г после 5,6% г/г в сентябре). Устойчивый рост наблюдался как в растениеводстве, так и в животноводстве. Уборка основной продукции растениеводства пока не завершена. Согласно предварительным данным Росстата, собранный на 1 ноября урожай превысил прошлогодний уровень по зерновым и зернобобовым (+7,0% г/г), сахарной свекле (+19,9% г/г), подсолнечнику (+24,1% г/г). В то же время по картофелю и овощам объемы отстают на 1,6% г/г и 0,9% г/г соответственно, но к концу уборки могут подтянуться до уровня прошлого года. В животноводстве растущая динамика сохраняется как в мясном (+3,6% г/г), так и в молочном (+3,8%) направлениях.

В *добыче полезных ископаемых* рост составил 0,9 г/г после 2,5% г/г в сентябре. Это прежде всего следует связывать со снижением добычи сырой нефти (-1,3% г/г) на фоне выполнения соглашения ОПЕК+.

Снижение добычи сырой нефти частично сказалось на показателях в *транспортном комплексе*. В октябре грузоперевозки сократились на 0,2% г/г. Одной из причин как раз является снижение погрузки нефти и нефтепродуктов на железнодорожном транспорте (-3,7% г/г), что стало основным фактором, сказавшимся на показателях железнодорожных перевозок в октябре (-0,1% г/г после +1,3% месяцем ранее). Также отмечается сокращение перевозок на внутреннем водном, морском и воздушном транспорте (около 2% в общем объеме перевозок).

### 1.2.2. Промышленность продолжает расти

- В октябре годовой рост промышленного производства несколько замедлился – до 2,6% г/г, по сравнению с сентябрем выпуск увеличился на 0,3% м/м SA.
- Добыча полезных ископаемых снизилась на 0,4% м/м SA за счет сокращения добычи нефти, уровень которой при этом остается выше квот ОПЕК+.
- Обрабатывающая промышленность в октябре увеличила выпуск продукции на 0,7% м/м SA, годовой темп роста ускорился до 3,7% г/г.

- Рост обрабатывающей промышленности был вызван увеличением производства промежуточных товаров, прежде всего в нефтепереработке, которая продолжает восстанавливаться после выхода НПЗ из ремонтов.
- Производство потребительских товаров в целом росло, за исключением автомобилей. Динамика производства инвестиционных товаров находится под влиянием значительных колебаний объемов производства электроники и прочих транспортных средств.

Рост промышленного производства в октябре составил 2,6% г/г и, согласно оценкам с очисткой на сезонность, на 0,3% м/м SA (Рисунок 15).

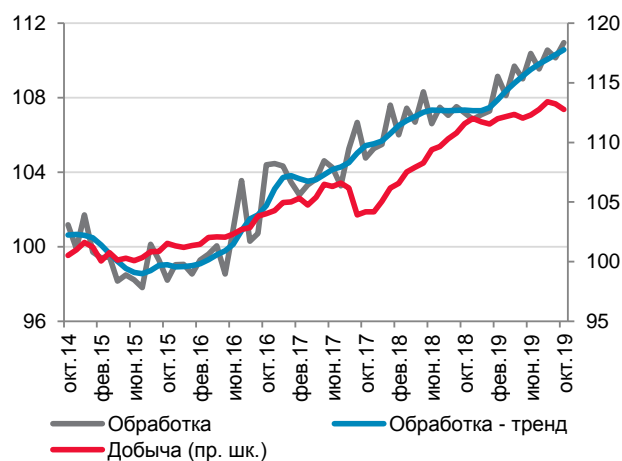
Динамика добычи полезных ископаемых в октябре сдерживала рост промышленности. Годовой прирост замедлился до 0,9% г/г, что является самым низким показателем с января 2018 года. По сравнению с сентябрем добыча упала на 0,4% м/м SA (Рисунок 16). Причиной слабой динамики сектора стало снижение добычи нефти на 0,2% м/м. Однако текущий объем добычи по-прежнему превышает уровень квот согласно соглашению ОПЕК+.

**Рисунок 15. Динамика индекса промышленного производства (2012 г. = 100)**



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

**Рисунок 16. Динамика индексов добычи полезных ископаемых и обрабатывающего производства (2012 г. = 100)**



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

В целом сектор добычи полезных ископаемых сдерживает не только добыча сырой нефти, но и замедление годовых темпов роста объема предоставляемых услуг. В октябре отрасль частично восстановилась после падения в сентябре, однако по сравнению с прошлым годом выпуск увеличился на 4,8% г/г, тогда как в начале года этот показатель составлял в среднем 10% г/г.

Годовой рост обрабатывающей промышленности в октябре продолжил ускорение, достигнув 3,7% г/г. Высокие показатели были достигнуты благодаря положительному вкладу отдельных отраслей, электроники и нефтепереработки (Рисунок 18). По сравнению с сентябрем обрабатывающая промышленность показала рост на 0,7% м/м SA.



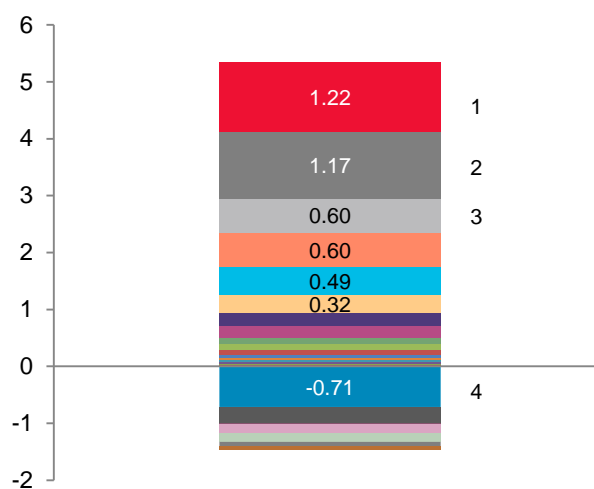
**Рисунок 17. Вклады отдельных отраслей в прирост выпуска добывающей промышленности в октябре, % г/г**



- 1 Уголь
- 2 Предоставление услуг
- 3 Сырая нефть и природный газ

Источники: Росстат, расчеты ДИП.

**Рисунок 18. Вклады отдельных отраслей в прирост выпуска обрабатывающей промышленности в октябре, % г/г**



- 1 Компьютеры, электронные и оптические изделия
- 2 Нефтепереработка
- 3 Пищевые продукты
- 4 Metallургия

Источники: Росстат, расчеты ДИП.

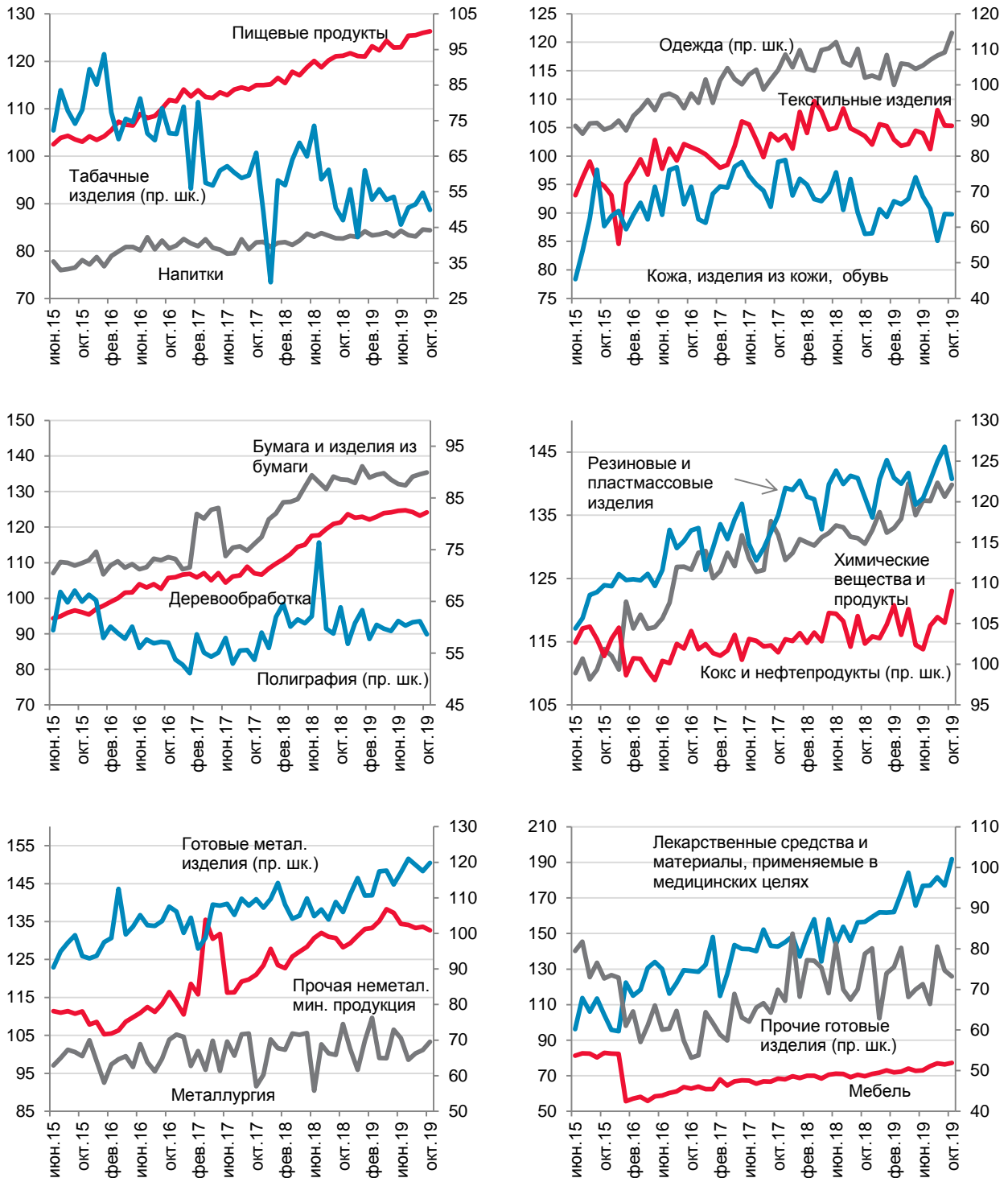
Основной положительный вклад внесли отрасли *промежуточного спроса*. Однако это произошло во многом благодаря разовым факторам. С одной стороны, нефтепереработка продемонстрировала нехарактерно высокий для себя рост +3,7% м/м SA, продолжив восстановление после спада в летние месяцы. Тем самым отрасль превысила уровень выпуска, наблюдавшийся весной до начала активных ремонтных работ (Рисунок 19). С другой стороны, выпуск металлургии продолжает колебаться: в октябре он увеличился на 2,2% м/м SA, но это не позволяет говорить о значимых позитивных трендах в отрасли (Рисунок 18). Так, несмотря на то, что черная металлургия в октябре прибавила 1,2% м/м SA, ожидается сохранение слабой динамики отрасли на фоне негативного тренда мирового выпуска стали. В свою очередь, устойчивый положительный тренд среди отраслей *промежуточного спроса* можно выделить в химической промышленности (в октябре +1,3% м/м SA); благодаря расширению мощностей такая динамика может сохраняться в ближайшее время.

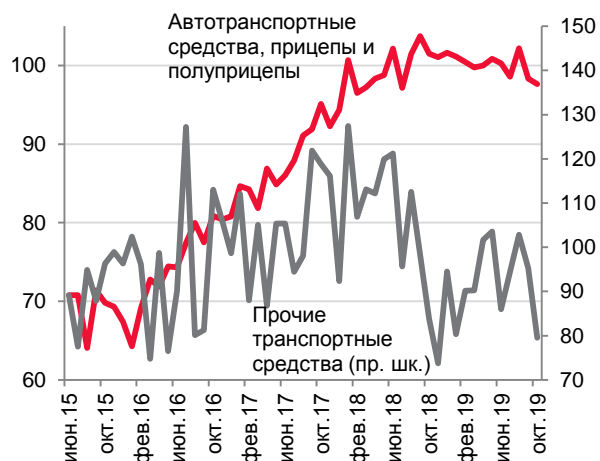
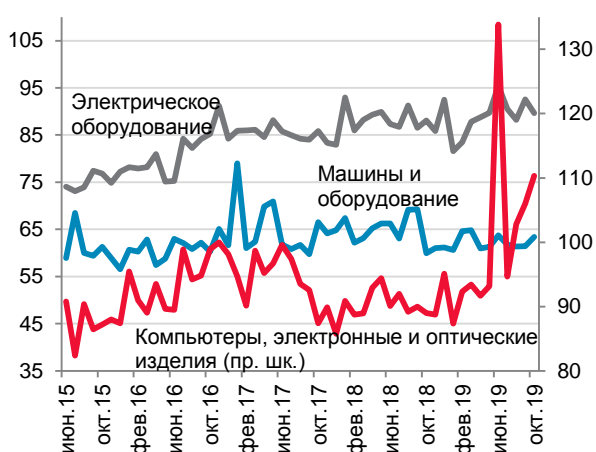
В октябре отрасли *инвестиционного спроса* оказали разнонаправленное влияние на обработку в целом. Положительный вклад внесло увеличение выпуска электроники на 4,1% м/м SA, что может быть связано с временным фактором экспортных поставок в Турцию. Отметим, что второй месяц подряд снижалось производство железнодорожной техники, где прервался устойчивый положительный тренд, сформировавшийся еще в феврале.

По итогам октября объем выпуска *потребительских* товаров, по нашим оценкам, снизился. Однако в секторе сохраняется положительный тренд, который продиктован главным образом положительной динамикой в крупнейшей отрасли – пищевой промышленности (+0,3% м/м SA в октябре). Также можно отметить уверенный рост в фармацевтике (+8,4% м/м SA). Производство потребительских товаров длительного пользо-

вания сохраняет негативный тренд. Во многом это продиктовано сокращением выпуска автомобилей (-3,4 % м/м SA) при сохраняющейся крайне умеренной динамике продаж.

**Рисунок 19. Динамика производства отраслей обрабатывающей промышленности, декабрь 2012 г. = 100%, сезонность устранена**





Источники: Росстат, расчеты ДИП.

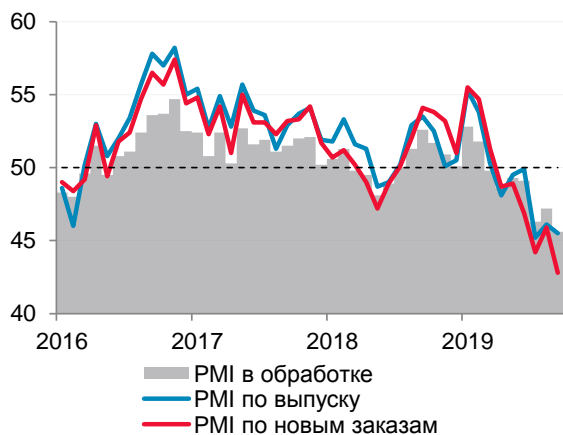
### 1.2.3. Индексы PMI в ноябре: усиление деловой активности в сфере услуг

- В ноябре индекс IHS PMI в секторе услуг продолжает указывать на существенное расширение деловой активности (55,6 п.). Ключевым драйвером роста стало устойчивое расширение внутреннего спроса (54,3 п.).
- PMI в обрабатывающем секторе в ноябре 2019 г. значительно снизился до 45,6 п., минимума с мая 2009 года.
- Мы полагаем, что такая слабая статистика по обработке главным образом обусловлена пессимизмом компаний-экспортеров, включенных в опрос, относительно перспектив внешних заказов на фоне замедления мирового спроса.
- Сводный индекс PMI по России в ноябре показал рост деловой активности в экономике, но более медленными темпами, чем в октябре, за счет существенного сокращения производства в обработке.

В ноябре индекс PMI обрабатывающих отраслей указывает на ускорение сокращения деловой активности в секторе в ноябре. Сезонно сглаженный индекс снизился до 45,6 п. – минимального значения с мая 2009 г. (Рисунок 20).

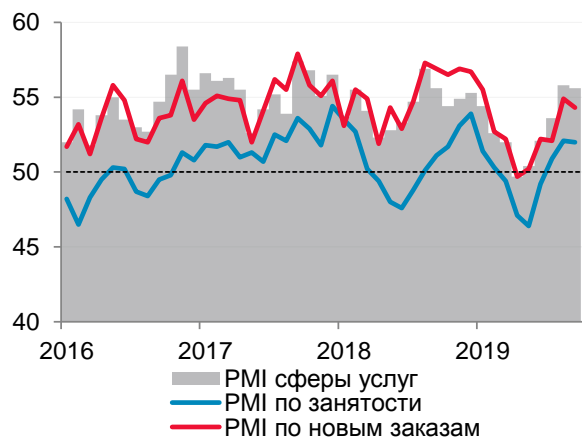
Снижение индекса деловой активности связано с продолжающимся ослаблением спроса из-за сокращения клиентской базы. Индекс по выпуску упал с 46,1 до 45,5 п., для объема новых заказов индекс снизился до 42,8 пункта. Объем экспортных заказов также сократился (42,6 п.), к чему привело снижение заказов со стороны основных торговых партнеров. На фоне снижения производственной активности предприятия продолжают оптимизировать свою деятельность, сокращая занятость (47,7 п.) и запасы (45,3 п.). Производители также отмечают снижение оптимизма в прогнозах будущего объема производства, соответствующие оценки достигли минимума с конца 2017 года.

**Рисунок 20. Динамика индексов PMI в обрабатывающей промышленности, пп.**



Источник: IHS Markit.

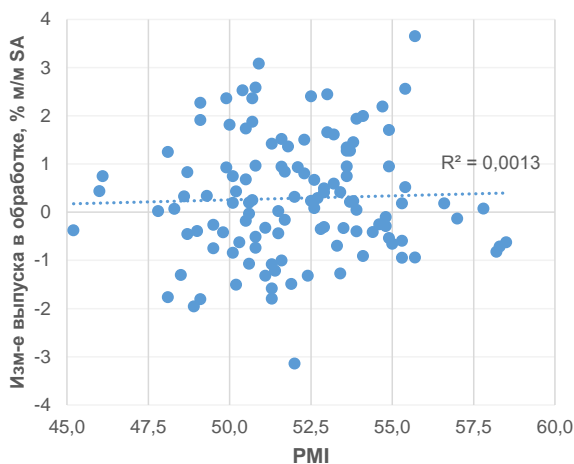
**Рисунок 21. Динамика индексов PMI в сфере услуг, пп.**



Источник: IHS Markit.

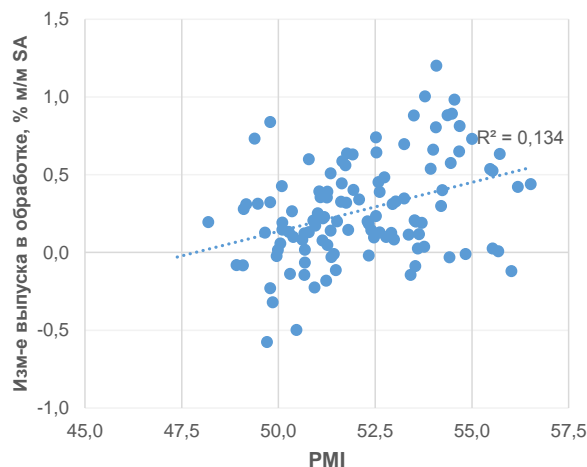
Последние месяцы индекс PMI и другие опросные индикаторы (Росстат, опросы ИЭП) по промышленности указывают на предпосылки для снижения объемов производства в обрабатывающих отраслях. Помимо этого, данные Росстата, как и результаты опросов ИЭП, указывают на значительно ослабление текущего спроса, что также соотносится с динамикой PMI. При сравнении динамики индекса PMI и сезонно сглаженной динамики выпуска в обработке мы не находим значительной корреляции между этими показателями за последние несколько лет (Рисунок 22, Рисунок 23). Вероятно, такое расхождение в динамике показателей вызвано особенностями выборки опроса PMI, которая не в полной мере покрывает всю выборку предприятий обрабатывающей промышленности.

