



Банк России

№ 6 (42)



О ЧЕМ ГОВОРЯТ ТРЕНДЫ **Макроэкономика и рынки**

Бюллетень Департамента исследований и прогнозирования

ОКТАБРЬ 2020

СОДЕРЖАНИЕ

КРАТКОЕ СОДЕРЖАНИЕ	3
1. Инфляция	5
1.1. Замедление роста цен в сентябре под действием разовых факторов	5
1.2. Снижение цен производителей замедлилось	11
1.3. Ценовые индексы PMI в сентябре: рост инфляционного давления	13
2. Экономическая динамика	14
2.1. В России ВВП в II квартале просел меньше, чем в большинстве стран	14
2.2. Стабилизация экономической активности в сентябре	17
2.3. Завершение фазы восстановительного роста в большинстве отраслей обработки в августе	20
2.4. Индексы PMI в сентябре: замедление восстановления деловой активности	25
2.5. Восстановление розничной торговли в августе остановилось	27
2.6. Ситуация на рынке труда постепенно стабилизируется	30
2.7. Банковский сектор в августе: кредитование положительно отреагировало на монетарные и бюджетные стимулы	32
3. Глобальная экономика, финансовые и товарные рынки	36
3.1. Восстановление мировой экономики носит неоднородный характер	36
3.2. Осенняя смена настроений на финансовых рынках	44
3.3. Увеличение добычи и рост рисков снижения потребления оказывают понижающее давление на нефтяные цены	49
4. В ФОКУСЕ. Об инфляции в странах с формирующимися рынками в период пандемии	52

Бюллетень подготовлен Департаментом исследований и прогнозирования по данным на 09.10.2020.
Выводы и рекомендации, содержащиеся в бюллетене, могут не совпадать с официальной позицией Банка России.
Замечания и предложения по содержанию просим отправлять по адресу dip_bulletin@mail.cbr.ru

Фото на обложке: Shutterstock.com/FOTODOM
Адрес: 107016, Москва, ул. Неглинная, 12
Официальный сайт Банка России: www.cbr.ru
© Центральный банк Российской Федерации, 2020

КРАТКОЕ СОДЕРЖАНИЕ

ИТОГИ

- Инфляционное давление с поправкой на влияние временных и разовых факторов сохраняется вблизи 4%. Мягкая денежно-кредитная политика способствует дальнейшему восстановлению экономической и потребительской активности. Это снижает дезинфляционные риски, в результате чего годовая инфляция составит 3,5 – 4,0% по итогам 2021 года.
 - В сентябре рост потребительских цен существенно замедлился по сравнению с августом из-за усиления действия разовых дезинфляционных факторов. Более значительное, чем обычно, сезонное удешевление плодоовощной продукции и меньшая, чем обычно, ежегодная индексация стоимости основных образовательных услуг стали основными факторами пониженного инфляционного давления в сентябре. Тем не менее годовая инфляция еще немного приблизилась к 4% из-за низких темпов роста цен осенью прошлого года.
 - В сентябре, по предварительным оценкам, оживление экономической активности в России еще больше замедлилось после завершения активной фазы восстановления производства в обрабатывающей промышленности, а также в торговле. Процесс восстановления инвестиционного и экспортного спроса может быть более продолжительным из-за сохраняющейся неопределенности, связанной с ростом заболеваемости коронавирусом в России и в мире.
 - На российском финансовом рынке в сентябре превалировал негативный фон из-за снижения глобального аппетита к риску на фоне усиления пандемии и увеличения геополитических рисков. Это выразилось, в частности, в ослаблении рубля и в росте премии за риск в ценах российских финансовых активов. Несмотря на некоторое увеличение, риски, связанные с волатильностью на рынках, остались ниже, чем в периоды прошлых всплесков волатильности, в том числе в этом году.

В ФОКУСЕ. Об инфляции в странах с формирующимися рынками в период пандемии

- Особенность «коронавирусного» кризиса в странах с формирующимися рынками (СФР) заключается в том, что в первые месяцы после начала кризиса инфляция была очень низкой, несмотря на ослабление национальных валют и разовые факторы со стороны предложения. Это могло быть связано как с влиянием «коронавирусных» ограничений, так и с влиянием низких цен на топливо. Такая динамика инфляции позволила СФР быстро перейти к смягчению ДКП, чего не наблюдалось в предыдущие кризисы. Однако в последнее время стали проявляться проинфляционные факторы предложения и эффект переноса валютного курса. В результа-

те инфляция оказывается несколько выше первоначальных ожиданий регуляторов.

- Влияние проинфляционных факторов на стороне предложения, связанных с экономическими последствиями пандемии, вероятно, окажется более длительным и устойчивым, чем это можно было бы предположить на более ранних стадиях развития пандемии. К этому приводит высокая неопределенность, связанная с дальнейшим развитием эпидемиологической ситуации и ее влиянием на экономическую активность.
- Ослабление валют и рост издержек из-за нарушения цепочек поставок и дополнительных санитарно-эпидемиологических мер с начала 2020 г. оказались весьма существенными в большинстве СФР. Вероятным становится потеря части потенциального выпуска, которая будет сопровождаться опережающим «проинфляционным» восстановлением спроса на рынках *отдельных товаров*, связанным со структурными изменениями в модели потребительского поведения. Это будет частично компенсировать сохраняющееся дезинфляционное влияние слабого спроса *в целом*.
- Как следствие, дальнейший рост цен может пойти по несколько более высокой траектории по сравнению с предыдущими прогнозами центральных банков, лежащими в основе предпринятого в этом году поэтапного смягчения ДКП. Это может произойти несмотря на исчерпание действия временных проинфляционных факторов, которые наблюдаются в текущей ценовой динамике СФР.
- С точки зрения ДКП дальнейшие решения центральных банков должны быть предельно взвешенными и робастными (устойчивыми к изменениям ситуации) с учетом высокой неопределенности в оценках влияния факторов спроса и предложения, дальнейшей экономической динамики и рисков финансовой стабильности. Эти аспекты уже сейчас справедливо находят отражение в официальной риторике большинства регуляторов.

1. Инфляция

В сентябре годовая инфляция немного повысилась, продолжив приближаться к 4%. При этом месячный рост потребительских цен с поправкой на сезонность в сентябре существенно замедлился по сравнению с августом. Во многом это произошло благодаря разовым дезинфляционным факторам: сильному проявлению сезонного снижения цен на плодоовощную продукцию, а также на услуги пассажирского транспорта. Также сезонная индексация цен на образовательные услуги оказалась весьма сдержанной. Вместе с тем опережающие индикаторы роста цен, в том числе цены производителей потребительских товаров и опросные данные предприятий, а также ослабление рубля, указывают на некоторое усиление инфляционного давления в экономике в части роста издержек.

Сочетание шоков предложения (издержек) и шоков спроса, вызванных ограничениями, связанными с коронавирусом, обусловило противоположные тенденции в динамике потребительских цен: повышательное давление на отпускные и цены из-за роста издержек при ограниченных возможностях переноса этого роста на потребителя из-за слабого спроса. В результате динамика потребительских цен остается волатильной по сравнению с обычной сезонностью. При этом полный перенос произошедшего ослабления рубля в цены не окажется мгновенным и может носить отложенный по времени характер.

Расширение потребительского спроса по мере роста доходов населения будет постепенно уменьшать дезинфляционные риски, связанные с понизившейся потребительской активностью. По нашим ожиданиям, по мере адаптации производителей к изменившимся условиям рост издержек также будет постепенно замедляться при отсутствии новых шоков. В совокупности это должно вернуть динамику потребительских цен на менее волатильную траекторию, определяемую преимущественно монетарными факторами. В связи с этим проводимая мягкая денежно-кредитная политика, оказав поддержку спросу, быстрее уменьшит связанные с ним дезинфляционные риски.

Это должно обеспечить инфляцию в диапазоне 3,5 – 4,0% по итогам 2021 г. с учетом временных лагов от смягчения денежно-кредитных условий.

1.1. Замедление роста цен в сентябре под действием разовых факторов

- В сентябре годовая инфляция ускорилась до 3,67% с 3,58% в августе по мере выхода из базы расчета пониженных темпов роста цен прошлого года.
- При этом с учетом сезонности месячный рост потребительских цен в сентябре оказался ниже уровня, соответствующего инфляции 4% в пересчете на год. Данный показатель остается очень волатильным. Так, сезонно сглаженный рост цен в годовом выражении резко замедлился до 3,01% SAAR с 4,67% SAAR в августе.

- На динамику цен продолжает влиять значительное количество разовых факторов, привносящих значительную волатильность и существенно затрудняющих оценку устойчивых компонентов роста цен, на которые прежде всего ориентируется денежно-кредитная политика. Так, к замедлению роста цен на услуги практически до нуля в сентябре привели решение о небольшой, по сравнению с прошлыми годами, индексации стоимости услуг в сфере образования и снижение цен на санаторно-оздоровительные услуги после сильного роста в предыдущие месяцы.
- В сентябре начало усиливаться проинфляционное влияние ослабления рубля. Темпы роста цен на отдельные товары, зависимые от валютного курса, ускорились. С учетом отложенного характера полного переноса курсовой динамики в потребительские цены мы ожидаем, что повышательное давление на цены со стороны курсовой динамики может прослеживаться еще в течение одного-двух кварталов в случае сохранения курса рубля вблизи текущих уровней.
- За период с 29 сентября по 5 октября потребительские цены снова начали расти после стабилизации в предыдущие две недели, несмотря на максимальное для этой недели года снижение цен на плодоовощную продукцию. Основной вклад в резкое повышение недельного роста цен по сравнению с предыдущими неделями внесла динамика цен наблюдаемой корзины товаров без учета плодоовощной продукции, а также доценка на ненаблюдаемые на недельной основе компоненты потребительской корзины.
- Сочетание шоков спроса и предложения привело к тому, что даже в период действия масштабных ограничительных мер весной цены на многие товары и услуги стали расти медленнее, но не снижались. Начавшееся по мере постепенного снятия ограничений восстановление спроса позволило компаниям частично перенести выросшие издержки в цены, что привело к ускорению роста цен некоторых товаров и услуг выше докоронавирусных темпов.
- Дезинфляционные риски сохраняются. За последние месяцы краткосрочные риски в целом несколько снизились на фоне постепенного восстановления доходов населения и потребительского спроса. Вместе с тем ухудшение эпидемиологической ситуации и потенциальный возврат части ограничительных мер могут привести к усилению дезинфляционных рисков в экономике.

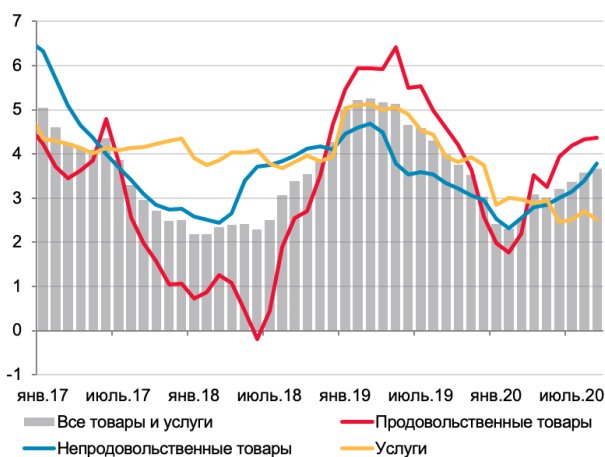
В сентябре снижение потребительских цен немного ускорилось до 0,07% м/м NSA¹ после снижения на 0,04% м/м NSA в августе. Годовая инфляция продолжила расти по мере выхода из базы расчета пониженных темпов роста цен прошлого года и составила в сентябре 3,67% после 3,58% в августе (Рисунок 1). Ускорение годового роста потребительских цен продолжилось в разрезе продовольственных и непродовольственных товаров. В сегменте услуг наблюдалось замедление годового роста цен.

Сентябрьская динамика цен оказалась ниже траектории, соответствующей инфляции 4% в пересчете на год (Рисунок 2): сезонно сглаженный рост цен в годовом

¹ Non-Seasonally Adjusted – до очистки от сезонности.

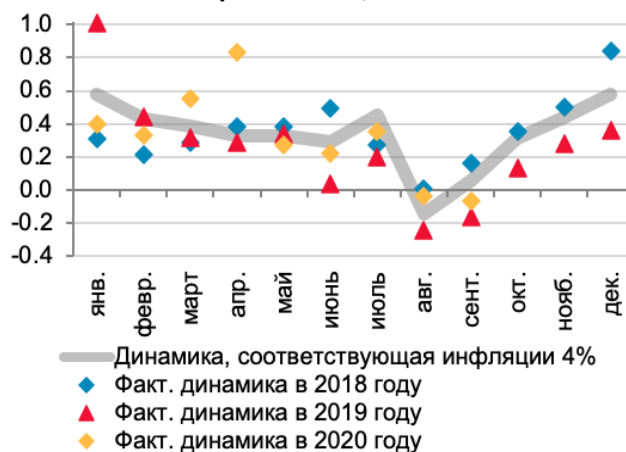
выражении замедлился до 3,01% SAAR² после 4,67% SAAR. Основные причины данного замедления связаны с динамикой цен на продовольственные товары и отдельные категории услуг (Рисунок 3).

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



Источник: Росстат.

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



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

В сентябре темп роста цен продовольственных товаров замедлился до 2,28% SAAR (0,19% м/м SA) после 4,57% SAAR (0,37% м/м SA) в августе. Значительное сдерживающее влияние на рост цен оказало существенное замедление роста цен на плодоовощную продукцию: до 0,2% м/м SA в сентябре с 2,3% м/м SA в августе. Рост цен на продовольствие без учета плодоовощной продукции также замедлился. При этом в отдельных продуктовых категориях, таких как сахар и подсолнечное масло, наблюдалось резкое ускорение роста цен, что могло быть связано с опасениями в отношении плохого урожая сахарной свеклы и подсолнечника.

Непродовольственные товары в сентябре подорожали сильнее (на 5,84% SAAR – 0,47% м/м SA), чем в августе (4,92% SAAR – 0,40% м/м SA). Усилилось влияние временных проинфляционных факторов, в частности, ослабления рубля.

По нашим оценкам, темпы роста цен на отдельные товары, зависимые от валютного курса, продолжили ускоряться. Формальные расчеты эффекта переноса валютного курса в цены, проведенные на основе оценки соответствующей эластичности на ретроспективных данных, указывают на вклад ослабления рубля последних месяцев в динамику цен в сентябре на уровне 0,1 п.п. и его увеличение до 0,15 п.п. в октябрь-ноябре при условии сохранения курса на текущих уровнях. Вместе с тем есть основания полагать, что в текущей ситуации полный перенос курсовой динамики в цены не окажется мгновенным и может носить отложенный по времени характер. Так, разрывы глобальных цепочек поставок и значительные накопленные запасы во время пандемии могли удлинить период переноса. Например, рост цен на одежду и обувь сейчас остается несколько пониженным с учетом того, что часть ретейлеров распродают не реали-

² SAAR (Seasonally Adjusted Annualized Rate) – сезонно сглаженная динамика в пересчете на год.

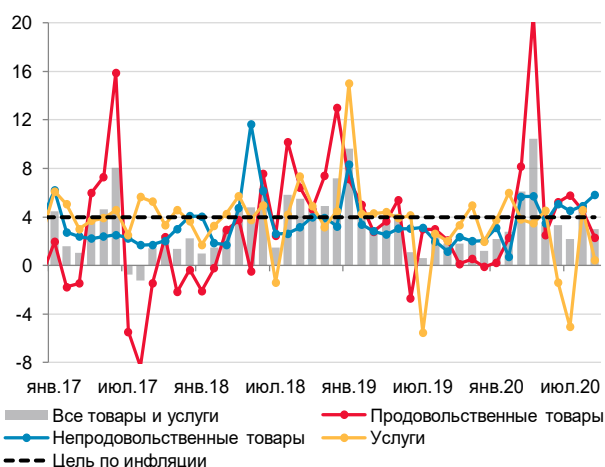
зованную из-за действия ограничительных мер весеннюю коллекцию, которая закупалась еще до ослабления рубля, вместо новой осенней коллекции.

Рост цены на услуги в сентябре замедлился до 0,41% SAAR (0,03% м/м SA) после роста на 4,59% SAAR (0,37% м/м SA) в августе. На динамику цен в этом сегменте продолжают влиять различные факторы разового характера, которые затрудняют оценку устойчивой компоненты ценовой динамики. Например, на снижение цен на услуги значительно повлияло решение о небольшой индексации стоимости услуг образования из-за удаленного формата работы, что привело к их снижению с учетом сезонности. Произошло значительное снижение стоимости санаторно-оздоровительных услуг (на 3,8% м/м SA), которая характеризовалась повышенной волатильностью в последние месяцы (за июль-август цены на эти услуги выросли на 5,9% SA).

Кроме того, общая ценовая динамика искажается формальной стабилизацией цен на услуги зарубежного туризма: на протяжении полугода цены на них практически не регистрируются по причине закрытия границ. Открытие границ с Турцией в августе не повлияло на динамику цен, поскольку с 2016 г. поездки по этому направлению не включаются в ИПЦ. При этом туроператоры указывают на рост цен на путевки в Турцию после открытия границ по сравнению с прошлым годом³. Даже с учетом скидок, предоставляемых отелями, рост цен превысил инфляцию из-за ослабления рубля. Поэтому можно предположить, что при открытии границ по тем направлениям, которые входят в ИПЦ, цены на услуги зарубежного туризма выросли бы по той же причине. При прочих равных условиях это повысило бы инфляцию на 0,1–0,2 п.п. относительно текущего уровня (с учетом почти 2%-ной доли зарубежного туризма в ИПЦ).

Рост цен на бытовые и медицинские услуги, которые в меньшей степени подвержены влиянию регуляторных решений или разовых факторов, остается близким к 4% в годовом выражении начиная с мая, несмотря на то, что уровень активности во многих секторах устал остается пониженным.

Рисунок 3. Сезонно сглаженный рост цен, % SAAR



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

Рисунок 4. Модифицированные показатели базовой инфляции, % SAAR



Источник: Росстат, расчеты ДИП.

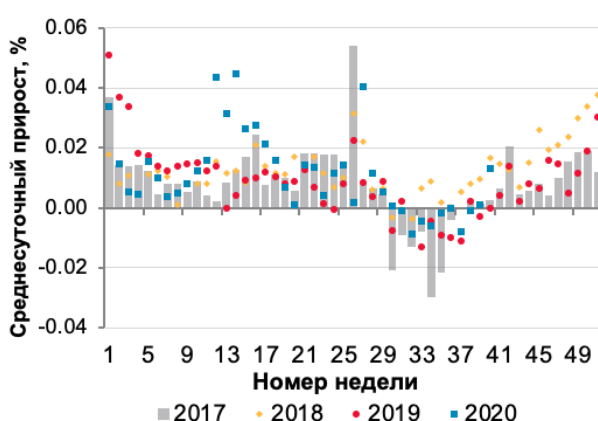
³ [All Inclusive со скидкой 30%: как россияне отдыхают в этом году в Турции](#) / Forbes/ 10.09.2020.

Динамика модифицированных показателей базовой инфляции, которые менее чувствительны к влиянию разовых и временных факторов, чем общий показатель инфляции, указывала на снижение инфляционного давления после его стабилизации около уровня 4% в предыдущие месяцы (Рисунок 4). Среднее значение двух показателей модифицированной инфляции снизилось в сентябре до 3,2% SAAR.

За период с 29 сентября по 5 октября потребительские цены снова начали расти после стабилизации в предыдущие две недели. Так, рост цен на отчетной неделе составил 0,1%. Среднесуточный рост цен оказался максимальным с начала июля и значительно превысил уровень соответствующего периода прошлого года (Рисунок 5). Дооценка на ненаблюдаемые на недельной основе компоненты потребительской корзины повысилась до 0,12 п.п. с 0,06 п.п. неделей ранее. Оценка показателя годовой инфляции продолжила повышаться и к 5 октября достигла 3,76%.

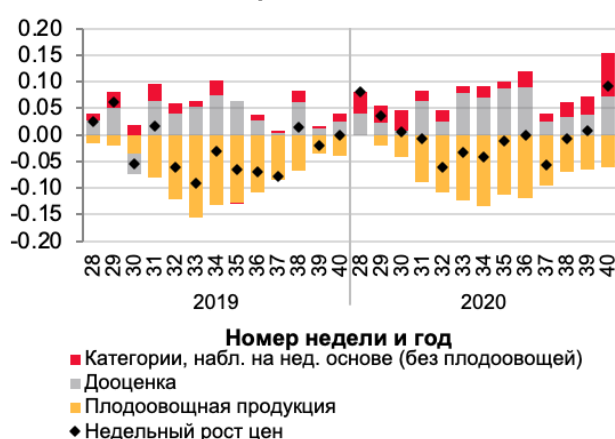
Резкое повышение недельных темпов роста цен в начале октября произошло из-за ускорения роста цен наблюдаемой на недельной основе корзины товаров (без учета плодоовощной продукции). Так, средний рост цен товаров и услуг, входящих в недельное наблюдение (без плодоовощной продукции), повысился до 0,33% при небольшом снижении медианы распределения. Это было во многом связано с повышением цен на легковые автомобили как отечественных, так и иностранных марок. На остальные категории непродовольственных товаров рост цен был умеренным (исключение – смартфоны (+0,6%), электропылесосы (+0,5%) и отдельные виды медикаментов). Предполагаемое нормальной сезонностью замедление темпов удешевления плодоовощной продукции продолжает носить весьма постепенный характер (до 1,6% с 1,7% неделей ранее)⁴. Как следствие, темпы сезонного удешевления плодоовощной продукции по-прежнему остаются более значительными по сравнению с динамикой прошлых лет.

Рисунок 5. Среднесуточный рост цен, %



Источник: Росстат, расчеты ДИП.

Рисунок 6. Декомпозиция недельного роста цен

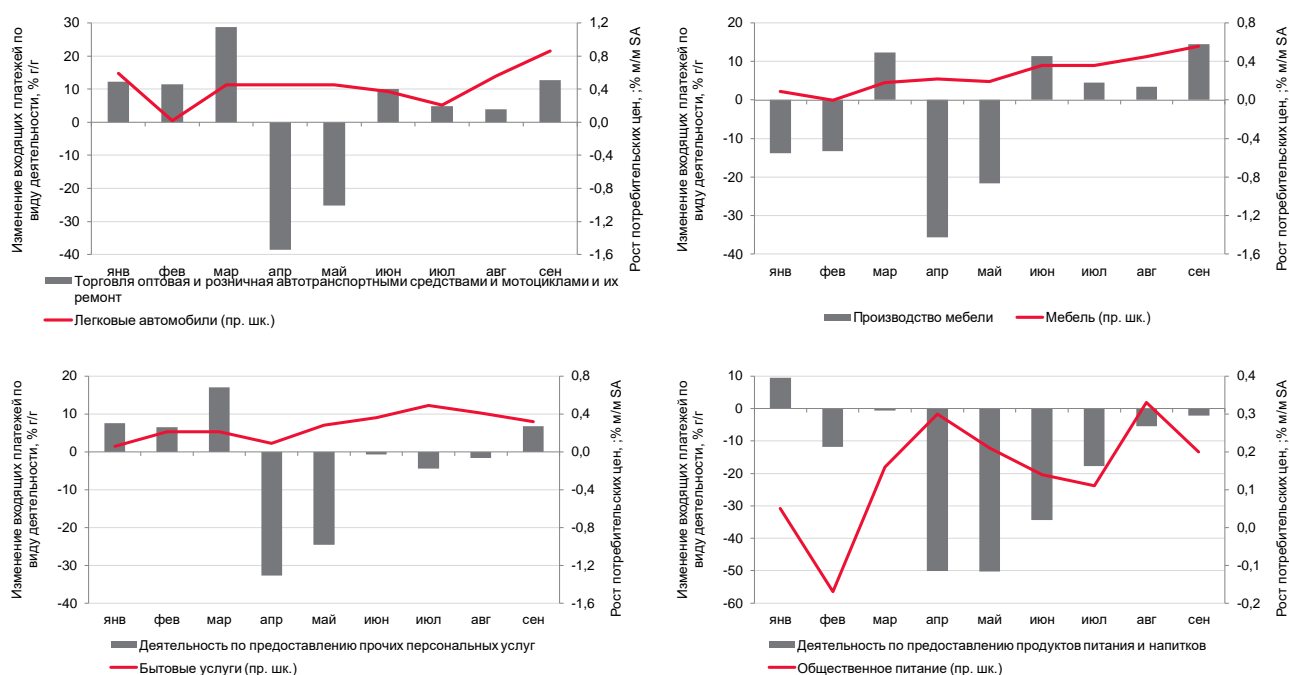


Источник: Росстат, расчеты ДИП.

⁴ Оценки только в разрезе компонент, цены на которые снимаются на недельной основе.

Сочетание шоков предложения и шоков спроса, вызванных ограничениями, связанными с коронавирусом, обусловило следующие тенденции в динамике потребительских цен. Во время действия наиболее жестких ограничений по многим группам потребительских товаров и услуг, спрос на которые существенно сократился, наблюдалось скорее замедление роста, нежели снижение цен. Последующее восстановление потребительского спроса привело к ускорению роста цен на соответствующие товары и услуги (Рисунок 7). В ряде случаев темпы роста цен превысили темпы, наблюдавшиеся в начале этого года. В условиях сильного роста издержек на фоне ослабления рубля и масштабных негативных последствий пандемии в целом производители получают возможность в значительной степени перекладывать их в потребительские цены, как только спрос начинает восстанавливаться. Следовательно, масштаб дезинфляционного давления, учитывая постепенное восстановление доходов населения и рост спроса, может оказаться меньше, чем предполагалось ранее. Однако ухудшение эпидемиологической обстановки может потребовать возвращения части ограничительных мер, которые могут снова усилить дезинфляционные риски в экономике.

Рисунок 7. Изменение входящих платежей в ПС БР⁵, % г/г, и динамика потребительских цен, % м/м SA



⁵ ПС БР – Платежная система Банка России. Подробнее в [«Мониторинге отраслевых финансовых потоков»](#).

1.2. Снижение цен производителей замедлилось

- В августе снижение цен производителей замедлилось до 0,8% – с 2,2% г/г в июле (Рисунок 8). Возвращение цен производителей к уровню прошлого года главным образом объясняется замедлением снижения цен в секторах добычи нефти и производства нефтепродуктов (Рисунок 9).
- Цены производителей в обрабатывающей промышленности перешли к росту впервые с августа 2019 г., прибавив 1,1% г/г. Основным драйвером роста цен выступили отрасли, ориентированные на производство *потребительских товаров* (+4,9% г/г) (Рисунок 10). Среди них наибольший вклад внесло производство пищевых продуктов (2,9 п.п.), что в том числе могло быть связано и с ростом издержек производителей в условиях ослабления рубля.
- Помимо ускорения роста цен в производстве пищевых продуктов, заметно ускорился рост и в других сегментах производства потребительских товаров – одежды и прочих готовых изделий. В условиях восстановления потребления близко к до-коронавирусному уровню производители получили возможность перенести значительную часть роста издержек в цены.
- Стоит также отметить, что рост цен производителей *инвестиционных товаров* замедляется за счет более умеренного восстановления инвестиционного спроса по сравнению с потребительским спросом. В июле–августе снижались цены в производстве железнодорожных локомотивов и подвижного состава, что сдерживало рост цен в сегменте инвестиционных товаров. Основное проинфляционное влияние в последние несколько месяцев наблюдается только со стороны производства автотранспортных средств, прицепов и полуприцепов⁶.
- Динамика цен производителей *промежуточных товаров* в значительной степени определяется изменением цен в производстве кокса и нефтепродуктов, на которые влияет сложившаяся конъюнктура на рынке нефти: резкое падение мировых цен на нефть в марте–апреле было в значительной степени отыграно в августе.
- Индекс цен производителей на схожие категории отдельных потребительских товаров⁷, взвешенных с использованием структуры потребительских расходов населения для расчета ИПЦ, в августе ускорил прирост до 2,3% – с 0,6% г/г в июле (Рисунок 11). Усиление проинфляционного влияния ослабления рубля заметно отразилось на ценах производителей в августе. Тем не менее, принимая во внимание медленный характер восстановления доходов к докоронавирусным

⁶ Росстат не публикует веса для расчета ИЦП по мелким категориям ВЭД, поэтому производство некоторых категорий потребительских товаров (например, легковых автомобилей и бытовой техники) учитывается в более широких агрегированных компонентах, которые включены в сегмент инвестиционных товаров.

⁷ В отличие от предыдущего расчета, вместо агрегации по видам деятельности мы использовали агрегацию по сопоставимым товарам в структуре ИПЦ и ИЦП: мясopодуктам, рыбopодуктам, маслу и жирам, молочной продукции, макаронным изделиям, сахару, чаю, кофе, одежде, обуви, моющим и чистящим средствам, парфюмерно-косметическим товарам, бытовой электронике, мебели. Они составляют около 30% от потребительской корзины.

уровням, мы полагаем, что дальнейший выход динамики потребительской активности на более умеренную траекторию после насыщения отложенного спроса будет сопровождаться умеренной маржой производителей. В результате повышательное давление на потребительские цены со стороны цен производителей будет в целом сдержанным.

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



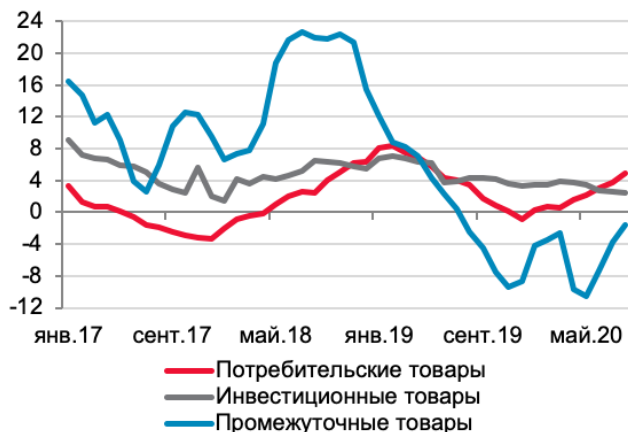
Источник: Росстат.

Рисунок 9. Динамика цен производителей в добыче нефти и производстве нефтепродуктов, % г/г



Источник: Росстат.

Рисунок 10. Динамика цен производителей по группам отраслей обрабатывающей промышленности, % г/г



Примечание: Вес потребительских, инвестиционных и промежуточных товаров в ИЦП промышленных товаров составляет 14,2%, 19,1% 30,5% соответственно.

Источники: Росстат, расчеты ДИП.

Рисунок 11. Динамика цен на отдельные сопоставимые товары в структуре ИПЦ и ИЦП, % г/г



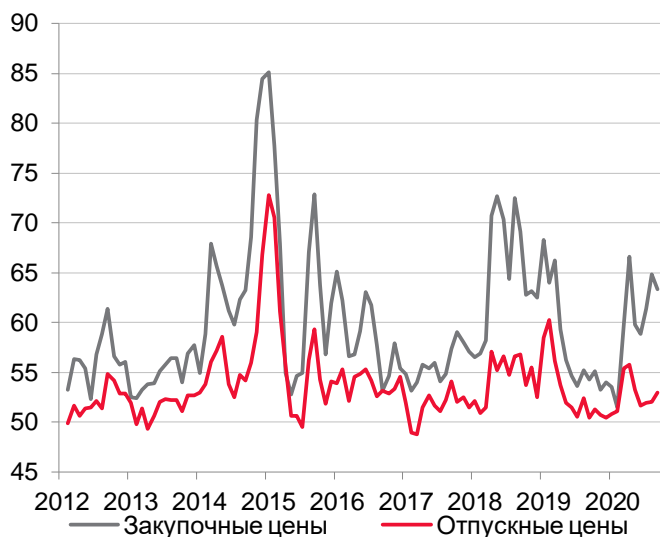
Примечание. Динамика цен производителей, согласно методологии Росстата, рассчитывается без учета НДС. Таким образом, влияние от повышения НДС в январе 2019 г. на динамику цен производителей не учитывается.

Источники: Росстат, расчеты ДИП.

1.3. Ценовые индексы PMI в сентябре: рост инфляционного давления

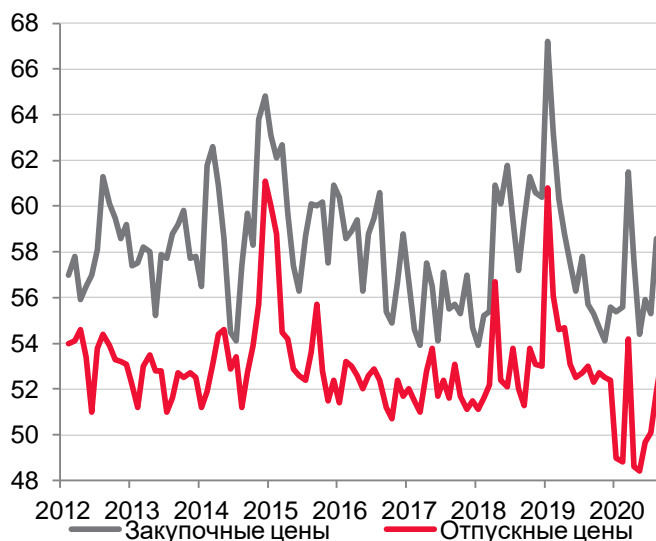
- Инфляционное давление в экономике нарастает по мере восстановления экономической активности, которое позволяет компаниям перенести часть роста издержек в отпускные цены. В сентябре на фоне ослабления рубля продолжился рост ценовых индексов PMI, затронув одновременно обрабатывающий сектор и сферу услуг (Рисунок 12, Рисунок 13).
- Индексы закупочных цен второй месяц подряд остаются на повышенном уровне. Респонденты указывают на повышение цен поставщиками и ослабление рубля как основные факторы роста издержек.
- Динамика индексов отпускных цен является еще одним свидетельством того, что повышение инфляционного давления из-за шоков предложения может происходить даже когда уровень активности во многих секторах все еще находится ниже докоронавирусного, т.е. при наличии отрицательного «разрыва выпуска» (см. также подраздел 1.1. Рисунок 7).

Рисунок 12. Ценовые индексы PMI в обрабатывающих отраслях, пунктов



Источник: IHS Markit.

Рисунок 13. Ценовые индексы PMI в сфере услуг, пунктов



Источник: IHS Markit.

2. Экономическая динамика

Судя по оперативным данным, темпы восстановления российской экономики в сентябре замедлились. Во многом это связано с завершением активной фазы восстановления спроса на потребительские товары при медленном и неравномерном восстановлении в экспортных и инвестиционных отраслях.

Кредитная активность значительно усилилась за последние месяцы как в корпоративном, так и в розничном сегментах, в том числе благодаря мягкой денежно-кредитной политике, регуляторным послаблениям и мерам господдержки. Это создало дополнительный спрос в экономике, способствуя ее более быстрому восстановлению.

Отрицательный разрыв выпуска в российской экономике постепенно сокращается. Быстрое восстановление потребительского спроса привело к более быстрому сокращению разрыва выпуска в потребительских отраслях, несмотря на сохраняющееся значительное отставание от докоронавирусного уровня в ряде отраслей сферы потребительских услуг, доля которых в потреблении мала. В результате дезинфляционное влияние на ИПЦ разрыва выпуска может оказаться слабее, чем в случае аналогичного по масштабу «равномерного» экономического спада.

Косвенно это подтверждается рынком труда: относительно небольшим ростом безработицы (в том числе скрытой), увеличением числа занятых и быстрым возобновлением роста реальных заработных плат после короткого спада. В совокупности это сдерживает дезинфляционные риски, связанные со спадом в экономике.

Вместе с тем ускорение распространения коронавируса в России и в мире при постепенном исчерпании отложенного потребительского спроса может негативно сказаться на динамике экспортного и внутреннего потребительского спроса, прервав, в частности, восстановление в сфере потребительских услуг. В результате действие дезинфляционных факторов может несколько усилиться.

2.1. В России ВВП в II квартале просел меньше, чем в большинстве стран

- Падение ВВП в II квартале оказалось меньшим, чем в большинстве стран, составив 8% г/г.
- Наибольшее падение добавленной стоимости ожидаемо произошло в сфере услуг, которая больше всего пострадала от действия ограничительных мер. При этом небольшой размер отраслей потребительских услуг ограничил их вклад в общее снижение ВВП по сравнению со многими странами ОЭСР.
- Из компонент использования ВВП самый значительный вклад в его снижение ожидаемо внесло потребление домашних хозяйств. При этом оно было частично компенсировано сопоставимым по масштабу снижением импорта, в том числе потребительских товаров и услуг.

Росстат скорректировал оценку падения ВВП России в II квартале с предварительной в -8,5% г/г до -8,0% г/г⁸. Это соответствует более ранним оперативным оценкам Банка России по динамике ВВП, сформированным на основании высокочастотных индикаторов состояния деловой активности в течение II квартала. Квартальное падение с учетом поправки на сезонность составило -9,2% к/к после роста на 0,4% к/к в I квартале. По итогам первого полугодия российская экономика сократилась на 3,4% г/г. Согласно предварительным оценкам, снижение ВВП по итогам II квартала оказалось меньшим, чем в большинстве стран (Рисунок 14).

Корректировка динамики ВВП в II квартале, возможно, связана с менее сильным падением в отраслях сервисной экономики, чем было учтено в предварительной августовской оценке⁹. При этом снижение добавленной стоимости в промышленности (-9,3% г/г), в том числе добыче полезных ископаемых (-12,8% г/г), в условиях снижения мирового спроса на энергоресурсы оказалось более глубоким, чем снижение объемов производства¹⁰.

Наибольшее падение добавленной стоимости в II квартале ожидаемо произошло в сфере услуг, которая больше всего пострадала от действия ограничительных мер: в частности, в деятельности гостиниц и ресторанов (-56,9% г/г), области культуры и спорта (-28,0% г/г) и прочих услугах населению (-28,6% г/г). При этом из-за небольшого размера сектора потребительских услуг в России его вклад в падение ВВП оказался относительно невысоким – менее 2 процентных пунктов. Оперативная статистика указывает на значительное восстановление активности в секторе услуг после снятия большей части ограничительных мер.

Менее существенным оказалось сокращение добавленной стоимости в торговле (-12,7% г/г), вклад которой в падение ВВП в II квартале составил 1,9%. По нашим оценкам, динамика выпуска в отраслях, ориентированных на потребительский спрос, объясняет почти половину произошедшего сокращения ВВП в годовом выражении. Это подтверждается и динамикой ВВП по использованию. Наибольший негативный вклад внесло падение потребления домашних хозяйств на 22,2% г/г на фоне действия ограничительных мер. При этом оно было частично компенсировано значительным падением импорта (-22,2% г/г), в том числе потребительских товаров и услуг.

Двумя отраслями, показавшими рост в II квартале, стали сельское хозяйство, где связанные с пандемией ограничительные меры оказали заметно меньший негативный эффект (+0,4% г/г), а также финансовый сектор благодаря сохранению расширения кредитования (+6,1% г/г). В результате регуляторных послаблений со стороны Банка России, широкомасштабной программе льготной ипотеки и развитию удаленных каналов предоставления банковских услуг финансовый сектор смог сохранить существен-

⁸ Уточнена первичная статистическая отчетность, представленная предприятиями, а также получена дополнительная информация от Банка России.

⁹ [Росстат представил предварительную оценку ВВП за II квартал 2020 года](#) / Росстат 11.08.2020.

¹⁰ Валовая добавленная стоимость рассчитывается как разница между выпуском товаров и услуг и промежуточным потреблением.

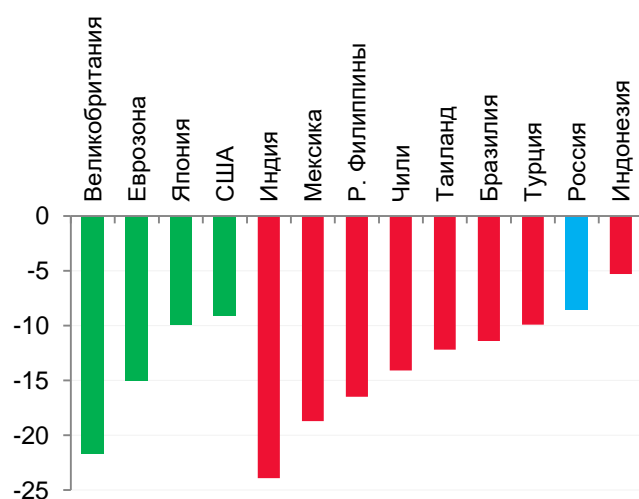
ные положительные темпы роста, в отличие от кризиса 2015 г., когда отрасль на протяжении четырех кварталов демонстрировала падение в среднем на 6,5% г/г.

Динамика выпуска базовых отраслей (ИБО¹¹) в II квартале оказалась близка к общей динамике экономической активности: в целом выпуск базовых отраслей снизился на 7,7% г/г. В августе восстановление выпуска продукции базовых отраслей продолжилось, но более медленными темпами по сравнению с июлем. Снижение выпуска составило 4,6% г/г после -4,8% г/г в июле (Рисунок 16). Всего в июле–августе выпуск в базовых отраслях снизился на 4,7% г/г (Рисунок 18). Вместе с данными оперативных индикаторов экономической активности за сентябрь (см. подраздел 2.2) это позволяет ожидать существенного улучшения квартальной и годовой динамики ВВП в III квартале.

По оценкам с учетом динамики оперативных индикаторов в III квартале, рост экономики может составить около 4-5% к/к с поправкой на сезонность. Основным драйвером восстановления станет потребление домашних хозяйств на фоне действия бюджетных мер, реализации отложенного на время действия ограничительных мер спроса и начавшегося постепенного восстановления доходов населения.

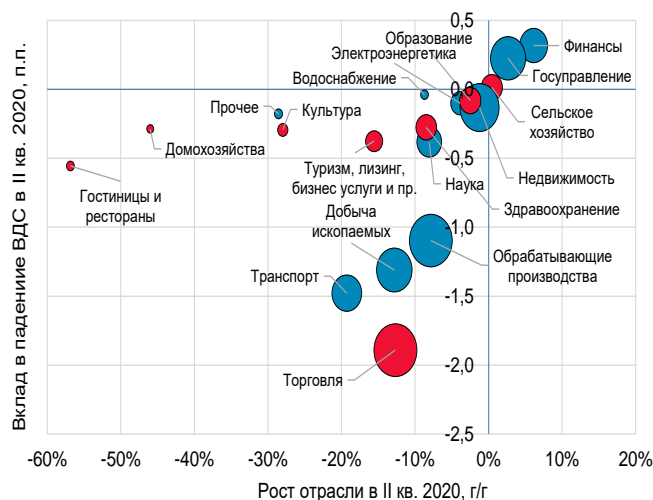
В целом восстановление экономики в III квартале происходило несколько быстрее ожиданий, получив дополнительный кратковременный импульс в первые месяцы после снятия ограничений.

Рисунок 14. Динамика ВВП в II квартале 2020 г. в избранных странах, % г/г



Источник: Bloomberg Finance L.P.

Рисунок 15. Динамика отраслей и их вклад в падение ВДС в II квартале 2020 года, %



Источник: Bloomberg Finance L.P.

¹¹ Индекс базовых отраслей (ИБО) рассчитан путем агрегирования 7 отраслевых индексов (производства продукции сельского хозяйства; добычи полезных ископаемых; выпуска продукции обрабатывающей промышленности; производства и распределения электроэнергии, газа и воды; грузооборота транспорта, оборота оптовой и розничной торговли) с весами, соответствующими доле отрасли в ВДС России в 2018 г. Состав индекса базовых отраслей, рассчитываемого ДИП, аналогичен используемому Росстатом при исчислении индекса физического объема выпуска товаров и услуг по базовым видам экономической деятельности, за исключением пассажирского транспорта. Индексы показывают в целом схожую динамику. При этом методика построения ИБО, в отличие от индекса Росстата, позволяет проводить декомпозицию по видам экономической деятельности и рассчитывать индекс базовых отраслей на уровне субъектов РФ с целью оперативного мониторинга экономической ситуации в отдельных регионах.

Рисунок 16. Декомпозиция динамики ВВП по методу использования, % г/г

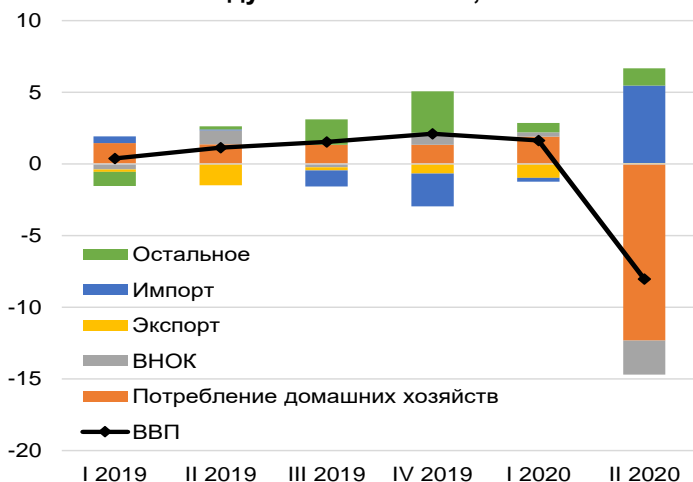


Рисунок 17. Динамика квартального индекса физического объема ВВП и ИБО, % г/г

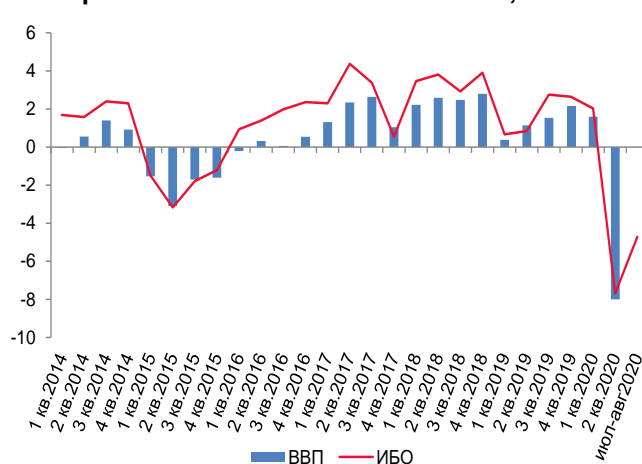
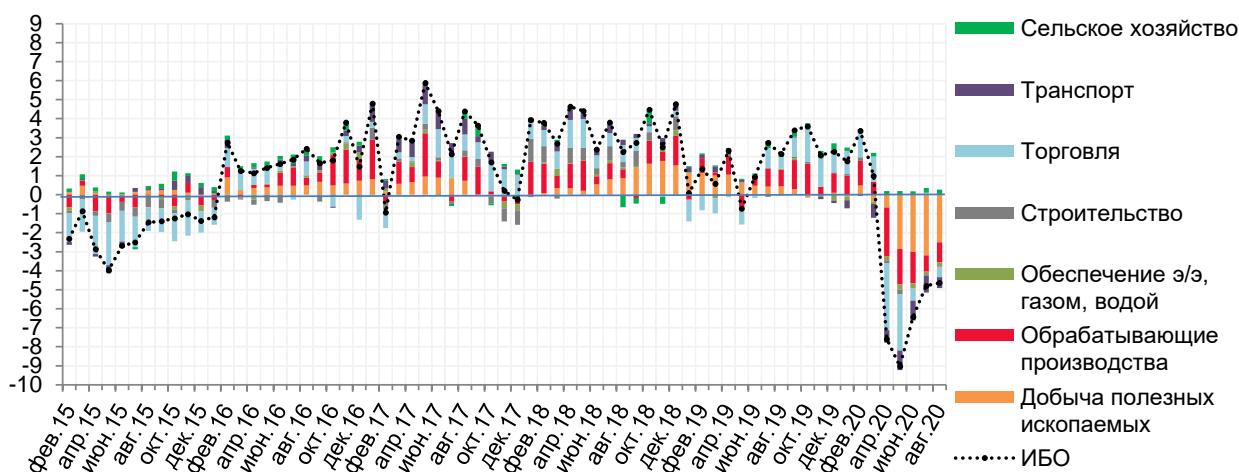


Рисунок 18. Вклад отраслевых компонент в динамику ИБО в 2015–2020 годах, % г/г



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

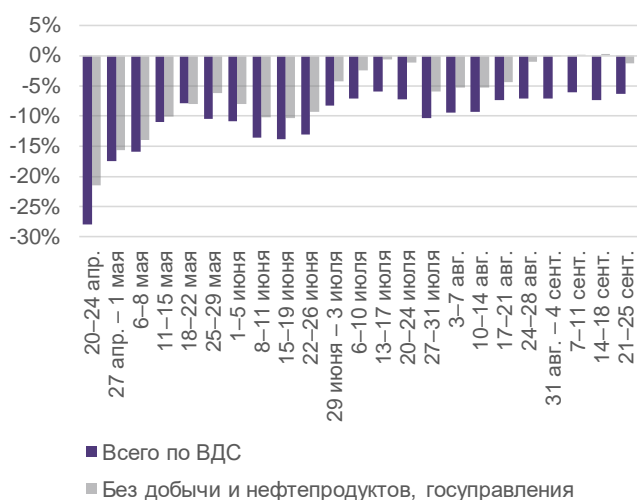
2.2. Стабилизация экономической активности в сентябре

- Оперативные индикаторы указывают на то, что экономическая активность в сентябре в целом стабилизировалась на уровне августа, при этом динамика в отдельных секторах и отраслях была неоднородной. Четырехнедельное скользящее среднее отклонение входящих финансовых потоков от «нормального» уровня держалось около отметки -7% с конца августа по конец сентября (Рисунок 19).
- В сентябре наметились признаки постепенного снижения потребительской активности с повышенных уровней летних месяцев. Четырехнедельное скользящее среднее отклонение входящих потоков от «нормального» уровня в отраслях потребительского спроса снизилось с +6% в конце августа до 2,5% в конце сентября (Рисунок 20). При этом основной вклад внесло снижение спроса на товары, тогда

как на рынке потребительских услуг показатель активности в сентябре стабилизировался на уровне августа на фоне проявления отчетливых признаков нормализации деловой активности в последние месяцы в этом сегменте рынка (Рисунок 22). Схожие тенденции наблюдаются в динамике других оперативных индикаторов потребительской активности (Рисунок 21).