**Рисунок 22. Индекс PMI по выпуску и динамика выпуска обрабатывающей промышленности (месячные данные, с начала 2010 года)**



Источники: IHS Markit, Росстат, расчеты ДИП

**Рисунок 23. Индекс PMI по выпуску и динамика выпуска обрабатывающей промышленности (скользящие средние за 6 месяцев с начала 2010 года)**

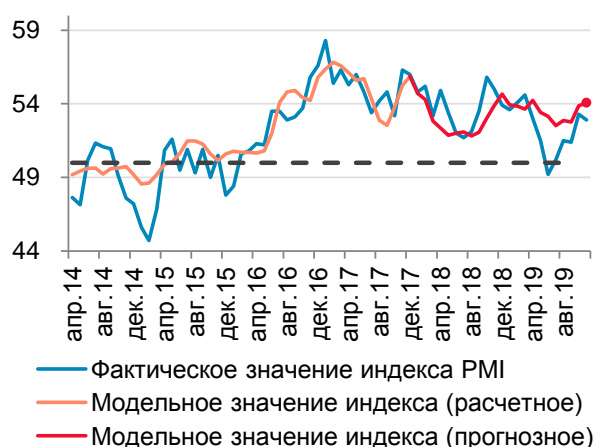


Источники: IHS Markit, Росстат, расчеты ДИП

В ноябре сезонно скорректированный индекс IHS Markit сферы услуг незначительно снизился (с 55,8 п. до 55,6 п.), продолжая находиться выше долгосрочного тренда (Рисунок 21). Расширение деловой активности в секторе произошло на фоне дальнейшего усиления спроса как со стороны существующих, так и новых клиентов, хотя темпы роста новых заказов немного замедлились по сравнению с октябрьскими значениями (с 54,9 до 54,3 п.). Респонденты отмечают падение внешнего спроса: впервые с июля спрос из-за рубежа опустился ниже отметки 50 п., хотя сокращение было незначительным. Тем не менее в трех из семи субсекторов<sup>8</sup> отмечается снижение новых заказов из-за рубежа с наиболее быстрыми темпами в финансах и страховании. На фоне роста спроса компании продолжили увеличивать занятость в секторе: темпы роста рабочих мест практически не изменились (52,0 п.). Более того, продолжилось сокращение объемов невыполненных заказов (49,8 п.), хотя темпы сокращения были минимальными с апреля 2018 г. и незначительно ниже порога (50 п.).

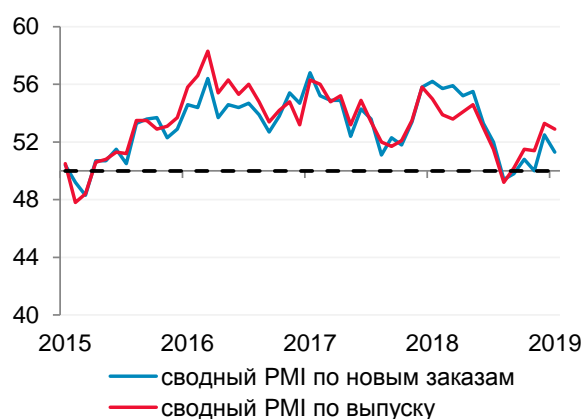
Несмотря на текущий рост спроса и расширение производства, деловые ожидания респондентов относительно будущей активности снизились до минимального значения с августа 2018 г. (с 67,8 п. до 62,8 п.) на фоне сохраняющейся экономической неопределенности и опасений относительно дальнейшей динамики спроса. По нашему мнению, динамика показателей в секторе услуг все же отражает начавшееся умеренное восстановление внутреннего спроса на фоне снижения негативного влияния внутренних факторов, сдерживающих рост экономики. Это сопровождается и опасениями компаний в отношении дальнейшего замедления мировой экономики, что проявляется в динамике спроса со стороны иностранных клиентов, а также более умеренных ожиданиях респондентов относительно будущей деловой активности.

**Рисунок 24. Сводный индекс PMI и новостной индекс, пункты**



Источники: IHS Markit, расчеты ДИП.

**Рисунок 25. Динамика сводных индексов PMI по России, пункты**



Источник: IHS Markit.

<sup>8</sup> Потребительский сектор (без розничной торговли), транспорт, связь, финансы, страхование, операции с недвижимым имуществом и бизнес-услуги.

Сводный индекс PMI по выпуску в ноябре показал рост производства, но более медленными темпами (снижение индекса до 52,9 п.). Рост активности в услугах не смог компенсировать значительное снижение производства в обработке. Замедление совокупных объемов производства, по данным IHS, расходуется с более позитивной динамикой [Новостного индекса деловой активности](#) ДИП (Рисунок 24), который, тем не менее, лучше сигнализирует о динамике деловой активности на более длинном трехмесячном горизонте<sup>9</sup>.

#### 1.2.4. В октябре потребительский спрос оживился

- В октябре годовой темп роста розничного товарооборота резко ускорился (до 1,6% г/г) как в сегменте продовольственных, так и непродовольственных товаров. С поправкой на сезонный и календарный факторы оборот розничной торговли увеличился на 0,5% м/м.
- Улучшение динамики потребления происходит на фоне продолжающегося роста реальных заработных плат на фоне замедления инфляции. Октябрьская индексация заработных плат в госсекторе, вероятно, могла поддержать динамику розничного товарооборота в ноябре.
- Опросные показатели потребительской активности населения указывают на ее умеренный рост. В условиях замедления роста потребительского кредитования постепенное улучшение текущих настроений и ожиданий населения может оказать дальнейшую поддержку потреблению.

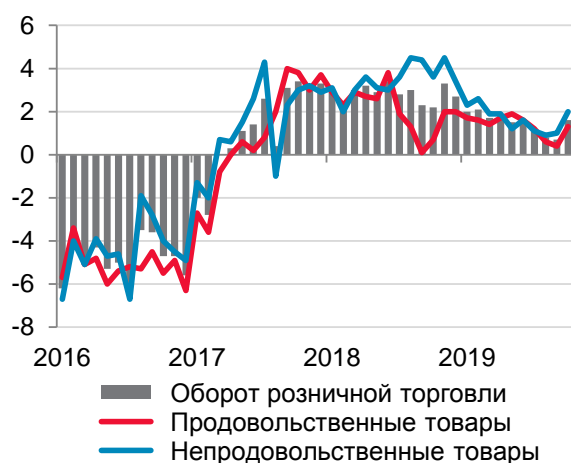
В октябре рост розничного товарооборота ускорился после продолжительного замедления в течение последних трех месяцев. Годовой темп вырос до 1,6% г/г с 0,7% г/г в сентябре, достигнув уровня июня текущего года (Рисунок 26). Улучшение динамики наблюдалось как в сегменте продовольственных, так и непродовольственных товаров: темпы роста ускорились до 1,3 и 2,0% г/г соответственно.

Месячные данные с устранением сезонности указывают на существенный рост потребления: розничный товарооборот увеличился на 0,5% м/м (Рисунок 27). Стоит отметить, что снижение продаж продовольственных товаров в июле–сентябре прекратилось, а увеличение оборота торговли непродовольственными товарами продолжилось (0,5% м/м SA в обеих категориях). Причем спад продаж легковых автомобилей в октябре не повлиял на динамику непродовольственной розницы, что указывает на ускорение роста за счет других категорий.

---

<sup>9</sup> Подробнее см. в аналитической записке [«Тексты экономических новостей: полезное дополнение к официальной статистике?»](#)

**Рисунок 26. Динамика розничных продаж продовольственных и непродовольственных товаров и оборота розничной торговли, % г/г**



Источник: Росстат.

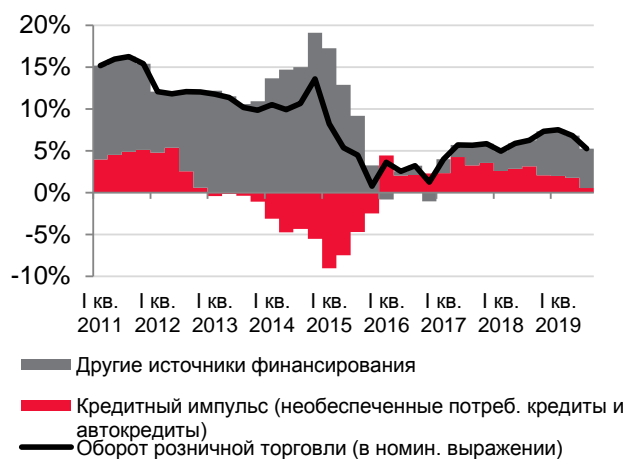
**Рисунок 27. Динамика оборота розничной торговли (январь 2015 = 100%, сезонность устранена), %**



Источник: Росстат, расчеты ДИП.

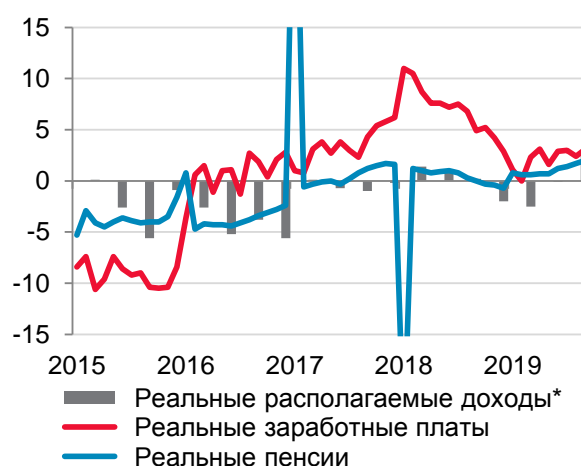
В октябре поддержку потребительскому спросу мог оказать продолжающийся рост заработных плат (Рисунок 29). Более того, с начала октября были проиндексированы заработные платы в госсекторе, что могло отразиться на росте потребления. Вместе с тем стоит отметить, что темпы розничного кредитования продолжают замедляться. При этом в розничном кредитовании кредитный импульс<sup>10</sup> в III квартале приблизился к нулевым значениям (Рисунок 28).

**Рисунок 28. Вклад квартального прироста кредитования в рост оборота розничной торговли, % г/г**



Источники: Росстат, Банк России, расчеты ДИП.

**Рисунок 29. Динамика реальных доходов населения, % г/г**



Источник: Росстат, расчеты ДИП.

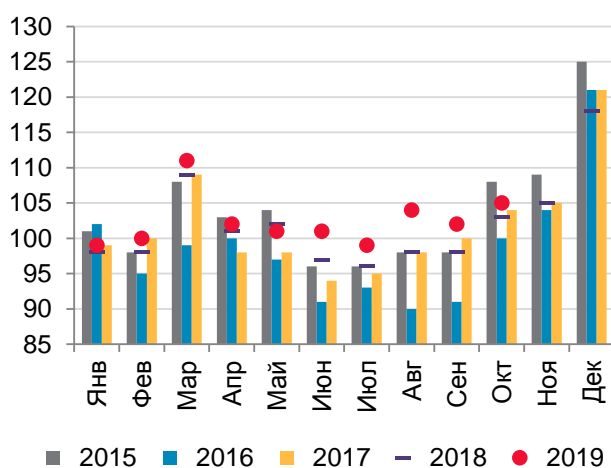
\* Расчет по новой методологии с учетом единовременной денежной выплаты в январе 2017 года.

<sup>10</sup> Кредитный импульс – изменение прироста кредитования (вторая производная динамики кредитования) в абсолютном выражении по отношению к обороту розничной торговли.

Данные опроса исследовательского холдинга «Ромир»<sup>11</sup> согласуются с ускорением роста потребления в октябре. Реальные повседневные расходы населения увеличились по сравнению с соответствующим периодом прошлых лет (Рисунок 30). В преддверии осенних скидок и новогодних праздников в конце года традиционно наблюдается сезонный рост трат.

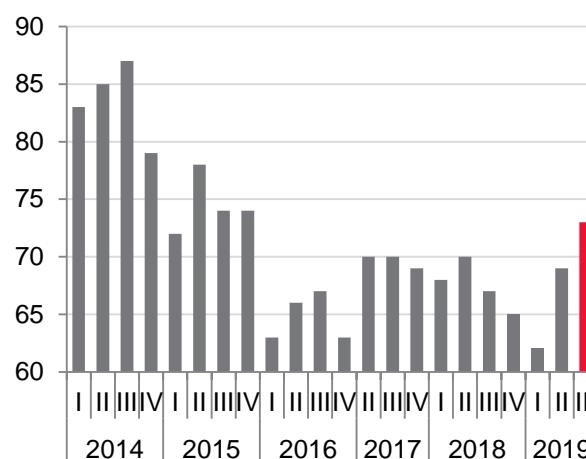
Индекс потребительского доверия компании Nielsen<sup>12</sup> свидетельствует о постепенном восстановлении оптимизма в оценках опрошенных респондентов. Так, в III квартале значение индекса увеличилось на 4 п.п. по сравнению с II кварталом и приблизилось к уровню 2015 г. (Рисунок 31). Рост наблюдался по всем компонентам индекса. При этом склонность потребителей к бережливой модели поведения продолжала проявляться в результатах опроса: доля тех, кто стал экономить, повысилась до 69% (в II квартале – 67%). Около половины потребителей старались сократить расходы на покупку одежды (56%), развлечения вне дома (52%) и переключались на более дешевые продовольственные товары (54%).

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



Источник: Ромир.

**Рисунок 31. Индекс потребительского доверия\*, п.п.**



Источник: Nielsen.

\* Значение выше 100 п.п. говорит о преобладании в стране оптимистов; ниже 100 п.п. – пессимистов, а значение в 100 п.п. свидетельствует о равновесии между оптимистичными и пессимистичными ожиданиями будущего.

Мы ожидаем, что потребление продолжит расти умеренными темпами, получая поддержку со стороны положительной динамики реальной заработной платы (см. также подраздел 1.2.5. Безработица – вновь на минимуме).

<sup>11</sup> [Расходы россиян продемонстрировали одно из самых высоких значений за год](#) / Исследовательский холдинг «Ромир». 14.11.2019.

<sup>12</sup> [Оптимистичные перспективы: индекс потребительского доверия продолжает рост](#) / Nielsen. 13.11.2019. Индекс отражает текущие настроения и ожидания «онлайн-населения» и складывается из трех показателей: оценки потребителями перспектив на рынке труда в ближайшие 6 месяцев, уровня финансового благополучия в ближайшие 6 месяцев и готовности тратить деньги в данный момент.



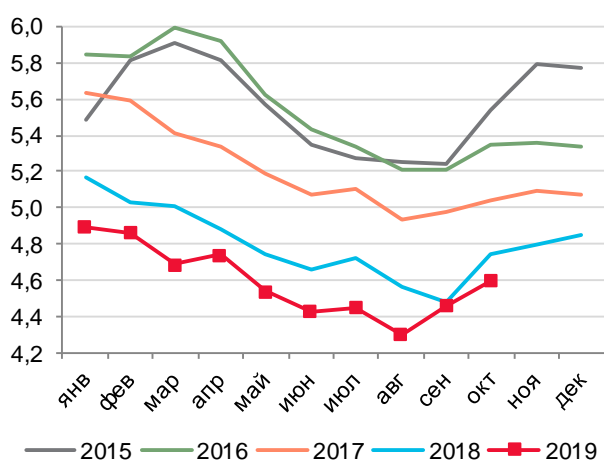
### 1.2.5. Безработица – вновь на минимуме

- Уровень безработицы в октябре вновь опустился до минимальных значений после некоторого ускорения в сентябре. Обновление исторических минимумов безработицы видится следствием проявления структурных факторов, связанных с демографией, которые предопределяют низкий естественный уровень безработицы в целом.
- Темп роста реальной заработной платы в сентябре незначительно ускорился за счет замедления инфляции и увеличения темпов роста номинальной заработной платы в сфере образования. В частном секторе рост номинальной заработной платы стабилизировался около уровня 7% г/г.

Общая численность безработных на конец октября составила 3,5 млн человек, или 4,6% от рабочей силы (Рисунок 32). Рост сезонно сглаженного уровня безработицы в сентябре, как и ожидалось нами, оказался временным.

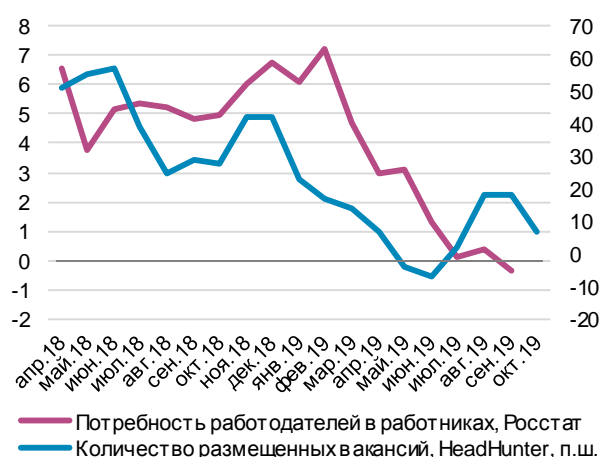
При этом динамика спроса на труд в сентябре–октябре несколько ухудшилась. В сентябре, по данным Росстата сократилась потребность в работниках: новых вакансий стало на 0,3% меньше по сравнению с аналогичным периодом 2018 года. Данные HeadHunter за октябрь также свидетельствуют о замедлении темпов роста количества новых вакансий – 7,0% г/г (Рисунок 33).

Рисунок 32. Уровень безработицы, %



Источники: Росстат.

Рисунок 33. Потребность работодателей в работниках, %/г



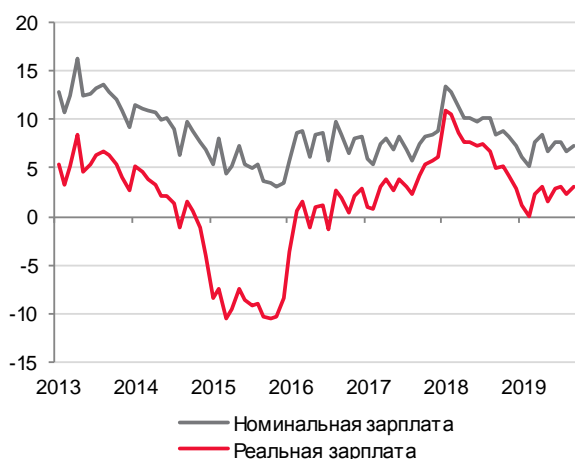
Источники: Росстат, HeadHunter.

В сентябре произошло ускорение роста номинальной заработной платы с 6,8 до 7,2% г/г, реальной – с 2,4 до 3,1% г/г. Последние несколько месяцев темп роста реальной заработной платы остается на стабильном уровне – 2,0–3,0% г/г (Рисунок 34).

Увеличение темпов роста зарплаты наблюдалось преимущественно в государственном секторе – с 4,6 до 6,4% г/г. Среди отраслей госсектора следует отметить об-

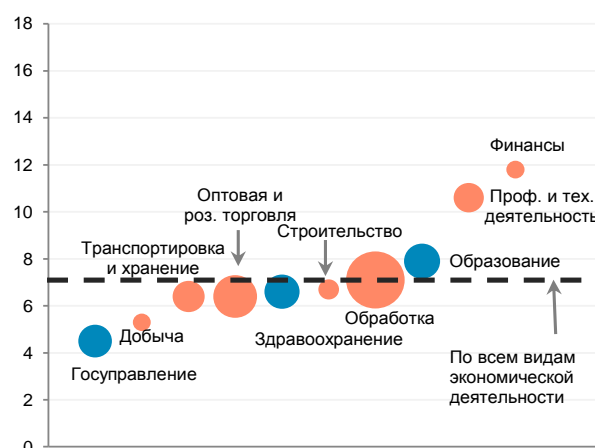
разование, в котором темп роста в сентябре ускорился до 7,9% г/г после резкого и временного замедления до 1,6% в августе (Рисунок 35), вызванного эффектом высокой базы 2018 г.: в прошлом году пик роста зарплаты в образовании пришелся именно на август.

**Рисунок 34. Темп роста номинальных и реальных заработных плат, % г/г**



Источник: Росстат.

**Рисунок 35. Динамика заработной платы по видам экономической деятельности за сентябрь 2019 г., % г/г**



Источник: Росстат.

\* Размеры кружков соответствуют долям в фонде оплаты труда

### 1.2.6. Стабилизация роста розничного кредитования

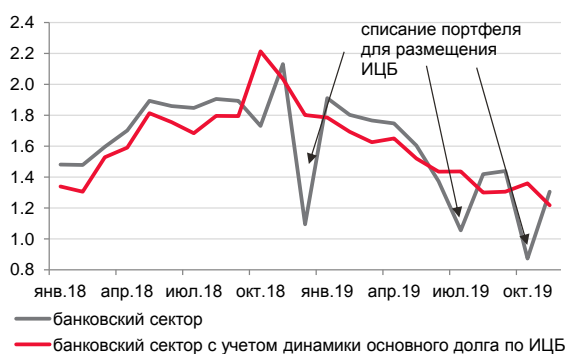
- Сезонно сглаженный рост розничного кредитования в октябре-ноябре с поправкой на динамику ипотечных ценных бумаг (ИЦБ) и списание части портфеля одним из банков на ипотечного агента стабилизировался чуть ниже уровне августа-сентября. Трехмесячный средний аннуализированный рост составил 15,7%.
- Списание части ипотечного портфеля одним из банков на ипотечного агента в октябре занизило темпы роста ипотечного кредитования в банковском секторе. Достижение ставками по ипотеке исторического минимума поддержит спрос и темпы роста в секторе в дальнейшем.
- Сезонно сглаженные темпы роста необеспеченного потребительского кредитования в октябре после перехода на расчет ПДН заемщика снизились с 1,7 до 1,5% м/м, указывая на постепенное замедление темпов роста портфеля, не угрожающее экономическому росту.
- Рублевое корпоративное кредитование продолжает расти темпами, оцениваемыми как устойчивые на долгосрочном периоде.

Рост розничного кредитования с поправкой на сезонность, динамику основного долга по кредитам, служащим обеспечением ипотечных ценных бумаг (ИЦБ), и оче-

редное списание части ипотечного портфеля для последующего выпуска ИЦБ в октябре-ноябре стабилизировался чуть ниже показателей августа-сентября. (Рисунок 36). Трехмесячный средний аннуализированный рост составил 15,7%. Это может указывать на плавную реакцию потребительского кредитования на повышение коэффициентов риска в зависимости от ПДН заемщика с октября 2019 года.

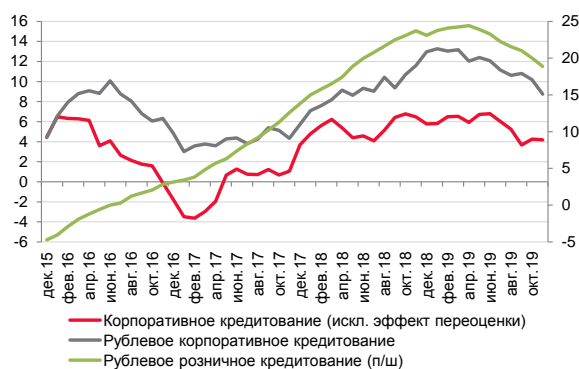
В годовом выражении темпы роста розничного портфеля банковского сектора по итогам ноября опустились до 18,7% г/г<sup>13</sup>, рублевого розничного кредитования – составили 18,9% г/г после 21% г/г в сентябре (Рисунок 37). С учетом динамики основного долга по ИЦБ и октябрьского списания части розничного портфеля темпы роста рублевого розничного кредитования замедлились с 21,7% г/г в сентябре до 19,7% г/г в ноябре 2019 года.

**Рисунок 36. Темпы роста розничного кредитования, % м/м (сезонность устранена)**



Источники: Банк России, расчеты ДИП.

**Рисунок 37. Годовые темпы роста кредитования, %**



Источники: Банк России, расчеты ДИП.

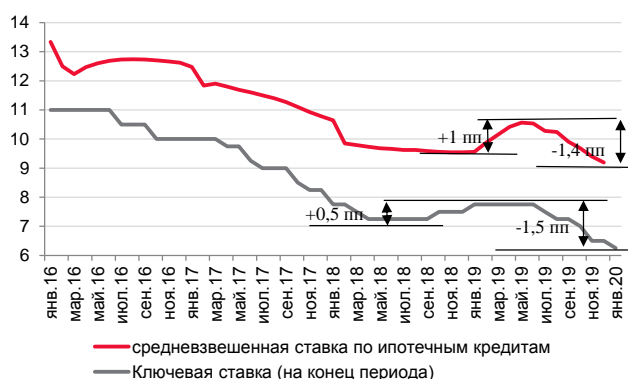
На динамику розничного портфеля банковского сектора значительно повлияло очередное списание части портфеля розничных кредитов в октябре в обеспечение будущего выпуска ипотечных ценных бумаг. Секьюритизация позволяет снизить риск-вес при расчете норматива достаточности капитала и поэтому является привлекательным для некоторых банков инструментом.

Рост ипотечного кредитования с поправкой на сезонность, динамику основного долга по кредитам, служащим обеспечением ипотечных ценных бумаг (ИЦБ), и очередное списание части ипотечного портфеля для последующего выпуска ИЦБ после технического ускорения в октябре (могло быть вызвано неполным учетом алгоритмами сезонного сглаживания списания части портфеля на ипотечного агента) в ноябре вернулся к сентябрьским темпам роста на уровне чуть ниже 1,2% м/м. Похожая динамика уже наблюдалась год назад – в октябре 2018 г., когда также произошло значительное списание портфеля: сезонно сглаженные темпы роста вернулись на более привычный уровень уже в следующем месяце – ноябре 2018 г. (Рисунок 41). Спрос на ипотечное кредитование должно поддерживать снижение ставок по ипотеке. По итогам ноября

<sup>13</sup> Здесь и далее годовые темпы роста показателя приведены с исключением влияния валютной переоценки и без учета кредитных организаций с отозванной лицензией.

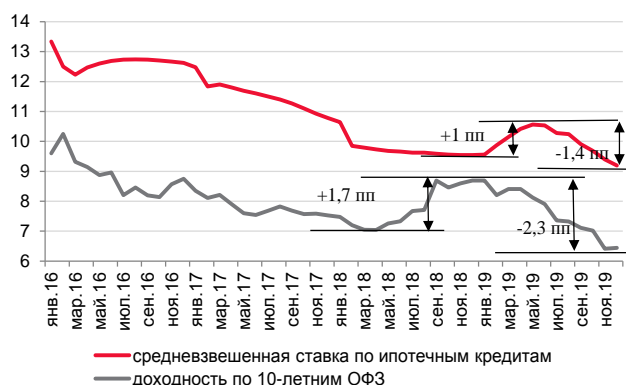
средняя ставка по рублевым ипотечным кредитам опустилась до исторического минимума – 9,2% (в сентябре – 9,68%). При этом как динамика ключевой ставки, так и динамика доходности 10-летних государственных облигаций указывает на потенциал дальнейшего снижения ипотечных ставок (Рисунок 38, Рисунок 39).

**Рисунок 38. Динамика ключевой ставки и ставки по ипотечным кредитам, % годовых**



Источники: Банк России, расчеты ДИП.

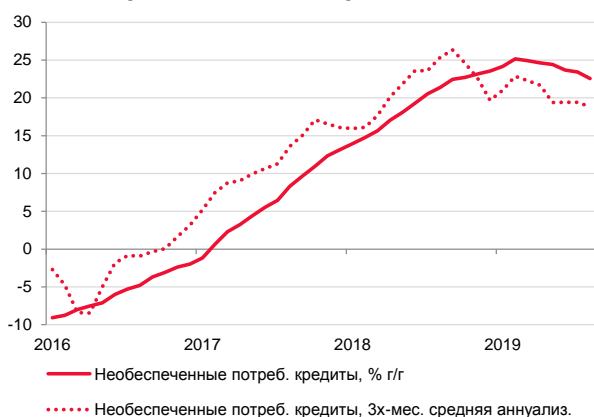
**Рисунок 39. Динамика доходности 10-летних ОФЗ и ставки по ипотечным кредитам, % годовых**



Источники: Банк России, расчеты ДИП.

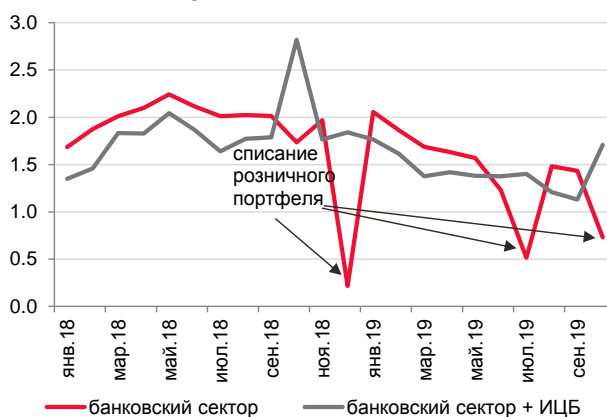
Сезонно сглаженные темпы роста необеспеченного потребительского кредитования в октябре после перехода на расчет надбавок к коэффициентам риска в зависимости от ПДН заемщика снизились до 1,5% с 1,7% м/м в сентябре (Рисунок 40), указывая на постепенное, не угрожающее экономическому росту замедление. Трехмесячный аннуализированный сезонно сглаженный темп роста портфеля снизился до 18,8%.

**Рисунок 40. Темпы роста необеспеченного потребительского кредитования, %**



Источники: Банк России, расчеты ДИП.

**Рисунок 41. Темпы роста ипотечного кредитования, % м/м**



Источники: Банк России, расчеты ДИП.

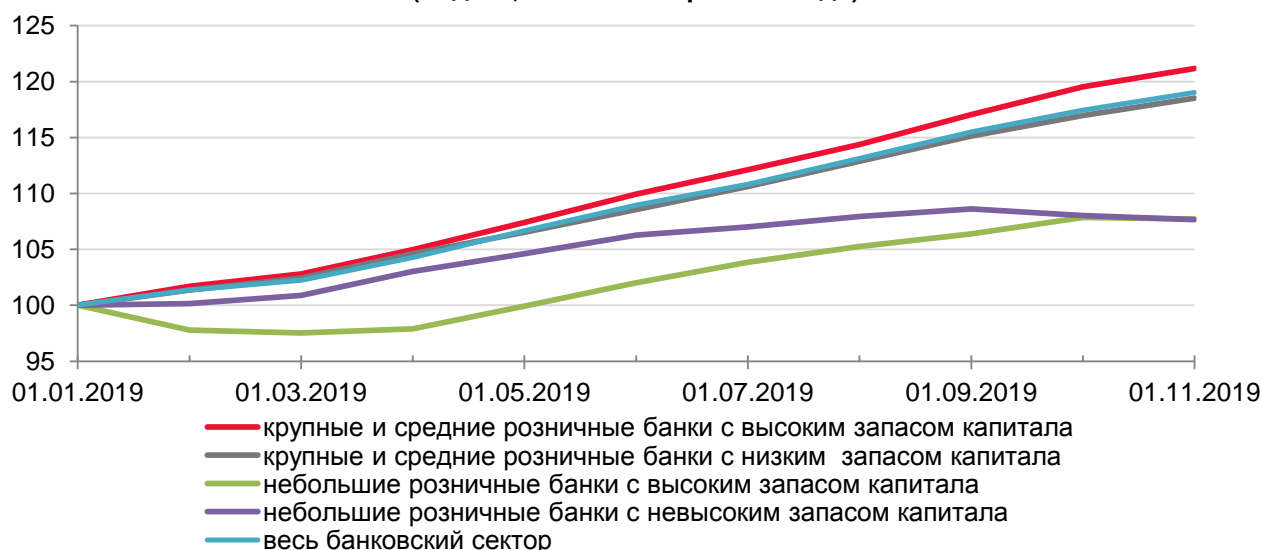
Отметим, что среди розничных банков<sup>14</sup> основной вклад в рост портфеля необеспеченного потребительского кредитования с начала года вносят крупные и средние

<sup>14</sup> Доля кредитов физическим лицам составляет больше 20% активов.

банки с высоким запасом капитала (Рисунок 42). Крупные и средние банки с низким запасом капитала с апреля 2019 г. стали демонстрировать заметно более медленные (по сравнению с группой крупных и средних банков с высоким запасом капитала) темпы роста. Это может быть связано с повышением коэффициентов риска по потребительским кредитам с ПСК от 10 до 30% с 1 апреля 2019 г., которое, возможно, стало ограничивать наращивание портфеля прежними темпами. В то же время значительных изменений в динамике портфеля необеспеченных потребительских кредитов в октябре 2019 г. пока не отмечено, что подтверждает постепенное замедление в секторе.

Отметим, что небольшие розничные банки независимо от уровня запаса достаточности капитала демонстрируют более умеренные темпы роста необеспеченного потребительского кредитования на протяжении 2019 года. При этом по итогам октября размер соответствующих портфелей потребительских кредитов незначительно сократился, что может быть связано не столько с ограничениями по запасу капитала после очередного повышения риск-коэффициентов для рискованных заемщиков, сколько с другими факторами, судить об устойчивости которых следует на более длинном периоде наблюдения.

**Рисунок 42. Темпы роста необеспеченного потребительского кредитования по группам банков (индекс, 100 – 1 января 2019 года)**



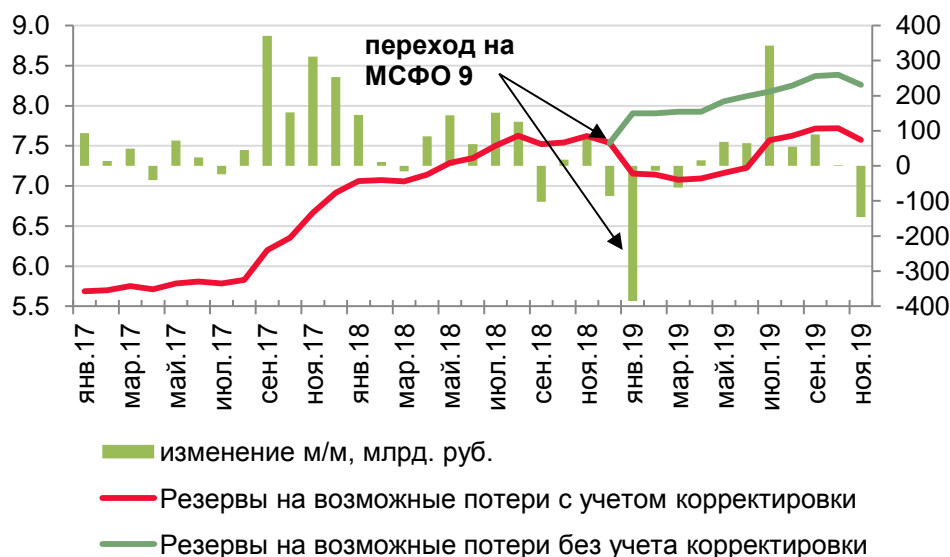
Источники: Банк России, расчеты ДИП.

Примечание: высокий и низкий запас капитала определялся по медиане в каждой группе розничных банков

Рублевое корпоративное кредитование в целом сохраняет темпы роста на уровне, оцениваемом как устойчивый на долгосрочном периоде. В октябре трехмесячные сезонно сглаженные темпы роста немного превысили 8% в аннуализированном выражении, но опустились ниже 5% по итогам ноября. Замедление роста корпоративного кредитования в ноябре связано со снижением рублевого кредитного портфеля в ряде крупных банков, которое могло быть вызвано разовым эффектом расчистки баланса. Так, в ноябре объем резервов на возможные потери по ссудам по рублевому корпоративному портфелю в банковском секторе снизился на 145 млрд руб. (Рисунок 43), что

при стабильной динамике прибыли может указывать на значительный объем списаний задолженности за счет ранее сформированных резервов.

**Рисунок 43. Динамика РВПС по рублевому корпоративному кредитованию, трлн. руб.**



Источники: Банк России

В годовом выражении темпы роста рублевого кредитования замедлились с 10,8% г/г в сентябре до 8,7% г/г в ноябре, тогда как снижение валютного кредитования уменьшилось с -13,1% г/г в сентябре до -7,3% г/г в ноябре. В целом же рост корпоративного кредитования после очистки на валютную переоценку немного ускорился – с 3,7 до 4,2% г/г в ноябре.

**Рисунок 44. Кредитный импульс\*, % от ВВП**



Источники: Обзор банковской системы (Банк России), Росстат

\*На 1 ноября 2019 года.

Сохраняющийся положительный кредитный импульс от роста кредитования поддерживает рост внутреннего спроса в экономике. При этом снижение кредитного импульса по требованиям банковской системы к населению не препятствует ускорению роста потребления на фоне роста доходов населения. Кредитный импульс по требованиям к нефинансовым организациям держится выше нуля с начала 2019 года.

### 1.2.7. Уменьшение профицита счета текущих операций

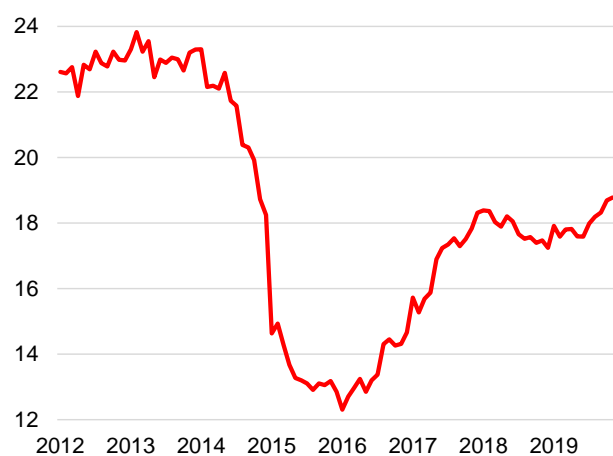
- Профицит счета текущих операций в январе-ноябре 2019 г. сузился по сравнению с прошлым годом из-за уменьшения сальдо торгового баланса.
- Снижение экспорта вызвано в основном динамикой цен на нефть и замедлением роста мировой экономики. При этом если в первом полугодии импорт снижался, то в последние месяцы он начал расти вслед за оживлением внутреннего спроса, что привело к дальнейшему снижению сальдо торгового баланса.
- Рост импорта вкупе с рисками замедления роста мировой экономики, ограничивающими экспортный потенциал, могут привести к дальнейшему сужению профицита счета текущих операций.

Профицит счета текущих операций (СТО) в январе–ноябре 2019 г. по оценке Банка России составил 71,6 млрд долл. США, что на 30% меньше, чем в январе-ноябре прошлого года (102,2 млрд долл. США).