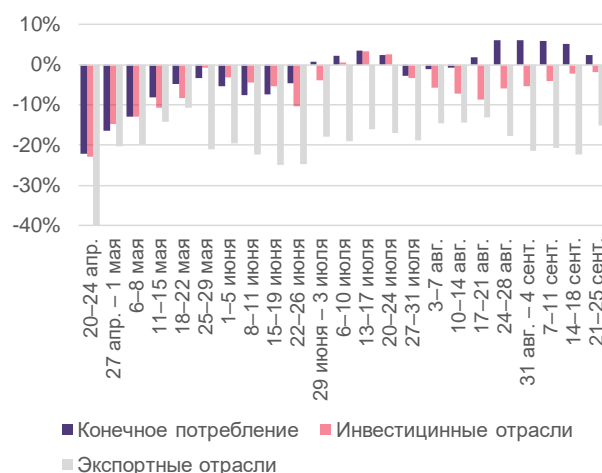
- Основной причиной небольшой коррекции в динамике потребительского спроса в сентябре стало постепенное исчерпание отложенного спроса и действия бюджетных мер поддержки. При этом уровень доходов, несмотря на частичное восстановление в летние месяцы, скорее всего, оставался ниже докоронавирусного уровня.
- Косвенные индикаторы производственной активности указывают на то, что восстановление в сентябре продолжилось, но его динамика была неравномерной и в основном была сосредоточена в добывающих отраслях. Так, уровень потребления электроэнергии, индикатора активности в энергоемких промышленных отраслях, в сентябре держался на уровне 97–99% от значений прошлого года по сравнению с 96–97% в июле–августе (Рисунок 23). Индекс PMI по выпуску в обработке в сентябре снизился до 53,6 п. – с 54,6 п. в августе, сигнализируя о замедлении роста в сегменте.
- Инвестиционный спрос в сентябре восстанавливался. Скользящее четырехнедельное отклонение входящих потоков вниз от «нормального» уровня в отраслях инвестиционного спроса на протяжении сентября постепенно уменьшалось (Рисунок 20). При этом в сентябре ускорился рост железнодорожных перевозок строительных грузов, который остается в положительной области уже пять месяцев подряд. Это косвенно указывает на рост в строительном секторе.
- Фактором риска для дальнейшей динамики экономической активности является ухудшение эпидемиологической ситуации. Число новых случаев заражения коронавирусной инфекцией начало быстро расти в России и за ее пределами. Предотвращение распространения коронавируса может потребовать возвращения части ограничительных мер. Но даже в случае реализации подобного сценария можно ожидать, что их жесткость будет меньше, чем в первую волну пандемии, поскольку система здравоохранения накопила опыт и в целом лучше готова к работе в условиях пандемии.
- Таким образом, возможные негативные последствия для экономики от гипотетического нового ужесточения ограничительных мер для борьбы с пандемией окажутся значительно мягче, чем в апреле–мае. При этом сохраняющаяся повышенная неопределенность в связи с пандемией уже сейчас выступает одним из факторов, сдерживающих восстановление российской экономики после прохождения дна спада в II квартале.

Рисунок 19. Скользящее среднее отклонение входящих платежей от «нормального» уровня за четыре недели



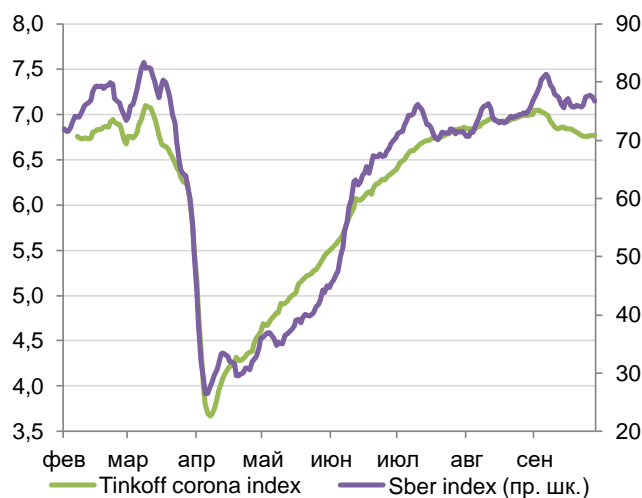
Источник: Банк России ([Мониторинг отраслевых финансовых потоков](#)).

Рисунок 20. Скользящее среднее отклонение входящих платежей от «нормального» уровня за четыре недели по группам отраслей



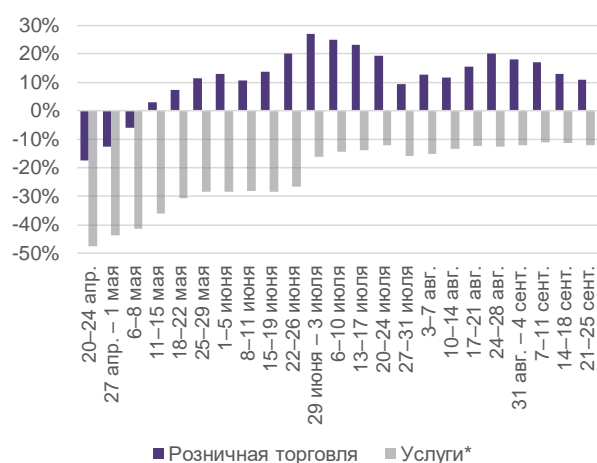
Источник: Банк России ([Мониторинг отраслевых финансовых потоков](#)).

Рисунок 21. Динамика потребительской активности Sberindex и Tinkoff Corona Index (скользящее среднее за 7 дней)



Источники: Сбербанк, Тинькофф Банк.

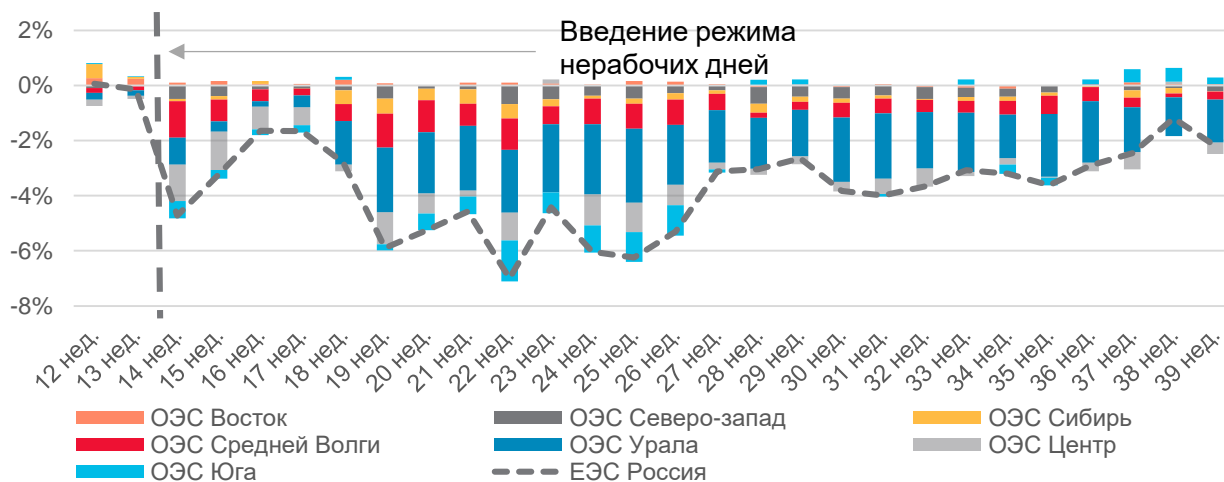
Рисунок 22. Скользящее среднее отклонение входящих платежей от «нормального» уровня за четыре недели по группам отраслей



* Среднее отклонение по четырем видам деятельности: «Ремонт компьютеров, предметов личного потребления и хозяйственно-бытового назначения», «Деятельность по предоставлению прочих персональных услуг», «Деятельность по предоставлению мест для временного проживания», «Деятельность по предоставлению продуктов питания и напитков».

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

Рисунок 23. Вклады ОЭС в отклонение энергопотребления в целом по России с поправкой на температуру и число рабочих дней, % г/г



Источники: Системный оператор Единой энергетической системы, расчеты ДИП.

2.3. Завершение фазы восстановительного роста в большинстве отраслей обработки в августе

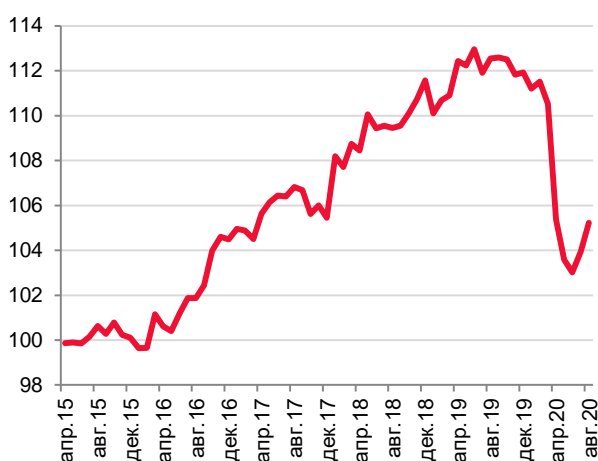
- В августе сокращение выпуска в промышленности в годовом выражении замедлилось (-7,2% г/г после -8,0% г/г в июле). Сезонно сглаженные объемы производства продолжили расти, однако рост был неравномерным по группам отраслей.
- Драйвером стало восстановление выпуска в добыче полезных ископаемых, вызванное прежде всего наращиванием добычи нефти в результате планового увеличения квоты на добычу по условиям соглашения ОПЕК+.
- В обрабатывающем секторе в августе наблюдалась стабилизация объемов производства в результате завершения фазы восстановительного роста в большинстве отраслей.
- На динамику производства потребительских товаров длительного пользования негативное влияние оказало снижение производства легковых автомобилей в результате плановой остановки заводов на каникулы и отсрочки начала сборки новых модельных рядов. Наблюдался рост производства инвестиционных товаров.

В августе падение выпуска промышленности относительно прошлого года продолжило замедляться, составив 7,2% г/г после 8% г/г в июле. При этом рост с сезонной корректировкой ускорился до 1,2% м/м – 0,9% м/м в июле (Рисунок 24), при предпосылке, что нерабочие дни 24 июня и 1 июля являлись полноценными выходными днями. Если не рассматривать их как выходные дни, то оценка роста в августе повышается до 1,5% м/м SA. Вероятно, часть предприятий не непрерывного цикла продолжала работу в эти дни, однако оценить эту долю затруднительно.

В добывающей промышленности в августе ожидаемо замедлилось падение относительно прошлого года: сокращение составило -11,8% г/г (-15,1% г/г в июле). В обра-

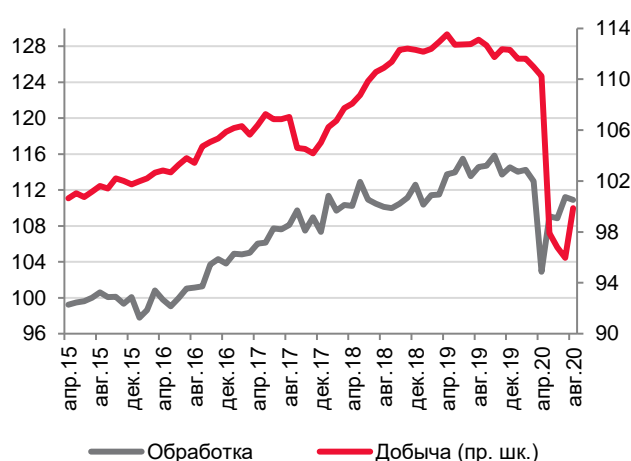
батывающей промышленности, напротив, отставание от уровней прошлого года увеличилось (-4,1% г/г в августе после -3,3% г/г в июле). Это сокращение можно отнести на календарный эффект. Без учета календарного фактора снижение составило бы 3,2% г/г.

Рисунок 24. Динамика индекса промышленного производства (2014 = 100)



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

Рисунок 25. Динамика индексов добычи полезных ископаемых и обрабатывающих производств (2014 = 100)



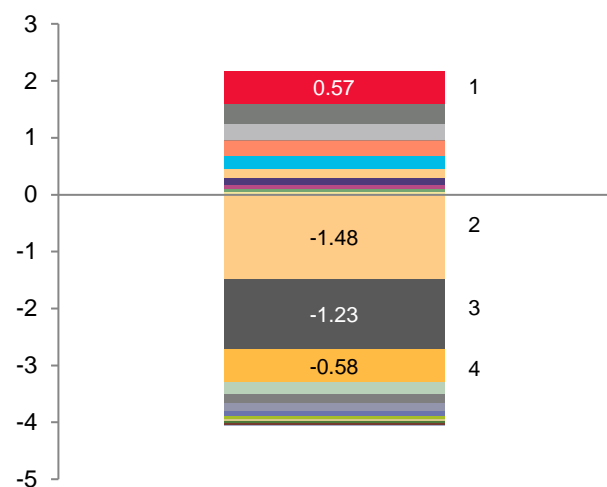
Источники: Росстат, расчеты ДИП.

Рост промышленности в августе – прежде всего следствие увеличения объема добычи полезных ископаемых на 4,1% м/м SA (Рисунок 25). Это было ожидаемо: в августе добыча нефти и газового конденсата выросла на 8,7% м/м SA на фоне планового смягчения условий соглашения ОПЕК+. Вслед за добычей начали восстанавливаться объемы оказываемых в добыче услуг (+12,6% м/м SA) (Рисунок 27). Тем не менее показатели выпуска в добывающих отраслях все еще значительно ниже «докоронавирусного» уровня. Об этом на протяжении августа свидетельствовали как динамика энергопотребления в нефтедобывающих регионах, так и сохранение существенного отставания входящих финансовых потоков в добывающих отраслях.

Выпуск продукции обрабатывающей промышленности в августе стабилизировался на июльском уровне¹². Это свидетельствует о завершении фазы восстановительного роста в большинстве отраслей. В отраслевом разрезе динамика остается неоднородной. Негативный вклад внесла группа отраслей, ориентированных на *промежуточное* потребление. В металлургии (Рисунок 26) после наблюдавшегося в июне-июле роста выпуск в августе снизился на 2,2% м/м SA при падении производства цветных, драгоценных металлов и ядерного топлива на 4,1% м/м SA. Другим негативным фактором стала коррекция выпуска в деревообработке (-5,1% м/м SA), после того как в июле объемы производства существенно превысили уровень начала года. Поддержку отраслям промежуточного спроса оказала нефтепереработка. Вслед за восстановлением добычи нефти и внутреннего спроса выпуск отрасли продолжил рост, однако более медленными темпами, чем в июле (+0,9% м/м SA).

¹² Снизился на 0,3% м/м SA если считать 24 июня и 1 июля полноценными выходными днями. Если считать их полноценными рабочими днями, выпуск в обработке вырос на 0,2% м/м SA.

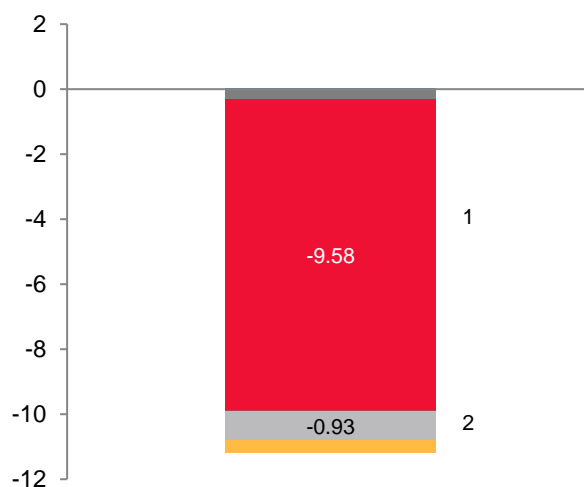
Рисунок 26. Вклады отдельных отраслей в прирост обрабатывающей промышленности, п.п. г/г



- 1 – пищевая промышленность
 2 – нефтепереработка
 3 – металлургия
 4 – автотранспортные средства

Источники: Росстат, расчеты ДИП.

Рисунок 27. Вклады отдельных отраслей в прирост добывающей промышленности, п.п. г/г



- 1 – добыча сырой нефти и газа
 2 – добыча прочих полезных ископаемых

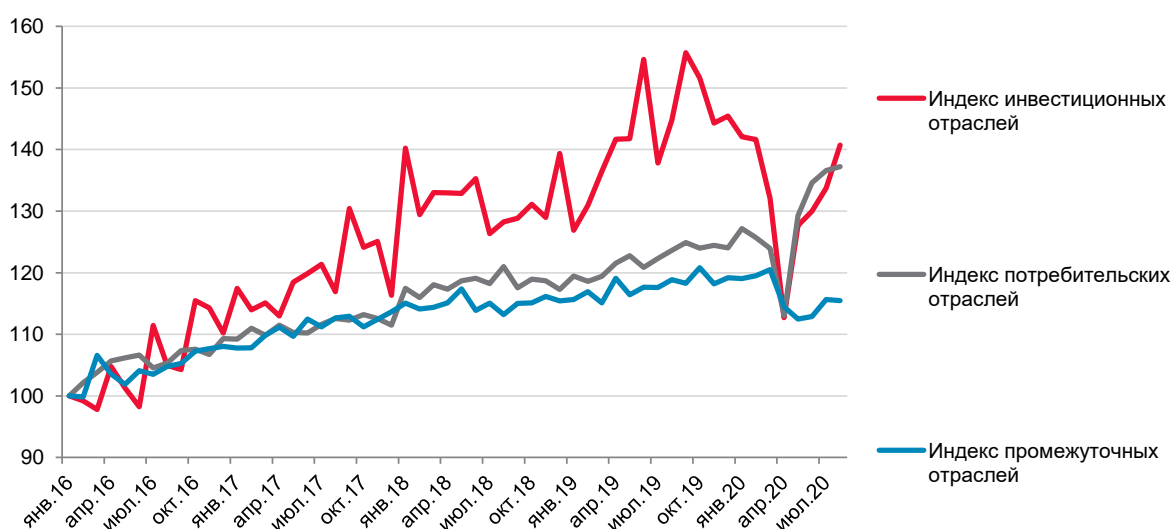
В группе отраслей, ориентированных на производство *потребительских товаров длительного пользования*, в августе произошло снижение производства автотранспортных средств. После того как в июле уровень выпуска достиг февральских отметок, в августе объем производства сократился на 7,1% м/м SA. Объем производства легковых автомобилей в августе сократился на 14,7% м/м SA после роста в мае–июле, что было отчасти связано с плановым уходом заводов на каникулы. Другая причина связана с приостановлением планового запуска производства новых марок легковых автомобилей из-за коронавируса (Skoda, Nissan, Porsche). В ряде других отраслей, ориентированных на производство потребительских товаров длительного пользования, в августе также наблюдалось снижение объемов производства: выпуск одежды сократился на 4,8% м/м SA, производство мебели – на 2,8% м/м SA, кожевенных изделий – на 0,5% м/м SA. Положительный тренд сохраняется в выпуске бытовой техники (+2,5% м/м SA), в результате чего в августе объем производства превысил докоронавирусный уровень.

В пищевой промышленности в августе наблюдался рост выпуска на 1,2% м/м SA после околонулевого роста производства в первой половине лета. Частично этот эффект связан с наращиванием производства некоторых видов продукции после реализации в первой половине лета накопленных ранее запасов. В лидерах роста в августе оказалась крупяная промышленность (+3,2% м/м SA). Производство мясной и молочной продукции, напротив, в августе снизилось на 1,3 и 2,3% м/м SA соответственно. Благодаря росту в пищевой промышленности группа отраслей, ориентированных на производство *потребительских товаров повседневного спроса*, в августе внесла положительный вклад в динамику обрабатывающей промышленности. После июльской коррекции фармацевтика вновь продемонстрировала рост (+7% м/м SA).

Отрасли, ориентированные на производство *инвестиционных товаров*, в августе внесли наибольший положительный вклад в динамику обрабатывающей промышлен-

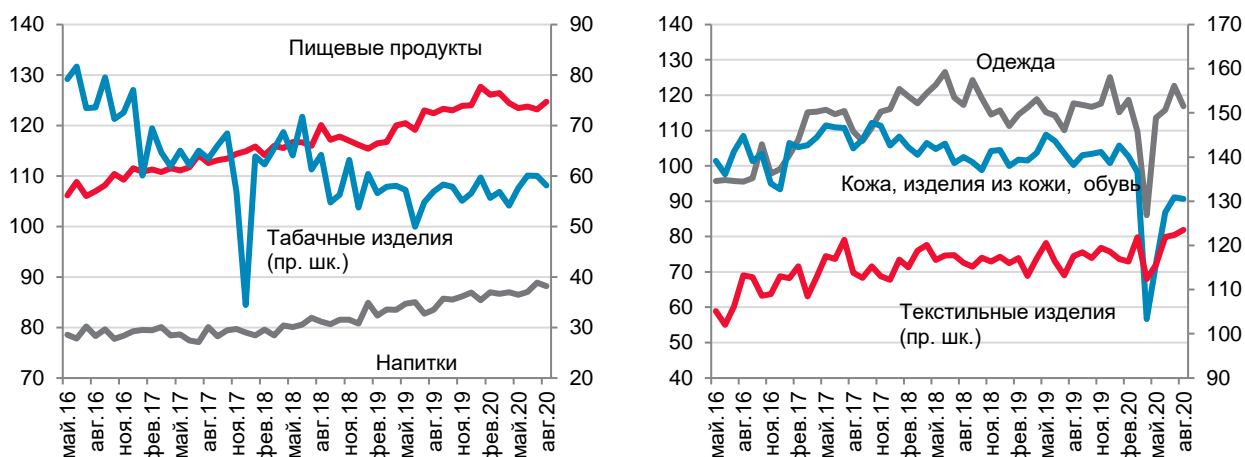
ленности. Причина – рост производства прочих транспортных средств (выпуск увеличился на 20% м/м SA, достигнув уровня конца прошлого года), которое, однако, характеризуется повышенной месячной волатильностью в связи с эффектом крупных разовых заказов. В других отраслях машиностроения активный рост сменился либо стабилизацией, либо небольшим снижением выпуска. Продолжение восстановления наблюдалось в производстве строительных материалов (+1,1% м/м SA). В целом с поправкой на разовые эффекты темпы восстановления выпуска в отраслях инвестиционного спроса все еще остаются умеренными. Последнее, в частности, подтверждается оперативными данными по входящим платежам в данной группе отраслей, проведенным через национальную платежную систему, которые представляются в еженедельном [«Мониторинге отраслевых финансовых потоков»](#).