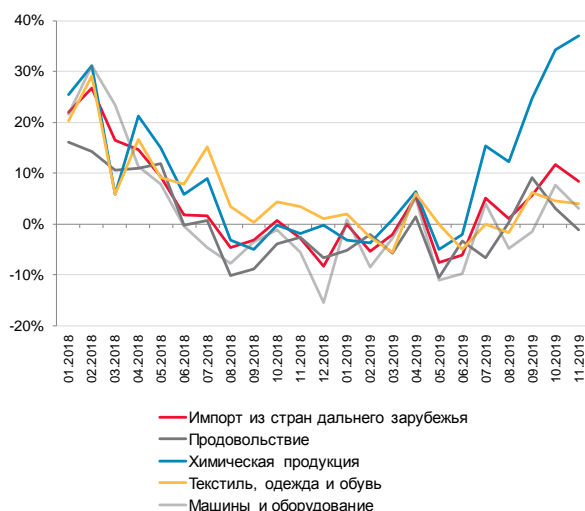
Сужение профицита СТО происходит главным образом по каналу торгового баланса. Экспорт снизился по сравнению с прошлым годом в основном из-за падения цен на нефть. Причем сокращение сальдо торгового баланса стало более выраженным именно в последние месяцы. Так, снижение экспорта в октябре–ноябре 2019 г. ускорилось, так как сокращение всего экспорта за январь–ноябрь достигло 6,2% г/г после падения на 4,6% в январе–сентябре 2019 года. При этом снижение импорта в январе–сентябре 2019 г. (на 0,4 г/г) сменилось его ростом в октябре–ноябре 2019 г., о чем говорят предварительные данные по импорту из стран дальнего зарубежья в октябре-ноябре 2019 года<sup>15</sup>.

Согласно статистике ФТС, импорт из стран дальнего зарубежья в ноябре 2019 г. вырос на 8,5% г/г (в октябре – на 11,6% г/г, в сентябре – на 5,4% г/г). Динамика импорта волатильна от месяца к месяцу, но в целом во втором полугодии 2019 г. наблюдается постепенное повышение месячных объемов импорта (после очистки от сезонности).

<sup>15</sup> Является хорошим опережающим индикатором динамики совокупного импорта.

**Рисунок 45. Импорт из стран дальнего зарубежья, сезонно сглаженный (млрд. долл. США)**

Источники: Банк России, расчеты ДИП.

**Рисунок 46. Динамика основных категорий импорта стран из дальнего зарубежья, % г/г**

Источники: Банк России, расчеты ДИП.

Следует отметить, что улучшение динамики импорта в последние месяцы в основном вызвано положительным трендом в импорте химической продукции. В данной категории опережающими темпами растет ввоз фармацевтической продукции. Мы склонны полагать, что такое явление обусловлено двумя основными причинами, одна из которых может носить продолжительный характер, другая – временный. Во-первых, это резкий рост закупок дорогостоящих препаратов в рамках реализации федерального проекта «Борьба с онкологическими заболеваниями». Поскольку в следующем году объем финансирования проекта вырастет<sup>16</sup> и будет держаться на этом уровне несколько лет, это может оказать существенную поддержку импорту в среднесрочном периоде. Во-вторых, закупки лекарственных средств могли вырасти за счет закупок впрок фармацевтическими компаниями перед введением с 1 января 2020 г.<sup>17</sup> обязательной маркировки лекарственных препаратов. Поскольку лекарственные средства, выпущенные или ввезенные до 1 января 2020 г., могут реализовываться без маркировки до окончания срока годности, это временно могло привести к опережающим закупкам импортных лекарств в конце 2019 г., так как они могут не маркироваться. С учетом того, что срок введения маркировки был перенесен на 1 июля, в ближайшие месяцы можно ожидать снижения объемов импорта лекарств. Остальные категории импорта растут гораздо медленнее. При этом динамика инвестиционных категорий демонстрирует признаки постепенного, хотя пока неустойчивого роста спроса.

В части финансового счета по итогам января–ноября 2019 г. наблюдается значительное сокращение чистого кредитования внешнего сектора частным сектором: до 33,7 млрд долл. США с 54,0 млрд долл. США в январе–ноябре 2018 года. Банки в целом сокращают обязательства темпами, сопоставимыми с оценочным графиком по-

<sup>16</sup> Объем финансирования по проекту «Борьба с онкологическими заболеваниями» с 2019 по 2022 год запланирован на уровне 101/189/182/187 млрд руб. в год, значительная часть из которого может пойти на закупку лекарственных средств.

<sup>17</sup> Теперь, возможно, срок начала маркировки сдвинется на 1 июля 2020 года.



гашения внешнего долга, и не демонстрируют тенденции к наращиванию валютных активов. Компании продолжают увеличивать валютные активы примерно теми же темпами, что и в аналогичном периоде прошлого года. В отличие от 2018 г. в этом году компании привлекают валютные средства из-за рубежа, что, однако, не перекрывает прирост иностранных активов.

Отметим, что в октябре-ноябре 2018 г. изменения золотовалютных резервов почти не происходило из-за решения Банка России о приостановке покупок валюты в рамках бюджетного правила с августа 2018 г. до начала января 2019 года. Это, а также снижение сальдо счета текущих операций, вероятно, оказало опосредованное влияние на снижение чистого кредитования частного сектора по сравнению с прошлым годом.

### 1.2.8. Бюджет стал оказывать стимулирующее влияние на экономику

- В III квартале и октябре 2019 г. рост доходов расширенного бюджета в реальном выражении замедлился в результате падения нефтегазовых поступлений. При этом рост ненафтегазовых доходов ускорился благодаря активному увеличению поступлений по НДС и налогу на прибыль.
- Бюджетные расходы в III квартале и октябре значительно выросли в реальном выражении по всем категориям экономической классификации, включая капитальные вложения, в том числе благодаря активизации финансирования национальных проектов.
- Скользящее сальдо бюджета за четыре квартала начало снижаться. При этом продолжилось накопление дополнительных нефтегазовых доходов. Значительно вырос объем размещения остатков средств на депозитах в коммерческих банках. Продолжился рост государственного долга и снижение чистого долга.
- Влияние на рост ВВП со стороны бюджетного сектора сменилось со сдерживающего на стимулирующее. Прямой положительный эффект в III квартале и октябре оценивается около 0,5 и 1,0 п.п. ВВП соответственно после отрицательного эффекта в размере 0,5–1,0 п.п. в I–II кварталах. Мы ожидаем сохранения стимулирующего эффекта в IV квартале.

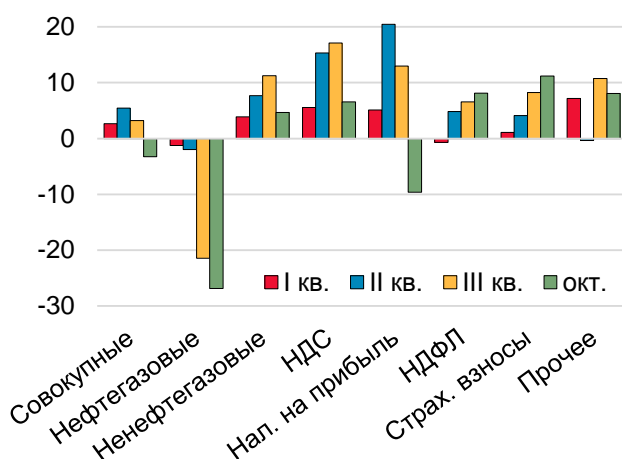
**Доходы.** В III квартале 2019 г. рост доходов расширенного бюджета замедлился как в номинальном выражении (до 4,7% г/г с 10,3% г/г во II квартале), так и в реальном (до 3,2% г/г с 5,4% г/г<sup>18</sup>). В октябре доходы перешли к снижению (-3,2% г/г в реальном выражении) (Рисунок 47). Динамика вызвана падением нефтегазовых поступлений. Основной вклад внесло уменьшение цены нефти (за III квартал – на 17% г/г в долларовом выражении – Рисунок 48), при этом укрепление обменного курса рубля к доллару

<sup>18</sup> Для расчетов в реальном выражении использован дефлятор ВВП. На октябрь мы условно оценили его как среднее между индексом потребительских цен и индексом цен производителей (-0,6% г/г).

США и снижение объемов добычи и экспорта нефтегазового сырья также сдержали рост поступлений.

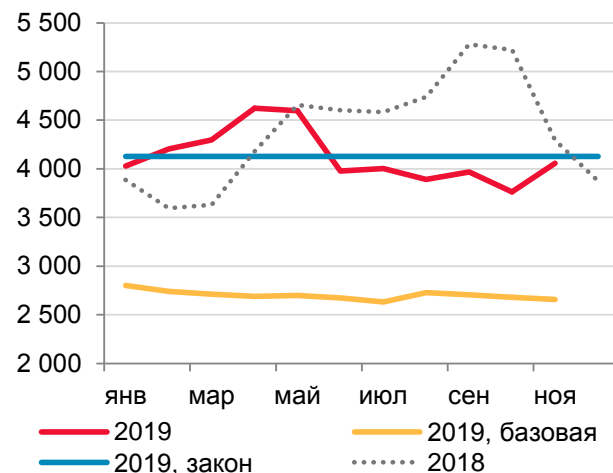
На этом фоне рост ненефтегазовых доходов ускорился в III квартале. Лидером роста в годовом сопоставлении стал НДС, поступления по которому с II квартала идут по повышенной ставке. Замедлился, но остался высоким рост поступлений по налогу на прибыль. Продолжил ускоряться рост поступлений по налогам на труд (НДФЛ, страховые взносы). Негативная динамика сохраняется у акцизов.

**Рисунок 47. Динамика доходов расширенного бюджета, в реальном выражении, % г/г**



Источники: Казначейство России, Росстат, расчеты ДИП.

**Рисунок 48. Месячная рублевая цена барреля нефти Urals в 2018-2019 годах, руб.**



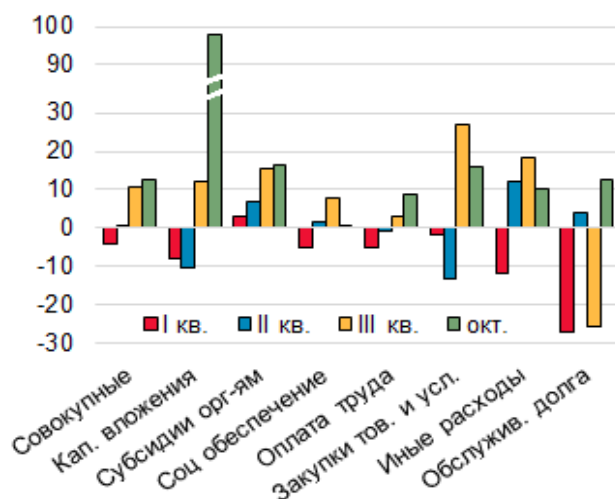
Источники: Банк России, Минфин России, расчеты ДИП.

**Расходы.** Расходование бюджетных средств значительно активизировалось в III квартале (прежде всего в сентябре). В номинальном выражении рост непроцентных расходов составил 14,5% г/г, в реальном выражении – 12,9% г/г (в II квартале – 5,1% и 0,5% г/г соответственно). В октябре рост непроцентных расходов еще повысился: в реальном выражении до 12,7% г/г (Рисунок 49). Ускорилось исполнение всех категорий расходов экономической классификации. Отметим существенный рост капитальных вложений – почти двукратный в октябре. Это во многом отражает активизацию финансирования национальных проектов.

Подчеркнем три особенности исполнения расходов в 2019 году. Первая – слабое исполнение расходов в первой половине 2019 г. относительно 2018 г. и догоняющее расходование средств – во второй половине 2019 года. Вторая – значительно более высокая степень исполнения расходов регионами по сравнению с федеральным центром. Если в прежние годы большой «навес» расходов на конец года скапливался на региональном уровне, то теперь – на федеральном уровне. Эти особенности во многом связаны с реализацией национальных проектов, финансирование которых идет прежде всего из федерального бюджета. Третья особенность – сильное отставание динамики процентных расходов от показателей 2018 г., прежде всего по обслуживанию внешнего долга. Если смотреть на показатель непроцентных расходов расширенного бюджета,

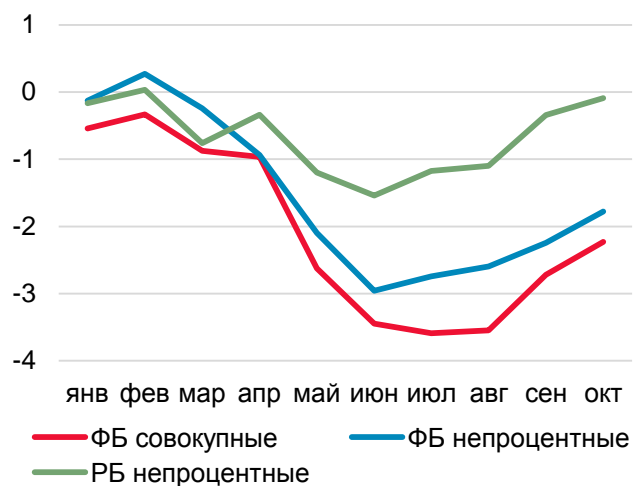
то разрыв в расходовании средств по сравнению с 2018 г. практически закрылся в октябре (Рисунок 50).

**Рисунок 49. Динамика расходов расширенного бюджета, в реальном выражении, % г/г**



Источники: Казначейство России, Росстат, расчеты ДИП.

**Рисунок 50. Отклонение динамики расходов в 2019 г. относительно сезонности 2018 г., накопленное с начала года, п.п.\***



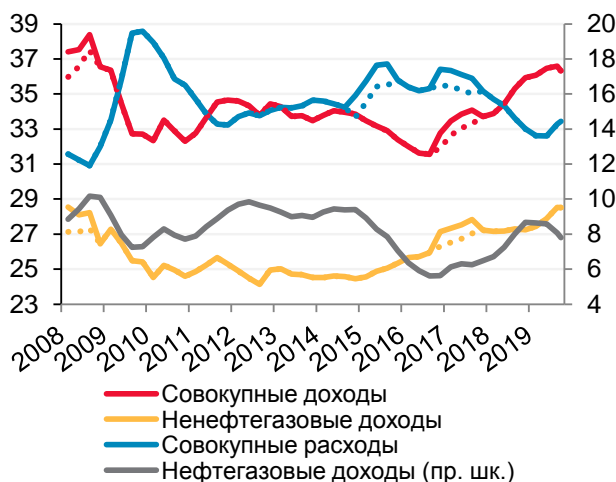
Источники: Казначейство России, расчеты ДИП.

Примечание: ФБ – федеральный бюджета, РБ – расширенный бюджет.

\* По отношению к годовому объему расходов.

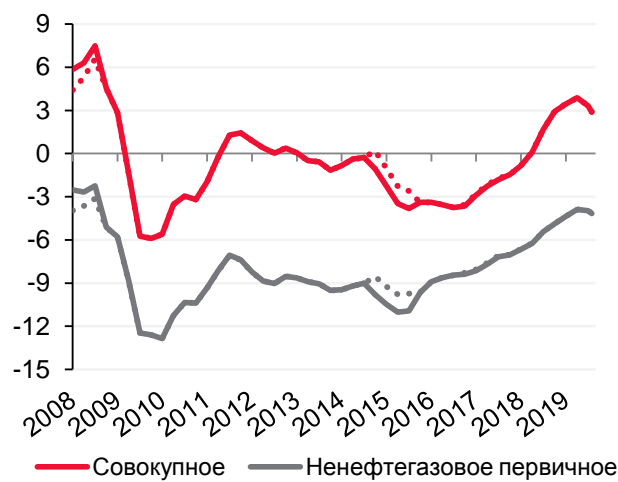
**Сальдо бюджета и источники финансирования.** Сильный рост расходной части бюджета вызвал разворот динамики скользящего за 12 месяцев бюджетного сальдо. Совокупное сальдо расширенного бюджета в октябре снизилось до 2,9% ВВП, нефтегазовое первичное сальдо – до -4,2% ВВП (Рисунок 49-Рисунок 50).

**Рисунок 51. Основные показатели расширенного бюджета (% ВВП, скользящие за 12 месяцев)**



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

**Рисунок 52. Сальдо расширенного бюджета (% ВВП, скользящее за 12 месяцев)**



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

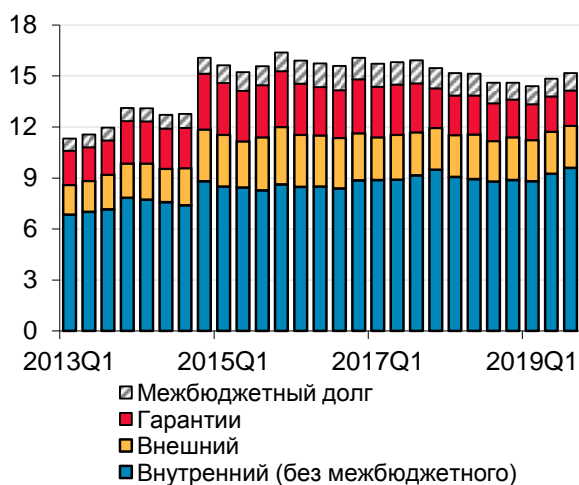
\* Пунктиром обозначены оценки с очисткой от крупных однократных факторов: погашение долга НК ЮКОС (2007 г.), докапитализация банков (2014Q4), досрочное погашение кредитов ОПК и приватизация Роснефти (2016Q4).

Совокупный государственный долг (без учета межбюджетных кредитов) за III квартал вырос на 0,3 п.п., до 14,1% ВВП (Рисунок 53). Динамику обеспечил рост внутренних заимствований. Минфин России в 3,4 раза снизил объемы размещения государственных ценных бумаг по сравнению с рекордным объемом в II квартале, не полностью выполнив программу размещения (300 млрд. руб.).

Продолжилось накопление дополнительных нефтегазовых доходов в соответствии с бюджетным правилом (в июле в ФНБ были зачислены средства за 2018 г.). Потенциальная величина ФНБ выросла за III квартал на 0,6 п.п. до 9,3% ВВП (с учетом положительной валютной переоценки и сформированных, но не зачисленных средств). При этом фактическая ликвидная часть ФНБ на 01.10.2019 составляет 5,8% ВВП (еще 1,5% ВВП – инвестиционные проекты и 2,0% ВВП – средства к зачислению в 2020 г.) (Рисунок 54).

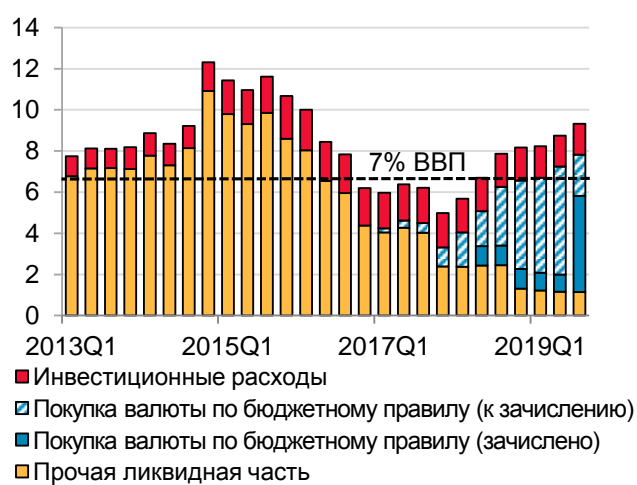
Выросли остатки бюджетных средств, которые опережающими темпами размещались на депозиты в коммерческих банках (объем средств на едином казначейском счете сократился). Чистый долг продолжил снижаться.

**Рисунок 53. Структура совокупного долга расширенного бюджета, % ВВП**



Источники: Минфин России, Росстат, расчеты ДИП.

**Рисунок 54. Структура средств суверенных фондов с учетом предназначенных к зачислению средств по бюджетному правилу, % ВВП**



Источники: Минфин России, Росстат, расчеты ДИП.

**Влияние на рост ВВП.** В III квартале влияние на рост ВВП со стороны бюджетного сектора сменилось со сдерживающего на стимулирующее. Рост изъятий средств из частного сектора через бюджетный канал замедлился, объем трансфертов частному сектору и предъявленного конечного спроса значительно вырос в реальном выражении. Оценки с использованием фискальных мультипликаторов, с учетом лагового влияния предыдущих периодов, показывают положительный прямой эффект в III квартале – немногим менее 0,5 п.п., в октябре – около 1,0 п.п.<sup>19</sup> после негативного влияния на

<sup>19</sup> См. [Власов, Дерюгина \(2018\). Фискальные мультипликаторы в России // Серия докладов об экономических исследованиях Банка России, № 28](#) и [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.](#)

0,5–1,0 п.п. в I–II кварталах. Прямой эффект мог дополниться положительным косвенным влиянием через повышение доверия экономических агентов к проводимой бюджетной политике.

Мы ожидаем, что стимулирующее влияние бюджета на рост ВВП получит развитие в IV квартале в условиях снижения объема изъятий средств из частного сектора через бюджетный канал относительно соответствующего периода 2018 г., а также дальнейшей активизации роста бюджетных расходов, в том числе финансирования национальных проектов. В целом за 2019 г. мы ожидаем околонулевого влияния на рост ВВП со стороны бюджета.

## 1.3. Глобальная экономика, финансовые и товарные рынки

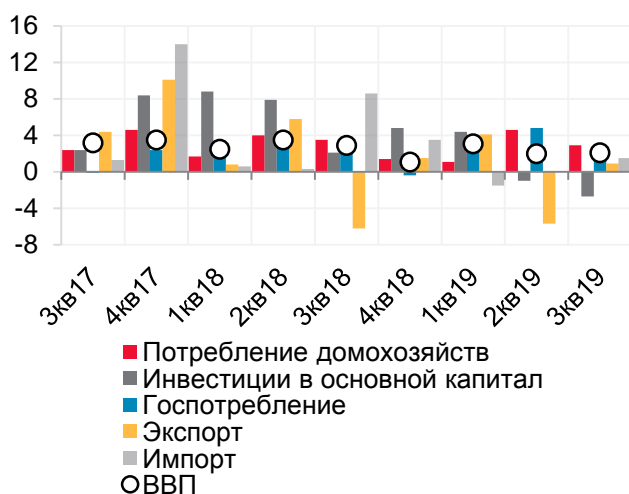
### 1.3.1. Большинство центральных банков берет паузу в смягчении ДКП

- ФРС США в декабре оставила ставку неизменной после ее снижения на 25 б.п. на октябрьском заседании. Дальнейшее смягчение политики возможно только в случае значительного ухудшения экономической динамики.
- Оценка роста ВВП США в III квартале 2019 г. оказалась лучше ожиданий аналитиков, как и статистика по рынку труда. Вместе с тем долг домохозяйств в США продолжает расти, преодолев пик 2008 года. В ответ банки ужесточают стандарты кредитования.
- Введение в 2018 г. США пошлин на импорт из Китая не привело к значительному изменению цен китайскими производителями. Статистика инфляции в США также указывает на отсутствие значимого эффекта тарифов на цены. Прямой импорт США из Китая ожидаемо снизился, при этом китайские производители обходят пошлины через реэкспорт из стран ASEAN.
- Опережающие индикаторы говорят лишь о замедлении темпов сокращения промышленности в Германии, но не о переломе негативного тренда. После сентябрьского смягчения рынок не ожидал от ЕЦБ изменений в монетарной политике, что подтвердили итоги декабря заседания регулятора.
- В ноябре рост экономики Китая ускорился, что лишь частично объясняется структурными факторами и, вероятно, будет временным. Достигнутое между США и Китаем соглашение по «Первой фазе» не окажет существенной поддержки росту китайской экономики.

## США: макроэкономическая статистика указывает на отсутствие явных признаков приближения рецессии

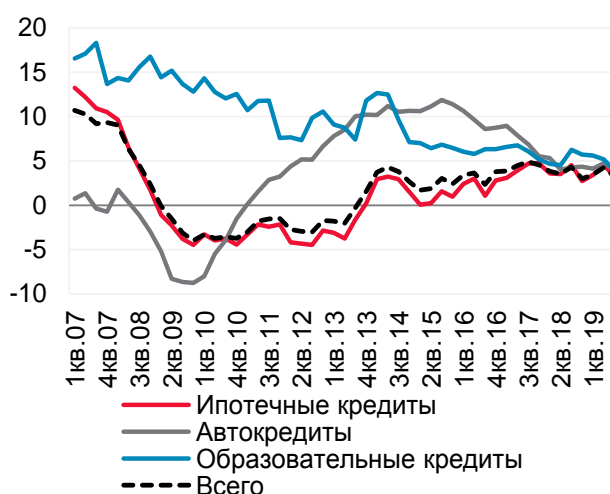
По итогам III квартала ВВП США вырос выше ожиданий рынка (+2,1% saar), преимущественно за счет восстановления потребительского спроса (+2,9%) и государственного потребления (+1,6%) (Рисунок 55). Статистика по рынку труда также превзошла ожидания аналитиков: в ноябре в несельскохозяйственном секторе экономики было создано 266 тыс. новых рабочих мест, что заметно превысило ожидания аналитиков даже с поправкой на эффект от окончания забастовки General Motors (+41 тыс. рабочих мест). Темпы создания новых рабочих мест за последние 6 месяцев вплотную приблизились к внушительной цифре – 200 тыс. рабочих мест/месяц.

Рисунок 55. Динамика ВВП США и его компонент (% , saar)



Источник: Bloomberg Finance L.P.

Рисунок 56. Темпы роста отдельных видов долговых обязательств домохозяйств, % г/г



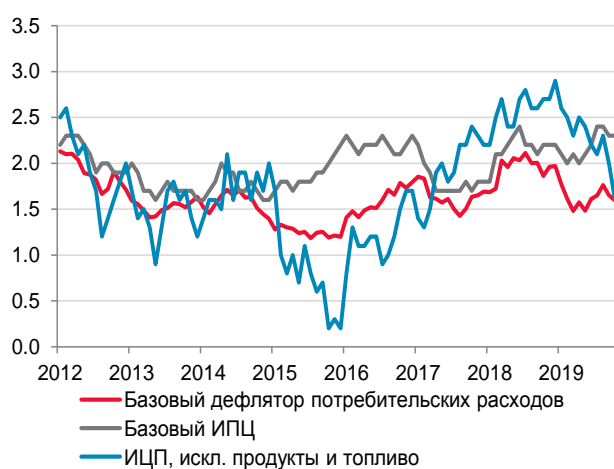
Источник: New York Fed Consumer Credit Panel/Equifax

По итогам III квартала 2019 г. общий долг домохозяйств вырос на 92 млрд долл. США, до 13,95 трлн долл. США (+3,3% г/г), что в номинальном выражении превысило на 1,3 трлн долл. США пик 2008 года. При этом в структуре долга 68% занимают ипотечные кредиты (+3,2% г/г), 11% – образовательные кредиты (+3,9% г/г), 9% – автокредиты (+4% г/г) (Рисунок 56). Однако на фоне снижения ставки по федеральным фондам, а также роста просрочки по портфелю (+10,3% г/г) банки стали ужесточать требования ко всем заемщикам для ограничения накопления рисков на балансе. Такая политика банков может ограничивать стимулирующий эффект от смягчения ДКП.

Инфляция в ноябре ускорилась с 1,8 до 2,1% г/г на фоне удорожания бензина. Базовая инфляция при этом осталась на уровне 2,3% г/г, а трехмесячный аннуализированный рост замедлился до 2,1% сигнализируя об отсутствии инфляционных рисков. Базовый дефлятор потребительских расходов – главный ориентир ФРС США – в октябре замедлился с 1,7 до 1,6% г/г (Рисунок 57). При этом, в статистике цен по различным категориям товаров по-прежнему не видно влияния сентябрьских тарифов. Более того, цены на импорт из Китая, установленные китайскими поставщиками, после повы-

шения тарифов снизились незначительно – на 2% в долларовом выражении (сентябрь 2019 г. / июнь 2018 г.). При этом ослабление юаня по отношению к доллару США позволяло снизить цены более существенно за счет снижения расходов китайских фирм, номинируемых, как правило, в национальной валюте. Более того, аналогичная динамика цен на товары, приобретенные в Мексике и новых индустриальных странах (Южная Корея, Тайвань, Сингапур и Гонконг), свидетельствует о том, что снижение цен китайских поставщиков является скорее следствием изменения рыночных условий, а не увеличения тарифов. Отсутствие значимого эффекта введенных пошлин в статистике цен может говорить о том, что в случае договоренности с Китаем об откате тарифов, не стоит ждать и снижения потребительских цен.

Рисунок 57. Динамика инфляции, %



Источник: Bloomberg Finance L.P.

Прямой импорт США из Китая ожидаемо снизился: устойчиво высокие тарифы на китайские товары в совокупности с сохранением долларовых цен китайских производителей стимулируют американских покупателей на поиск альтернативных поставщиков. При этом китайские производители обходят пошлины через реэкспорт из стран ASEAN (Рисунок 62). Как результат, фактические доходы от тарифов в годовом выражении в США в III квартале 2019 г. оказались значительно ниже ожиданий: 40 млрд долл. США против прогнозируемых 62 млрд долл. США.

ФРС США, как и ожидалось, сохранила ставку по федеральным фондам на уровне 1,5–1,75% по итогам декабрьского заседания. Сильный отчет по рынку труда и сохранение уверенного роста потребления позволяют регулятору «взять паузу». В ходе пресс-конференции Дж. Пауэлл отметил, что ФРС вернется к смягчению политики только в случае значительного ухудшения перспектив экономического роста. В то же время был дан сигнал, что ФРС не будет торопиться и с повышением ставки, – для этого ускорение инфляции должно быть значительным и устойчивым.

Макропрогнозы регулятора также остались практически без изменений и предполагают плавное замедление экономического роста и ускорения инфляции к цели. Dot plot указывает на то, что члены комитета не видят причин для снижения ставки и ожи-

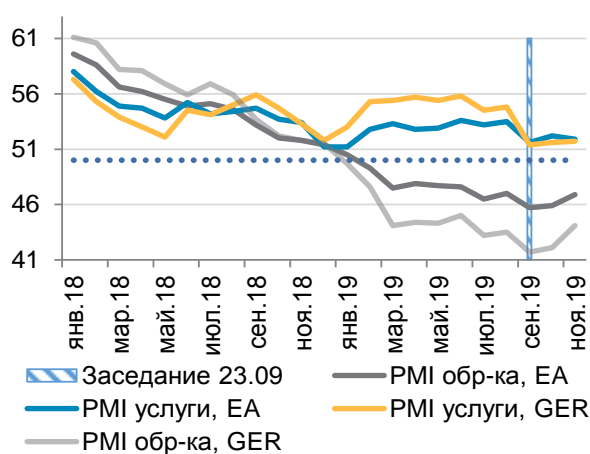
дают ее сохранения на текущем уровне в течение следующего года и одно повышение ставки в 2021 году. Рынок ожидает одного снижения ставки до конца 2020 года.

### Еврозона: говорить о выходе промышленности ФРГ из рецессии преждевременно

На фоне неожиданного роста немецкого ВВП, увеличения шансов на выход Великобритании с соглашением и надежд на урегулирование торгового противостояния США и Китая оценки будущих экономических условий и ожидания потребителей крупнейшей экономики союза улучшились в ноябре<sup>20</sup>. В то же время PMI в промышленности ФРГ также значительно вырос в ноябре – с 42,1 до 44,1 п. (Рисунок 58). Пока еще это может свидетельствовать лишь о замедлении темпов сокращения промышленности, но не о переломе негативного тренда – значение индикатора все еще существенно ниже 50 п. как в ФРГ, так и в еврозоне в целом. В то же время финальные оценки PMI в секторах услуг ФРГ и еврозоны практически не изменились с октября (Рисунок 58). Вероятно, распространение шоков из промышленности в сектор услуг подходит к концу.

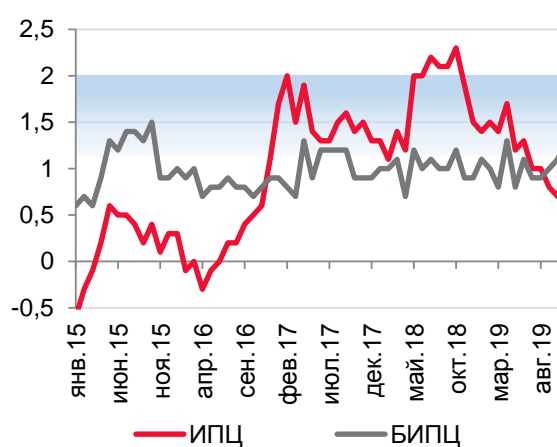
ИПЦ и БИПЦ еврозоны выросли в ноябре с 0,7 до 1% и с 1,1 до 1,3% г/г соответственно (Рисунок 59). Хотя цены выросли выше прогнозов, инфляция все еще остается на существенно более низком уровне, чем цель регулятора. Слабый рост цен в сентябре-октябре был обусловлен преимущественно дефляцией в энергоресурсах, а ноябрьский рост цен связан с возросшей инфляцией в секторе услуг (рост с 1,5 до 1,9%). Рост цен в секторе услуг, вероятно, носит временный характер, так как один из основных драйверов роста в секторе – инфляционное давление со стороны рынка труда – ослабляется. Так, за последние полгода безработица зафиксировалась на уровне 7,5–7,6%, а темпы создания новых рабочих мест существенно замедлились.

Рисунок 58. Динамика PMI в обработке и услугах в ФРГ и еврозоне, п.п.



Источник: Bloomberg L.P.

Рисунок 59. Динамика ИПЦ и БИПЦ еврозоны, % г/г



Источник: Bloomberg L.P.

<sup>20</sup> Индекс экономических настроений ZEW и индикатор экономических ожиданий потребителей GfK значительно возросли в ноябре.



На последнем в 2019 г. заседании ЕЦБ по монетарной политике было принято ожидаемое решение оставить параметры ДКП неизменными. Кристин Лагард объявила о том, что регулятор намерен в течение следующего года провести стратегический пересмотр проводимой ДКП на предмет целесообразности ее изменения, впервые с 2003 года. Центральными темами переоценки выступают формулировка цели регулятора (необходимость учета динамики цен на недвижимость/землю в таргетируемом показателе инфляции) и критический анализ эффективности различных монетарных инструментов, имеющих в распоряжении ЕЦБ. Помимо этого, в фокусе переоценки будет также целый спектр различных тем – от финансовых инноваций в области электронных платежей и валют до неравенства в странах союза и климатических изменений. По мнению вице-президента ЕЦБ, регулятору необходимо лучше понимать влияние изменения климата на выпуск, рынки труда и цены в среднесрочном периоде<sup>21</sup>. Явный фокус на изменении климата означает то, что новый председатель ЕЦБ делает упор на среднесрочные риски и считает, что в силах регулятора не только достижение ценовой стабильности, но и поддержка общей политики ЕС, не только экономической. Из возможных инициатив на заседании может быть рассмотрено снижение требований к капиталу для банков, поддерживающих кредитование «дружественных» к климату компаний, снижение «углеродоемких» активов на балансе ЕЦБ, учет климатических изменений в моделях и прогнозах регулятора.

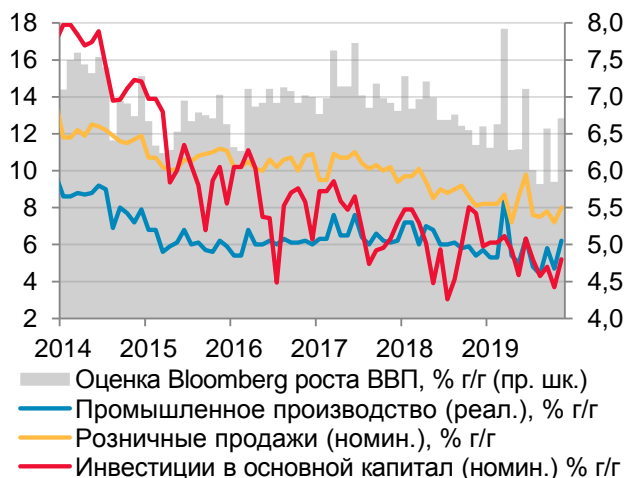
### **Китай: соглашение с США не окажет существенной поддержки экономике**

После слабой статистики за октябрь в ноябре рост китайской экономики в годовом выражении, по оценкам Bloomberg, ускорился до максимальной величины с июня. Рост промышленного производства ускорился до 6,2% г/г, розничных продаж – до 8,0% г/г, инвестиций в основной капитал – до 5,1% г/г (в октябре 4,7, 7,2 и 3,5% г/г соответственно) (Рисунок 60).

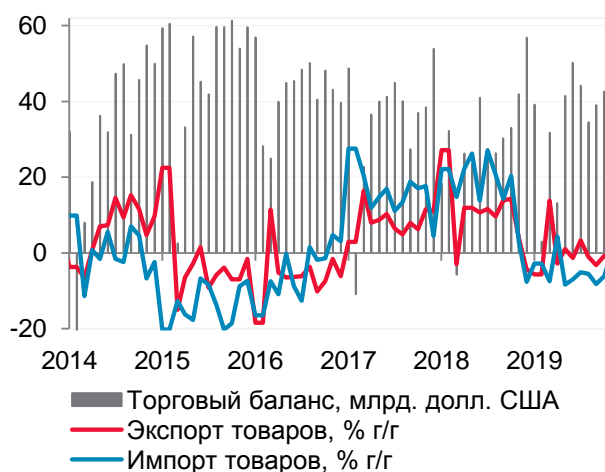
При этом, по оценкам Capital Economics, ускорение роста лишь частично объясняется структурными факторами и, вероятно, будет временным. Так, ускорение роста розничных продаж (в номинальном выражении) целиком вызвано ускорением роста цен, прежде всего продовольственных товаров, а рост промышленного производства (в реальном выражении) объясняется повышением активности частных компаний, сильно зависящих от имеющей неустойчивый характер внешней конъюнктуры. При этом ускорение роста инвестиций в основной капитал (в номинальном выражении) вызвано увеличением операций по покупке земли, что также может иметь разовый характер.

Кроме того, сохраняется слабая динамика показателей внешней торговли. Экспорт товаров в долларовом выражении снизился на 1,1% г/г, годовая динамика импорта впервые с конца 2018 г. вышла в положительную область (+0,3% г/г после снижения на 0,8 и 6,2% г/г в октябре соответственно) (Рисунок 61). Увеличивается негативный вклад в рост экономики от торгового противостояния с США. В ноябре экспорт товаров в США ускорил падение до 23,0% г/г (Рисунок 62).