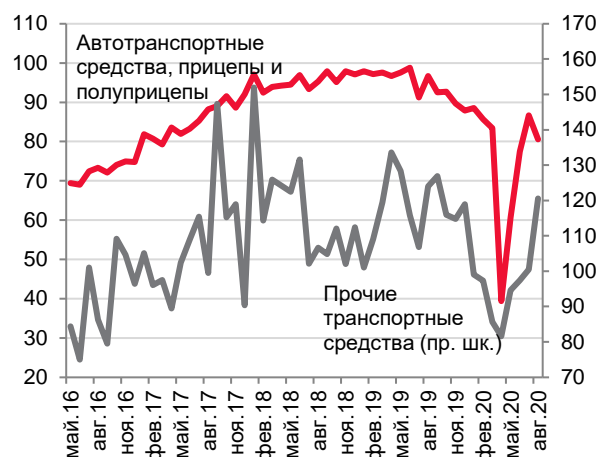
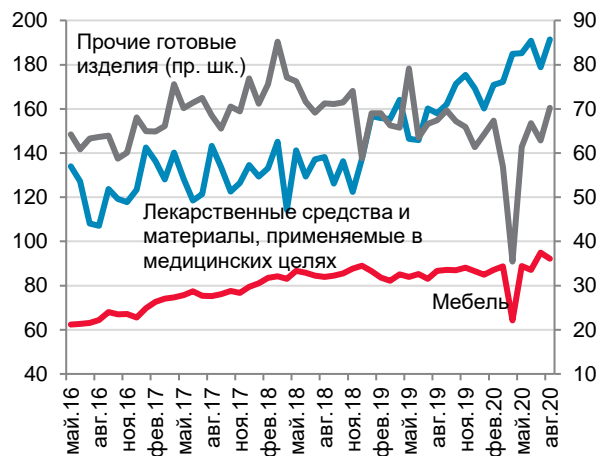
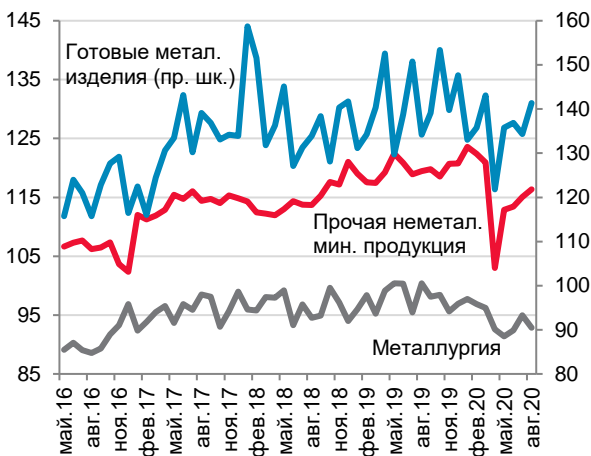
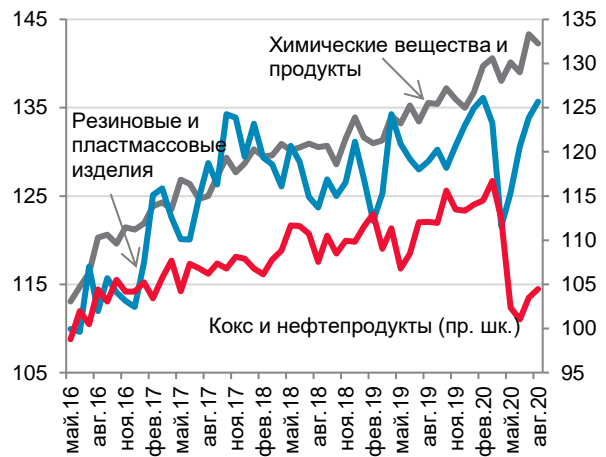
Рисунок 28. Производство групп отраслей обрабатывающей промышленности, январь 2016 = 100%, сезонность устранена



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

Рисунок 29. Производство отраслей обрабатывающей промышленности, декабрь 2012 = 100%, сезонность устранена





Источники: Росстат, расчеты ДИП.

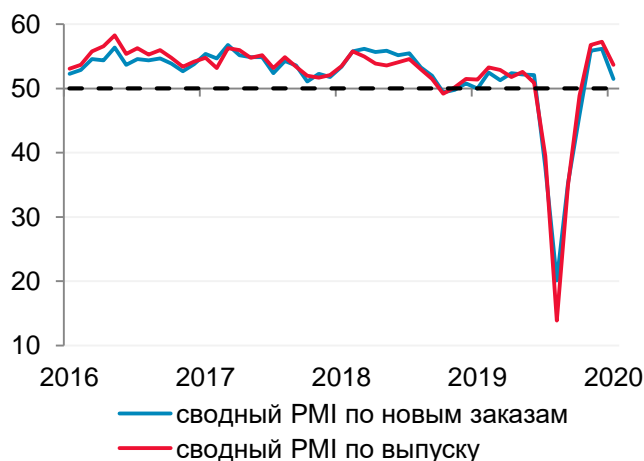
2.4. Индексы PMI в сентябре: замедление восстановления деловой активности

- Динамика сводного индекса PMI указала на замедление восстановления экономической активности в сентябре. Замедление роста выпуска произошло как в сфере услуг, так и в обрабатывающих отраслях.
- Ухудшилась и динамика новых заказов, что будет сдерживать дальнейшую динамику выпуска. В обработке соответствующий индекс указывает на снижение объема заказов, а в услугах – на значительное замедление роста. В обеих сферах продолжилось снижение экспортных заказов, причем ускоренными темпами.
- Наличие свободных мощностей при ухудшении динамики новых заказов привело к возобновлению снижения занятости на предприятиях-респондентах после ее стабилизации в августе.

Сводный индекс PMI по выпуску в сентябре указывает на замедление восстановления экономической активности: рост замедлился и в сфере услуг, и в обрабатывающих отраслях. Сводный индекс снизился до 53,7 п. – с 57,3 п. (Рисунок 30).

Индекс PMI в обрабатывающих отраслях в сентябре упал с 51,1 до 48,9 п., указав на незначительное сокращение деловой активности (Рисунок 31).

Рисунок 30. Динамика сводных индексов PMI по России, пунктов



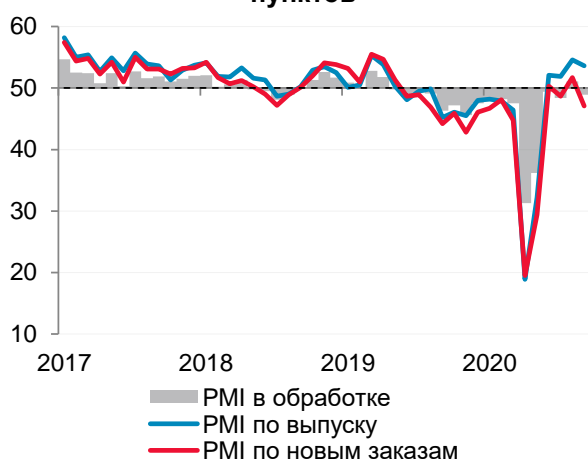
Источник: IHS Markit.

Снижение деловой активности в сентябре было обусловлено заметным сокращением новых заказов на фоне ослабленного спроса и потери некоторых клиентов (47,1 п. после 51,7 п. в августе). Внешний спрос сокращался опережающими темпами: индекс новых экспортных заказов снизился с 48,8 до 43,8 пункта.

При этом в сентябре респонденты снова, как и месяцем ранее, указали на рост производства, хотя и более медленный по сравнению с августом (54,6 п. против

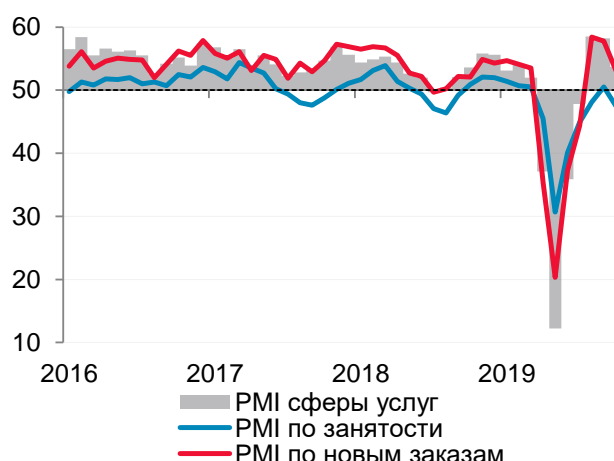
55,6 п.). По мнению производителей, ослабление ограничений, связанных с пандемией, продолжает оказывать положительный эффект на динамику производства. Однако снижение новых заказов может сдержать дальнейшее восстановление объемов производства. Рост производства не предотвратил падения занятости в обрабатывающих отраслях: темпы ее снижения заметно ускорились (до 45,6 п. – с 48,6 п.) (Рисунок 33). Свою роль сыграли снижение новых заказов и достаточный объем производственных мощностей для их выполнения. Увеличение выпуска не отразилось на закупочной активности: компании сокращали накопленные ранее запасы сырья и материалов (43,3 п.) и объемы закупок (48,3 п.). Данный факт можно связать в том числе с трудностями работы с поставщиками, обусловленными обострившимися на фоне пандемии проблемами с логистикой и нехваткой сырья.

Рисунок 31. Динамика индексов PMI в обрабатывающей промышленности, пунктов



Источник: IHS Markit.

Рисунок 32. Динамика индексов PMI в сфере услуг, пунктов

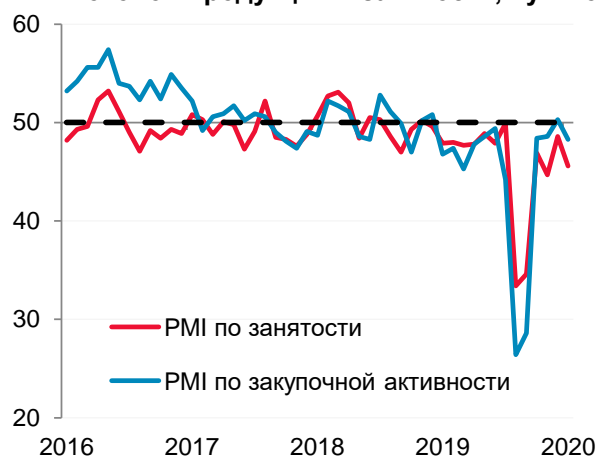


Источник: IHS Markit.

Деловые ожидания в отношении будущих объемов производства, как и в августе, снизились (62,9 п. против 64,3 п.). Формально уровень оптимизма по итогам августовских опросов остается высоким на фоне надежд на полное снятие ограничений и запуск новых продуктов. Однако неопределенность в отношении дальнейшего развития ситуации с пандемией и зафиксированные в начале осени вспышки заболеваемости в ряде крупных регионов страны могут негативно сказаться на октябрьской динамике соответствующего подындекса.

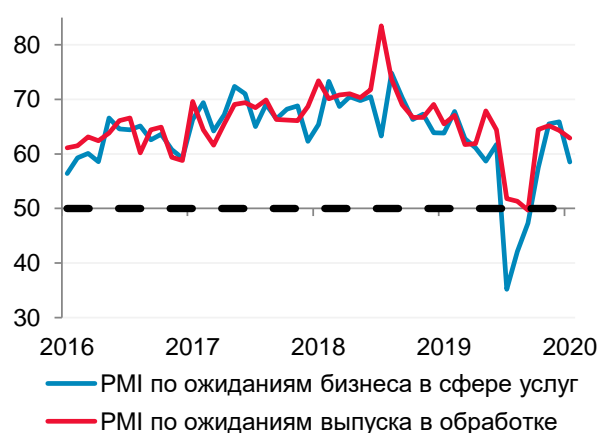
Индекс PMI в сфере услуг в сентябре продемонстрировал более медленное расширение деловой активности, снизившись с 58,2 п. до 53,7 п. (Рисунок 32), при этом среднеквартальный показатель остался на максимальном уровне с начала 2017 года. Вместе с объемом выполненных заказов (выпуском) замедлился и рост новых заказов: соответствующий индекс снизился с 57,8 до 53 пунктов. Рост был поддержан внутренним спросом, так как экспортные заказы падают седьмой месяц подряд (46,8 п.), причем в сентябре падение ускорилось, как и в обрабатывающих отраслях.

Рисунок 33. Динамика индексов PMI в обрабатывающей промышленности по запасам готовой продукции и занятости, пунктов



Источник: IHS Markit.

Рисунок 34. Динамика PMI по ожиданиям, пунктов



Источник: IHS Markit.

В сентябре занятость в сфере услуг снова снизилась (47,4 п.) вследствие наличия избыточных мощностей. При этом количество незавершенных заказов в сентябре продолжило сокращаться (48 п. против 48,2 п. в августе). Деловые ожидания снизились из-за неопределенности касательно продолжительности экономического восстановления (58,5 п.).

2.5. Восстановление розничной торговли в августе остановилось

- В августе завершилась активная фаза реализации отложенного спроса населения. Месячный рост объемов розничной торговли прекратился, годовое снижение ускорилось до 2,7%.
- Прирост трат на товары, наблюдавшийся на протяжении периода самоизоляции и непосредственно после него, ослабел, и наблюдается нормализация структуры расходов. При этом потребление в непродовольственной рознице продолжило восстанавливаться (-1,2% г/г) при ускорении снижения расходов на продовольственные товары до 4,2% г/г.
- Наибольшее улучшение наблюдалось в секторе услуг, где сокращение оборотов замедлилось до 18,8% г/г.
- Рост числа новых случаев заражения коронавирусной инфекцией является фактором риска для дальнейшей динамики потребительских расходов. В случае возвращения части ограничительных мер наиболее пострадавшей опять окажется сфера потребительских услуг, где активность остается гораздо ниже докоронавирусного уровня.

В августе завершилась активная фаза реализации отложенного спроса населения и прекратилось восстановление объемов розничной торговли – 0,0% м/м SA¹³ после +5,3% в июле и +14,7% в июне. Снижение объемов розничной торговли относительно предыдущего года ускорилось до 2,7% (Рисунок 35).

По итогам ежеквартальных обследований малых предприятий и организаций, а также изменений, внесенных респондентами в ранее предоставленные данные, Росстат скорректировал ретроспективные оценки объемов розничной торговли в апреле–июле. Годовые темпы падения в каждом из четырех месяцев были снижены примерно на 1 п.п. в непродовольственной категории при практически неизменных показателях продуктовой розницы (показатели улучшены на 0,1 п.п.). В результате падение оборотов розничной торговли за апрель–июнь оказалось на 0,6 п.п. меньше изначальных оценок, а в июле – на 0,7 п.п., составив -1,9% г/г (-2,6% г/г изначально).

Прирост трат на товары, наблюдавшийся на протяжении периода самоизоляции и непосредственно после него, ослабел, и отмечается нормализация структуры расходов. Потребление в непродовольственной рознице в августе продолжило восстанавливаться (-1,2% г/г), в то время как в продовольственных товарах имело место ухудшение динамики: -4,2% г/г после -2,0% г/г в июле. При этом доля расходов, направляемая на продовольствие, после пикового значения в 57,3% в апреле снизилась в августе до 46,4% – привычного уровня для августа последних лет.

Рисунок 35. Динамика розничных продаж продовольственных и непродовольственных товаров и оборота розничной торговли, % г/г



Источник: Росстат.

Рисунок 36. Динамика оборота розничной торговли (январь 2016 = 100%, сезонность устранена), %



Источники: Росстат, расчет ДИП.

Продажи новых легковых автомобилей в августе снизились на 0,5% г/г, но в сентябре вернулись к росту, увеличившись на 3,4% г/г¹⁴. Августовское торможение было частично вызвано логистическими проблемами. Опережающий характер восстановления спроса по сравнению с производством этим летом привел к снижению запасов лег-

¹³ Здесь и далее динамика месячных темпов роста представлена с устранением сезонности.

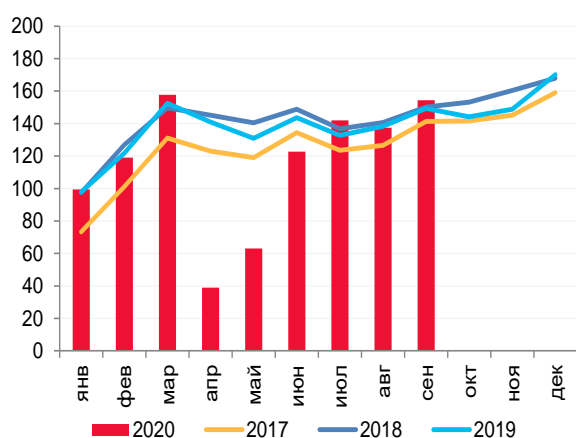
¹⁴ [Продажи новых автомобилей выросли на 3,4% в сентябре 2020 года](#) /АЕБ 06.10.2020.

ковых автомобилей: по данным Росстата, в августе 2020 г. производство снизилось практически на треть по сравнению с 2019 г. (-30,1% г/г), что привело к сокращению запасов легковых автомобилей на 68,7% г/г. В результате некоторые участники рынка отмечали, что по отдельным моделям, цепочки производства которых еще не восстановились, возник локальный дефицит. Часть улучшения динамики продаж в сентябре могла быть вызвана реализацией отложенного в августе спроса по мере повышения поставок. Активное восстановление авторынка продолжается и в сегменте подержанных автомобилей. По данным РОАД за август 2020 г., продажи легковых автомобилей с пробегом выросли на 10,5% г/г после +13,8% г/г в июле. Несмотря на позитивную динамику спроса в последние месяцы, участники рынка в оставшиеся три месяца ожидают значительного снижения продаж новых автомобилей: при отсутствии серьезных ограничений экономической активности участники рынка прогнозируют сокращение продаж на 13,5% г/г по итогам 2020 г., при том что за январь–сентябрь они снизились на 13,9% г/г.

Наибольшее ускорение оборотов в августе наблюдалось в секторе услуг, где темпы отставания от уровней прошлого года, по данным Росстата, сократились до 18,8% – с 25,5% г/г в июле. Оперативная статистика за сентябрь указывает на то, что активность в секторе услуг могла стабилизироваться на уровне августа.

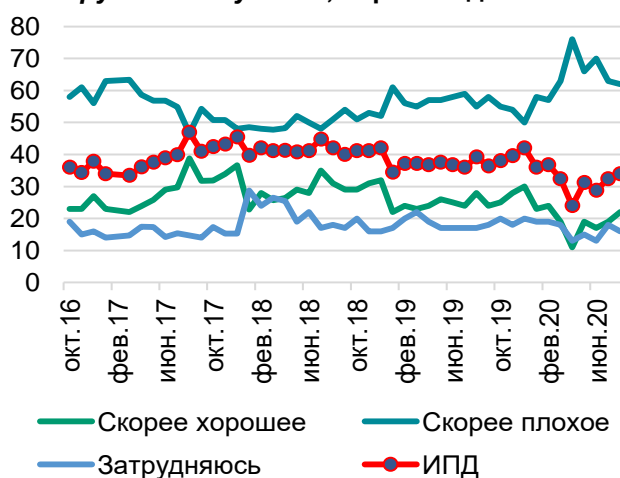
Позитивная динамика потребления в июле–августе, помимо реализации отложенного спроса и действия бюджетных мер, была обусловлена ростом доходов населения по мере восстановления экономической активности. Так, в июле–августе произошел быстрый переход поступлений НДФЛ в бюджет от падения к росту в годовом выражении. Данные опросов также указывают на постепенный возврат потребительского и кредитного доверия к уровням января–февраля¹⁵. Так, сентябрьский опрос ВЦИОМ показал рост доли россиян, считающих нынешнее время удачным для совершения крупных покупок, относительно июня на 5 п.п., до 22% (Рисунок 38).

Рисунок 37. Продажи новых легковых и легких коммерческих автомобилей, тыс. шт.



Источники: АЕБ, расчеты ДИП.

Рисунок 38. Индекс потребительского доверия. «Какое сейчас время для крупных покупок?», % респондентов



Источник: ВЦИОМ.

¹⁵ [Показатели потребительского и кредитного доверия постепенно возвращаются к докризисным значениям](#) / ВЦИОМ 14.09.2020.

В ближайшие месяцы основным фактором риска для динамики потребления станет развитие эпидемиологической ситуации. Предотвращение роста новых случаев заражения коронавирусом может потребовать возвращения части ограничительных мер. В такой ситуации значительная часть снижения экономической и потребительской активности может прийти на сферу услуг, где уровень активности по-прежнему остается гораздо ниже докоронавирусного уровня.

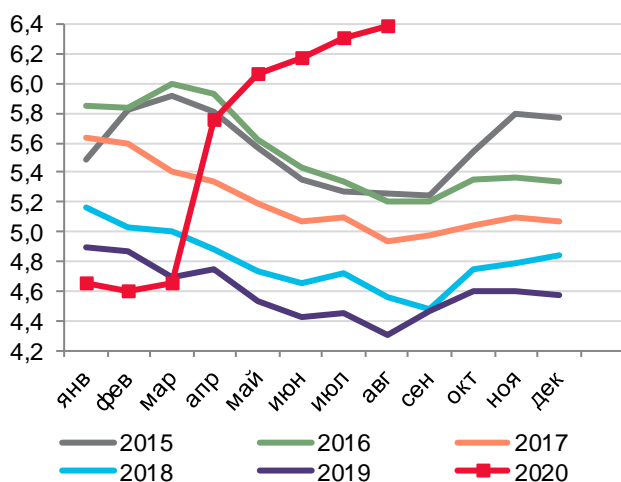
2.6. Ситуация на рынке труда постепенно стабилизируется

- В августе уровень безработицы вырос до 6,4% (4,8 млн человек). Уровень безработицы вырос почти на 2 п.п. относительно «докоронавирусного» уровня – меньше, чем в большинстве других стран.
- Темп роста официально зарегистрированных безработных снижается. В сентябре ожидается прохождение пика показателя вместе с окончанием действия пособий по безработице на несовершеннолетних детей.
- Расширенные показатели безработицы в II квартале выросли не намного сильнее, чем традиционный показатель безработицы. Это указывает на умеренный рост скрытой безработицы.
- Рост номинальной и реальной заработной платы в июле ускорился до 5,7 и 2,3% г/г соответственно. Рост заработной платы происходит преимущественно в государственном секторе.
- Текущая статистика свидетельствует об отсутствии существенных дезинфляционных рисков со стороны рынка труда.

Уровень безработицы в августе вырос до 6,4 – с 6,3% в июле, а с устранением сезонной составляющей показатель повысился до 6,45 – с 6,3% (Рисунок 39, Рисунок 40). В итоге уровень безработицы с «докоронавирусного» уровня вырос почти на 2 процентных пункта. Это меньше, чем в большинстве других стран. При этом уровень занятости снизился чуть меньше (примерно на 1,5 п.п.), в то время как оперативные индикаторы говорят о возобновлении роста занятости в экономике в сентябре.

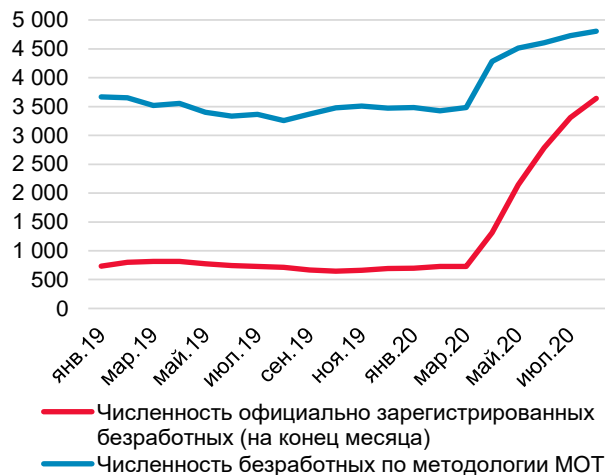
Рост численности зарегистрированных безработных замедляется: в августе он составил 333 тыс. человек после 524 тыс. человек в июле и 644 тыс. – в июне. Вместе с тем регистрируемая безработица пока продолжает расти опережающим темпом относительно показателя по методологии МОТ (Рисунок 40). Это указывает на рост численности людей, не имевших официального источника трудовых доходов на момент начала острой фазы пандемии и введения ограничительных мер, которые регистрировались в статусе безработных с целью получения социальных пособий. Согласно прогнозу Минтруда России, численность официально зарегистрированных безработных достигнет максимума в сентябре с завершением программы выплат пособий по безработице на несовершеннолетнего ребенка (3 тыс. руб.).

Рисунок 39. Уровень безработицы в 2015 – 2020 гг., %



Источник: Росстат.

Рисунок 40. Численность безработных, тыс. человек



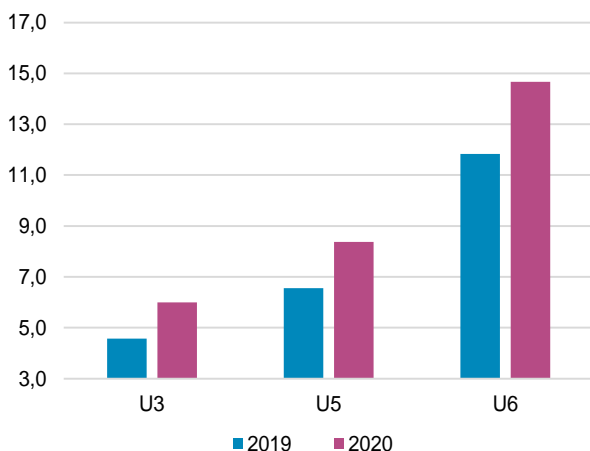
Источник: Росстат.