<sup>21</sup> [https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2019/html/ecb.sp191121\\_1~af63c4de7d.en.html](https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2019/html/ecb.sp191121_1~af63c4de7d.en.html)

**Рисунок 60. Основные макроэкономические показатели Китая**

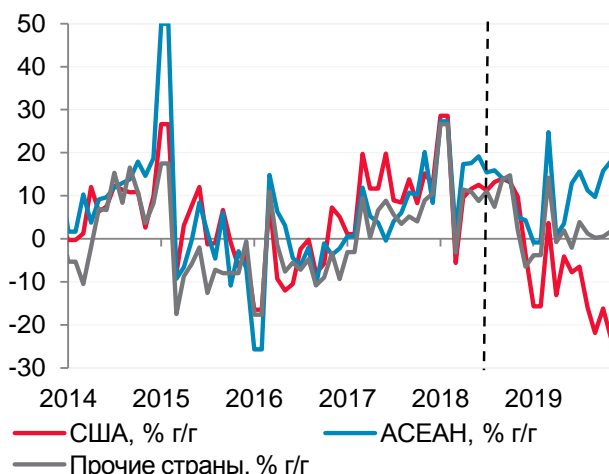
Источники: Bloomberg Finance L.P., CEIC, расчеты ДИП.

**Рисунок 61. Основные показатели внешней торговли Китая (в долларовом выражении)**

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

\* Показатели за январь-февраль усреднены.

Достижение соглашения по «Первой фазе» урегулирования противостояния между крупнейшими экономиками мира окажет поддержку китайской экономике, но небольшую. По данным Bloomberg, соглашение включает обязательство Китая увеличить в два раза импорт товаров и услуг из США, а также улучшить защиту интеллектуальной собственности в стране. В ответ США снизят с 15 до 7,5% дополнительные пошлины на импорт из Китая объемом около 120 млрд долл. США. Также обе страны откажутся от введения дополнительных пошлин, намеченного на 15 декабря.

**Рисунок 62. Экспорт товаров из Китая в страновом разрезе**

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

Примечание: пунктирная линия – начало введения взаимных дополнительных пошлин Китаем и США.

**Рисунок 63. Индексы обменного курса китайского юаня, 01.01.2013 = 100**

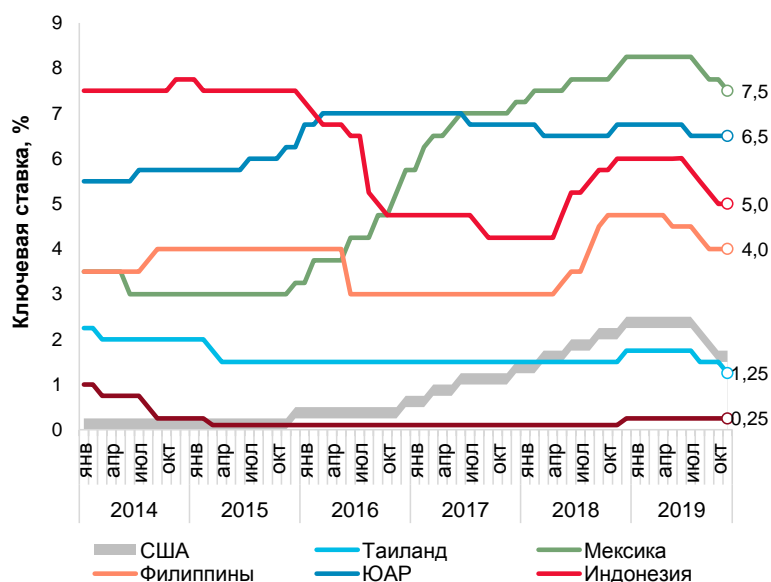
Источники: Bloomberg Finance L.P., расчеты ДИП.

По нашим оценкам, снижение существующих пошлин окажет положительный эффект на рост экономики Китая в размере  $\sim 0,02$  п.п.<sup>22</sup>, отказ от запланированных пошлин позволит избежать дополнительного замедления роста на  $\sim 0,05$  процентного пункта. В расчетах мы учитываем контрциклический эффект обменного курса юаня и политики властей (Рисунок 63)<sup>23</sup>, а также эффект реэкспорта (по нашим оценкам, реэкспорт через страны АСЕАН в 2019 г. компенсировал немногим менее 50% снижения экспорта в США, вызванного введением пошлин – Рисунок 62). В целом «выигрыш» для роста экономики Китая от достижения соглашения с США мы оцениваем в размере около 0,1 процентного пункта.

### Решения по ДКП в СФР: регуляторы берут паузу в смягчении ДКП

Многие страны с формирующимися рынками приостанавливают смягчение денежно-кредитной политики: на заседаниях советов директоров центральных банков в ноябре-декабре<sup>24</sup> без изменений ключевые ставки оставили в Республике Филиппины, Индонезии, Южно-Африканской Республике (ЮАР), Чили и Индии. При этом были снижены ключевые ставки в Таиланде (на 25 б.п., до 1,25%), Мексике (на 25 б.п., до 7,5%), Бразилии (на 50 б.п., до 4,5%) и Турции (на 200 б.п., до 12%). Банк Израиля также сохранил ставку без изменений на уровне 0,25% вопреки ожиданиям рынка.

Рисунок 64. Процентные ставки избранных центральных банков СФР и динамика ставки ФРС США (% годовых)



Источник: Thomson Reuters.

<sup>22</sup> Компенсирующий дополнительное замедление роста в 2019 году.

<sup>23</sup> Введение пошлин США сопровождалось ослаблением юаня и смягчением экономической политики властей, а соглашение с США вызвало укрепление курса юаня и может уменьшить необходимость дальнейшего смягчения макроэкономической политики. Первые оценки ДИП влияния пошлин США на экономику Китая см. в подразделе 1.3.1. «ФРС переходит к нейтральной денежно-кредитной политике, ЕЦБ и Банк Японии не спешат с нормализацией» бюллетеня «О чем говорят тренды» за октябрь 2018 г., №7 (27).

<sup>24</sup> По состоянию на 12 декабря 2019 года.

Инфляция продолжает замедляться и находится ниже таргета, в отдельных случаях выходя за пределы целевого диапазона (Республика Филиппины, Таиланд, Израиль). В качестве основных проинфляционных рисков регуляторы выделяют динамику цен на продовольственные товары и энергоресурсы, при этом слабые перспективы роста мировой экономики продолжают оказывать сдерживающее воздействие. В Республике Филиппины дополнительное давление на уровень инфляции оказывают вспышка африканской свиной чумы и потенциальная волатильность цен на нефть на фоне геополитической напряженности на Ближнем Востоке.

Курсы национальных валют показывают разнонаправленную динамику. Особую обеспокоенность укреплением национальных валют выражают регуляторы Таиланда и Израиля. В октябре тайский бат достиг 6 летнего максимума по отношению к доллару США)<sup>25</sup>, в связи с чем было принято решение о смягчении валютных правил<sup>26</sup> для стимулирования оттока капитала, который должен снизить давление на национальную валюту. Укрепление израильского шекеля<sup>27</sup> также вызывает беспокойство у регулятора, в связи с затруднением в этих условиях возвращения уровня инфляции к целевому значению. В Индонезии сильная рупия поддерживается притоками иностранной валюты со стороны экспортеров и иностранного капитала благодаря привлекательности внутренних финансовых рынков и перспективам национальной экономики. При этом национальная валюта ЮАР несколько ослабела из-за снижения уверенности инвесторов относительно перспектив внутреннего роста экономики и фискальных рисков.

Экономическая ситуация остается напряженной: регуляторы отмечают существенные риски для роста экономики и пересматривают прогнозы по росту в сторону понижения. Среди наиболее проблемных стран аналитики выделяют Мексику и ЮАР. В Мексике по итогам года прогнозируется околонулевой рост, что повышает вероятность снижения кредитного рейтинга страны в ближайшее время. Кредитный рейтинг ЮАР агентства Moody's<sup>28</sup> в ноябре был снижен со «стабильного» до «негативного» с большой вероятностью потери страной инвестиционного рейтинга<sup>29</sup> уже в I квартале 2020

<sup>25</sup> Среди основных факторов укрепления национальной валюты Таиланда аналитики выделяют высокий спрос на бат как наиболее стабильную валюту в регионе, а также ожидание подписания соглашения между США и Китаем. <https://www.todayonline.com/singapore/factors-behind-surge-thai-baht-and-why-authorities-bangkok-are-worried>

<sup>26</sup> Среди основных мер выделяют: 1) увеличение порога по выручке, до которого экспортеры могут хранить выручку за границей без ограничений по времени; 2) допуск розничных инвесторов на рынок напрямую, а не через тайландских посредников (при инвестировании до 200 тыс. долл. США в год); 3) снятие ограничений на переводы за пределы Таиланда и торговлю золотом в иностранной валюте для тайских инвесторов (кроме отдельных случаев). <https://www.businesstimes.com.sg/banking-finance/thailand-cuts-interest-rate-to-record-low-to-rein-in-surgin-baht>

<sup>27</sup> Динамика шекеля объясняется увеличением экспорта услуг (в частности, высокотехнологических, являющихся менее чувствительными к замедлению мировой экономики) и притоком инвестиций в страну (отмечается, что приток прямых иностранных инвестиций в II квартале 2019 г. достиг исторического максимума).

<sup>28</sup> Bloomberg news: <https://www.fin24.com/Budget/this-is-what-awaits-south-africa-if-moodys-cuts-credit-rating-to-junk-20191107>

<sup>29</sup> Дальнейшее ухудшение рейтинга до спекулятивного может привести к оттоку иностранного капитала, который ослабит национальную валюту, а облигации будут исключены из индекса FTSE World Government Bond Indexes. Тем не менее, некоторые аналитики считают, что подобный сценарий уже заложен в стоимость ранда.

года. При этом агентство S&P отмечает, что экономика ЮАР становится одной из самых проблемных среди относительно крупных развивающихся стран: отмечается практически полное отсутствие роста, очень низкая доля инвестиций, бюджетный дефицит, резкое увеличение долга правительства.

Достаточно стабильна экономическая ситуация в Индонезии (рост ВВП на 5% г/г, преимущественно за счет потребления домохозяйств) и Израиле (где экономика продолжает расти близко к потенциальному уровню, несмотря на негативную мировую конъюнктуру).

Несмотря на ноябрьскую паузу в смягчении ДКП, центральные банки Республики Филиппины и Индонезии дали сигнал о вероятном снижении ключевых ставок на ближайших заседаниях, в зависимости от динамики инфляции и экономической активности. Более того, с учетом текущей ситуации аналитики ожидают снижения ставок в Таиланде<sup>30</sup>, Мексике<sup>31</sup> и ЮАР. Банк Израиля<sup>32</sup> отмечает, что наиболее подходящим способом разогнать инфляцию и замедлить укрепление национальной валюты в текущих условиях является проведение интервенций, объем которых, однако, регулятором не уточняется.

### 1.3.2. Рост волатильности на финансовых рынках Латинской Америки пока носит локальный характер

- Динамику мировых финансовых рынков в ноябре – начале декабря определяли ход переговоров США и Китая по внешней торговле и усиление уверенности в наступлении паузы в смягчении денежно-кредитной политики ФРС США, которое в том числе вызвало паузу в смягчении политики многих центральных банков СФР.
- Отток капитала с рынков стран Латинской Америки вынудил центральные банки некоторых из них прибегнуть к валютным интервенциям. Пока значительного влияния на финансовые рынки СФР других регионов не прослеживается, однако дальнейшее ухудшение ситуации в Латинской Америке способно спровоцировать отток капитала из всех СФР.
- Ситуация на российских финансовых рынках была стабильной. Риск-премии продолжили снижаться и достигли минимального уровня с 2007 г., волатильность снижалась вслед за глобальными рынками.
- Движения на рынке ОФЗ в ноябре – начале декабря были относительно небольшими после октябрьского ралли. Наклон кривой доходности немного увеличился

<sup>30</sup> The Straits Times: <https://www.straitstimes.com/business/economy/thai-central-bank-cuts-key-rate-again-with-exports-under-pressure-from-trade-war>

<sup>31</sup> OECD Economic Outlook, November, 2019: <https://www.oecd-ilibrary.org/sites/9b89401b-en/1/2/3/32/index.html?itemId=/content/publication/9b89401b-en&csp=dfa9d861509505eac6168a6630ad633f&itemIGO=oecd&itemContentType=book>

<sup>32</sup> Официальный сайт Банка Израиля: <https://www.boi.org.il/en/Pages/Default.aspx>

за счет снижения доходности коротких бумаг, которое в том числе было вызвано их недостаточным предложением со стороны Минфина.

- Реакция на решение Совета директоров Банка России снизить ключевую ставку на 0,25% 13 декабря была сдержанной, потому что решение было ожидаемым. При этом в течение всей недели до заседания наклон кривой доходности ОФЗ увеличивался за счет короткого сегмента (доходности 1–2-летних облигаций снизились на 20 б.п., 3–5 летних – на 12–15 б.п., длинный сегмент кривой 15–25 лет опустился на 5–7 б.п.). Текущий уровень краткосрочных ОФЗ подразумевает, что инвесторы не исключают дальнейшего смягчения ДКП в 2020 году.

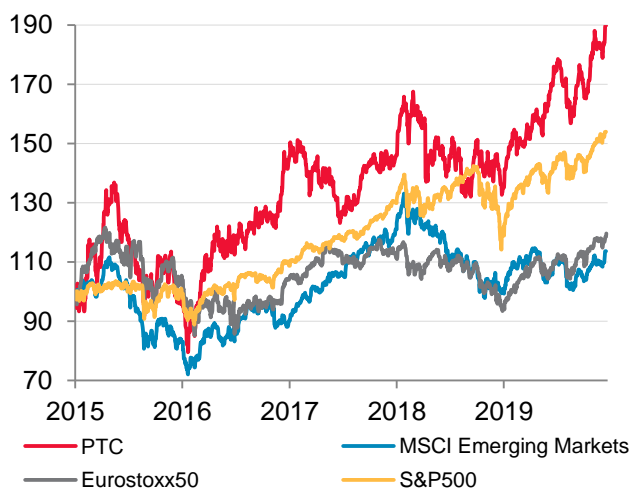
### Глобальные рынки

Динамику мировых финансовых рынков в ноябре – начале декабря определял прогресс торговых переговоров США и Китая, а также ожидания приостановки в снижении ставок ФРС США. Позитивная экономическая статистика в США, с одной стороны, уменьшает шансы на продолжение смягчения политики ФРС США, но с другой – оказывает поддержку спросу на рискованные активы, в том числе активы стран с формирующимися рынками (СФР). Тем не менее неопределенность относительно дальнейшего развития торговых отношений между США и Китаем остается. В случае их ухудшения риски дальнейшего замедления мировой экономики повысятся, что может негативно отразиться на интересе международных инвесторов к активам СФР.

В ноябре ухудшение политической и социальной ситуации в Чили вызвало значительный отток капитала с финансовых рынков всего региона Латинской Америки. Это привело к значительному обесценению местных валют, которое создает как инфляционные риски, так и риски финансовой стабильности. Центральные банки крупнейших стран региона для стабилизации ситуации начали проводить валютные интервенции. В частности, центральный банк Чили впервые с 2002 г. объявил о готовности продать до 20 млрд долл. США (около половины валютных резервов). Центральный банк Бразилии начал проводить валютные интервенции впервые после трехмесячного перерыва.

Ухудшение ситуации на финансовых рынках Латинской Америки увеличивает риски более масштабного оттока с рынков СФР, однако пока признаков ухудшения ситуации за пределами региона не наблюдается. Тем не менее, в случае реализации этого риска страны с формирующимися рынками могут столкнуться с оттоком капитала, а также сопутствующими ему валютными рисками и снижением стоимости активов. Пока же доходности гособлигаций в национальных валютах в СФР за исключением некоторых стран Латинской Америки не продемонстрировали значительных изменений в ноябре – начале декабря.

**Рисунок 65. Динамика индексов акций  
(январь 2015 г. = 100)**



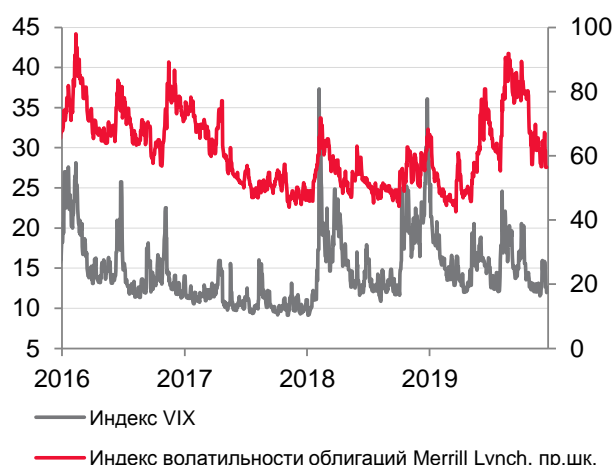
Источник: Bloomberg Finance L.P.

**Рисунок 66. Динамика курсов валют  
развивающихся стран и доллара США**



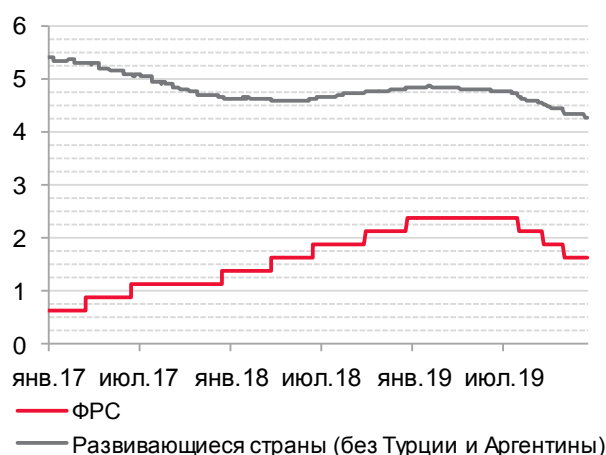
Источник: Bloomberg Finance L.P.

**Рисунок 67. Динамика индексов  
волатильности**



Источник: Bloomberg Finance L.P.

**Рисунок 68. Динамика ключевых ставок  
центральных банков, % годовых**



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

## Российские рынки

Российская риск-премия CDS обновила исторические минимумы. В целом снижение стоимости защиты от кредитных рисков соответствовало общей динамике риск-премий в СФР. Вмененная волатильность рубля также продолжила снижаться и опустилась до минимальных значений с момента перехода к режиму плавающего валютного курса, этому также способствовало общее снижение волатильности на мировых финансовых рынках. Ухудшение ситуации на финансовых рынках Латинской Америки пока не сказалось на динамике российского рынка.

На рынке ОФЗ в ноябре – начале декабря ситуация в целом была стабильной. После октябряского решения СД Банка России доходности российских госбумаг на длинном конце кривой доходностей колебались около уровня 6,4–6,5%. При этом не-

достаток предложения коротких ОФЗ со стороны Минфина способствовал снижению доходностей на коротком конце кривой примерно на 15–20 б.п., что привело к увеличению наклона кривой.

Реакция на решение Совета директоров Банка России снизить ключевую ставку на 0,25% 13 декабря была сдержанной, потому что решение было ожидаемым. При этом в течение всей недели до заседания наклон кривой доходности ОФЗ увеличивался за счет короткого сегмента (доходности 1–2-летних облигаций снизились на 20 б.п., 3–5 летних – на 12–15 б.п., длинный сегмент кривой 15–25 лет опустился на 5–7 б.п.). На текущий момент доходности годовых ОФЗ находятся на минимальном уровне с января 2013 года. Помимо дисбаланса спроса и предложения на этом сегменте кривой (ограниченное предложение на протяжении 2019 г. со стороны Минфина России), такой уровень годовой доходности также подразумевает, что инвесторы могут закладывать в ценообразование последующие снижения ключевой ставки в 2020 году.