Большая часть роста уровня безработицы по методологии МОТ пришлась на II квартал. В этот период еще сильнее выросли расширенные показатели безработицы U5 и U6¹⁶. Это означает, что часть потерявших работу прекратила ее искать, перестав классифицироваться как часть экономически активного населения, а часть – стала работать менее 30 часов в неделю. Численность людей, которые не ищут работу, но готовы к ней приступить, росла в течение II квартала. В то же время численность занятых неполный рабочий день достигла пика в апреле, когда действовал режим нерабочих дней (5,54 млн человек), после чего снизилась (до 3,96 млн человек в июне). В итоге показатель U5 в июне 2020 г. вырос по сравнению с июнем 2019 г. на 2,1 п.п., а показатель U6 – на 2,6 п.п. (Рисунок 41).

Рост номинальной заработной платы в июле ускорился до 5,7% г/г, в реальном выражении – до 2,3% г/г (в июне 3,8 и 0,6% г/г соответственно) (Рисунок 42), оказав существенную поддержку восстановлению доходов населения и потребительской активности в летние месяцы. При этом рост заработной платы происходит преимущественно в государственном секторе. Опережающие индикаторы указывают на продолжение ускорения роста номинальной заработной платы в августе–сентябре: рост поступлений по НДФЛ, основной налоговой базой для которого являются трудовые доходы, ускорился до 13–14% г/г (Рисунок 43). Таким образом, текущая динамика заработных плат и доходов в целом свидетельствует об отсутствии существенных дезинфляционных рисков.

¹⁶ Показатель безработицы U5 включает в себя, помимо безработных, также тех, кто не ищет активно работу, но готов к ней приступить. Показатель U6 помимо этого включает занятых, работающих неполный рабочий день (менее 30 часов в неделю).

Рисунок 41. Уровень безработицы U3 (методология МОТ), U5¹⁷ и U6¹⁸ за II квартал 2020 г., %



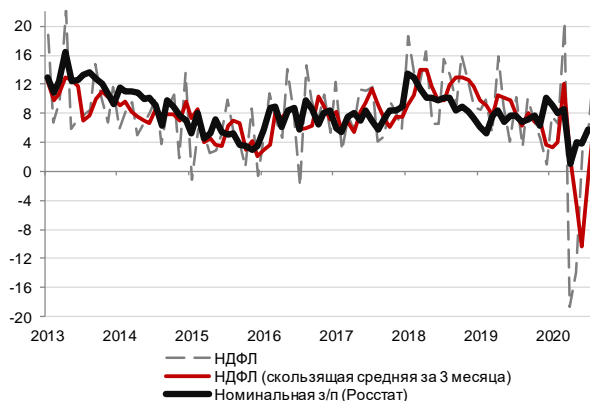
Источники: Росстат, расчеты ДИП.

Рисунок 42. Уровень заработной платы, % г/г



Источник: Росстат.

Рисунок 43. Рост номинальной заработной платы, % г/г



Источники: Росстат, Росказна, расчеты ДИП.

2.7. Банковский сектор в августе: кредитование положительно отреагировало на монетарные и бюджетные стимулы

- В августе объем выданных ипотечных кредитов достиг максимума за всю историю наблюдений; в ближайшие месяцы высокий годовой рост продолжится. Рост необеспеченного потребительского кредитования ускорится, но в ряде сегментов намечаются тенденции к замедлению, в частности в автокредитовании.

¹⁷ Включает безработное население, потенциальную рабочую силу.

¹⁸ Включает безработное население, потенциальную рабочую силу, желающих работать, но не ищущих работу, и не готовых приступить к работе, а также занятых менее 30 часов в неделю.

- Рост корпоративного кредитования¹⁹ продолжил ускоряться как по краткосрочным, так по среднесрочным и долгосрочным кредитам, что может говорить о восстановлении инвестиционного спроса.
- Несколько ухудшилось качество обслуживания необеспеченных потребительских кредитов и автокредитов при стабильной ситуации в ипотечном сегменте. По корпоративным кредитам ухудшения не произошло.
- Объем дополнительных резервов, начисленных банками, снизился относительно значений предыдущих месяцев, как и количество заявок на реструктуризацию. Это может свидетельствовать о скором окончании периода выявления проблемных кредитов. Тем не менее, при сворачивании регуляторных послаблений можно ожидать наращивания банками дополнительных резервов.
- Рост в разных сегментах кредитования свидетельствует о позитивной реакции рынка на монетарные и бюджетные стимулы. Они, в частности, позволили избежать спада в кредитовании.

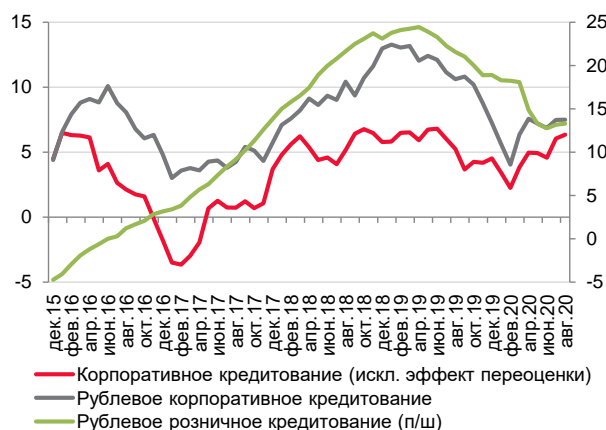
В августе рост кредитования физических лиц ускорился – с 1,3% м/м до 1,5% м/м SA, трехмесячный аннуализированный темп увеличился до 16,1% (Рисунок 44), в годовом выражении портфель также продолжил рост (Рисунок 45).

Рисунок 44. Динамика кредитования, 3х-месячная аннуализированная средняя, %



Источник: Банк России.

Рисунок 45. Годовые темпы роста кредитного портфеля, % г/г



Источник: Банк России.

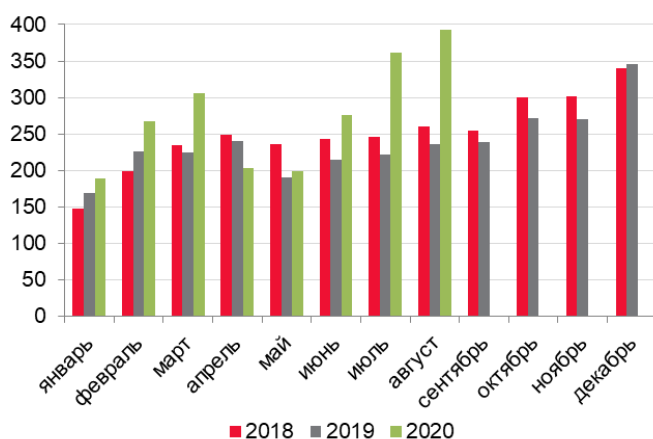
Розничное кредитование по-прежнему поддерживалось ипотекой – по отношению к августу 2019 г. сумма новых выдач выросла почти на две трети. Рост задолженности ускорился до 16,7% г/г (в июле – 15,8% г/г), с учетом задолженности по ИЦБ²⁰ – до 16,9% г/г (в июле – 16,1% г/г). Основной фактор роста – льготная программа ипотеки, на которую пришлось свыше 90% кредитов на первичном рынке. Также примерно 40%

¹⁹ Здесь подразумеваются кредиты, предоставленные нефинансовым организациям и индивидуальным предпринимателям.

²⁰ Здесь – ипотечные ценные бумаги.

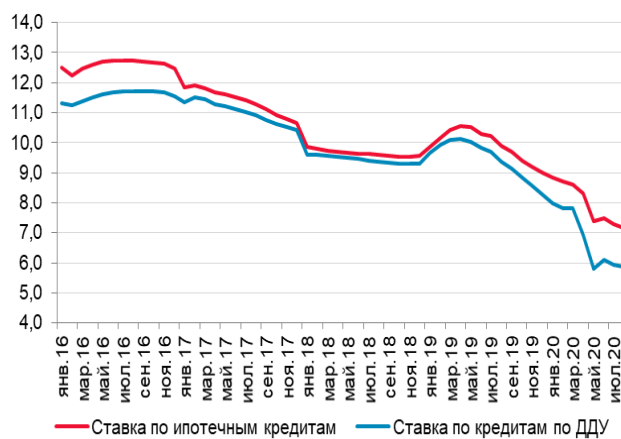
выдач приходится на кредиты под залог прав требования по договорам участия в долевом строительстве, объем которых удвоился по сравнению с прошлым годом. Дополнительный фактор роста – снижение банковских ставок. Значительный рост ипотеки, по нашему мнению, пока не создает существенных рисков для банков. Доля просроченной задолженности стабильна, что может объясняться достаточно [ВЫСОКИМ ПКР²¹ заемщиков](#). Кроме того, льготная ипотека предполагает существенный первоначальный взнос, что снижает ее рискованность для банков, а при низких ставках долговая нагрузка заемщиков растет не значительно.

Рисунок 46. Динамика ипотечного кредитования, млрд руб.



Источник: Банк России.

Рисунок 47. Динамика ставок по ипотечным кредитам, % годовых



Источник: Банк России.

Розничное кредитование поддерживает и восстановление потребительских настроений: на конец августа [входящие потоки превысили «нормальный» уровень](#) в отраслях, ориентированных на потребительский спрос. В результате рост необеспеченного потребительского кредитования ускорился до 0,9% м/м SA (в июле – 0,5% м/м SA), трехмесячный средний аннуализированный темп прироста достиг 6,8%, прирост к августу 2019 г. – 9,5% г/г. Согласно данным [НБКИ](#), спрос на кредиты поддержан также снижением ставок и маркетинговой политикой банков. Прирост неоднороден в разрезе сегментов: с *одной стороны*, по данным [ОКБ](#), в августе наблюдалось активное восстановление нецелевых потребительских кредитов в сегменте наличных денег; с *другой стороны*, замедляется восстановление выдач в сегменте [кредитных карт](#) и [POS-кредитования](#). В последние месяцы качество обслуживания необеспеченных потребительских ссуд несколько ухудшилось – доля ссуд с длительностью просроченной задолженности 90 и более дней на конец августа составила 9,3% (на конец июля – 8,9%, на начало 2020 г. – 7,5%).

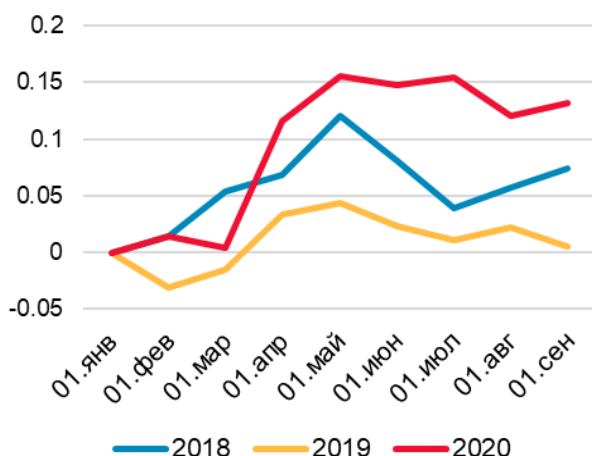
Рост автокредитов замедлился до 0,9% м/м SA, трехмесячный аннуализированный прирост составил 17,03%, прирост по отношению к августу 2019 г. – 9,2% г/г (в июле – 9,5% г/г). [Снижение выдач](#) может частично объясняться исчерпанием отложенного спроса на автомобили тех марок, производственный цикл которых в меньшей сте-

²¹ Здесь и далее – персональный кредитный рейтинг.

пени приостанавливался из-за пандемии²². Доля задолженности по автокредитам, просроченной на 90 дней и более, выросла до 7,0% (на начало августа – 6,9%, на начало 2020 г. – 5,7%). Тем не менее, по данным [НБКИ](#), средний ПКР заемщиков в последние месяцы вырос.

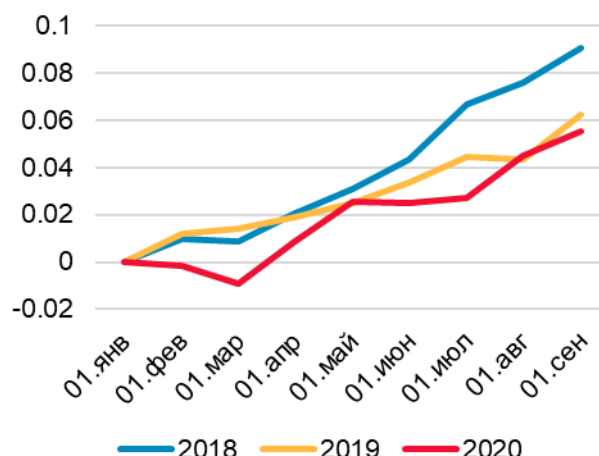
Рост корпоративного кредитования в августе ускорился с 0,7% м/м до 0,9% SA. Средний трехмесячный аннуализированный темп прироста составил 7,9%, что соответствует оживлению деловой активности, фиксируемой индексом PMI. Отмечен рост как кредитов сроком до 1 года (Рисунок 48), частично связанный с кредитованием в рамках госпрограмм, так и долгосрочных и среднесрочных кредитов (Рисунок 49). Это позволяет ожидать восстановления инвестиционного спроса, что подтверждается улучшением динамики [ВХОДЯЩИХ ПОТОКОВ В СООТВЕТСТВУЮЩИХ ОТРАСЛЯХ](#). Объем кредитов финансовым и нефинансовым организациям вырос на 9,4% г/г. В августе качество обслуживания корпоративных кредитов осталось в целом стабильным – доля просроченной задолженности по сравнению с июлем снизилась с 8,2 до 8,1%, доля ссуд 4–5 категорий качества – с 11,0 до 10,9%.

Рисунок 48. Динамика кредитов нефинансовым организациям сроком до 1 года в рублях, % к началу года



Источник: Банк России.

Рисунок 49. Динамика кредитов нефинансовым организациям сроком свыше 1 года в рублях, % к началу года



Источник: Банк России.

Рост рублевых вкладов физических лиц замедлился до 0,7% м/м SA (в июле – 0,9% м/м SA). Значительную поддержку росту оказали эскроу-счета, а также депозиты до востребования и сроком до 30 дней при снижении долгосрочных и среднесрочных вкладов. Данная тенденция сохраняется из-за остающейся неопределенности, а также снижения ставок по вкладам, стимулирующего поиск альтернативных источников вложения средств.

²² По данным ОКБ и Автостата, в конце лета на складах автодилеров наблюдался дефицит наиболее ходовых моделей автомобилей, вызванный нарушением логистических цепочек в результате пандемии и ажиотажем в июне-июле.

Прирост суммы резервов на возможные потери по ссудам²³ за август 2020 г. (99 млрд руб.) – более чем в полтора раза ниже показателей июля и июня. Стоит учесть, что динамика резервов может не в полной мере отражать риски банковского сектора из-за регуляторных послаблений, и в дальнейшем можно ожидать их наращивания.

В августе 2020 г. банковским сектором получена прибыль в размере 178 млрд руб., что несколько ниже значения июля (187 млрд руб.), но выше значений мая и июня; размер прибыли после налогообложения – 172 млрд рублей.

Таким образом, часть тенденций, наблюдавшихся в июле, в августе сохранилась. Кредитная активность в большинстве сегментов продолжает восстанавливаться, в том числе благодаря действию мер поддержки Правительства и Банка России. Финансовый результат банковского сектора также восстановился к докоронавирусным значениям.

Тем не менее в ряде сегментов намечаются тенденции к замедлению кредитования, вызванные исчерпанием отложенного спроса и сниженной платежеспособностью населения. Также сохраняются риски, связанные с повышенной неопределенностью и неустойчивым характером восстановления экономики. Кроме того, в ближайшие месяцы возможно постепенное сворачивание регулятивных послаблений, введенных в начале пандемии. В частности, банкам рекомендовано планировать начисление резервов в полном объеме, что может сказаться на темпах роста кредитования.

Вместе с тем Банк России в начале августа официально объявил о снижении надбавок к коэффициентам риска по необеспеченным потребительским кредитам, предоставленным с 1 сентября 2020 года. Данная мера в дальнейшем окажет поддержку потребительскому кредитованию без создания дополнительных рисков для финансовой стабильности.

3. Глобальная экономика, финансовые и товарные рынки

3.1. Восстановление мировой экономики носит неоднородный характер

- Темпы восстановления экономики США в августе-сентябре ожидаемо замедлились. Восстановление спроса, сопровождающееся низким уровнем запасов, выступает заметным проинфляционным фактором.
- Снижение цен второй месяц подряд, а также признаки замедления (или даже остановки) восстановления экономической активности повышают вероятность расширения мер поддержки со стороны ЕЦБ на декабрьском заседании.

²³ Рассматривается величина резервов с учетом корректировки.

- Оперативная статистика указывает на ускорение роста экономики Китая. Ключевым фактором оживления остается поддержка властей. При этом все больший вклад вносит частный сектор, отражая повышение уверенности экономических агентов в дальнейшем устойчивом росте экономики.

США: ожидаемое замедление восстановления экономики после сильной июльской статистики

Потребительская активность в экономике США продолжила восстановление более умеренными темпами. Краткосрочная статистика за август указала на замедление роста розничных продаж до 0,6% с 0,9% м/м SA в июле. Несмотря на естественный характер замедления роста розницы относительно высоких июльских значений под влиянием насыщения отложенного спроса, опубликованные данные оказались хуже ожиданий (1,0% м/м SA). Базовые розничные продажи (core retail sales²⁴) в августе снизились на 0,1% м/м SA после роста на 0,9% SA в июле. Наиболее вероятные причины – рост заболеваемости коронавирусом и объявленное сокращение расширенных пособий по безработице. На этом фоне реальные располагаемые доходы населения в августе снизились на 3,5% м/м SA.

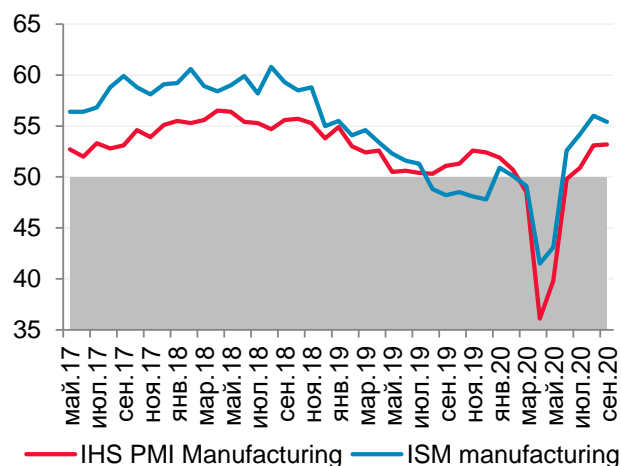
Рынок труда восстанавливается медленнее ожиданий аналитиков. Прирост занятости вне сельскохозяйственного сектора в сентябре происходил преимущественно под влиянием постепенной нормализации деловой активности в сфере услуг, а уровень безработицы снизился с 8,4 до 7,9%.

Опережающие индикаторы указывают на незначительное замедление темпов восстановления деловой активности в производственном секторе США. Индекс ISM в промышленности в сентябре составил 55,4 п., а соответствующий индекс Markit PMI – 53,2 п. (Рисунок 50). Респонденты отметили рост новых заказов и замедление роста объемов незавершенного производства. В условиях оживления спроса предприятия стали активнее перекладывать рост издержек в цены товаров.

В августе рост потребительских цен ускорился с 1,0 до 1,3% г/г (0,4% м/м SA), что преимущественно объясняется значительным ростом цен на поддержанные автомобили (5,4% м/м SA). Несмотря на то, что такая динамика цен на поддержанные автомобили во многом является следствием проявления отложенного спроса, она в целом отражает вероятное усиление проинфляционных факторов, связанных с сокращением предложения и низким уровнем запасов (из-за прекращения производства во время пандемии) в условиях восстановления спроса. Базовый дефлятор потребительских расходов вырос до 1,6% г/г, его нахождение ниже цели регулятора (2%) все в большей степени объясняется резким разовым снижением цен на ранних этапах пандемии (Рисунок 51). Усиление инфляционного давления не вызывает опасений после объявленного стратегического пересмотра политики ФРС США: готовности допустить рост цен выше 2% в течение определенного периода, чтобы компенсировать низкую инфляцию в предыдущие годы.

²⁴ Розничные продажи с исключением автомобилей, бензина, строительных материалов и услуг общественного питания.

Рисунок 50. Индекс Markit IHS PMI, п.



Источник: Bloomberg Finance L.P.

Рисунок 51. Базовый дефлятор потребительских расходов в США, % г/г



Источник: Bloomberg Finance L.P.

Федеральный комитет по открытым рынкам ФРС США уточнил свои прогнозы на 2020–2023 гг., отметив улучшение общих финансовых условий и сохранив ставку по федеральным фондам на околонулевом уровне – по крайней мере, до 2023 г. (Таблица 1).

Таблица 1. Прогнозы Федерального комитета по открытым рынкам ФРС США по основным экономическим показателям на 2020–2021 годы

	2020		2021	
	Июнь	Сентябрь	Июнь	Сентябрь
ВВП, %	-6,5	-3,7	5	4,0
Уровень безработицы, %	9,3	7,6	6,5	5,5
Инфляция (PCE), % г/г	0,8	1,2	1,6	1,7
Базовая инфляция (core PCE), % г/г	1,0	1,5	1,5	1,7

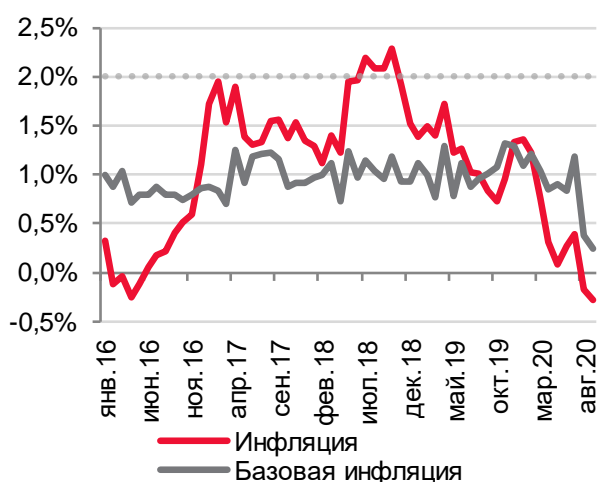
Источник: ФРС США.

В последующие месяцы замедление темпа восстановления экономики США может ускориться в условиях сохранения высокого ежедневного прироста числа подтвержденных случаев коронавируса, неопределенности относительно результатов президентских выборов и перспектив принятия Конгрессом нового пакета стимулирующих мер.

Еврозона: снижение цен и замедление восстановления экономики может привести к расширению объема покупок активов ЕЦБ

По предварительным данным, в сентябре потребительские цены продолжили снижаться: на 0,3% г/г после 0,2% г/г в августе (Рисунок 52). При этом базовая инфляция (без учета цен на энергоносители, продукты питания, алкоголь и табак) замедлилась до 0,2% г/г с 0,4%, оставшись в положительной области. Снижение уровня цен в еврозоне вызвано целым рядом факторов: укреплением европейской валюты (Рисунок 53), временным снижением НДС в ФРГ, более продолжительным сезоном распродаж, а также подавленной потребительской активностью в ряде секторов услуг (туризм, гостиницы, кафе). [По словам главы ЕЦБ К. Лагард](#), потребительская инфляция в годовом выражении в ближайшие месяцы останется отрицательной. Это может привести к закориванию инфляционных ожиданий на пониженном уровне. Одним из решений проблемы низкой инфляции в еврозоне может стать изменение цели ЕЦБ. Президент ЕЦБ на пресс-конференции в конце сентября указала на то, что регулятор может рассмотреть возможность более толерантного отношения к перелету инфляции после периодов низкого роста цен в рамках стратегического пересмотра политики ЕЦБ.

Рисунок 52. Инфляция и базовая инфляция в еврозоне, % г/г



Источник: Eurostat.

Рисунок 53. Динамика курса евро по отношению к доллару с начала 2020 г., долл. США за евро



Источник: Yahoo! Finance.

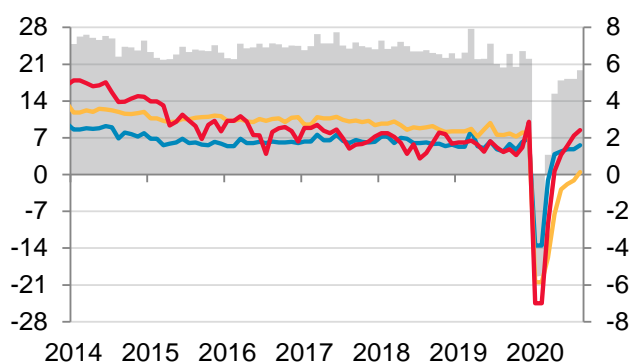
Помимо значительного замедления инфляции появляются признаки замедления восстановления экономической активности. По оценкам IHS Markit, сводный индекс PMI в сентябре снизился с 51,9 до 50,4 пункта. Индекс PMI в обрабатывающей промышленности вырос на 2,0 п., до 53,7 п., за счет улучшения динамики промышленности в Германии. Вместе с тем деловая активность в секторе услуг перешла к снижению (с 50,5 до 48 п.). Распространение эпидемии представляет угрозу прежде всего для сектора услуг. Отдельные страны перешли к ужесточению ограничений, что может привести к новому эпизоду снижения экономической активности. Дефляция и замедление восстановления экономической активности ставят вопрос о достаточности принятых

мер поддержки, как фискальных, так и монетарных. Аналитики ожидают, что ЕЦБ на декабрьском заседании расширит программу покупки активов.

Китай: августовское ускорение роста экономики может продолжиться в сентябре

В августе динамика основных макроэкономических показателей Китая оказалась в целом лучше ожиданий аналитиков, указав на значительное ускорение восстановления деловой активности. Годовая динамика розничных продаж стала положительной: 0,5% после -1,1% в июле (Рисунок 54). Ускорился годовой рост промышленного производства и инвестиций в основной капитал: до 5,6 и 8,5% с 4,8 и 7,4% в июле. Очищенные от сезонности объемы экспорта и импорта, по оценкам Capital Economics, остаются вблизи максимальных уровней, профицит торгового баланса в долларовом выражении близок к максимальному за последние годы (Рисунок 55). По оценкам Bloomberg, в августе темп роста экономики Китая заметно повысился, приблизившись к докоронавирусному значению – 6% г/г.

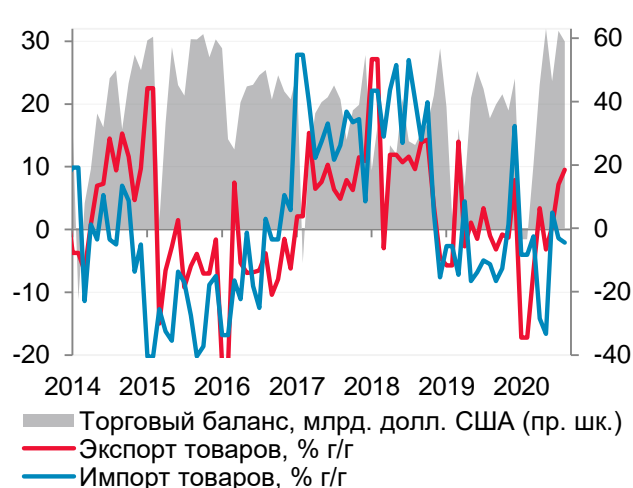
Рисунок 54. Основные макропоказатели Китая



2014 2015 2016 2017 2018 2019 2020
 — Оценка Bloomberg роста ВВП, % г/г (пр. шк.)
 — Промышленное производство (реал.), % г/г
 — Розничные продажи (номин.), % г/г
 — Инвестиции в основной капитал (номин.) % г/г

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

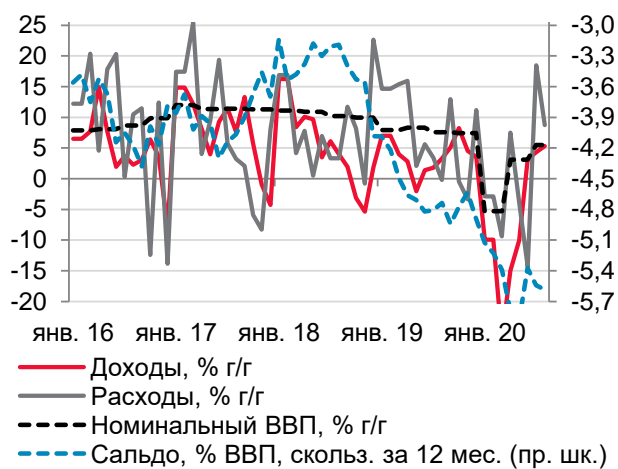
Рисунок 55. Торговый баланс Китая



2014 2015 2016 2017 2018 2019 2020
 — Торговый баланс, млрд. долл. США (пр. шк.)
 — Экспорт товаров, % г/г
 — Импорт товаров, % г/г
 Примечание. Данные за январь и февраль усреднены.
 Источники: Bloomberg Finance L.P., расчеты ДИП.

Поддержку восстановлению активности по-прежнему оказывают принятые в разгар эпидемии решения по бюджетной и денежно-кредитной политике. Скользящий за 12 месяцев дефицит консолидированного бюджета после активного расширения в первой половине года остается близким к многолетним максимумам (Рисунок 56). Рост заимствований со стороны бюджета, эффект снижения процентных ставок в экономике в первой половине года (Рисунок 57), а также смягчение регулирования теневого финансирования способствуют продолжающемуся ускорению роста кредитования (Рисунок 58).

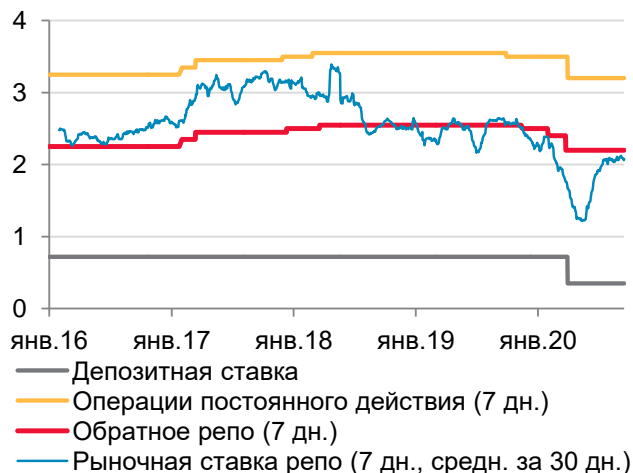
Рисунок 56. Показатели консолидированного бюджета Китая*, % ВВП



* Без учета внебюджетных фондов.

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

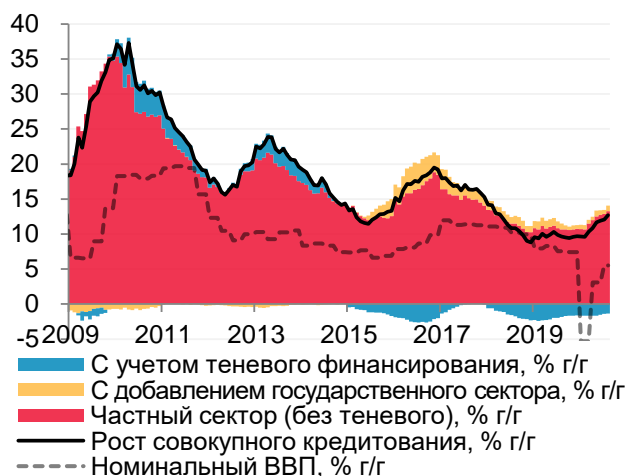
Рисунок 57. Коридор процентных ставок Народного банка Китая и рыночная ставка репо в Китае, % годовых



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

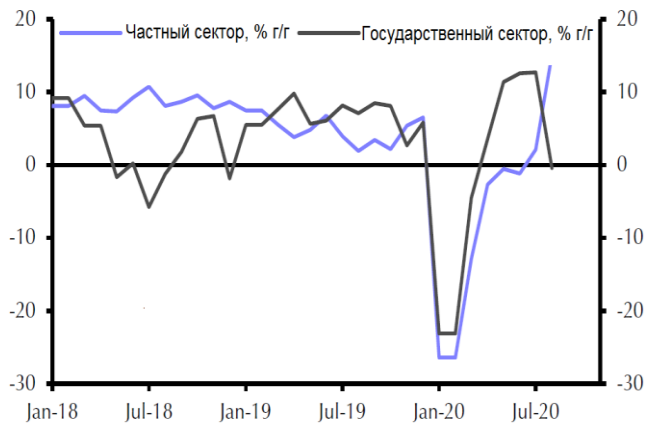
Все больший вклад в восстановление экономики Китая вносит частный сектор. Так, в августе произошло значительное изменение структуры инвестиций в пользу частных компаний, что отражает повышение их уверенности в устойчивости роста экономики (Рисунок 59).

Рисунок 58. Рост кредитования в Китае



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

Рисунок 59. Рост инвестиций в частном и государственном секторах Китая, в номинальном выражении, % г/г



Источник: Capital Economics.

В последующие месяцы восстановление экономической активности в Китае должно продолжиться. Сентябрьские PMI указывают на ускорение роста экономики. Поддержка со стороны бюджета должна компенсировать ужесточение денежно-кредитных условий: начиная с мая процентные ставки в экономике выросли (Рисунок 57), что может ограничить рост кредитования. Основными рисками для китайской экономики

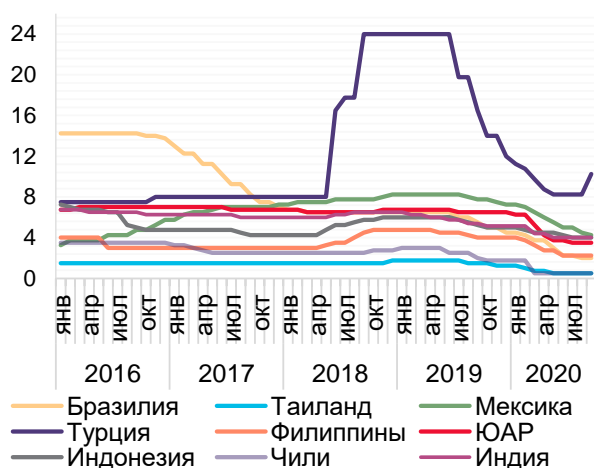
остаются возможная вторая волна пандемии в стране и в мире, а также ухудшение отношений с США.

СФР: цикл смягчения ДКП заканчивается

В сентябре центральные банки СФР сохранили стимулирующую политику, оставив ставки на исторических минимумах либо близко к ним.

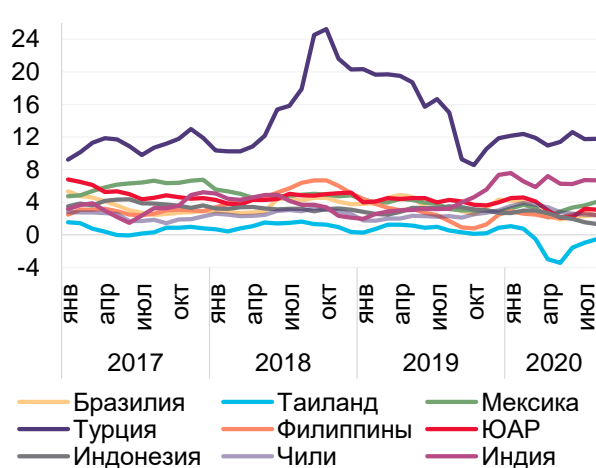
Решения о сохранении ключевых ставок без изменений были приняты в Индонезии (4,0%), Филиппинах (2,25%), ЮАР (3,5%), Таиланде (0,5%), Чили (0,5%), Индии (4,0%) и Бразилии (2,0%) (Рисунок 60). Банк Мексики снизил ставку на 25 б.п., до 4,25%.

Рисунок 60. Динамика ключевых ставок в избранных СФР, % годовых



Источник: Bloomberg Finance L.P.

Рисунок 61. Динамика инфляции в избранных СФР, % г/г



Источник: Bloomberg Finance L.P.

После быстрого смягчения ДКП Банк Турции был вынужден повысить ставку на 200 б.п. в ответ на рост инфляционного давления, связанного с ослаблением лиры. Годовая инфляция в августе составила 11,8%, превысив ожидания регулятора: дезинфляционное воздействие от ухода высокой базы было нивелировано проинфляционным эффектом от ослабления национальной валюты. При этом валютные резервы Турции в сентябре упали до 44,9 млрд долл. США, что, по оценке рейтингового агентства Moody's, более чем на 40% ниже уровня начала года и сильно ограничивает возможности регулятора по поддержке лиры. Повышенная волатильность ключевой ставки может выступить фактором снижения доверия к проводимой ДКП, устойчиво повысить инфляционные ожидания в экономике, затруднив задачу по поддержанию инфляции вблизи целевого уровня.

В августе годовая инфляция в СФР продемонстрировала разнонаправленную динамику (Рисунок 61). Замедление темпов роста цен отмечается в Индонезии (с 1,5 до 1,3% г/г), ЮАР (с 3,2 до 3,1% г/г), Республике Филиппины (с 2,7 до 2,4% г/г) и Чили (с 2,5 до 2,4% г/г). Ускорение инфляции отмечается в Бразилии (с 2,3 до 2,4% г/г) и Мек-

сике (с 3,6 до 4,1% г/г). В Таиланде годовая инфляция остается в зоне отрицательных значений (-0,5% г/г в августе после -1,0% в июле).

Таблица 2. Прогнозы Федерального комитета по открытым рынкам ФРС США по основным экономическим показателям на 2020–2021 годы

Страна	Фактическая инфляция, % г/г	Цель по инфляции
Бразилия	2,4	4 ± 1,5%
Индия	6,7	4 ± 2%
Индонезия	1,3	3 ± 1%
Мексика	4,1	3 ± 1%
Республика Филиппины	2,4	3 ± 1%
Таиланд	-0,5	1–3%
Турция	11,8	5 ± 2%
Чили	2,4	3 ± 1%
ЮАР	3,1	3–6%

Среди основных проинфляционных факторов регуляторы выделяют ослабление национальных валют, логистические проблемы, рост издержек производителей в условиях необходимости обеспечения санитарно-эпидемиологических норм, нормализацию цен на отдельные категории услуг в рамках восстановления экономической активности. Сдерживающее воздействие на инфляцию, по оценкам регуляторов, оказал отрицательный разрыв выпуска и локальное ужесточение ограничительных мер.

В целом анализ факторов ценовой динамики в ключевых СФР показывает, что произошедшее смягчение регуляторами денежно-кредитной политики уже в значительной степени способствует нейтрализации рисков устойчивого отклонения инфляции вниз от цели, несмотря на сохранение предпосылок для сохранения в дальнейшем некоторого дезинфляционного влияния на фоне подавленного спроса. С учетом лагов денежно-кредитной политики в полной мере эффект на экономику от уже предпринятого центральными банками в 2020 г. снижения ключевых ставок проявится в течение последующих кварталов.

Вместе с тем текущий характер нормализации экономической активности после прохождения острой фазы распространения коронавируса в первом полугодии, а также сохраняющаяся повышенная неопределенность в отношении дальнейшего развития ситуации вокруг пандемии одновременно указывают на высокую вероятность проявления проинфляционных факторов со стороны предложения на средне- и долгосрочном горизонтах, с одной стороны, и усиления рисков для финансовой стабильности в СФР, с другой стороны. Таким образом, в условиях уменьшения пространства для дальнейшего смягчения денежно-кредитной политики фаза снижения ключевых ставок во многих странах либо уже завершена, либо близка к завершению (подробнее см. также раздел 4).

3.2. Осенняя смена настроений на финансовых рынках

- Первый осенний месяц принес смену настроений на мировых финансовых рынках. Фондовые индексы «откатились» с максимальных значений конца лета.
- Казначейские облигации США продолжают торговаться вблизи уровней середины августа (около 0,7% по 10-летней бумаге). Доходности госбумаг стран с формирующимися рынками изменились разнонаправленно: доходности 10-летних госбумаг Мексики и Индонезии, ЮАР и Китая выросли, а в Индии и Южной Корее – снизились.
- Смена настроений на внешних рынках отразилась на стоимости российских активов. С начала сентября уровень российской риск-премии вырос с 92 до 126 б.п., рубль потерял 4,5% к доллару США.
- Ставка Минфина на спрос со стороны российских банков на облигации с плавающим купоном в условиях пониженного интереса со стороны нерезидентов к российским активам позволила ведомству перевыполнить план по заимствованиям на открытом рынке. Масштабный план по привлечением на IV квартал 2020 г. (2 трлн руб.) потребует учета интересов различных групп инвесторов.
- Динамика восстановления рынка корпоративных облигаций в 2020 г. сильно отличается от предыдущих эпизодов. Несмотря на значительный объем первичных размещений в 2020 г. (в том числе после волатильного периода марта-апреля), ликвидность вторичного рынка остается невысокой, а индикативные котировки не учитывают изменение стоимости базовых ставок (доходностей ОФЗ).
- При этом наблюдается рост размещений эмитентов более низкого кредитного качества, которые находят спрос на свои бумаги по двузначным уровням доходностей. Как правило, такие выпуски неликвидны и могут приобретаться розничными инвесторами, которые готовы их удерживать до погашения.
- Все эти тенденции в целом соотносятся с активным приходом физических лиц на финансовый рынок в поисках высокой доходности.

Глобальные финансовые рынки

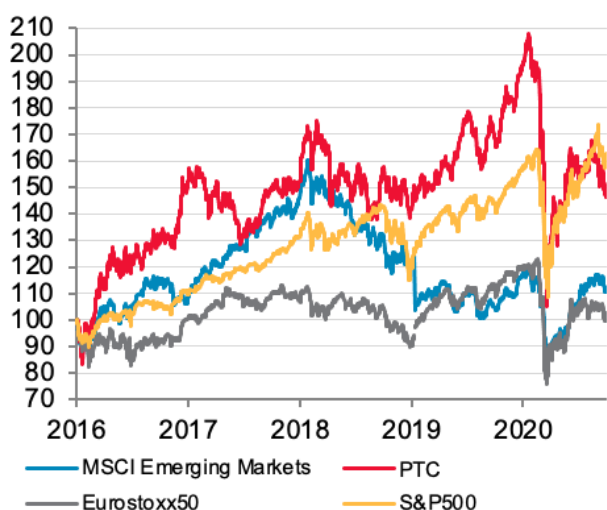
После стремительного роста мировых финансовых рынков во второй половине лета в начале сентября настроения инвесторов сменились на негативные. Угроза возвращения части ограничительных мер в связи с ростом заболеваемости коронавирусом, введение карантина в отдельных странах и, как следствие, рост неопределенности относительно восстановления экономик способствовали коррекции на фондовых рынках.

Остальные сегменты финансового рынка демонстрировали разнонаправленные движения. Доходности казначейских облигаций США в сентябре практически не изменились (10-летние облигации торгуются вблизи значений 0,7% с середины августа). Доходности госбумаг стран с формирующимися рынками изменились разнонаправленно.

но: доходности 10-летних госбумаг Мексики и Индонезии выросли за первый осенний месяц на 6,5 и 7,4 б.п. соответственно, ЮАР – на 15,5 б.п., Китая – на 10,7 базисного пункта. При этом доходности 10-летних гособлигаций Индии снизились на 10 б.п., Южной Кореи – на 11,5 базисного пункта.

Снижение аппетита к риску отразилось прежде всего на динамике валют стран с формирующимися рынками. Они потеряли от 0,5 до 5,6% к доллару США, при этом сильнее всего пострадали турецкая лира и чешская крона (по -5,6% каждая). Крона ослаблялась и к евро, и к доллару. Сказалось изменение ожиданий по направленности денежно-кредитной политики в 2021 г.: ожидавшаяся нормализация (ужесточение) политики может быть отложена из-за рисков снижения экономической активности на фоне ухудшения эпидемиологической ситуации.

Рисунок 62. Динамика индексов акций
(январь 2016 г. = 100)



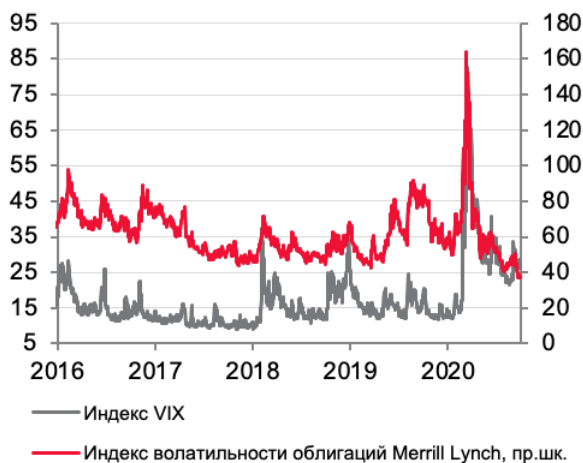
Источник: Bloomberg Finance L.P.

Рисунок 63. Динамика курсов валют
развивающихся стран и доллара США



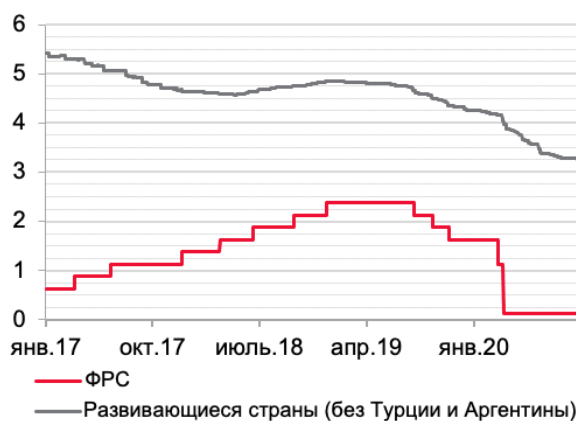
Источник: Bloomberg Finance L.P.

Рисунок 64. Динамика индексов
волатильности



Источник: Bloomberg Finance L.P.

Рисунок 65. Динамика ключевых ставок
центральных банков, % годовых



Источники: Банк международных расчетов, Bloomberg Finance L.P., расчеты ДИП.

Российские финансовые рынки

Рост рисков на мировых финансовых рынках не обошел стороной российский рынок. С начала сентября уровень российской риск-премии вырос с 92 до 126 базисных пунктов. Рубль подешевел на 4,5% к доллару США: сказалось как общее снижение интереса к активам СФР, так и повышенный уровень неопределенности и геополитических рисков.

Решение Совета директоров Банка России 18 сентября оставить ключевую ставку без изменений было ожидаемым и не оказало значимого влияния на российские финансовые рынки.

Несмотря на заметное снижение аппетита к рисковому активам на мировых финансовых рынках, Министерство финансов РФ смогло перевыполнить на 24% масштабный квартальный план по размещению ОФЗ (1 трлн руб.). Определяющим фактором рекордного объема размещений явился учет интереса локальных участников к бумагам, позволяющим хеджировать процентные риски и использовать такие выпуски в целях управления активами и пассивами²⁵. На эти бумаги пришлось почти 84% размещенного объема.

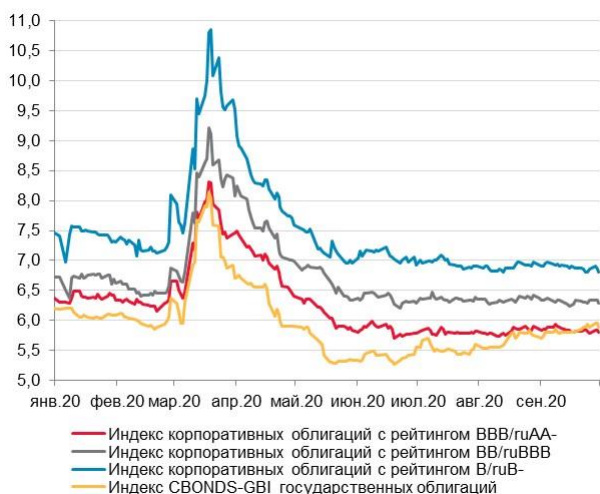
Согласно объявленному плану заимствований на IV квартал, Минфину России предстоит разместить ОФЗ на 2 трлн рублей. В условиях пониженного спроса со стороны иностранных инвесторов из-за общей ситуации на мировых финансовых рынках и значительного первичного предложения Минфина бумаги с плавающим купоном стали основным вариантом размещения.

Ситуация на первичном рынке локальных корпоративных облигаций отличается от периодов посткризисного восстановления рынков, наблюдавшихся ранее. После периодов высокой волатильности и значительного роста доходностей первыми с рыночными размещениями выходили высококачественные эмитенты «первого эшелона» (облигаций с высоким кредитным рейтингом). Выпуски таких эмитентов фактически устанавливали ориентир новых уровней кредитного спреда для размещений остальным эмитентам. При этом на рынок корпоративных облигаций начинала возвращаться ликвидность именно благодаря «расторговыванию» новых рыночных выпусков.

После «коронакризисного» периода повышенной волатильности в марте – апреле наблюдается иная картина. *С одной стороны*, появляются новые типы корпоративных облигаций нефинансовых компаний (например, «вечные» облигации: такой тип облигаций – не частое явление на российском рынке и ранее выпускался только банками), растут объемы первичных размещений, выпущенных банковским сектором. Всего, по данным [информационного портала Cbonds](#), объем выпущенных в обращение внутренних облигаций в рублях в 2020 г. на начало октября уже превысил объем облигаций, выпущенных за весь 2018 год. При этом 46% из общего объема размещений в текущем году приходится на банки и финансовые институты (Рисунок 67).