Особым спросом со стороны инвесторов в ноябре – начале декабря пользовались новые флоатеры<sup>33</sup> Минфина России, что позволило ведомству разместить весь доступный к размещению объем (100 млрд руб.). Учитывая итоги размещения, Минфин России заявил, что стремится выстроить репрезентативную кривую флоатеров, а до конца года, возможно, будет размещен новый выпуск.

В 2015 г. Минфин начал размещать ОФЗ, купонный доход по которым определялся на основе значений ставки RUONIA, усредненных за предыдущие 6 месяцев и увеличенных на спред. Ставка купона, рассчитанная таким образом, фиксировалась перед началом следующего процентного периода (6 месяцев) и выплачивалась по его истечении.  
В августе 2019 г. Минфин впервые предложил к размещению ОФЗ-ПК нового формата. Ставка купона по таким облигациям рассчитывается в конце 3-месячного купонного периода на основе реализованных значений RUONIA за текущий период. Для обеспечения расчета купона (с учетом публикаций RUONIA и праздничных дней) используется сдвиг ставки на 7 календарных дней назад (lookback).  
Расчет ставки купона в конце купонного периода (in arrears) сближает конвенции ОФЗ-ПК и рынка овернайт индекс свопов (OIS) на ставку RUONIA и соответствует мировой практике рынка флоатеров на безрисковые однодневные индикаторы.

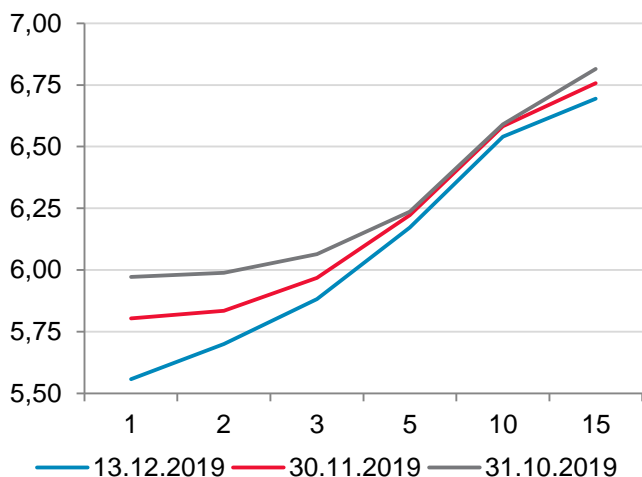
С момента первого размещения в конце августа новый тип флоатера вызвал интерес у инвесторов. Основными инвесторами по состоянию на 1 ноября являются российские банки (74%), а также негосударственные пенсионные фонды (19%). Представляется, что высокий спрос на эту бумагу связан прежде всего с возможностью использования его российскими банками для хеджирования процентного риска.

В отсутствие ликвидного рынка процентных деривативов, позволяющего перераспределять процентный риск в пользу участников финансового рынка, которые обладают компетенцией и желанием им управлять, потенциальный рост предложения флоатеров ОФЗ-ПК разной срочности может быть интересен российским банкам для управления позицией по процентному риску. В условиях снижения общего уровня ставок и сокращения процентной маржи банков вопрос управления процентным риском становится все более актуальным.

<sup>33</sup> ОФЗ с плавающим купоном.

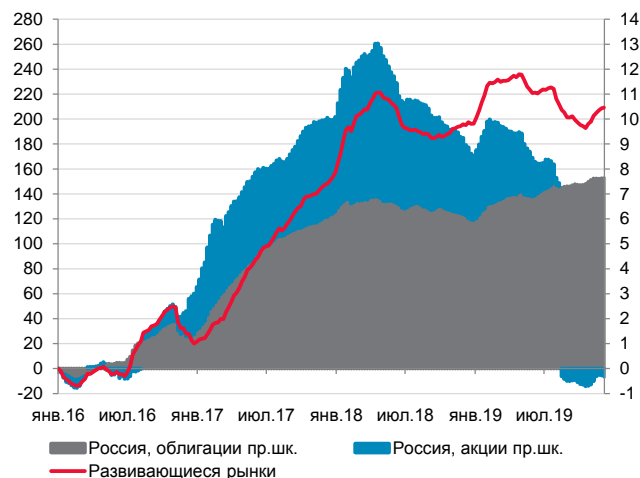


**Рисунок 69. Кривая доходности ОФЗ, %**



Источник: Bloomberg Finance L.P.

**Рисунок 70. Динамика потоков в фонды развивающихся стран и России, млрд. долл., накопленным итогом с начала 2016 года**



Источник: EPFR.

**Рисунок 71. Волатильность курса рубля и цены нефти**



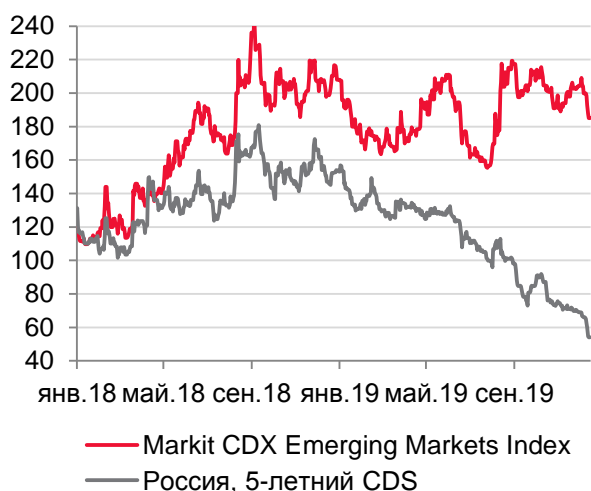
Источник: Bloomberg Finance L.P.

**Рисунок 72. Процентный коридор Банка России и краткосрочная ставка рынка МБК, % годовых**



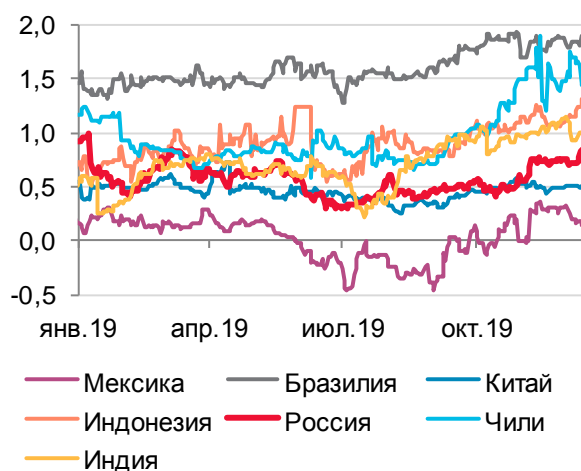
Источники: Банк России, Bloomberg Finance L.P.

**Рисунок 73. Динамика 5-летних CDS в России и развивающихся странах**



Источник: Bloomberg Finance L.P.

**Рисунок 74. Разница доходности 10- и 2-летних гособлигаций стран с формирующимися рынками, п.п.**



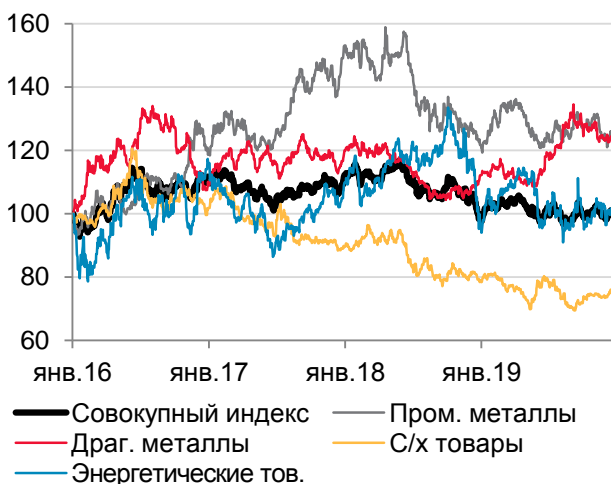
Источник: Bloomberg Finance L.P.

### 1.3.3. Страны ОПЕК+ уменьшили квоты в борьбе с излишком нефти на рынке

- С конца октября до середины декабря индекс цен сырьевых товаров не изменился. При этом цена нефти Urals выросла на 13%, до 66 долл. США/баррель.
- Основным фактором повышения нефтяных котировок стало решение стран ОПЕК+ снизить на 0,5 млн барр. в день квоты на добычу нефти. Также страны ОПЕК+ пообещали устранить отклонения от прежнего размера квот (более 0,3 млн барр. в день в октябре).
- По оценкам ведущих международных организаций, это не позволит избежать формирования излишка на нефтяном рынке в первой половине 2020 года. Тем не менее, это даст возможность сбалансировать нефтяной рынок во второй половине года, избежать роста избыточных коммерческих нефтяных запасов в странах ОЭСР и поддержать цену нефти на относительно высоком уровне.

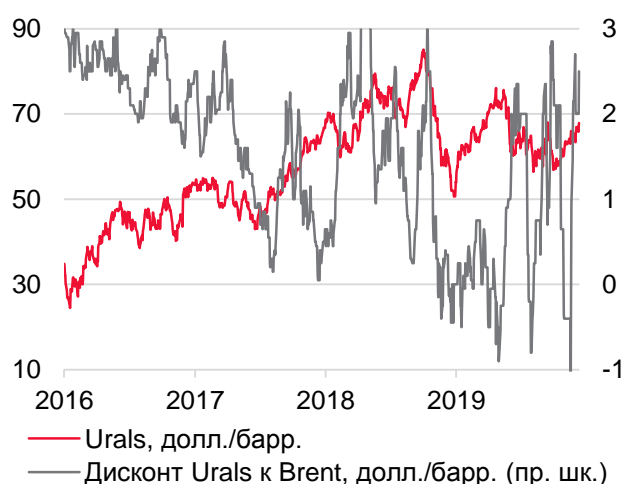
За период с конца октября до середины декабря индекс цен сырьевых товаров Bloomberg не изменился: снижение цен драгоценных и промышленных металлов на 4 и 3% соответственно компенсировалось ростом на 3 и 2% цен энергетических и сельскохозяйственных товаров (Рисунок 75). За тот же период цена нефти Urals выросла на 13%, до 66 долл. США/барр., чему поспособствовало решение стран ОПЕК+ о снижении квот и продвижение переговоров об урегулировании споров между США и Китаем (Рисунок 76).

Рисунок 75. Индексы Bloomberg цен товаров и металлов (01.01.2016 = 100)



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

Рисунок 76. Цена нефти Urals и дисконт к Brent



Источник: Thomson Reuters.

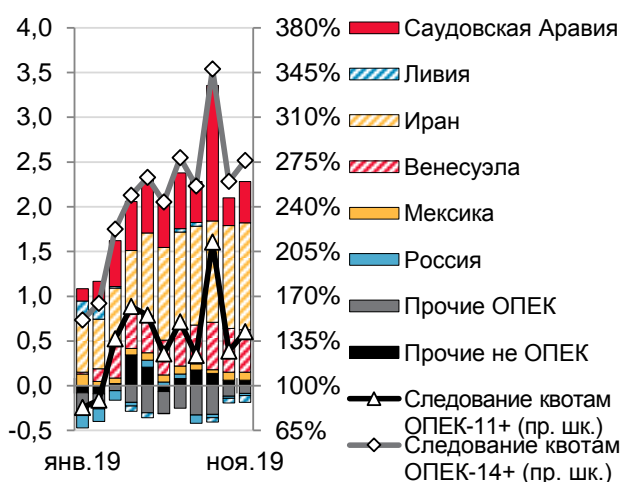
6 декабря страны ОПЕК+ приняли решение о сокращении квот на добычу нефти на 0,5 млн барр. в день.<sup>34</sup> Основное бремя взяла на себя Саудовская Аравия, продемонстрировавшая готовность поддержать нефтяные цены почти «любой ценой». Квота Саудовской Аравии снижена на 0,17 млн барр. в день, при этом страна также пообещала продолжать держать добычу на 0,4 млн ниже квоты. Совокупные квоты других стран ОПЕК сокращены на 0,21 млн барр. в день. Квоты стран вне ОПЕК снижены на 0,13 млн барр. в день. В частности, квота России уменьшена на 0,07 млн барр. в день. Пониженные квоты будут действовать до конца I квартала 2020 г., после чего могут быть уточнены.

Страны ОПЕК+ также пообещали устранить отклонения от прежних квот. По данным вторичных источников, в ноябре совокупное отклонение стран от своих квот превышало 0,3 млн барр. в день, подавляющая часть которого приходится на Ирак и Нигерию. Представители обеих стран пообещали устранить квоты в ближайшее время, однако подобные обещания имели место не раз в последние месяцы, что дает повод сомневаться и сейчас. Если отклонения устранены не будут, это может дестимулировать страны, придерживающиеся своих квот, следовать новым квотам. Однако если обещания ОПЕК+ материализуются, сокращение предложения нефти может составить, по нашим оценкам, 0,7–0,8 млн барр. в день<sup>35</sup>. Решение стран ОПЕК+ превзошло ожидания инвесторов и привело к существенному росту нефтяных котировок.

<sup>34</sup> Прежние квоты таргетировали добычу на 1,2 млн барр. в день ниже уровня октября 2018 года.

<sup>35</sup> Без учета естественного снижения добычи в ряде стран и возможности наращивания добычи газового конденсата в странах ОПЕК+.

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



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

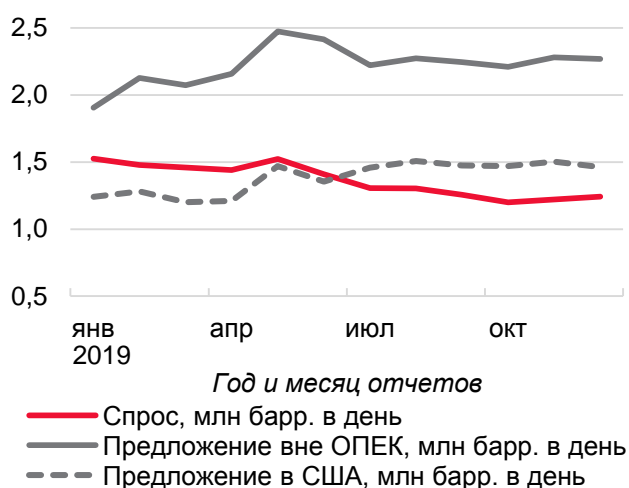
**Рисунок 78. Основные показатели рынка жидкого топлива**



Источник: EIA.

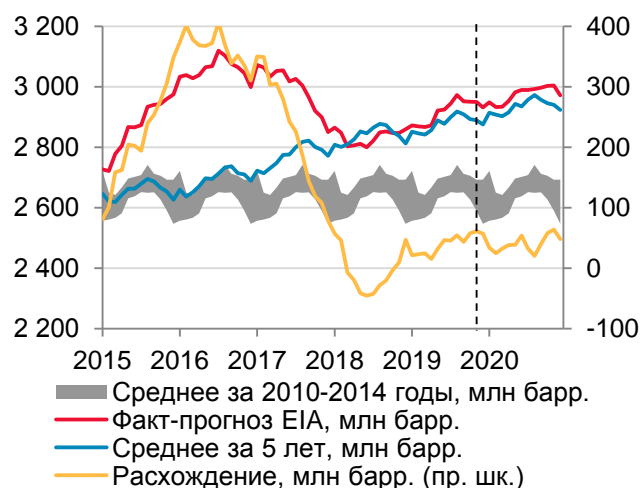
По оценкам Управления энергетической информации США (EIA) и Международного энергетического агентства (МЭА), ужесточение квот странами ОПЕК+ не позволит избежать формирования излишка на нефтяном рынке в первой половине 2020 г., но даст возможность сбалансировать нефтяной рынок во второй половине года (в случае продления квот ОПЕК+) (Рисунок 78). Этому также будет способствовать повышение прогноза роста мирового спроса и снижение прогноза роста предложения в США (Рисунок 79). В результате, по оценкам EIA, в 2020 г. коммерческие нефтяные запасы стран ОЭСР сформируются на уровне выше пятилетнего среднего уровня, но данное превышение будет сопоставимо с имеющим место в настоящее время (Рисунок 80). Таким образом, решение стран ОПЕК+, в случае строго следования ему странами, позволит поддержать цену нефти на относительно высоком уровне.

**Рисунок 79. Оценки роста основных показателей рынка жидкого топлива в 2020 г. в месячных отчетах ведущих организаций (в среднем по EIA, МЭА и ОПЕК)**



Источники: EIA, МЭА, ОПЕК, расчеты ДИП.

**Рисунок 80. Коммерческие запасы нефти и нефтепродуктов в странах ОЭСР**



Источники: EIA, расчеты ДИП.

## 2. ВЗГЛЯД В БУДУЩЕ: ОПЕРЕЖАЮЩИЕ ИНДИКАТОРЫ

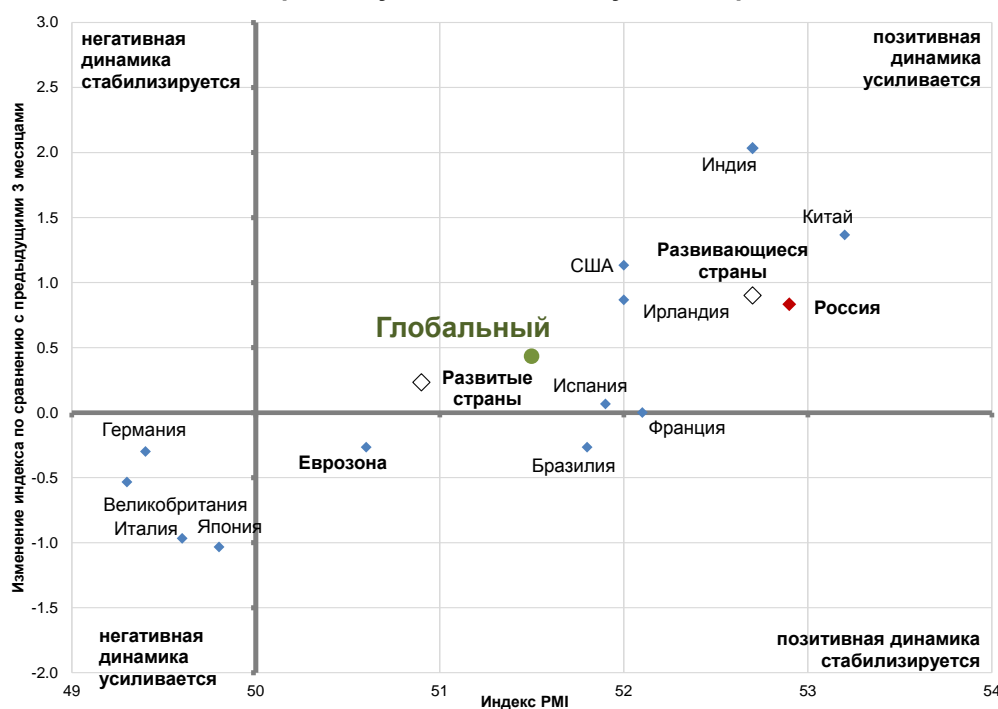
### 2.1. Глобальные опережающие индикаторы

#### 2.1.1. Глобальный сводный PMI в ноябре вырос впервые за последние четыре месяца

Рост глобального сводного индекса PMI в ноябре впервые за последние 4 месяца с 50,8 до 51,5 п. связан с улучшением деловой активности как в обрабатывающих отраслях, так и в секторе услуг. Рост отмечен в нескольких крупнейших экономиках – США, Китае, Индии. В то же время в ряде стран сводный PMI остается ниже 50 п., свидетельствуя о сохранении слабости роста (Рисунок 81).