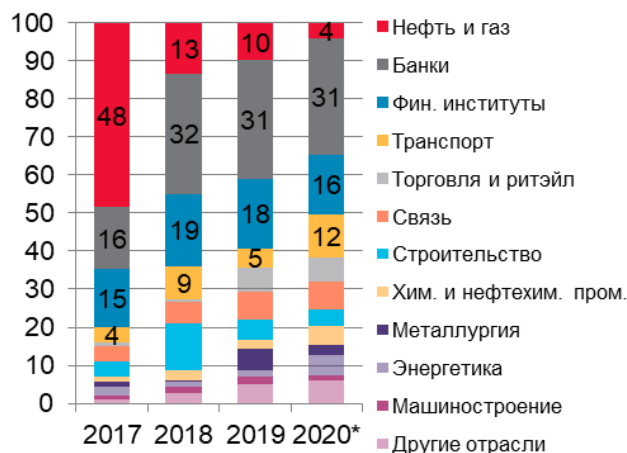
²⁵ ОФЗ с переменным купоном, а также индексируемые на инфляцию выпуски (серии ОФЗ-ПК, ОФЗ-ИН).

Рисунок 66. Доходности к погашению ОФЗ и корпоративных облигаций



Источник: www.cbonds.ru.

Рисунок 67. Объем размещенных выпусков локальных корпоративных облигаций на конец года, в %

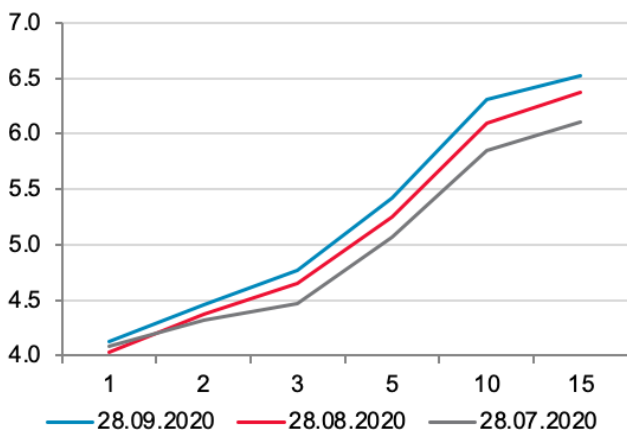


Примечание: данные за 2020 г. по 02.10.2020 включительно.

Источник: www.cbonds.ru.

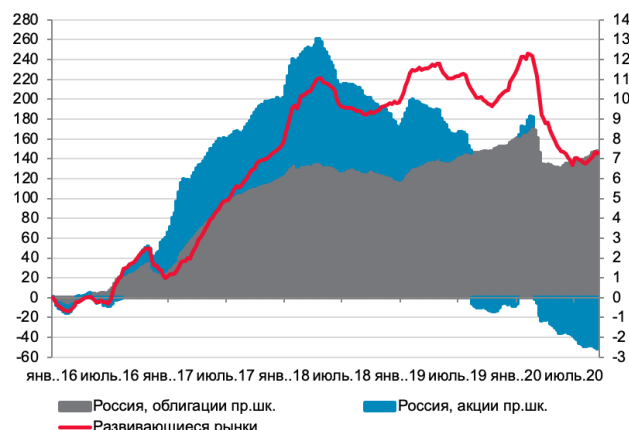
С другой стороны, почти отсутствуют рыночные размещения высококачественных нефинансовых корпоративных эмитентов. Ликвидность рынка при этом также остается невысокой, о чем свидетельствуют практически неизменные уровни доходностей корпоративных облигаций разного кредитного качества (Рисунок 66), которые не учитывают изменившуюся стоимость безрисковых активов (ОФЗ). Мы полагаем, что кредитный спред (разница в доходностях корпоративных облигаций и ОФЗ) даже по бумагам с высоким кредитным рейтингом не может быть отрицательным в текущих условиях.

Рисунок 68. Кривая доходности ОФЗ, %



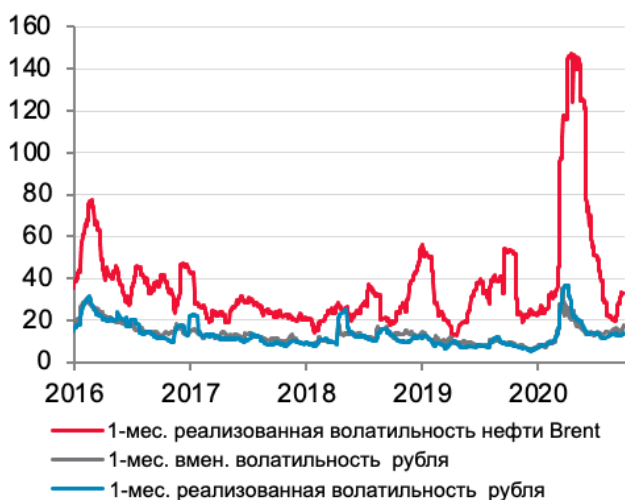
Источник: Bloomberg Finance L.P.

Рисунок 69. Динамика потоков в фонды развивающихся стран и России, млрд долл. США, накопленным итогом с начала 2016 года



Источник: EPFR.

Рисунок 70. Волатильность курса рубля и цены нефти



Источник: Bloomberg Finance L.P.

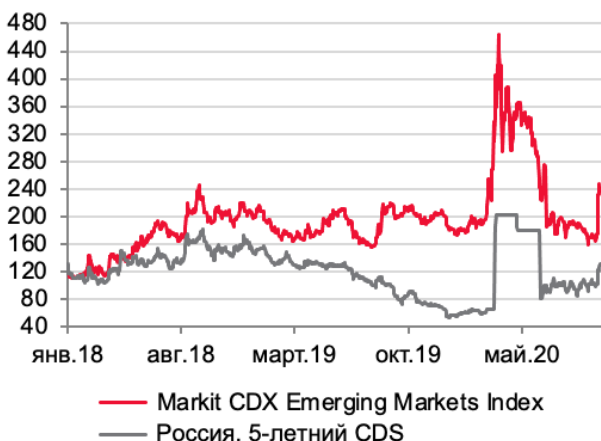
Рисунок 71. Процентный коридор Банка России и краткосрочная ставка рынка МБК, % годовых



Источники: Банк России, Bloomberg Finance L.P.

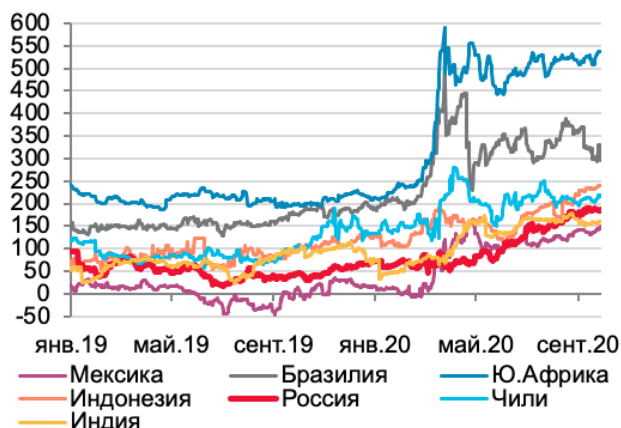
При этом на рынке появляются новые выпуски нефинансовых эмитентов более низкого кредитного качества, которые размещаются по двузначным доходностям. Объемы таких выпусков чаще всего невысоки (до 1 млрд руб.), что также подразумевает их невысокую ликвидность и приобретение инвесторами, которые готовы их удерживать до погашения. Это в целом соотносится с тенденцией активного «прихода» физических лиц на финансовый рынок в поисках высокой доходности, которую мы наблюдаем с 2019 г., даже несмотря на высокую волатильность в 2020 году.

Рисунок 72. Динамика 5-летних CDS в России и развивающихся странах, б.п.



Источник: Bloomberg Finance L.P.

Рисунок 73. Наклон кривых доходностей гособлигаций стран с формирующимися рынками (10Y-2Y), б.п.



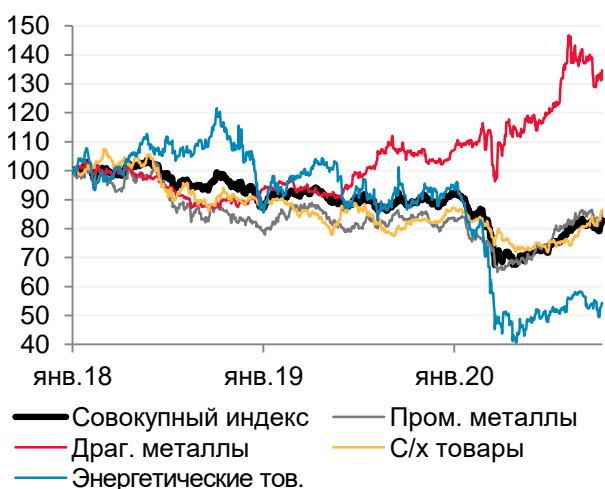
Источник: Bloomberg Finance L.P.

3.3. Увеличение добычи и рост рисков снижения потребления оказывают понижающее давление на нефтяные цены

- Цена нефти Urals осталась на уровне 41 долл. США / баррель. Понижающее давление на нефтяные котировки оказало расширение добычи в странах ОПЕК+ с перспективой дальнейшего значительного роста добычи в Ливии.
- Негативно на нефтяные цены также влияет рост числа ежедневно инфицируемых коронавирусом в мире. Это приводит к возвращению части ограничительных мер. В некоторых сегментах рынка (например, авиаперевозки) появляются признаки сокращения потребления нефтепродуктов.
- Поддержку нефтяным ценам оказало временное сокращение добычи в США и Норвегии, а также возможный отказ стран ОПЕК+ от планов повышения квот на добычу с 2021 г. или более медленное их повышение.
- Аналитики разошлись в оценках текущего состояния и перспектив рынка жидкого топлива. Ведущие организации по-прежнему видят заметный дефицит на рынке и ожидают сокращения накопленных излишних запасов. Однако отдельные аналитики видят излишек нефти на рынке и потребность в ужесточении квот странами ОПЕК+.

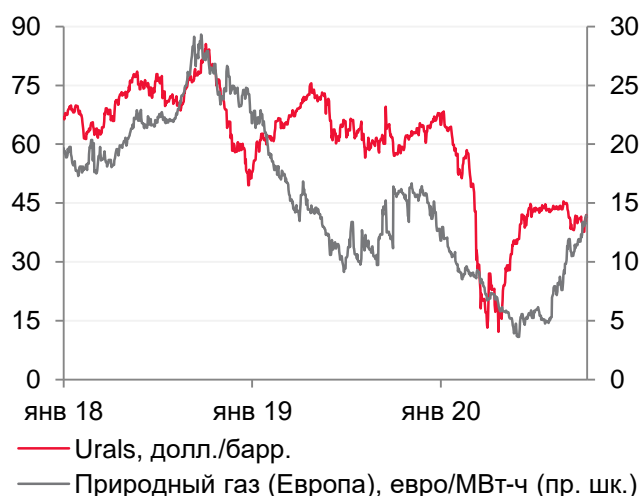
За период с 4 сентября по 9 октября индекс цен сырьевых товаров Bloomberg прибавил 1%. Цены сельскохозяйственных товаров выросли на 7% при снижении цен энергетических товаров и драгоценных металлов на 4 и 2% соответственно (Рисунок 74). Цена нефти Urals, по данным Bloomberg, не изменилась, оставшись на уровне 41 долл. США / барр. (Рисунок 75). Одновременно с этим цена природного газа на европейском рынке выросла на 16%.

Рисунок 74. Индексы Bloomberg цен товаров и металлов (01.01.2018 = 100)



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

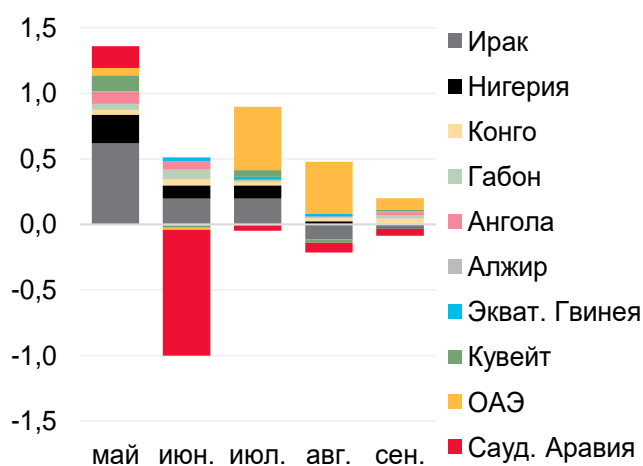
Рисунок 75. Цена нефти и газа



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

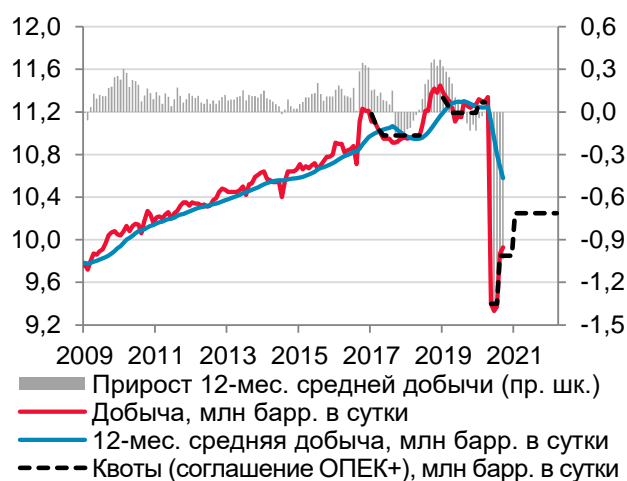
Понижающее давление на нефтяные котировки оказала как динамика спроса, так и предложения. По предварительным данным Bloomberg²⁶, страны ОПЕК в сентябре увеличили производство нефти: сокращение добычи в странах, на которые распространяются квоты, оказалось ниже ожидаемого (с учетом договоренности о компенсации отклонения от квот в предыдущие месяцы) и было более чем компенсировано восстановлением добычи в Венесуэле, Иране и Ливии (Рисунок 76). Снятие блокады с нефтяных месторождений и портов Ливии может привести к дальнейшему росту добычи примерно на 1 млн барр. в сутки (средняя добыча в феврале-августе 2020 г. составила 0,1 млн барр. в сутки после 1,1 млн в среднем за 2019 г.). Также в сентябре немного выросла добыча в России²⁷ (Рисунок 77).

Рисунок 76. Отклонение добычи нефти ОПЕК от квот («+» – превышение квот), млн барр. в сутки



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

Рисунок 77. Добыча нефти и газового конденсата в России



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

Эпидемиологическая ситуация в мире в целом ухудшается, что может негативно повлиять на динамику спроса. По данным Bloomberg, число ежедневно инфицируемых коронавирусом людей растет с начала второй декады сентября, что приводит к возвращению части ограничительных мер в различных странах. На этом фоне появляются признаки сокращения потребления нефтепродуктов. Так, данные Flightradar24 показывают, что количество воздушных перевозок в мире снизилось до минимального значения с середины августа.

Поддержку нефтяным ценам оказало временное сокращение добычи в США из-за ураганов и в Норвегии вследствие забастовки рабочих. Кроме того, представители стран ОПЕК+ заявили о готовности принять новые коллективные решения в зависимости от ситуации со спросом, что дало инвесторам надежду на отказ стран-нефтеэкспортеров от планов повышения квот на добычу с 2021 г. или на более медленное их повышение.

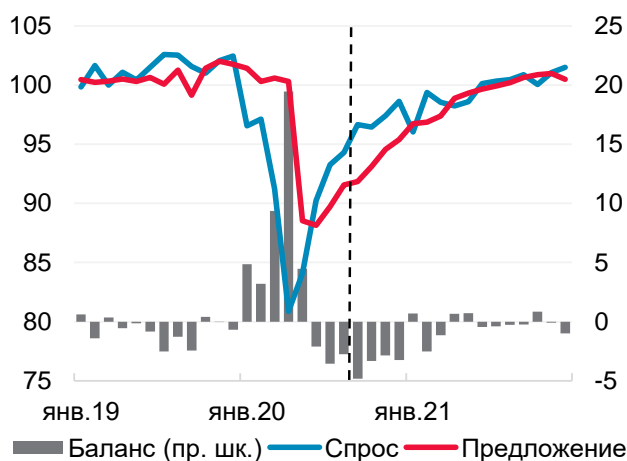
Международные агентства ухудшили прогноз основных показателей рынка жидкого топлива. В сентябрьских отчетах они повысили прогноз падения спроса вследствие

²⁶ Часто впоследствии заметно корректируются.

²⁷ Квоты распространяются только на добычу нефти, в то время как данные по России даются с учетом добычи газового конденсата, что затрудняет расчеты объемов добычи нефти.

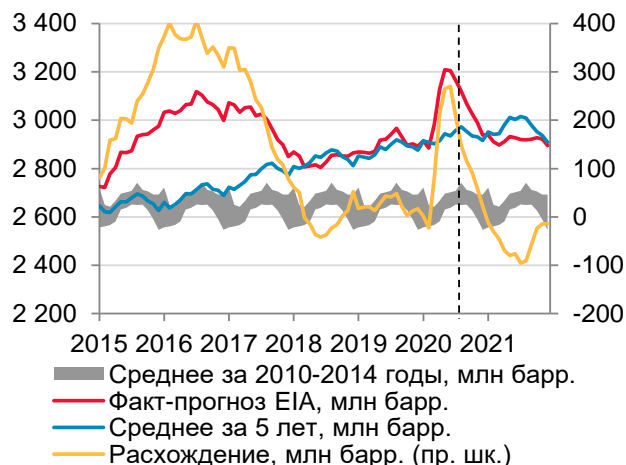
ухудшения эпидемиологической ситуации, в то время как прогноз снижения предложения был понижен из-за меньшего проседания добычи в США.

Рисунок 78. Основные показатели рынка жидкого топлива, по оценкам EIA



Источник: EIA.

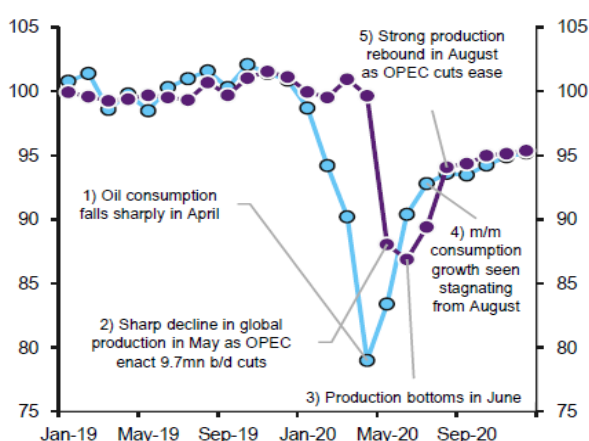
Рисунок 79. Коммерческие запасы нефти и нефтепродуктов в странах ОЭСР, млн барр.



Источники: EIA, расчеты ДИП.

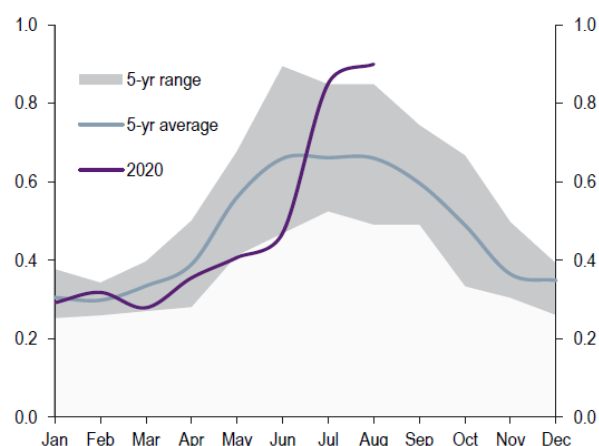
Кроме того, аналитики разошлись в оценках текущего состояния и перспектив нефтяного рынка. Управление энергетической информации США (EIA) и Международное энергетическое агентство по-прежнему видят заметный дефицит нефти на рынке в настоящее время и ожидают его сохранения до начала 2021 г. (Рисунок 78). По оценкам EIA, это позволит убрать с рынка накопленные излишние запасы (сверх пятилетнего среднего уровня запасов ОЭСР) (Рисунок 79).

Рисунок 80. Основные показатели рынка жидкого топлива, по оценкам Natixis



Источник: Natixis.

Рисунок 81. Использование Саудовской Аравией нефти для производства электроэнергии, млн б/с



Источник: Natixis.

Однако отдельные аналитики настроены более осторожно. Так, Natixis полагает, что уже в августе на рынке жидкого топлива сформировался небольшой излишек нефти (Рисунок 80). Причинами его стали опережающий рост добычи и продолжающееся с июля сокращение закупок со стороны Китая: рост нефтяных цен снизил привле-

кательность покупок нефти в запасы, к тому же многие частные компании уже исчерпали свои квоты на импорт нефти. Показательна ситуация в Саудовской Аравии, где власти не только снизили цены для части потребителей на октябрь относительно бенчмарка Dubai/Oman в борьбе за долю на рынке, но также стали активно замещать газ нефтью в целях производства электроэнергии в стране, начиная с июля (Рисунок 81). Последнее косвенно указывает на излишек нефти. Natixis прогнозирует сохранение небольшого, но устойчивого излишка нефти на рынке как минимум до конца года при условии действия текущих квот ОПЕК+ (Рисунок 80).

4. В ФОКУСЕ. Об инфляции в странах с формирующимися рынками в период пандемии

- Особенность «коронавирусного» кризиса в странах с формирующимися рынками (СФР) заключается в том, что в первые месяцы после начала кризиса инфляция была очень низкой, несмотря на ослабление национальных валют и разовые факторы со стороны предложения. Это могло быть связано как с влиянием «коронавирусных» ограничений, так и с влиянием низких цен на топливо. Такая динамика инфляции позволила СФР быстро перейти к смягчению ДКП, чего не наблюдалось в предыдущие кризисы. Однако в последнее время стали проявляться проинфляционные факторы предложения и эффект переноса валютного курса. В результате инфляция оказывается несколько выше первоначальных ожиданий регуляторов.
- Влияние проинфляционных факторов на стороне предложения, связанных с экономическими последствиями пандемии, вероятно, окажется более длительным и устойчивым, чем это можно было бы предположить на более ранних стадиях развития пандемии. К этому приводит высокая неопределенность, связанная с дальнейшим развитием эпидемиологической ситуации и ее влиянием на экономическую активность.
- Ослабление валют и рост издержек из-за нарушения цепочек поставок и дополнительных санитарно-эпидемиологических мер с начала 2020 г. оказались весьма существенными в большинстве СФР. Вероятным становится потеря части потенциального выпуска, которая будет сопровождаться опережающим «проинфляционным» восстановлением спроса на рынках отдельных товаров, связанным со структурными изменениями в модели потребительского поведения. Это будет частично компенсировать сохраняющееся дезинфляционное влияние слабого спроса в целом.
- Как следствие, дальнейший рост цен может пойти по несколько более высокой траектории по сравнению с предыдущими прогнозами центральных банков, лежащими в основе предпринятого в этом году поэтапного смягчения ДКП. Это мо-

жет произойти несмотря на исчерпание действия временных проинфляционных факторов, которые наблюдаются в текущей ценовой динамике СФР.

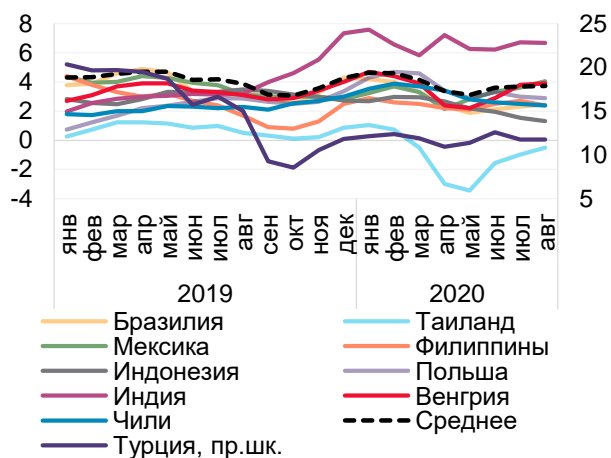
- С точки зрения ДКП дальнейшие решения центральных банков должны быть предельно взвешенными и робастными (устойчивыми к изменениям ситуации) с учетом высокой неопределенности в оценках влияния факторов спроса и предложения, дальнейшей экономической динамики и рисков финансовой стабильности. Эти аспекты уже сейчас справедливо находят отражение в официальной риторике большинства регуляторов.

Кризис, спровоцированный эпидемией коронавируса, вызвал во многом беспрецедентную для экономических кризисов реакцию центральных банков стран с формирующимися рынками (СФР). Зачастую в условиях ослабления национальных валют и повышения рисков для финансовой стабильности, отражающих кризисные явления, монетарные власти вынуждены проводить проциклическую денежно-кредитную политику, ужесточая ее.

Однако в ходе текущего кризиса большинство центральных банков существенно смягчили политику, снизив ключевые ставки до минимальных исторических уровней. Риски для финансовой стабильности, которые резко повысились на фоне проявления острой фазы пандемии в первом полугодии 2020 г., в большей степени ставили перед регуляторами вопрос относительно того, в какой момент времени начать смягчение ДКП, нежели о целесообразности перехода к мягкой ДКП. В условиях значительного сдерживающего влияния на деловую активность со стороны беспрецедентных ограничительных мер, направленных на борьбу с пандемией, сопровождавшихся падением доходов и подавленным спросом, решения регуляторов отталкивались от ожидаемого существенного смещения баланса среднесрочных рисков в сторону дезинфляционных. Так, на начальном этапе снижения ставок прогнозируемое дезинфляционное влияние со стороны подавленного спроса ощутимо превышало предполагаемый проинфляционный эффект со стороны предложения, обусловленного снижением валютных курсов СФР по отношению к основным резервным валютам, нарушением цепочек поставок и ростом издержек производителей. Смягчение монетарных условий наряду с бюджетным стимулом послужило важным дополнительным импульсом для перехода мировой экономики к восстановлению после прохождения дна спада в II квартале 2020 года.

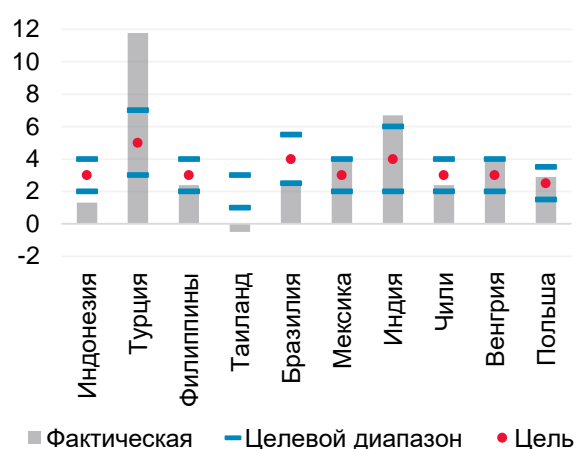
Инфляция во многих СФР в первом полугодии 2020 г. действительно заметно снизилась (Рисунок 82). Однако в дальнейшем в большинстве СФР она перешла к росту. При этом уже в конце первого полугодия по мере восстановления экономической активности после снятия ограничительных мер все большее влияние на ценовую динамику начал оказывать широкий спектр разнонаправленных факторов как дезинфляционного, так и проинфляционного характера. Их сочетание в настоящее время объективно затрудняет оценку фундаментального инфляционного давления в экономике, которое имеет первостепенное значение для формулирования ДКП.

Рисунок 82. Общая инфляция в отдельных странах и в среднем по выборке стран, % г/г



Источник: Bloomberg Finance L.P.

Рисунок 83. Общая инфляция, целевые диапазоны и цель (август 2020), % г/г



Источник: Bloomberg Finance L.P.

Однако, по нашему мнению, при сохранении среднесрочных рисков отклонения инфляции вниз от цели уже сейчас могли появиться предпосылки для постепенного смещения баланса факторов от дезинфляционных к проинфляционным. С одной стороны, наметившееся восстановление деловой активности сопровождается устойчивыми изменениями в структуре спроса и в потребительских предпочтениях в целом. Последнее, как было показано нами ранее на конкретном примере по российской экономике (см. подраздел 1.1, Рисунок 7), может отражаться в опережающем восстановлении спроса и повышенном росте цен на отдельные товары, в результате чего проинфляционное давление в отдельных потребительских сегментах может проявляться даже при сохранении отрицательного разрыва выпуска в экономике в целом. С другой стороны, реализация сценария с потерей потенциала на фоне устойчивого повышательного давления на издержки и проявления проблем с логистикой является дополнительным фактором, который, помимо мягкой ДКП, может значительно ускорить возврат инфляции вверх к целевому уровню.

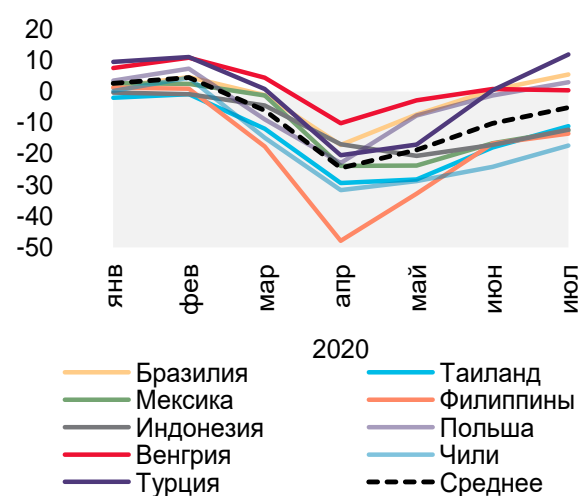
По итогам августа в большинстве рассмотренных нами крупных СФР²⁸ инфляция оставалась в рамках целевых диапазонов, в отдельных странах отклонения наблюдались как вверх, так и вниз от цели (Рисунок 83). Основным дезинфляционным фактором в первом полугодии стало падение спроса, вызванное введением жестких ограничений на деятельность предприятий и социальную мобильность в целях сдерживания распространения коронавирусной инфекции. Использование розничных продаж в качестве показателя, аппроксимирующего динамику потребительского спроса, в целом показывает, что большее снижение инфляции имело место в странах с более высоким сокращением розничных продаж (Рисунок 84).

По мере возобновления деятельности бизнеса и смягчения ограничений на мобильность населения потребление постепенно восстанавливается. Из рассмотренных

²⁸ Бразилия, Венгрия, Индия, Индонезия, Мексика, Польша, Турция, Филиппины и Чили. Выбор стран обусловлен наличием краткосрочных временных рядов по широкому кругу показателей.

нами кейсов стран можно сделать вывод, что в июле²⁹ розничные продажи превысили прошлогодний уровень в Венгрии, Польше, Турции и Бразилии (Рисунок 84). Это может объясняться совокупностью таких факторов, как относительно высокая поддержка из бюджета при сравнительно небольшом росте безработицы (в остальных странах выборки безработица в августе превышала докризисный уровень на 45-65%, в то время как в рассмотренных странах рост безработицы был в несколько раз меньше – Рисунок 85), реализация отложенного спроса и дополнительный краткосрочный положительный импульс от поэтапного снятия ограничительных мер.

Рисунок 84. Розничные продажи в отдельных странах и в среднем по выборке стран, % г/г



Источник: Bloomberg Finance L.P.

Рисунок 85. Уровень безработицы в избранных СФР, %



* Данные по Бразилии представлены на июль 2020 года.

Источник: CEIC.

На этом фоне быстрое восстановление потребления способствовало ускорению инфляции. Несмотря на широкий спектр влияющих на рост цен временных факторов, стоит отметить, что, например, в Венгрии и Польше инфляция в августе оказалась выше середины целевого диапазона (Рисунок 83). Обращают на себя внимание и отклонения инфляции вверх от цели центральных банков в Мексике и Индии. Не оспаривая влияния временных проинфляционных факторов на ценовую динамику отдельных СФР, мы полагаем, что исчерпание их влияния даже в условиях постепенного характера дальнейшего восстановления спроса может замедлить рост цен не так сильно, как можно было бы ожидать. Аналогично, многие СФР, где на данный момент инфляция пока что остается пониженной, могут столкнуться с более быстрым ее возвратом к цели, чем это могло бы предполагаться с учетом текущей мягкой ДКП. Причины этого во многом связаны:

- **во-первых**, с опережающим характером восстановления спроса на рынках отдельных товаров, обусловленного изменениями в модели потребительского поведения, и возможной недооценкой на этом фоне устойчивости ценового

²⁹ Последние имеющиеся данные по всем странам.

- давления со стороны предложения, спровоцированного последствиями пандемии;
- **во-вторых**, с проявлением вторичных эффектов через рост инфляционных ожиданий в результате существенного ослабления валют СФР в 2020 г.;
 - **в-третьих**, со сложностями в точной настройке текущей мягкой ДКП на фоне уменьшившегося пространства для дальнейшего снижения ставок в большинстве СФР, а также вопросов, касающихся целесообразности введения дополнительных налогово-бюджетных мер и момента будущего перехода к бюджетной консолидации в условиях сохраняющейся высокой неопределенности в отношении характера дальнейшего распространения эпидемии.

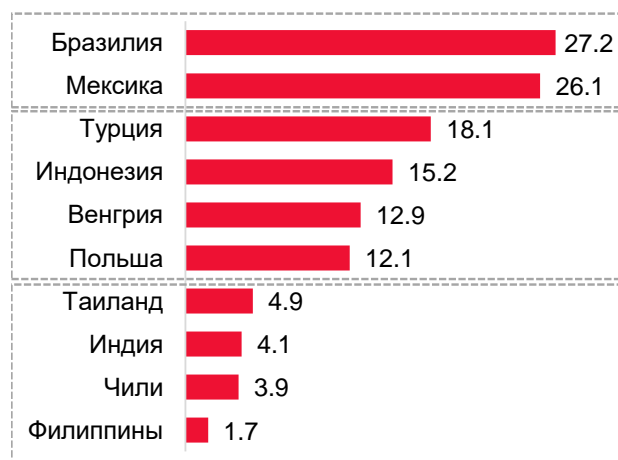
Далее проанализируем каждую из приведенных нами причин по отдельности, рассмотрев на примере избранных СФР влияние основных факторов, которые помимо динамики спроса наиболее значимо влияют на инфляцию в текущих условиях. Эти факторы мы разделили на следующие четыре группы: 1) *обменный курс национальной валюты*, 2) *издержки производителей*, 3) *динамика волатильных компонент потребительской корзины* (цен на продукты питания и энергоресурсы), 4) *дополнительные изменения в налогово-бюджетной политике и прочие идиосинкратические факторы* (изменения в законодательстве, налогового бремени и пр.).

1) **Обменный курс национальной валюты**

С началом кризиса, валюты развивающихся стран продемонстрировали резкое и существенное ослабление относительно доллара США и других ведущих мировых валют. Наиболее сильное падение показали валюты стран – экспортеров нефти в условиях произошедшего снижения нефтяных цен. Если посмотреть на максимальное падение стоимости валюты в первые недели после кризиса (за точку отсчета мы принимаем 6 марта), то можно увидеть, что бразильский реал и мексиканское песо потеряли четверть своей стоимости относительно доллара США (Рисунок 86). Следом идут Турция и Индонезия, пережившие внутренний кризис. Меньшее по масштабу ослабление национальной валюты к доллару произошло на Филиппинах, в Чили, Индии и Таиланде.

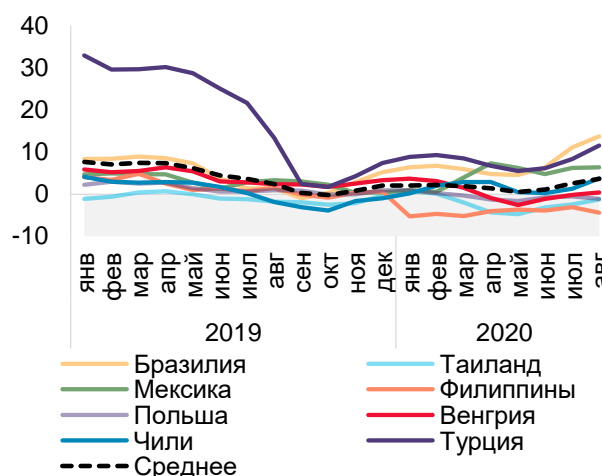
Динамика обменного курса оказывает воздействие на общий уровень внутренних цен через цены импортируемых товаров, в том числе сырьевых и промежуточных. При этом полный перенос динамики курса в инфляцию, как правило, носит отложенный характер, а его масштаб может варьироваться не только с точки зрения влияния на отдельные товары и услуги в потребительской корзине, но и в зависимости от специфики лежащих в основе курсовых колебаний макроэкономических шоков. Наряду с этим, в СФР, где ожидания экономических агентов в полной мере не заякорены на цели, временный проинфляционный эффект от ослабления национальных валют может транслироваться в рост инфляционных ожиданий, что при прочих равных создает риски устойчивого превышения инфляцией цели и требует реакции мерами ДКП.

Рисунок 86. Отклонение максимального значения обменного курса национальной валюты относительно доллара США от уровня 06.03.2020 г., %



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

Рисунок 87. Динамика индексов цен производителей, % г/г



Источник: CEIC.

Таким образом, с одной стороны, можно утверждать, что действие эффекта переноса стало одним из значимых факторов ускорения инфляции с конца II квартала 2020 г., с учетом масштаба ослабления валют СФР. При этом его повышательное влияние на потребительские цены еще не исчерпано. С другой стороны, обозначенные выше особенности эффекта переноса сами по себе выступают источниками высокой неопределенности в оперативных оценках ценовой динамики с поправкой на курсовой фактор.

2) Издержки производителей

Последствия пандемии привели к резкому росту издержек производителей. В значительной мере данный рост вызван снижением обменного курса через канал импорта, о чем уже упоминается выше. Динамика индекса цен производителей в разрезе избранных СФР показывает, что ускоренный рост издержек производителей имел место в странах с наибольшим ослаблением национальной валюты (Бразилия, Мексика, Турция) (Рисунок 86, Рисунок 87).

Однако важное влияние на рост издержек производителей оказали и такие факторы, как перебои в цепочках поставок комплектующих и конечных товаров, простои в работе, а также дополнительные расходы на обеспечение безопасности труда в условиях ужесточения санитарно-эпидемиологических норм. Так, перебои поставок из США оказали значительное влияние на рост издержек производителей в Мексике. Дополнительные расходы на обеспечение безопасности труда являются предположительно наибольшими в странах Европы и Таиланде.

Специфика обозначенных выше факторов роста издержек производителей в условиях пандемии указывает на то, что, с одной стороны, их перенос в цены еще не

полностью завершен, а с другой стороны, – что на фоне высокой неопределенности в экономике и множества институциональных проблем существуют высокие риски сохранения устойчивого повышательного давления на издержки производителей и, соответственно, потребительские цены, в дальнейшем. Это продолжит оказывать повышательное давление на потребительские цены как минимум на протяжении последующих нескольких месяцев.

Кроме того, текущий кризис мог привести к значительному изменению как *уровня* потенциального выпуска экономик, так и *темпов его роста*. Многие фирмы, столкнувшиеся с ростом издержек, могли уйти с рынка или сократить инвестиционные планы в связи с высоким уровнем неопределенности.

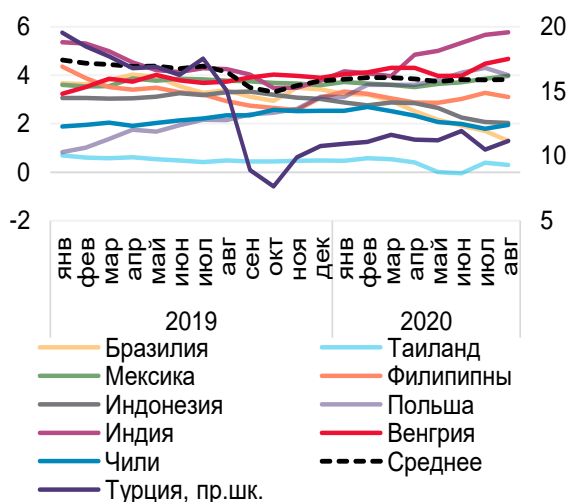
3) Динамика волатильных компонент потребительской корзины (цен на продукты питания и энергоресурсы)

Важное влияние на инфляцию оказывает динамика цен группы товаров, входящих в ИПЦ, но традиционно исключаемых из показателя базовой инфляции: продукты питания и энергоресурсы.

Влияние цен на продукты питания и энергоресурсы на общий уровень цен различно в рассматриваемых странах. Размер влияния зависит от доли категории товаров в потребительской корзине, а также чувствительности внутренних цен к изменению мировых цен. Доля продуктов питания в потребительской корзине в значительной мере определяется долей сельского населения в стране и общим уровнем развития экономики и доходов населения. Среди рассматриваемых нами стран наибольшая доля продуктов питания в ИПЦ в Индии, Филиппинах и Таиланде (Рисунок 89). При этом следует отметить, что динамика цен на продовольствие в настоящее время может стать проинфляционным фактором. Это связано как с наблюдаемым начиная с мая ростом мировых цен на продовольствие, так и с вероятным дополнительным ростом цен в местных валютах в случае их ослабления.

Доля энергоресурсов в потребительской корзине также зависит от таких факторов, как уровень развития страны и доходов населения. Наиболее сильную зависимость инфляции от цен на энергоресурсы можно наблюдать применительно к Турции и Польше, которые характеризуются наибольшими годовыми темпами роста цен на эту категорию товаров в 2020 г. (9,8% и 4,9% соответственно – Рисунок 88) при наибольшей доле энергоресурсов в потребительской корзине (Рисунок 91).

Рисунок 88. Базовая инфляция в отдельных странах и в среднем по выборке стран, % г/г



Источник: Bloomberg Finance L.P.

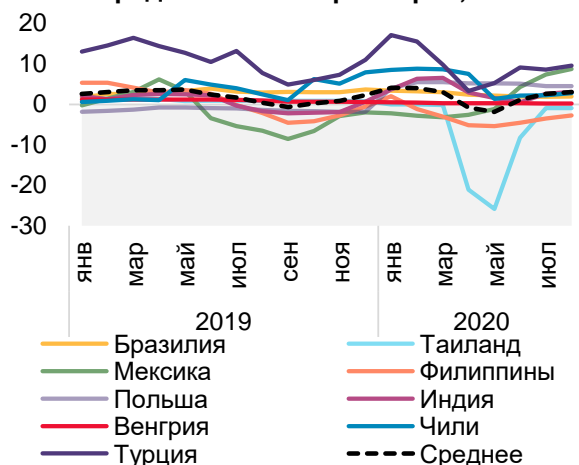
Рисунок 89. Доля продуктов питания в ИПЦ и чувствительность местных цен на продукты питания к динамике мировых цен, %



Примечание. Зависимость от мировых цен на с/х продукцию оценена как корреляция между динамикой внутренних цен на продукты питания и мировых цен на сельскохозяйственную продукцию.

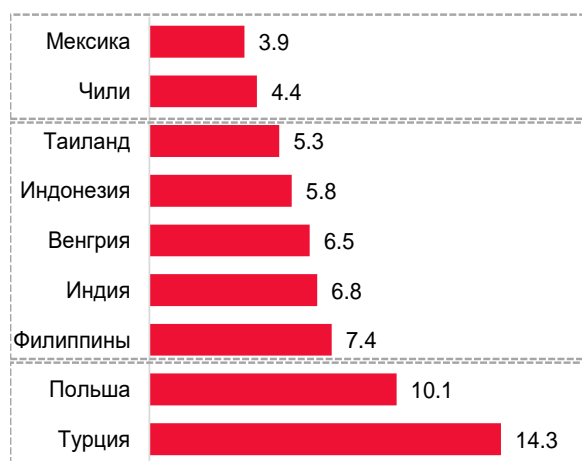
Источники: CEIC, Bloomberg Finance L.P., расчеты ДИП.

Рисунок 90. Внутренние цены на энергоресурсы в отдельных странах и в среднем по выборке стран, % г/г



Источник: CEIC.

Рисунок 91. Доля энергоресурсов в ИПЦ, %



Источник: CEIC.

4) Изменения в налогово-бюджетной политике и прочие идиосинкратические факторы

Дополнительное разнонаправленное влияние на динамику инфляции в СФР в ближайшие кварталы, по мнению регуляторов и аналитиков, будут оказывать разного рода идиосинкратические факторы (Таблица 3). В условиях исчерпания чрезвычайных пакетов мер поддержки экономики и населения в отдельных СФР сохраняется необхо-

димось стимулирования восстановления потребительского спроса. С этой целью в Венгрии и Бразилии были расширены специальные программы (Széchenyi Recreation Card и Income-Transfer Program).

Важное дополнительное влияние на инфляцию должны оказать также изменения отдельных налогов и таможенных пошлин. Например, в Польше и Венгрии в 2020–2021 гг. запланировано повышение акцизного налога на табачные изделия, которое, по оценкам регуляторов, при прочих равных условиях добавит к инфляции 0,4 и 0,5 п.п. соответственно.

В целом калибровка монетарной политики под возможные новые стимулирующие бюджетные меры и предполагаемый в будущем переход к бюджетной консолидации будет представлять собой важный вызов для центральных банков. Существенную роль в формировании доверия к проводимой регулятором политике играет степень независимости и доверия к центральному банку. Снижение независимости центрального банка может привести к повышению инфляционных ожиданий и усилению давления на национальную валюту³⁰.

Влияние рассмотренных идиосинкратических факторов, по нашему мнению, при прочих равных отразится на ценовой динамике в течение последующих кварталов, полностью или частично компенсируя дезинфляционное давление.

Таблица 3. Изменения в налогово-бюджетной политике, а также прочие идиосинкратические факторы в избранных СФР

Польша	<ul style="list-style-type: none"> • Изменение косвенных налогов (ЕС) на табак (позапное введение: январь 2020 г., июль 2020 г., январь 2021 г.): повысит инфляцию на 0,4 п.п. в 2020–2021 годах.
Венгрия	<ul style="list-style-type: none"> • Изменение косвенных налогов (ЕС) на табак (позапное введение: январь 2020 г., июль 2020 г., январь 2021 г.): повысит инфляцию на 0,5 п.п. • Увеличение надбавок по the Széchenyi Recreation Card.
Бразилия	<ul style="list-style-type: none"> • Частичное продление income-transfer program для домохозяйств до декабря. • Отмена налогов на некоторые импортные категории товаров до конца 2020 года.
Филиппины	<ul style="list-style-type: none"> • Временное повышение импортных пошлин на ввозимую сырую нефть и нефтепродукты.
Индонезия	<ul style="list-style-type: none"> • Разработка поправок в устав центрального банка (усиление акцента на экономическом росте при ведущей роли правительства страны в денежно-кредитном совете).
Турция	<ul style="list-style-type: none"> • Снижение НДС на отдельные категории (с 8 до 1% – на услуги по размещению и питанию, а также на культурные мероприятия; с 18 до 8% – на пассажирские перевозки, организацию свадеб, обслуживание и ремонт жилых помещений, химчистку и услуги торговцев). • Увеличение специального потребительского налога на автомобили среднего и премиального класса с 1 сентября (+1 п.п. к инфляции на конец года).
Мексика	<ul style="list-style-type: none"> • Снижение отдельных видов местных налогов.

³⁰ IMF *The Impact of COVID-19 on Inflation: Potential Drivers and Dynamics*, September 2020.

Таким образом, начавшееся после снятия ограничительных мер восстановление экономической активности, действие бюджетных мер, в том числе поддерживавших доходы населения, и мягкая денежно-кредитная политика во многом демпфировали дезинфляционное влияние эпизода падения экономической активности и потребления в период действия ограничительных мер.

Поскольку степень влияния тех или иных факторов на динамику цен может быть разной, баланс влияния проинфляционных и дезинфляционных факторов в каждой стране уникален (Таблица 4). В условиях, когда оценка ненаблюдаемых переменных (разрыв выпуска, нейтральная ставка и т.д.) становится еще более сложной и неточной, чем в докризисный период, разумно отталкиваться при принятии решений от текущей динамики наблюдаемых показателей. После синхронного смягчения ДКП в странах СФР, дальнейшие шаги должны становиться более взвешенными и учитывать динамику шоков и факторов, как на стороне спроса, так и на стороне предложения.

Таблица 4. Оценка степени влияния проинфляционных и дезинфляционных факторов³¹

	Потребительский спрос	Цены на продукты питания	Цена на нефть	Ослабление курса национальной валюты	Издержки производителей	Идиосинкратические факторы
Влияние	Дезинфляционное	В обе стороны	В обе стороны	Проинфляционное	Проинфляционное	В обе стороны
Польша	+	+	+++	++	+	++
Венгрия	+	++	++	++	+	++
Бразилия	+	++		+++	+++	++
Филиппины	++	+++	++		++	+
Индия		+++	++	+		
Индонезия	+++	++	++	++		+
Чили	++	+	+	+	++	
Турция	+	++	+++	++	+	++
Таиланд	++	+++	+	+	+++	
Мексика	++	++	+	+++	+++	+

Источник: оценки ДИП.

³¹ +++ – сильное, ++ – умеренное, + – слабое.

Департамент исследований и прогнозирования

Александр Морозов

Директор

Владислав Абрамов

Ирина Богачева

Сергей Власов

Александра Живайкина

Татьяна Кузьмина

Екатерина Петренева

Мария Помельникова

Светлана Попова

Алексей Поршаков

Белла Рабинович

Юлия Ушакова

Анна Цветкова

Дмитрий Чернядьев

Ксения Яковлева