В США сводный индекс PMI вырос с 50,9 до 52 п. на фоне улучшения ситуации как в секторе услуг, так и обрабатывающей промышленности. Оживление как внутреннего, так и внешнего спроса привело к возобновлению найма сотрудников после двух месяцев сокращения рабочих мест и к росту объемов незавершенной работы. Тем не менее бизнес-ожидания компаний остаются на пониженном уровне, что указывает на неустойчивый характер текущих изменений. Торговые переговоры, экономическая неопределенность и предвыборная гонка в США – основные факторы, которые, согласно ответам компаний, будут определять динамику деловой активности в ближайшем будущем.

**Рисунок 81. Динамика композитного индекса PMI за ноябрь и изменение к среднему значению за август-октябрь**



Источники: IHS Markit, Bloomberg Finance L.P.

В еврозоне сводный индекс PMI не изменился, оставшись на уровне 50,6 пункта. При этом, в обрабатывающей промышленности было отмечено улучшение ситуации (с 45,9 до 46,9 п.), но само значение индекса продолжает сигнализировать о глубокой рецессии в секторе, вызванной замедлением роста мировой экономики и неопределенностью из-за торговых войн. Выпуск в секторе снижается десятый месяц подряд и сопровождается падением объемов незавершенной работы и занятости. Однако бизнес-ожидания в ноябре выросли до максимума за последние 5 месяцев, указывая на возможность разворота в трендах в отсутствие плохих новостей. В сфере услуг продолжилось замедление роста деловой активности (с 52,2 до 51,9 п.) на фоне нулевого притока новых заказов и снижения экспортных заказов. Текущие значения сводного PMI по еврозоне указывают на рост ВВП в IV квартале 2019 г. на уровне стагнации и составляют +0,1% к/к. При этом риски дальнейшего замедления роста экономики сохраняются, так как новые заказы еще не возобновили рост.

Динамика индекса PMI в ноябре 2019 г. указывают на то, что ухудшение динамики экономической активности в крупнейших экономиках приостановилось. Возможно, надежды на торговую сделку между США и Китаем, а также смягчение ДКП ведущими центральными банками смогли компенсировать негативные последствия роста экономической неопределенности. Однако любое ухудшение настроений способно развернуть наметившийся разворот в динамике деловой активности.

## 2.2. О чем говорят опережающие индикаторы по России?

### 2.2.1. Индексная оценка: рост ВВП в первом полугодии 2020 года ожидается на уровне потенциала

- Наша текущая оценка роста ВВП в IV квартале 2019 г. была повышена до 0,3% к/к SA по сравнению с оценкой на уровне 0,2% к/к SA в октябре.
- Динамика краткосрочных показателей в сочетании с рядом опережающих индикаторов деловой активности позволяет ожидать постепенного ускорения роста ВВП в течение первого полугодия 2020 г. до темпов, соответствующих потенциалу.
- Текущая индексная оценка ВВП пока опирается только на краткосрочную статистику за октябрь и ряд оперативных показателей за ноябрь, а также не учитывает предварительную оценку Росстата по росту экономики в III квартале. Она может быть существенно скорректирована по мере дальнейшего выхода краткосрочной статистики в ближайшие месяцы.

	Ноябрь % к/к SA	Октябрь % к/к SA
IV квартал 2019 г.	0,3	0,2
I квартал 2020 г.	0,3	0,3
II квартал 2020 г.	0,3-0,4	-

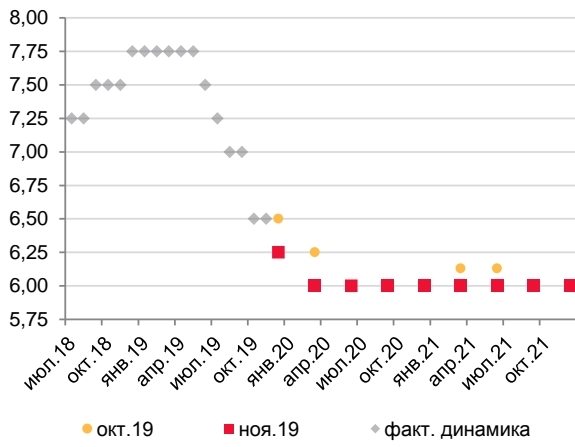
### 2.2.2. Инфляционные ожидания аналитиков остаются заякоренными

- В ноябре аналитики незначительно пересмотрели прогнозы по траектории ключевой ставки. До конца I квартала 2020 г. ожидается снижение до 6,0%, после чего аналитики ожидают стабилизации ставки на этом уровне.
- Среднесрочные ожидания аналитиков остаются заякоренными на уровне цели Банка России, на ближайшие кварталы прогнозная траектория по инфляции была немного пересмотрена вниз.

Решение Банка России снизить ключевую ставку на заседании Совета директоров 13 декабря было ожидаемым. Согласно проведенному в ноябре опросу Bloomberg, консенсус-прогноз финансовых аналитиков предполагал снижение *ключевой ставки* на 25 б.п. – с 6,50 до 6,25%. Еще одно снижение на 25 б.п. ожидается аналитиками в I квартале 2020 г., после чего ставка, по ожиданиям, будет находиться на уровне 6% весь прогнозный период (как минимум до конца 2021 г.) (Рисунок 82). Изменения прогноза по сравнению с октябрём коснулись только динамики ставки на заседаниях, которые состоятся в ближайшие полгода: во многом этот пересмотр технический. Октябрьский опрос проводился до заседания СД, поэтому аналитики в ноябрьском прогнозе учли принятое решение о снижении ставки на 50 базисных пунктов.

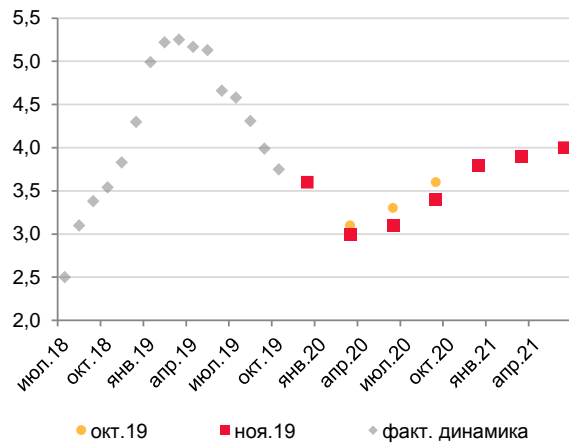
*Ожидания* аналитиков по инфляции не претерпели значительных изменений. Немного вниз была пересмотрена траектория в ближайшие три квартала. По итогам I квартала 2020 г. ожидается снижение до 3,0% г/г, после чего она вырастет до 3,8% г/г к концу 2020 года. Прогноз ниже 4%, с точки зрения аналитиков, скорее всего, предполагает, что краткосрочное проявление дезинфляционных временных факторов еще распространится на самое начало следующего года. При этом среднесрочные ожидания аналитиков остаются заякоренными на уровне цели Банка России 4% (Рисунок 83). Тот факт, что аналитики ожидают выхода инфляции на среднесрочном периоде на 4% при стабилизации ключевой ставки на уровне 6%, указывает на то, что этот уровень ставки сейчас рассматривается большинством участников опроса как нейтральный.

**Рисунок 82. Ожидания аналитиков по ключевой ставке Банка России, % годовых**



Источник: Bloomberg Finance L.P.

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



Источник: Bloomberg Finance L.P.



### 3. В фокусе. Облигации с защитой от инфляции как источник информации об инфляционных ожиданиях

- Цены индексируемых на инфляцию облигаций содержат косвенную информацию об инфляционных ожиданиях участников финансового рынка. В России на данный момент в обращении находится два выпуска таких бумаг.
- Вмененная инфляция, определяемая как разница между доходностью ОФЗ с постоянным купоном и ОФЗ с привязкой к инфляции с одним сроком погашения, в последние месяцы держится значительно ниже 4%, хотя еще год назад была выше 5%. Однако преждевременно на основании этого делать вывод о снижении в таком масштабе и за такой относительно короткий период инфляционных ожиданий участников рынка, причем до уровней ниже цели Банка России по инфляции. Для более корректной оценки инфляционных ожиданий рынка показатель вмененной инфляции нужно скорректировать на различные факторы, в числе которых премия за инфляционный риск, премия за ликвидность, разница в базе начисления купонов и другие факторы.
- Значительные различия в структуре держателей ОФЗ с постоянным купоном и ОФЗ с привязкой к инфляции и их поведенческих моделях могут значительно влиять на динамику показателя вмененной инфляции. Например, она может быть занижена в периоды ожидания снижения процентных ставок и активного наращивания позиций участниками рынка в ОФЗ-ПД и завышена в периоды сокращения позиций основными держателями.

ОФЗ, индексируемые на инфляцию (ОФЗ-ИН)<sup>36</sup>, – достаточно новый инструмент на российском рынке. Минфин России начал выпускать «линкеры»<sup>37</sup> в 2015 году. На текущий момент в обращении находятся два выпуска ОФЗ-ИН (срок до погашения – 3,5 года и 8 лет). В ноябре благодаря активному спросу со стороны инвесторов Минфин доразместил выпуск 8-летнего линкера на 100 млрд рублей. Всего в обращении сейчас<sup>38</sup> находятся ОФЗ-ИН объемом более чем на 400 млрд рублей<sup>39</sup>, что составляет чуть меньше 5% от общего объема внутреннего государственного долга.

Инвесторов индексируемые на инфляцию облигации привлекают возможностью получения реальной доходности вне зависимости от возможных колебаний уровня ин-

---

<sup>36</sup> Справочно: ОФЗ, индексируемые на инфляцию, позволяют получить инвестору реальную ставку доходности вне зависимости от реализованной инфляции за период. В отличие от обычных облигаций с фиксированным купоном (в которых потоки платежей известны заранее, однако уровень реальной доходности не известен при покупке облигации), потоки платежей по индексируемым на инфляцию облигациям состоят из двух компонентов: фиксированной ставки купона и индексируемого на уровень инфляции номинала. Минимальное значение номинала одной бумаги ограничено 1000 руб., и номинал индексируется ежедневно на индекс потребительских цен за 3 месяца до расчетной даты. Купонный доход выплачивается исходя из проиндексированного номинала.

<sup>37</sup> Условное название для облигаций, выплаты по которым привязаны к инфляции.

<sup>38</sup> По состоянию на 4 декабря 2019 года.

<sup>39</sup> По непогашенному номиналу.

фляции. А для центральных банков такие инструменты интересны как источник информации об инфляционных ожиданиях, закладываемых в их цены.

### Вмененная инфляция

Вмененная инфляция – это показатель, который является приблизительной оценкой инфляционных ожиданий, извлекаемых из динамики цен на ОФЗ. Она определяется как средний уровень будущей инфляции, который уравнивает сумму дисконтированных потоков платежей по индексированной бумаге (ОФЗ-ИН) со стоимостью ближайшей по дате погашения номинальной облигации (ОФЗ-ПД). Упрощенно это можно аппроксимировать следующей формулой:

Вмененная инфляция ( $\approx$  оценка ожидаемой инфляции)

$$= \text{Доходность к погашению}_{\text{ОФЗ-ПД}} - \text{Доходность к погашению}_{\text{ОФЗ-ИН}}$$

За последние 3 месяца вмененная инфляция, заложенная в цены ОФЗ-ИН, снижалась, составив на конец ноября, по оценкам ДИП<sup>40</sup>, 3,40% (по февраль 2028 г.). Средняя будущая вмененная инфляция (с августа 2023 г. по февраль 2028 г.) составила 3,30%. При этом еще год назад показатели вмененной инфляции были выше – 5–5,5%. Прямая интерпретация таких результатов – участники рынка ОФЗ ожидают, что инфляция в ближайшие 8 лет в среднем будет ниже целевого уровня Банка России в 4%. Означает ли это, что инфляционные ожидания участников финансового рынка (по крайней мере одного из его сегментов) действительно так радикально изменились? Наш анализ свидетельствует, что показатель вмененной инфляции дает лишь приблизительное представление об инфляционных ожиданиях и не учитывает ряд факторов, которые могут значительно исказить оценку.

Рисунок 84. Динамика реальной и номинальной доходностей ОФЗ с погашением в 2023 г., %



Источник: Bloomberg Finance L.P., расчеты ДИП

Рисунок 85. Динамика реальной и номинальной доходностей ОФЗ с погашением в 2028 г., %



Источник: Bloomberg Finance L.P., расчеты ДИП

<sup>40</sup> Оценки основаны на сопоставлении доходности ОФЗ-ИН и ОФЗ-ПД с учетом дисконтирования ожидаемых потоков платежей по бескупонной кривой ОФЗ.

## 1) Инфляционные ожидания и инфляционный риск.

Номинальную доходность можно разбить на четыре основных компонента (Рисунок 86), два из которых определяют реальную доходность:

- реальная краткосрочная ставка;
- временная премия реальной ставки за срочность;
- ожидаемая инфляция;
- инфляционный риск (риск того, что инфляция, в течение срока до погашения облигации превысит ожидаемый уровень инфляции на момент покупки облигации).

Доходность *индексируемых на инфляцию* облигаций не включает премию за инфляционный риск, так как доход, выплачиваемый по этим облигациям, растет в соответствии с реализованным уровнем инфляции. Фактически, покупая индексируемую на инфляцию бумагу, инвестор платит за большую определенность своего реального будущего дохода. Иными словами, такой инвестор приобретает опцион на неожиданный рост инфляции или «страховку» от инфляции.

Стоимость опциона, предоставляющего инвестору защиту от неожиданного всплеска инфляции, зависит от неопределенности относительно будущей инфляции и степени склонности к риску. Математически инфляционные ожидания представляют собой среднюю субъективную оценку вероятностного распределения ожиданий будущей инфляции. Неопределенность относительно будущей инфляции определяется как вариация относительно среднего значения и имеет положительную корреляцию с уровнем ожидаемой инфляции.

С этим связан следующий эффект: как правило, временная инфляция имеет тенденцию расти или снижаться сильнее, чем инфляционные ожидания.

Рисунок 86. Факторы формирования номинальной доходности ОФЗ, %



Следует отметить еще одну особенность инфляционных ожиданий: они меняются в зависимости от срока и, соответственно, по-разному влияют на уровень номинальной доходности ОФЗ-ПД. Как правило, инфляционные ожидания предполагают разный уровень инфляции на разных временных интервалах в будущем. При этом краткосрочные инфляционные ожидания, как правило, более волатильны, нежели долгосрочные. Это означает, что изменение краткосрочных инфляционных ожиданий может приво-

доть к временным изменениям уровня вмененной инфляции, даже если долгосрочные инфляционные ожидания являются заякоренными. В случае, если ожидания незаякорены, влияние этого фактора может только усиливаться.

## 2) Ликвидность и предпочтения инвесторов

На динамику вмененной инфляции оказывают влияние ликвидность «линкеров», а также поведенческие особенности и предпочтения основных групп инвесторов. Ликвидность инфляционных ОФЗ существенно ниже, нежели ликвидность номинальных бумаг, что объясняется прежде всего различиями в их инвесторской базе. Как правило, индексированные облигации покупают институциональные инвесторы, не склонные к активной торговле, то есть такие бумаги удерживаются в их портфелях до погашения.

**Рисунок 87. Структура держателей «номинальной» ОФЗ с погашением в 2023 г.**



**Рисунок 88. Структура держателей «реальной» ОФЗ с погашением в 2023 г.**



Источники: Банк России, формы надзорной отчетности.

Источники: Банк России, формы надзорной отчетности.

При этом наиболее «быстрая» часть инвесторов, которая проводит активные операции, причем в больших объемах, сосредоточена в классических ОФЗ с фиксированным купоном. Чаще всего значительную часть таких участников составляют иностранные инвесторы. В периоды ожидания снижения процентных ставок интерес со стороны инвесторов провоцирует заблаговременное формирование позиций в бумагах (re-positioning) со стороны российских участников (преимущественно банков), которые также наращивают свои позиции в расчете на дальнейшие покупки иностранных инвесторов.

Например, благодаря ожиданиям снижения ключевой ставки Банком России в сентябре–ноябре номинальные доходности ОФЗ-ПД снижались более быстрыми темпами по сравнению с реальными доходностями ОФЗ-ИН. В связи с этим вмененная инфляция, оцениваемая исходя из цен ОФЗ-ИН, может оказаться заниженной в периоды активных покупок нерезидентов и локальных участников.

**Рисунок 89. Динамика структуры держателей ОФЗ 26212**

Источники: Банк России, формы надзорной отчетности, Bloomberg Finance L.P.

### 3) Прочие факторы

Классические и инфляционные бумаги обладают разной чувствительностью к изменению ставок реальной доходности. Купонные выплаты по «линкерам» увеличиваются с ростом инфляции, в то время как купонные платежи по номинальным ОФЗ фиксированы. Такая особенность индексируемых бумаг интересна инвесторам, так как выплаты по ОФЗ-ИН вырастут сильнее в случае, если реализованная инфляция окажется выше, нежели вмененная инфляция на момент покупки облигации. Для целей оценки инфляционных ожиданий следует иметь в виду, что этот эффект также может снижать наблюдаемый уровень вмененной инфляции.

Для корректного расчета вмененной инфляции следует также учитывать временной лаг (3 месяца в случае ОФЗ-ИН) с момента изменения инфляции до индексации номинала такой облигации. Чем ближе срок до погашения «линкера», тем выше эффект временного лага. Впрочем, на данный момент влияние этого фактора, по нашим оценкам, незначительно.

Получаемая оценка вмененной инфляции из цен «линкеров» может не отражать мнение инвесторов относительно будущей инфляции и по другим «техническим» причинам в условиях отсутствия эффективного рынка. Покупая «линкеры», инвестор может просто диверсифицировать или хеджировать свой инвестиционный портфель, например, в ответ на рост инфляционных рисков, даже если в реализацию этих рисков он не верит.

Рынок инфляционных бумаг служит одним из источников информации об инфляционных ожиданиях. Наличие кривой доходности бумаг, индексируемых на инфляцию, а также производных финансовых инструментов на инфляцию помогает в анализе центральными банками срочной структуры инфляционных ожиданий. Однако рассмотренные выше факторы не являются отличительной чертой российского рынка и присущи инфляционным бумагам во всем мире.

При анализе российских инфляционных ожиданий необходимо иметь в виду, что наращивание позиций иностранными и активными российскими инвесторами в классических ОФЗ-ПД в периоды смены настроений на рынках приводит к существенному снижению или увеличению их доходности и, как следствие, к значительному изменению вмененной инфляции. В этой связи использовать вмененную доходность ОФЗ-ИН для оценки ожиданий по инфляции следует с учетом корректировки на этот и иные факторы.

На текущем этапе развития рынка ОФЗ-ИН проведение таких корректировок технически трудно. Например, сейчас в обращении находится всего два выпуска «реальных» облигаций, что не позволяет построить кривую их доходности, исходя из сроков погашения. Самый простой метод построения формы кривой доходности требует, как минимум, четырех точек, то есть четырех выпусков ОФЗ-ИН.

С точки зрения ДКП, интерес представляет и сам уровень реальной доходности по ОФЗ-ИН. Ее среднее значение за последние два-три года по обеим бумагам было выше 3%. Даже с учетом, вероятно, значительного уровня премии за ликвидность ОФЗ-ИН, который повышает доходность облигаций, можно осторожно утверждать, что реальная доходность рублевых инструментов находится в диапазоне (или близко к нему) оценок Банка России нейтрального уровня ключевой ставки. Основная часть инвесторов в «линкеры» – российские институциональные инвесторы. Это дает понимание того, какой уровень реальных ставок интересен внутренним инвесторам для инвестиций в рублевые активы. По сути это косвенно указывает на разницу в оценке «справедливой» риск-премии ОФЗ различными группами инвесторов – как внутренними, так и внешними.

## 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